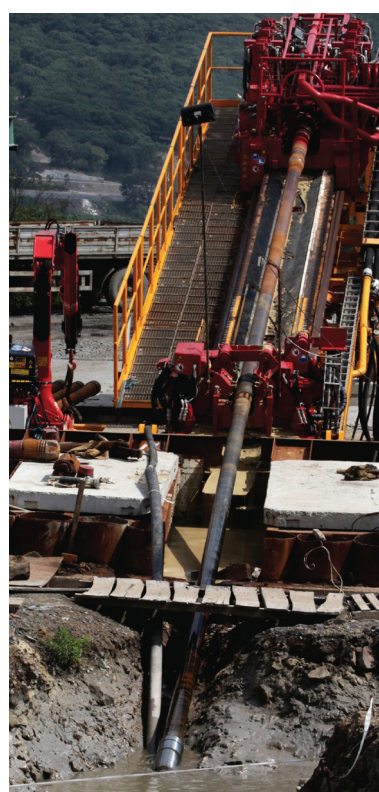




Евразийский Банк Развития

ВНУТРЕННИЕ ИНВЕСТИЦИИ В ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ РЫНКОВ КАПИТАЛА СТРАН ЕЭП

Аналитический обзор



УДК 339.732
ББК 65.268
Л 22

Лансков П.М.
Л 22 Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран
ЕЭП. / П.М. Лансков, Н.В. Максимчук, Г.Г. Дуисенова – Алматы, 2015. – с. 90.

ISBN 978-601-7151-48-5

Евразийский банк развития (ЕАБР) является международной финансовой организацией, учрежденной на основании межгосударственного соглашения между Российской Федерацией и Республикой Казахстан, подписанного в январе 2006 года. В 2009–2011 годах в состав ЕАБР вошли Армения, Беларусь, Кыргызстан и Таджикистан. С 2010 года ЕАБР управляет средствами Антикризисного фонда ЕврАзЭС.

Приоритетом аналитической деятельности ЕАБР в соответствии с его уставом является информационно-аналитическое сопровождение интеграционных процессов на евразийском пространстве.

УДК 339.732
ББК 65.268

Контакты авторов обзора:

Лансков Петр Михайлович –

Генеральный директор ООО «Инфраструктурный институт ПАРТАД», д. э. н.
Электронная почта: info@partad.ru

Максимчук Наталья Викторовна –

заместитель начальника Аналитического управления, ЕАБР
Электронная почта: maqsimchook_nv@eabr.org

Дуисенова Гульмира Галимбековна –

главный специалист отдела отраслевого анализа, ЕАБР
Электронная почта: duissenova_gg@eabr.org

ISBN 978-601-7151-48-5

© Евразийский банк развития, 2015

Координатор проекта:

Г.А. Имамниязова, ЕАБР

Адрес:

Евразийский банк развития

пр. Достык, 220, Алматы, 050051,

Республика Казахстан

Телефон: +7 (727) 244 40 44

Факс: +7 (727) 244 65 70, 291 42 63

E-mail: info@eabr.org

http://www.eabr.org

Дизайн, верстка и подготовка к печати:

Издательская компания «RUAN»

В обзоре использованы фотографии Агентства Франс-Пресс (AFP)

В представленном отчете собраны основные значимые факторы и стимулы для внутренних инвестиций в финансовые инструменты рынков капитала государств – участников ЕЭП в условиях изменений в глобальной политике и экономике. Их учет в регулятивной практике трех стран в значительной степени позволил бы совершить маневр с замещением выпадающих или перезапуском стагнирующих источников инвестиций в ЕЭП в среднесрочной перспективе.

Все публикации серии доступны на официальном сайте ЕАБР:
<http://www.eabr.org/rus/publications/AnalyticalReports/>

При перепечатке, микрофильмировании и других формах копирования обзора ссылка на публикацию обязательна. Точка зрения автора не обязательно отражает официальную позицию Евразийского банка развития.

Содержание

Список аббревиатур.....	6
Введение.....	9
1. Проблемы развития финансовых рынков стран ЕЭП в контексте изменений в глобальной экономике.....	10
1.1. Глобальные тренды и состояние рынков капитала.....	10
1.2. Основные вызовы для национальных рынков капитала ЕЭП в условиях возможного замедления экономики.....	15
2. Источники ликвидности для евразийских финансовых рынков.....	18
2.1. Политика регулирующих органов государств – участников ЕЭП по развитию рынка капитала.....	23
2.2. Перспективы развития национальных биржевых систем.....	27
2.3. Возможности применения инструментария IPO в странах ЕЭП.....	30
2.4. Потенциальные источники роста рынка капитала стран ЕЭП.....	32
2.5. Развитие внутреннего инвестиционного спроса в ЕАЭС.....	32
2.6. Налоговые стимулы для частных инвесторов на рынке капитала.....	35
3. Международный опыт использования пенсионных средств в качестве долгосрочного инвестиционного ресурса.....	38
4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций.....	46
4.1. Пенсионная система РФ.....	46
4.2. Пенсионная система РК.....	52
4.3. Пенсионная система РБ.....	57
5. Страховые резервы как источник инвестиций в экономику.....	63
5.1. Страховая система РФ.....	64
5.2. Страховая система РК.....	69
5.3. Страховая система в РБ.....	74
6. Пути повышения конкурентоспособности интегрированного финансового рынка ЕАЭС.....	79
7. Заключение.....	82
Литература.....	85

Таблицы

Таблица 1	Налоговые льготы на рынке капитала.....	36
Таблица 2	Динамика структуры инвестиционных портфелей государственной управляющей компании, частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов.....	51
Таблица 3	Основные показатели системы пенсионного обеспечения РБ.....	58
Таблица 4	Динамика доходов и расходов ФСЗН.....	59
Таблица 5	Основные показатели страховой деятельности в РФ.....	65
Таблица 6	Динамика и структура инвестиционного портфеля СО РК.....	72

Рисунки

Рисунок 1	Потребности в долгосрочном финансировании.....	39
Рисунок 2	Динамика состояния активов институциональных инвесторов.....	40
Рисунок 3	Доля пенсионных активов в национальном ВВП.....	41
Рисунок 4	Структура инвестирования пенсионных активов.....	43
Рисунок 5	Инвестирование пенсионных ресурсов в облигации в отдельных странах мира.....	44
Рисунок 6	Стратегии инвестирования различными пенсионными фондами.....	45
Рисунок 7	Динамика накопительного компонента.....	47
Рисунок 8	Динамика числа застрахованных лиц и величины пенсионных накоплений в НПФ.....	48
Рисунок 9	Динамика пенсионных накоплений.....	55
Рисунок 10	Динамика изменения пенсионных взносов, «чистого» инвестиционного дохода и пенсионных накоплений.....	55
Рисунок 11	Динамика и структура инвестиционного портфеля пенсионных фондов РК.....	55
Рисунок 12	Казахстан: динамика доходности НПФ.....	56
Рисунок 13	Казахстан: структура инвестиционного портфеля по состоянию на 01.11.14.....	56
Рисунок 14	Распределение инвестпортфеля страховщиков жизни.....	64
Рисунок 15	Структура поступивших страховых премий по отраслям страхования.....	70
Рисунок 16	Структура поступления страховых премий по отрасли «Страхование жизни».....	70
Рисунок 17	Структура поступления страховых премий по отрасли «Общее страхование».....	70
Рисунок 18	Соотношение страховых премий к ВВП.....	71
Рисунок 19	Динамика страховых резервов (\$ млн) и темпы прироста (%).....	71
Рисунок 20	Динамика и структура инвестиционного портфеля казахстанских СК.....	72

Список аббревиатур

- ESM (European Stability Mechanism) – Европейский механизм стабильности
- ETF (Exchange Traded Fund) – биржевой инвестиционный фонд
- EY (Ernst&Young) – прежнее название международной аудиторской компании
- IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) – Международная ассоциация комиссий по ценным бумагам
- IPO (Initial Public Offering) – первоначальные размещения корпоративных ценных бумаг
- KASE (Kazakhstan Stock Exchange) – Казахстанская фондовая биржа
- Qivi – название платежного сервиса в России и странах СНГ
- SPO (Secondary Public Offering) – вторичное публичное предложение акций основного выпуска
- БРИКС – группа из стран: Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика
- БВФБ – Белорусская валютно-фондовая биржа
- ВВП – валовой внутренний продукт
- ВСС – Всероссийский союз страховщиков
- ВЭБ – Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк) Российской Федерации
- ГУК – государственная управляющая компания
- ГЧП – государственно-частное партнерство
- ЕАЭС – Евразийский экономический союз

- ЕврАзЭС – Евразийское экономическое сообщество
- ЕНПФ – Единый накопительный пенсионный фонд
- ЕС – Европейский союз
- ЕЦБ – Европейский центральный банк
- ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия
- ЕЭП – Единое экономическое пространство
- ИИС – индивидуальный инвестиционный счет
- ККУ – Кодекс корпоративного управления в Российской Федерации
- МБ – Московская биржа
- МВФ – Международный валютный фонд
- ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа
- МСФО – Международные стандарты финансовой отчетности
- МФЦ – Международный финансовый центр
- НАПФ – Национальная ассоциация пенсионных фондов
- НБ РБ – Национальный банк Республики Беларусь
- НБ РК – Национальный Банк Республики Казахстан
- НДФЛ – российский налог на доходы физических лиц
- НК РФ – Налоговый кодекс Российской Федерации
- НПО – негосударственное пенсионное обеспечение
- НПФ – негосударственные пенсионные фонды
- ОПС – обязательное пенсионное страхование
- ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития – Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)
- ПИФ – паевые инвестиционные фонды
- ППС – профессиональное пенсионное страхование
- ПФР – Пенсионный фонд Российской Федерации
- РБ – Республика Беларусь

РК – Республика Казахстан

РФ – Российская Федерация

РСБУ – Российские стандарты бухгалтерского учёта

РТС – ОАО «Фондовая биржа РТС»

РФЦА – Региональный финансовый центр в г. Алматы

СД – специализированные депозитарии

СК – страховые компании

СНГ – Содружество Независимых Государств

СО – страховые организации

СПбМТСБ – Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа

СРО – саморегулируемые организации

СФЗ – свободная финансовая зона

СФС – Совет финансовой стабильности

ТС – Таможенный союз

УК – управляющая компания

ФКЦБ – Федеральная комиссия по ценным бумагам Российской Федерации

ФСЗН – Фонд социальной защиты населения при Министерстве труда и социальной защиты Республики Беларусь

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации

ЦБ РФ – Центральный банк Российской Федерации

ЧНПФ – частные накопительные пенсионные фонды

ЧУК – частная управляющая компания

Введение

Изменения в геополитической обстановке влияют на условия функционирования и развития экономики стран Единого экономического пространства (ЕЭП), в том числе национальных финансовых рынков. Растет стоимость заимствований на внешних и внутренних рынках кредита, происходит отток средств не только спекулятивных, но и портфельных инвесторов, сокращаются источники финансирования инноваций. Необходимо предпринять специальные и срочные меры по замещению выпадающих внешних источников инвестирования средств в национальные финансовые инструменты внутренними и евразийскими. На этот вызов времени национальные регулирующие органы рынков капитала и наднациональные структуры ЕЭП должны ответить четкими и осмысленными действиями. Необходимо так или иначе обеспечить привлечение ликвидности на торговые площадки, направить средства пенсионных и страховых резервов и пенсионных накоплений в наиболее значимые сегменты экономики, чтобы поддержать тренд на развитие вопреки намечающейся стагнации.

Цель проекта – определение значимых факторов и стимулов для внутренних инвестиций в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП в условиях изменений, происходящих в глобальной политике и экономике; анализ текущей ситуации и изучение возможностей для новаций в регулировании и в практике деятельности участников рынка, которые позволили бы совершить инвестиционный маневр с замещением выпадающих или перезапуском стагнирующих источников инвестиций в ЕЭП в средне-срочной перспективе.

По результатам данного исследования предложены решения и инструменты, стимулирующие приток ликвидности на евразийские рынки капитала при определенных регулятивных и организационных условиях, а также меры по стимулированию национальных (евразийских) инвесторов в рамках ЕЭП.

1. Проблемы развития финансовых рынков стран ЕЭП в контексте изменений в глобальной экономике

1.1. Глобальные тренды и состояние рынков капитала

В последние десятилетия в структуре мировой экономики, включая реальный сектор, происходят значительные изменения. Они оказывают влияние на цикличность экономического развития и кризисные явления в экономической системе. В процессах глобализации развитие международных экономических связей сопровождается усилением взаимозависимости национальных экономик и, как следствие, увеличением степени их воздействия друг на друга.

Кризисные и посткризисные явления проявляются по нескольким направлениям. С нарастанием преобладания сферы услуг обостряются проблемы диспропорций в экономике. Усиливаются глобальные дисбалансы, а существование в течение длительного времени экономик с отрицательным или положительным сальдо платежного баланса приводит к закреплению неравновесия мировой экономики. Кроме того, в результате изменения цикличности экономического развития изменяется частота повторения спадов и кризисов (Молчанова, Чепурко, 2013).

С другой стороны, в качестве долгосрочных последствий энергетического кризиса 1970–1980 годов происходит такая структурная перестройка мирового хозяйства, при которой основное количество энергоемких, материалоемких, трудоемких и экологически вредных производств переносится в развивающиеся страны (индустриальное сообщество), в то время как развитые страны специализируются преимущественно на передовых наукоемких и экологически чистых производствах и, в значительной степени, услугах (постиндустриальное сообщество). Например, США фактически специализируются на продаже всему миру финансовых, образовательных, информационных и прочих услуг. Подобное разделение обеспечивает углубление стратегического преимущества развитых стран. За счет сверхприбылей от экспорта наукоемких товаров и услуг они имеют возможность сгладить глубину циклических колебаний в своих экономиках. При этом развивающиеся страны становятся более восприимчивы к таким колебаниям (Трунин, 2005).

В то же время развитые страны и «мировая мастерская» – Китай – остаются крупнейшими потребителями энергоресурсов, что в случае роста мировых цен на сырье может создать серьезные проблемы для их экономик. Другое дело, что по мере относительной стабилизации политической ситуации на Ближнем и Среднем Востоке такой сценарий развития маловероятен. Тем более что особое значение в формировании кризиса 2007–2008 годов имели деформации в ценообразовании на энергоносители

в силу воздействия долговременных политических факторов роста цен, а именно события вокруг Ирака, Ирана, Афганистана.

Еще один фактор нарастания глобальных дисбалансов – существование крупных финансовых игроков на мировом рынке. Международные финансово-промышленные группы оперируют значительными потоками денежных средств, быстро перенаправляя их из одной сферы в другую и создавая предпосылки на известной нестабильности в экономике. Это оказывает влияние на равновесие всей мировой финансовой системы.

Таким образом, высокая концентрация значительных финансовых средств в распоряжении ограниченного круга ресурсодобывающих компаний и иных крупных финансово-промышленных групп, инфляция и высокий уровень цен на энергоносители, их отрыв от фундаментальных ценообразующих факторов в значительной мере послужили факторами дестабилизации мировой финансовой системы и ее отдельных звеньев, включая рынок капитала (Бекетов, 2009).

К одной из вновь выявленных причин мировой финансовой нестабильности следует также отнести асимметрию информации, которой обладают разные операторы мирового финансового рынка в сочетании с большим объемом спекулятивного капитала, находящимся в их ведении. Глобализация ведет к постоянному возрастанию объема информации, получаемой и перерабатываемой участниками рынка. В силу информационной асимметрии не все из них в состоянии эффективно управлять ресурсами. В результате на финансовом рынке возникают дополнительные диспропорции, ведущие к формированию кризиса, который, в свою очередь, служит рынку «невидимой рукой» для устранения диспропорций.

Глобализация также привела к изменению значения и функции спекулятивного капитала в мировой экономике. Главным свойством спекулятивного капитала является высокая мобильность, обусловленная тяготением к валюте и иным высоколиквидным финансовым инструментам. Вследствие того, что достоверная информация об объемах данного типа капитала, кроме той, что он значителен, практически отсутствует, он является одним из факторов нестабильности мировой экономики и причиной формирования кризисных явлений (International Banking and Financial Market Developments, 2000).

В контексте изучения влияния глобализации на цикличность развития мировой экономики было определено несколько отличительных особенностей современного экономического цикла. Так, на продолжительность цикла оказывает влияние объем и функционирование свободных финансовых средств в мировой экономике. Формирование финансового рынка на глобальном уровне и последующая его либерализация стали факторами сокращения цикла. В соответствии с теорией Н.Д. Кондратьева, длительность первого мирового экономического цикла составляла 70 лет, второго и третьего – в среднем 50 лет. Прогнозируется, что текущий цикл завершится к 2020 году и его продолжительность составит около 40 лет. Кроме того, в настоящее время постоянно растет взаимозависимость национальных экономик. Происходит рост не только международной торговли, но и трансграничных финансовых потоков, миграции, обмена инновациями. Все это приводит к синхронизации циклов национальных экономик (Молчанова, Чепурко, 2013). На практике это означает усиление корреляции мирового цикла с внутренним циклом экономики США как ведущей национальной экономики мира, причем уже не столько по объему, сколько по качеству валового внутреннего продукта (ВВП).

Производство промышленной продукции в США в последние годы стало более конкурентным по сравнению с азиатским. Компании, переводившие производство в Китай, возвращают его в Мексику или даже обратно в Соединенные Штаты. В Китае, где приоритетом является повышение реальных зарплат (что снижает конкурентоспособность), самоудовлетворение после борьбы с последствиями кризиса 2008-го сменилось беспокойством. По данным EY (прежнее название Ernst&Young), зарплаты в Китае выросли с 2001 года на 400%, тогда как в США затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции снизились с 1995 года на 12%.

С точки зрения фундаментальных факторов США оказались более, а Китай – менее конкурентоспособен, чем было принято считать. Ответ Запада прозвучал раньше, чем ожидалось. Он заключается в переходе Запада от промышленного к «умному» производству. По мере развития этих процессов инвесторы вспоминают о политических рисках в развивающихся странах и радикально переоценивают свои ожидания от развивающихся рынков (Оттерс, 2014).

Таким образом, современные циклические колебания мировой экономики неразрывно связаны с институциональными и структурными изменениями в глобальном экономическом пространстве. К числу последних относятся увеличение доли сферы услуг в мировом хозяйстве и роли финансового капитала, приводящие к сокращению экономического цикла в силу своей большей мобильности. Кроме того, рынки товаров все больше стали походить на рынки финансовых активов в плане ценовых движений, зачастую не связанных с фундаментальными факторами. Так, цены на нефть в существенной степени подвержены колебаниям, не зависящим от спроса и предложения, что характерно для рынков капитала (Молчанова, Чепурко, 2013).

По итогам финансовых потрясений 2007–2008 годов и последующего периода ведущими международными экспертами признано, что одним из самых серьезных рисков современного экономического развития стал чрезмерный рост объемов различных видов финансовых активов. По оценкам экспертов McKinsey Global Institute, финансовая глубина (financial depth) экономики, измеряемая как соотношение традиционных финансовых активов к мировому ВВП, увеличилась с 261% в 1990 году до 356% в 2010-м (McKinsey Global Institute, 2013). Если для оценки финансовой глубины глобальной экономики учитывать оборот торговли деривативами, влияние финансового компонента на современное мировое развитие будет в 11 раз выше.

Предложения по кардинальным изменениям систем национального и международного регулирования финансовой сферы не случайно занимают центральное место и в решениях саммитов двадцатки развитых и крупных развивающихся стран – G20¹. На встрече G20 в Питтсбурге (2009 год) было принято решение о целесообразности централизации клиринга внебиржевых деривативов в странах – участницах «Большой двадцатки». Это подразумевает постепенную миграцию на биржевой рынок, что значительно снижает риски неисполнения обязательств, сокращает издержки участников и порог входа на рынок. А в коммюнике саммита G20 в Каннах (2011 год) отмечалась необходимость активизации действий по поддержанию стабильности банковских

¹ Членами G20 являются Австралия, Аргентина, Бразилия, Великобритания, Германия, Индия, Индонезия, Италия, Канада, Китай, Республика Корея, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, США, Турция, Франция, ЮАР, Япония и Европейский союз. К постоянным участникам встреч G20 относятся МВФ, Европейский центральный банк и Всемирный банк.

систем и финансовых рынков на национальном и международном уровнях.

На заседании G20 в мексиканском Лос-Кабосе (2012) также говорилось о необходимости усиления роли вновь созданного международного консультативного органа – Совета финансовой стабильности (СФС). Ему отводится особое место в регулировании глобального финансового рынка. Совет занимается координацией и мониторингом мер финансового регулирования и разработкой новых предложений в этой области. Он призван сыграть важную роль в недопущении возврата докризисных форм поведения на финансовом рынке, а также усилении контроля за выполнением принятых международных обязательств в отношении банков, внебиржевых рынков производных финансовых инструментов и практики компенсационных выплат топ-менеджерам. СФС выступил с предложением заключить между членами G20 соглашение о многостороннем сотрудничестве в сфере надзора за центральными клиринговыми контрагентами, в том числе координации их политики в отношении трансграничной ликвидности, а также развернуть соответствующий режим финансового оздоровления и санации для центральных контрагентов.

СФС ведет работу по снижению зависимости экономических субъектов от внешних кредитных рейтингов и выработке стандартов деятельности для рейтинговых агентств, на которые при существующей инфраструктуре рынков завязаны многие инвестиционные решения. Во время глобального кризиса изменения инвестиционных суверенных рейтингов некоторых стран ведущими агентствами из США вызвали излишнюю нервозность на финансовых рынках, то есть добавляли существенный элемент нестабильности в глобальной экономике. Одна из обсуждаемых в этом плане идей состоит в том, чтобы создать некий надзорный орган за рейтинговыми агентствами, который оценивал бы объективность их действий. Есть предложения о формировании независимых рейтинговых агентств в рамках Европейского союза (ЕС).

В марте 2013 года руководители ряда ведущих ассоциаций участников торговли деривативами, бирж и клиринговых домов через Financial Times обратились к Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) (FIM, 2013). Лидеры отрасли призвали IOSCO инициировать диалог по взаимному признанию законодательства, на основе которого осуществляется трансграничный оборот между странами со сходными подходами к регулированию срочной биржевой торговли. Участники рынка привлекают внимание к тому, что хотя цели G20 по обеспечению стабильности финансовой системы получили активную поддержку государств на международном уровне, разнообразные трактовки глобальных стандартов на национальном уровне усложняют их соблюдение, повышая тем самым риски для участников рынка.

Наиболее актуальными целями реформы мировых финансовых рынков, как это понимается на уровне G20 (Хейфец, 2012), являются:

- ▶ совершенствование управления волатильными потоками капитала на наднациональном уровне;
- ▶ разработка и введение единых принципов сотрудничества между МВФ и региональными финансовыми механизмами, таких как механизмы ЕС;
- ▶ разработка согласованного плана действий по поддержке развития и углубления рынков облигаций в национальной валюте;
- ▶ реформа деятельности МВФ.

Таким образом, создаются предпосылки для преодоления определенных препятствий в глобальном регулировании финансового рынка через взаимное признание национальных законодательств на базе единства подходов к этому процессу.

Важные инициативы в регулировании финансового рынка реализуются и ЕС. В мае 2012 года Европейским центральным банком (ЕЦБ) была выдвинута идея еще одного союза – банковского, который мог бы объединить большинство стран ЕС. Банковский союз призван укрепить национальные банки, снизить их зависимость от государственных финансов, предоставляемых для выкупа суверенных долгов. Кроме того, задачами банковского союза может стать ужесточение надзора в банковском секторе еврозоны, а также создание общеевропейской системы защиты вкладов. В случае формирования такого союза средства Европейского механизма стабильности (ESM) могли бы послужить целям прямой рекапитализации европейских банков (Хейфец, 2012).

Идея банковского союза может быть реализована в относительно короткие сроки, так как для этого практически не нужно существенно менять законодательство и договоренности внутри ЕС. В то же время при его формировании появляются те же противоречия между странами-донорами и странами – получателями финансовой помощи. Очевидна высокая степень взаимосвязи между реализацией идеи банковского и Бюджетного союза ЕС. Договор о создании последнего в марте 2012 года подписали 25 из 27 стран ЕС, кроме Великобритании и Чехии. Практические действия по преобразованию европейского валютного союза в бюджетный и банковский союзы станут важным шагом в реформировании глобальной финансовой системы.

Изменения в геополитической обстановке влияют на условия функционирования и развития экономики государств – членов Договора о Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС), в том числе национальных рынков капитала России, Казахстана, Беларуси. В 2014 году для их субъектов растет стоимость заимствований на внешних и внутренних рынках кредита, происходит отток средств не только спекулятивных, но и портфельных инвесторов, сокращаются источники инвестирования.

Государства – члены ЕАЭС, безусловно, должны учитывать изменения в мировых тенденциях регулирования финансового рынка и реализовывать адекватные им инициативы на своем региональном уровне.

* * *

Процессы глобализации и развития рынка капитала неразрывны. Изменение длительности экономических циклов и форм проявления экономических кризисов тесно связано с увеличением влияния рынка капитала на мировую экономику. Зависимость постиндустриальных экономик от рынка капитала выше, чем в индустриальных или развивающихся. Первые быстрее входят в кризис, но и быстрее из него выходят за счет того, что рынки капитала обеспечивают быстрый переток ресурсов из стагнирующих сегментов экономики в растущие. Роль рынков капитала в национальных экономиках государств – участников ЕЭП не позволяет им пока противостоять нарастающим проявлениям их стагнации или замедления роста. Положение дел можно изменить за счет согласованной политики государственных органов и органов межгосударственного сотрудничества ЕЭП.

1.2. Основные вызовы для национальных рынков капитала ЕЭП в условиях возможного замедления экономики

Основание Таможенного союза (ТС) Беларуси, Казахстана и России создало условия для перехода к следующей, более высокой ступени интеграции – формированию Единого экономического пространства. Главы трех государств на встрече в Алматы 19 декабря 2009 года утвердили План действий по формированию ЕЭП, который предусматривал разработку и подписание в течение двух лет, к 1 января 2012 года, пакета международных договоров, обеспечивающих его создание. Последовательная реализация этого плана стала основой для следующего шага на пути интеграции, и 29 мая 2014 года в Астане руководителями трех стран был подписан межгосударственный Договор о Евразийском экономическом союзе, который вступил в силу с 1 января 2015 года.

Потенциал ЕАЭС привлекателен и для других стран Содружества Независимых Государств (СНГ). Армения уже выполнила соответствующую дорожную карту и ратифицировала договор о вступлении в ЕАЭС. Пятым членом организации стал Кыргызстан. Заявку готовит и Таджикистан, ожидающий вступления в союз Кыргызстана (пока он не имеет общей границы с участниками ЕАЭС).

ЕАЭС должен стать гораздо более глубокой формой экономической интеграции, чем предыдущие попытки таковой на постсоветском пространстве, и включает в себя, помимо действующего ТС, такие составляющие устойчивого экономического роста, как проведение согласованной экономической политики, обеспечение свободного движения услуг, капитала, трудовых ресурсов и доступ к инфраструктуре государств – членов ЕАЭС. В рамках союза должны функционировать однотипные механизмы регулирования экономики, основанные на рыночных принципах, гармонизированных и унифицированных нормах и правилах. Для соз-

Основные цели ЕАЭС:

- ▶ создание условий для стабильного развития экономик государств-членов в интересах повышения жизненного уровня их населения;
- ▶ стремление к формированию единого рынка товаров, услуг, капитала и трудовых ресурсов в рамках союза;
- ▶ всесторонняя модернизация, кооперация и повышение конкурентоспособности национальных экономик в условиях глобальной экономики.

В основу функционирования ЕАЭС положены следующие принципы:

- ▶ уважение общепризнанных принципов международного права, включая принципы суверенного равенства государств-членов и их территориальной целостности;
- ▶ уважение особенностей политического устройства государств-членов;
- ▶ обеспечение взаимовыгодного сотрудничества, равноправия и учета национальных интересов сторон договора;
- ▶ соблюдение принципов рыночной экономики и добросовестной конкуренции;
- ▶ функционирование Таможенного союза без изъятий и ограничений после окончания переходных периодов (Договор о Евразийском экономическом союзе, 2014).

дания коридора институциональных возможностей привлечения инвестиций в экономику необходимо обеспечить согласованность механизмов поддержания конкуренции и государственных вложений, унификацию налоговой, денежно-кредитной политики и валютного регулирования, сформировать условия для развития в ЕАЭС интегрированного рынка капитала.

В ЕАЭС предпринимается попытка реализации отличной от стандартных моделей формы взаимодействия между его участниками. Фактическое доминирование связей по принципу «страна финансового центра – страна финансовой периферии» утяжеляет принятый формат интеграции в государствах ЕС. К такому формату в конце 2013 года была приглашена Украина, которая признана «недостаточно развитой» страной со всеми вытекающими отсюда ограничениями для самостоятельного развития своей экономики (Раговик, 2014).

Проект евразийской интеграции по своему замыслу является долгосрочным и основанным на принципах политического равенства его участников, независимо от масштабов их экономики. Осуществление этого проекта потребует финансовых, организационно-экономических, интеллектуальных и человеческих ресурсов. Однако усиление геополитических рисков снижает динамику развития интеграционных процессов в государствах – членах ЕАЭС вследствие ослабления внешнеполитической позиции его ключевого участника – Российской Федерации (РФ).

Введение санкций в отношении России и ее экономических субъектов, безусловно, повлияет на ресурсную базу формирования ЕАЭС, но не изменит вектора развития этого процесса (Раговик, 2014). Наоборот, вопрос евразийской интеграции приобретает особый приоритет в условиях усиления глобальных вызовов и неопределенности их последствий.

Сокращение и отток иностранных инвестиций из РФ необходимо попытаться компенсировать другими факторами, повышающими эффективность ее экономики как стержня ЕАЭС.

Например, открытость экономики для движения капиталов из государств – членов ЕАЭС, трудовых ресурсов, нематериальных активов; стимулирующая налоговая и таможенная политика; иммиграционное законодательство; упрощенные процедуры регистрации предприятий, оформления сделок, соответствие современным мировым стандартам в области бухгалтерского учета, финансовой отчетности, регулирования и надзора на рынке капитала.

Если до марта 2014 года московский рынок ценных бумаг рассматривался как однозначный лидер и локомотив будущего интегрированного рынка капитала в ЕАЭС, то в настоящее время подобный сценарий развития уже не представляется столь однозначным. Беларусь и особенно Казахстан с точки зрения ряда иностранных инвесторов теперь представляются «тихой гаванью» на пространстве СНГ. Кроме того, с их территории финансовым институтам с российским капиталом, возможно, было бы удобнее осуществлять трансграничные операции с участием западных партнеров.

* * *

В сложных политических и экономических обстоятельствах, в которых оказались РФ и ее партнеры по ЕЭП, политика органов, регулирующих рынок капитала в государствах – участниках ЕЭП, должна в значительной степени строиться вокруг идеи их

интеграции и использования внутренних источников роста. Необходимо осуществить стратегический выбор вектора развития стран ЕЭП в рамках сложившейся модели мировой экономики. Подходы к снятию «ресурсного проклятия» лежат в плоскости постепенной и осознанной трансформации экономик государств – участников ЕЭП из ресурсодобывающих в инновационные или, скорее, экономики смешанного, ресурсно-инновационного типа.

Основные проблемы развития инновационной деятельности в государствах – участниках ЕЭП связаны с отсутствием эффективных механизмов реализации приоритетов инновационной политики, недостаточностью финансовых средств, необходимых для осуществления технологической модернизации производства, проведения перспективных научных исследований. Требуется разработка и реализация мер по обеспечению государственной поддержки и стимулированию инновационной деятельности, по развитию форм интеграции и кооперации, связанных с организацией высокотехнологичных конкурентоспособных производств, по их обеспечению необходимыми специалистами (Белова, 2013).

В основе торможения инновационных процессов в ЕЭП лежит дефицит финансовых инвестиционных ресурсов, нехватка инвестиционного капитала и невысокая инвестиционная активность частного сектора. Это следствие роста доминирующей роли государственных корпораций и компаний с государственным участием в экономике и усиливающегося административного давления на малый и средний бизнес.

Одна из причин сложившегося положения дел состоит в том, что существующая в государствах – участниках ЕЭП финансовая инфраструктура не включает в себя действенные механизмы привлечения капитала в инновационные проекты. Основу развития национальных экономик стран ЕЭП за счет инноваций, а не добывающих отраслей должны составлять емкие финансовые рынки. В период острой фазы мирового финансового кризиса недостаточная емкость рынка капитала государств – участников ЕЭП сократила степень его воздействия на их национальные экономики. Однако в условиях стабилизации и возобновления роста мировой экономики этот же фактор объективно тормозит преодоление национальными экономиками ЕЭП, и в первую очередь российской, нарастающих проявлений их стагнации. Необходимо использовать до сих пор недостаточно востребованный потенциал развития финансовых рынков стран ЕЭП, особенно в части применения того инструментария рынка капитала, по которому отставание от лидеров мировой экономики особенно заметно.

2. Источники ликвидности для евразийских финансовых рынков

Становление интегрированного рынка капитала государств – участников ЕЭП происходит в условиях формирования новой архитектуры мировой финансовой системы. Интеграционные процессы в финансовой сфере – одна из ведущих тенденций в мировой практике, но для их реализации, как уже отмечалось, нужны общие для участников финансового рынка ЕЭП финансовые инструменты и регламентирующие их выпуск и оборот регулятивные нормы. Согласно ст. 70 «Цели и принципы регулирования финансовых рынков» Договора о ЕАЭС его государства-члены осуществляют согласованное регулирование финансовых рынков в соответствии со следующими целями и принципами:

- ▶ углубление экономической интеграции государств-членов с целью создания в рамках союза общего финансового рынка и обеспечения недискриминационного доступа на финансовые рынки государств-членов;
- ▶ обеспечение гарантированной и эффективной защиты прав и законных интересов потребителей финансовых услуг;
- ▶ создание условий для взаимного признания лицензий в банковском и страховом секторах, а также в секторе услуг на рынке ценных бумаг, выданных уполномоченными органами одного государства-члена, на территориях других государств-членов;
- ▶ определение подходов к регулированию рисков на финансовых рынках государств-членов в соответствии с международными стандартами;
- ▶ определение требований, предъявляемых к банковской деятельности, страховой деятельности и деятельности на рынке ценных бумаг (пруденциальных требований);
- ▶ определение порядка осуществления надзора за деятельностью участников финансового рынка;
- ▶ обеспечение транспарентности деятельности участников финансового рынка.

На сегодняшний день рынки капитала государств, объединяющихся в ЕАЭС, можно отнести к группе развивающихся. Так, например, согласно данным Центрального банка (ЦБ) России, в середине 2013 года капитализация рынка акций и объем выпуска долговых бумаг в РФ составили 62% от ВВП (ЦБ РФ, 2013), тогда как в Республике

Казахстан (РК) – около 45%, в то время как в США – 142%. При этом следует учесть, что уровень развития фондового рынка Республики Беларусь (РБ) существенно отстает от других стран ЕАЭС с капитализацией рынка акций на уровне 0.7% от ВВП (данные за 2012 год). Из рынков капитала государств ЕАЭС только российский рынок характеризуется значительным присутствием иностранных инвесторов, о чем свидетельствует тот факт, что из-за оттока иностранных инвестиций начиная с 3 марта 2014 года фондовые индексы потеряли за день более 10%: индекс Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) потерял более 11%, а индекс РТС – почти 13%. Отдельные эмитенты потеряли до 24% своей капитализации. Налицо стремление многих зарубежных инвесторов покинуть российский рынок. И при пересмотре инвестиционных стратегий хедж-фондов по позициям на развивающихся рынках они могут обратить свое внимание на Казахстан.

До последнего времени основные усилия государств, которые с 2015 года стали членами ЕАЭС, концентрировались на облегчении взаимного доступа ценных бумаг на их фондовые рынки. В рамках Евразийского экономического сообщества (ЕврАзЭС) (Ломакин, Вечернин, 2012), из которого произрос Таможенный союз, уже принят ряд важных соглашений, касающихся обмена информацией, защиты инвестиций, сотрудничества на рынке ценных бумаг, организации интегрированного валютного рынка:

- ▶ Соглашение об обмене информацией между уполномоченными органами по регулированию рынков ценных бумаг государств – членов ЕврАзЭС (2003 год);
- ▶ Соглашение о сотрудничестве государств – членов ЕврАзЭС на рынке ценных бумаг (2004 год);
- ▶ Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка ЕврАзЭС (2006 год);
- ▶ Соглашение о поощрении и взаимной защите инвестиций в государствах – членах ЕврАзЭС (2008 год).

Тем не менее, надо признать, по настоящее время объем международно-правового регулирования рынков капитала в ЕврАзЭС был весьма незначителен, а его нормы носили декларативный характер и лишь обозначали контуры будущего сотрудничества.

Основу такого регулирования должны были составить два последних по времени подписания документа в трехстороннем формате уже в рамках ЕЭП:

- ▶ Соглашение о создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала (2010 год);
- ▶ Соглашение о торговле услугами и инвестициях в государствах – участниках ЕЭП и Приложение V по финансовым услугам (2010 год).

Эти соглашения обозначали некоторые международно-правовые средства создания единого рынка финансовых услуг, в частности: направления и порядок гармонизации национальных законодательств участвующих стран (к концу 2013 года); возможность создания и функционирования наднационального регулятора по финансовому рынку государств – участников ЕЭП (к концу 2015 года); завершение к 2020 году процесса гармонизации национальных законодательств и обеспечение взаимного признания лицензий профучастников. В июне 2013-го Евразийская экономическая

комиссия (ЕЭК) одобрила проект соглашения о единых требованиях к осуществлению деятельности на финансовых рынках, которое было призвано упорядочить процесс гармонизации законодательства сторон и содержало определенные элементы механизма такой гармонизации, в частности, право ЕЭК принимать решения, которые государства – участники ЕЭП реализуют в национальном законодательстве (Лившиц, 2013). Однако теперь перспективы гармонизации регулирования рынков капитала ЕЭП во многом определяются их правовым оформлением в подписанном Договоре о ЕАЭС.

Важной задачей в сфере создания интегрированного рынка капитала государств – членов ЕАЭС является формирование на постсоветском пространстве региональных (евразийских) финансовых центров, которые выполняли бы роль торговых площадок для размещения акций, долговых ценных бумаг и иных финансовых инструментов евразийскими эмитентами.

Работу по созданию международного финансового центра (МФЦ) в РФ в рамках реализации «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» и Плана мероприятий (дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации» (утверждены распоряжением правительства РФ от 19 июня 2013 года № 1012-р) следует рассматривать в контексте того, что Москва по объективным причинам будет ключевым элементом системы региональных (евразийских) финансовых центров в случае ее формирования в рамках ЕЭП.

В то же время объективные преимущества российского рынка в интеграции рынков капитала ЕАЭС не реализуются на практике. Эксперты отмечают, что политика России в этой сфере не проактивна, в результате чего растрачиваются уникальные шансы по концентрации в России финансовых инструментов, институтов и денежных ресурсов из стран постсоветского пространства (Миркин, 2011).

С другой стороны, РК в соответствии с проектом Концепции развития финансового сектора РК до 2030 года претендует на то, чтобы региональный финансовый центр в Алматы стал хабом для исламского финансирования в СНГ, сделав его своей специализацией в рамках системы евразийских финансовых центров и в евразийском биржевом пространстве. Здесь же в соответствии с Договором о ЕАЭС будет располагаться будущий наднациональный орган, регулирующий интегрированный рынок капитала. Свое место в этой системе должен занять и рынок капитала РБ.

В связи со сложными геополитическими и экономическими обстоятельствами, в которых оказалась Россия в 2014 году, следовало бы попытаться добиться синергетического эффекта от системной взаимосвязи локальных проектов создания в РФ и РК международного и регионального финансовых центров и интеграции рынков капитала государств – членов ЕАЭС. В этом контексте односторонние шаги России по либерализации доступа на ее рынок капитала – получение «единого паспорта» финансовыми институтами и финансовыми инструментами, зарегистрированными в государствах – участниках ЕЭП, их односторонний свободный допуск на внутренний рынок – могли бы дать толчок угасающему развитию рынка капитала и бизнесу его участников.

Обязательными условиями соответствия статусу МФЦ, в который в перспективе могла бы вырасти система евразийских (региональных) финансовых центров, обычно рассматриваются:

- ▶ наличие широкого спектра инструментов рынка капитала, обеспечивающих инвесторам разнообразные возможности с точки зрения затрат, риска, прибыли, сроков, ликвидности и контроля;
- ▶ привлечение иностранных инвесторов для совершения операций во внутреннем и иностранном секторах;
- ▶ наличие развитой кредитной системы;
- ▶ наличие эффективной, современной, технологичной фондовой биржи;
- ▶ умеренное налогообложение;
- ▶ «дружественность» валютного законодательства, разрешающего доступ иностранных заемщиков на национальный рынок и иностранных ценных бумаг к биржевой котировке;
- ▶ развитая правовая система, предусматривающая подробное и ясное регулирование защиты права собственности, эффективное правоприменение;
- ▶ надежная судебная система, пользующаяся доверием участников рынка;
- ▶ удобное географическое положение;
- ▶ наличие эффективных международных систем связи;
- ▶ наличие квалифицированных кадров, способных эффективно работать в финансовых институтах, инфраструктурных и консультационных организациях, а также в регулирующих органах (Сахаров, 2009).

Выполнение этих условий во многом зависит от согласованной политики государственных органов стран ЕЭП. Органам же регулирования рынка капитала в РФ в первую очередь надо предпринимать специальные организационно-правовые усилия для остановки бегства нерезидентов из российских фондовых инструментов и для их последующего комфортного возвращения (Миркин, 2011b). Это потребует, как минимум, предоставления им льготного налогового режима по долгосрочным портфельным инвестициям. Согласно имеющейся международной практике такого рода льготы могли бы предоставляться следующими способами или их сочетанием:

- ▶ *создание на уровне регионального правительства благоприятного климата для нерезидентов* через льготы (региональные налоги, аренда, доступ к иным ресурсам города), что предполагает создание системы управления проектом МФЦ в структуре городских властей, по аналогии с Лондоном и Франкфуртом;
- ▶ *выделение участников международного сегмента организованных рынков – бирж* для свободных, без ограничений операций нерезидентов между собой, под налоговые льготы, по аналогии со Стамбулом и Алматы;
- ▶ *аккредитация нерезидентов при специальном правительственном агентстве* как основание для налоговых льгот по операциям на международных финансовых рынках «нерезидент – нерезидент» (аналоги – Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алматы) (Миркин, 2011b).

Указанные способы обсуждаются на протяжении ряда лет после провозглашения РФ курса на создание МФЦ, но существенных прорывов по данным направлениям пока не отмечено. Исключением является Рабочая группа по созданию МФЦ РФ при Совете при президенте РФ по развитию финансового рынка, которая показала эффективность в выработке и продвижении законодательных предложений по ряду вопросов развития рынка капитала.

В свое время предпринятые РК попытки самостоятельно реализовать идею регионального финансового центра в Алматы через создание позднее упраздненного специализированного агентства были не слишком результативны. Однако это связано скорее не с ошибками в выборе способа институционализации регионального финансового центра, а с объективно ограниченными масштабами казахстанского национального рынка капитала и с тем, что проект осуществлялся в отрыве от региональных инициатив.

Помимо придания нового импульса работе по созданию МФЦ стоит обратить внимание на большое количество нереализованной недвижимости офисного и жилого назначения и крупные спортивные комплексы, оставшиеся после проведения зимней Олимпиады в Сочи. Все это могло бы быть использовано для развертывания инфраструктуры *свободной финансовой зоны* (СФЗ) по аналогии с островами Мэн, Гернси, Джерси (Великобритания) и Дубаем.

К сожалению, ожидания того, что успех Олимпиады в Сочи вдохнет в спекулянтов и инвесторов позитив, который может отразиться на российском рынке капитала, не оправдались. Эксперты полагали, что лидерами роста в ходе олимпийского ралли станут акции компаний – спонсоров Игр. С точки зрения дисконтированных денежных потоков при нынешних ценах на нефть российские «голубые фишки» имели очень

сильный потенциал роста – по основным индексам – около 50%. Металлурги и электроэнергетики обладают потенциалом роста в разы. Однако акции растут только тогда, когда их покупают. Без серьезных иностранных денег трудно ожидать возобновления роста на российском рынке акций. В этом смысле Олимпийские игры не принесли ощутимого экономического результата для рынка капитала.

Проекты создания интегрированного рынка капитала в рамках ЕЭП и построения международного и регионального финансовых центров, соответственно, в РФ и РК необходимо консолидировать в систему евразийских финансовых центров с определенной специализацией каждого из них. Решая практические вопросы организации такой системы, потребуются ускоренно переходить от дискуссий о подходах к гармонизации законодательства к интеграции рынков по существу, на основе унифицированных технологий и бизнес-процессов. Внутророссийским регуляторным драйвером такой систематизации могли бы послужить учреждение специализированного агентства по созданию МФЦ на региональном или федеральном уровнях и/или специальной экономической (финансовой) зоны в одном из стратегически значимых регионов, определенных для ускоренного развития, например, в Сочи.

Тем не менее инфраструктура Олимпиады в Сочи может быть использована в рамках свободной экономической (финансовой) зоны. Российские спонсоры Олимпиады, среди которых такие крупные эмитенты, как Сбербанк и Аэрофлот и/или связанные с ними финансовые институты, могли бы выступить в качестве якорных резидентов сочинской СФЗ. Кроме того, необходимо учитывать, что Сочи весьма удобно расположен для организации взаимодействия с Арменией, ратифицировавшей документы о присоединении к ЕАЭС, и с Закавказьем в целом.

Можно было бы создать в Сочи биржевой центр ликвидности ряда еще отсутствующих в настоящее время финансовых инструментов, например, фьючерсов на сельхозпродукцию Юга России и Закавказья. Значительная часть олимпийской недвижимости в Сочи могла бы также быть секьюритизирована в форме закрытых паевых инвестиционных фондов, а основанные на этом базовом активе финансовые инструменты могли бы обращаться на местной торговой площадке.

2.1. Политика регулирующих органов государств – участников ЕЭП по развитию рынка капитала

В государствах – членах ЕАЭС по отдельности накоплен определенный опыт развития систем регулирования рынка капитала. Тем не менее говорить о том, что система органов надзора и регулирования и их политика сложилась и приняла оптимальную форму, пока преждевременно. В РФ и РК неоднократно предпринимались решительные шаги по изменению механизма регулирования с использованием различных государственных институтов.

В России на протяжении 2013–2014 годов происходит переход к мегарегулированию финансового рынка. ЦБ РФ находится в процессе осмысления и усвоения обширного регулятивного наследия Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), проработавшей порядка 10 лет в системе органов исполнительной власти. ФСФР была создана в 2004 году на смену Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ). Объединение с осени 2013-го регулирования и надзора за банковским, страховым, пенсионным и фондовым секторами финансового рынка в рамках одной организации в стране с экономикой такого масштаба, как РФ, представляется беспрецедентным экспериментом с последствиями долгосрочного характера.

В РК ключевые регулирующие функции на рынке капитала также неоднократно передавались в ведение различных государственных ведомств. Эти функции последовательно осуществляли: Национальная комиссия по ценным бумагам (2001 год), Национальный банк РК (2002 год), Агентство РК по регулированию и надзору финансового рынка (2004 год) при участии Агентства РК по регулированию деятельности регионального финансового центра Алматы (РФЦА) (2006–2011 годы) и, наконец, снова Национальный банк РК (2011 год), в котором создан Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций (КФН, 2014). Стоит отметить, что в структуре управления Национального банка РК при всей комплексности его регулятивных полномочий предпринята попытка обособить контрольно-надзорные функции от нормотворческих. Такого разделения не предусмотрено в деятельности департаментов ЦБ России, унаследовавших свой функционал от ФСФР и регулирующих в настоящий момент рынок ценных бумаг и товарный рынок, рынок коллективных инвестиций и доверительного управления (ЦБ РФ, 2014). Обращает на себя внимание и то, что часть регулятивных и надзорных функций за небанковским рынком капитала в РФ отнесена к компетенции тех же подразделений Центрального банка России, что осуществляют их в отношении кредитных организаций. Это чревато определенным риском утраты учета отраслевой специфики в регулировании.

Хотя с момента создания мегарегулятора прошло более девяти месяцев, в РФ, помимо стратегий развития рынка ценных бумаг, страхового рынка и пенсионной системы, принятых правительством в 2008–2013 годах, а также документов по созданию в России международного финансового центра, не появилось новых комплексных документов, описывающих государственную политику в области рынка капитала. В Ка-

захстане постановлением правительства от 29 августа 2014 года утверждена Концепция развития финансового сектора РК до 2030 года, которая пришла на смену предыдущей Концепции развития финансового сектора Казахстана в посткризисный период (НБ РК, 2014). Это постановление введено в действие с 1 сентября 2014 года. В концепции отмечается, что интеграция во Всемирную торговую организацию и ЕЭП создает предпосылки для дальнейшей либерализации рынка финансовых услуг. Концепция развития финансового сектора Республики Казахстан до 2030 года нацелена на создание конкурентоспособного финансового сектора и повышение его эффективности в перераспределении ресурсов в экономике на базе лучших международных стандартов, включая стандарты Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). В концепции отмечены 15 основных приоритетов развития финансового сектора. Среди них: развитие и международная интеграция на принципах соответствия лучшим международным стандартам (в частности, стран ОЭСР); консолидация банковского сектора; активная роль государства в увеличении предложения финансовых инструментов на фондовом рынке в рамках «Народное IPO», расширение регуляторных возможностей для квалифицированных инвесторов по инвестиционным операциям и принятию рисков с повышением требований к их управлению и достаточности капитала, повышение инвестиционной привлекательности финансового рынка для вложений внутренних и внешних инвесторов в капитал, приватизации государственных активов. Также в число приоритетов отнесены ограниченность прямого участия государства в финансовой системе через институты развития; повышение автономности и независимости институциональной структуры Нацбанка в части принятия решений по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций; сохранение финансовой системы с преимущественно отечественным капиталом.

Что же касается гораздо более скромного по масштабам рынка капитала РБ, то функции регулятора рынка капитала ныне там отнесены к полномочиям Департамента ценных бумаг и Главного управления страхового надзора Министерства финансов РБ (Минфин РБ, 2014), притом что с 1998 по 2006 год в качестве самостоятельного регулирующего органа в республике работал Комитет по ценным бумагам. Программа развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011–2015 годы, принятая Советом министров и Национальным банком РБ (НБ РБ, 2014), к середине текущего года далека от исполнения.

Вопрос проведения регулирующими органами трех стран совместной или хотя бы скоординированной политики пока не переведен в практическую плоскость, хотя без этого невозможно говорить о начале реальной интеграции. Принято считать, что рынок тех или иных финансовых инструментов или услуг полностью интегрирован, когда все потенциальные участники такого рынка, во-первых, подчиняются единственному своду правил при проведении операций с этими финансовыми инструментами или при оказании соответствующих финансовых услуг, во-вторых, имеют равный доступ к этим финансовым инструментам или услугам и, в-третьих, встречают недискриминационное к себе отношение на рынке со стороны регулирующих органов.

Практическое воплощение идеологии интеграции на рынке капитала предлагается одновременно вести по трем ключевым направлениям:

- ▶ Постепенное устранение действующих ограничений на трансграничное движение капитала и допуск нерезидентов из других стран ЕЭП на внутренние рынки финансовых услуг.

- ▶ Принятие общих стандартов регулирования ключевых аспектов профессиональной деятельности на рынке капитала и переход в дальнейшем к гармонизации соответствующего законодательства.
- ▶ Формирование системы региональных (евразийских) финансовых центров, которые образовывали бы, в первую очередь, интегрированную систему биржевой торговли, клиринга и расчетов по финансовым инструментам эмитентов государств – членов ЕАЭС.

Успешная реализация указанных мер призвана создать условия для дальнейшего поступательного развития интегрированного рынка капитала стран ЕЭП (Белова, 2013).

Опыт ЕС и других региональных объединений показывает, что интеграция содержит значительный потенциал для ускоренного экономического роста в целом и для развития рынка капитала как одного из его ключевых факторов, в частности.

При этом следует иметь в виду, что многочисленные интеграционные проекты, касающиеся рынка капитала, в рамках СНГ, ЕврАзЭС, Союза РФ и РБ неоднократно застревали в бесконечных согласованиях профильных ведомств участвующих государств. Переговоры стран – участниц интеграционных объединений, изначально ставящие целью гармонизацию интересов, подходов, нормативных актов и т.п., во многих случаях превращались в самоцель и не приводили к значимым практическим результатам. Этого этапа в своем развитии не избежал и ЕС.

Давно замечено, что при использовании в межгосударственных отношениях только инструмента переговоров возникает ситуация, когда результаты переговоров могут во многом определяться сравнительной силой государств. Соответственно, государства – участники ЕЭП не могут не учитывать, что установленные в результате длительных переговоров гармонизированные нормы окажутся выгодными только одной из сторон. Опасаясь этого, другие стороны могут в принципе до бесконечности вести дискуссии по установлению гармонизированных норм. Помимо собственно экономических факторов на результаты дискуссий будет влиять множество других, в том числе ситуативных факторов, которые могут вытеснить из нее проблематику гармонизации законодательства. Наконец, при данной форме интеграции соответствующие процессы протекают достаточно медленно (Лузгина, 2005).

Обобщение зарубежного опыта дает представление о ходе развития интеграционных процессов в рамках других региональных объединений (Максимчук, 2014). Например, на разных этапах интеграции в ЕС использовались различные инструменты и их комбинации. Согласно данным Института исследований европейской интеграции (Вена, Австрия)² (Институт исследований европейской интеграции Австрийской академии наук, 2014), на начальном этапе (1957–1985 годы) процесс развивался в направлении гармонизации законодательства с целью создания и нормального функционирования общего и внутреннего рынков ЕС. Далее на протяжении 1985–1999 годов процесс фокусировался на минимальной гармонизации как механизме выработки базового набора общих для всех правил, в сочетании с взаимным признанием законодательства и регулирования государствами – членами ЕС. В период с 2000 по 2010 год регуляторная интеграция продолжала идти по пути минимальной гармонизации, но

² Institute for European Integration Research of the Austrian Academy of Sciences.
Доступно на: <http://eif.univie.ac.at/institute.php>

уже под руководством технократических организаций, призванных эффективно выполнять административные функции. А в период с 2011 года по настоящее время на этапе создания банковского союза и единого общеевропейского ведомства по банковскому надзору вновь применяется гармонизация, но теперь уже при участии федеральных ведомств.

Таким образом, в ЕС в текущий период его существования активно используется гармонизация законодательства в рамках обязательных наднациональных актов, то есть на основе решений надгосударственных органов. Преимуществом такого способа управления интеграционным процессом является отсутствие прямого влияния ведомственных интересов национальных органов регулирования на наднациональные структуры ЕС, которые принимают общие стандарты функционирования рынков капитала. Скорость принятия содержательных интеграционных решений при существовании наднациональных органов регулирования и мониторинга значительно повышается.

Соответственно, кардинального ускорения процесса интеграции рынков капитала государств – участников ЕЭП можно добиться ускорением создания наднационального регулирующего органа, в котором были бы сосредоточены полномочия по выработке базовых регулятивных норм. К сожалению, Договором о ЕАЭС создание наднационального регулятора рассматривается как итог процесса гармонизации соответствующего законодательства и запланировано на 2025 год. Процесс гармонизации в его нынешнем виде рискует стать бесконечным, так как, пока гармонизируются существующие нормы и правила, бюрократические аппараты профильных национальных ведомств будут принимать новые.

Между тем национальным регулирующим органам (в первую очередь в РФ как стране с наиболее развитым рынком капитала в ЕАЭС) до создания наднациональных органов и до завершения еще не начавшегося процесса гармонизации законодательства и регулирования есть чем заняться и внутри собственных стран. При этом необходима хотя бы минимальная координация направлений регулятивных действий и обмен информацией по результатам ее осуществления под эгидой Евразийской экономической комиссии как органа с определенной наднациональной компетенцией.

В государствах – членах ЕАЭС необходимо выделить несколько универсальных направлений совершенствования государственного регулирования и надзора рынка капитала:

- ▶ *установление дифференцированных надзорных требований*, при которых интенсивность и глубина дистанционного и контактного надзора зависят от роли и размера финансового института, что позволяет больше внимания уделить надзору за системообразующими структурами. Оправдано введение нескольких уровней надзора, что позволит ослабить требования к малым и средним региональным институтам в рамках дистанционного надзора. Особенно такая дифференциация актуальна для РФ, для рынка которой, в отличие от рынков РК и РБ, пока характерно известное разнообразие и значительное количество небанковских финансовых институтов;
- ▶ *внедрение контрциклического регулирования и надзора*. Значительный положительный эффект для финансового рынка может иметь повышение требований к достаточности капитала, страховых и пенсионных резервов при признаках перегрева экономики и их снижение в период рецессии, начало которого в настоящее время наблюдается в РФ;

▶ *отказ от непродуманного копирования требований и от опережающего внедрения ограничений, накладываемых на деятельность небанковских финансовых институтов регуляторами ЕС, США и других развитых рынков. Рынки капитала стран ЕЭП находятся на качественно другой стадии развития. Более того, на разном уровне развития находятся рынки капитала самих участников ЕЭП. В связи с этим учет интересов партнеров по ЕАЭС в данном контексте представляется более оправданным, чем покорное следование в фарватере западной регуляторной политики (Эксперт РА, 2011);*

▶ *широкое применение механизмов саморегулирования рынков капитала под государственным контролем.*

Необходим, в частности, перенос на уровень стандартов саморегулируемых организаций (СРО) большей части требований к организации собственно профессиональной деятельности ввиду того, что их нормирование на уровне правовых актов регулирующих органов объективно не поспевает за потребностями рынка (Лансков, 2013).

Интеграция рынков капитала в ЕЭП еще не вошла в круг приоритетов регулирующих их национальных органов. Учитывая опыт интеграции финансовых рынков в ЕС, можно утверждать, что до создания наднационального регулирующего органа вряд ли стоит ожидать прорывов в этом направлении по инициативе «сверху». Тем не менее возможна и необходима согласованная реализация национальными регулирующими органами хотя бы самых общих подходов к регулированию рынка капитала. Такие подходы национальные регуляторы могли бы выработать совместно, с участием профессиональных и саморегулируемых сообществ и под эгидой ЕЭК.

2.2. Перспективы развития национальных биржевых систем

Государствам – участникам ЕЭП объективно нужна интегрированная в экономику система региональных (евразийских) финансовых центров, работающих по единым правилам. Она должна базироваться, в первую очередь, на сильных внутренних инвесторах ЕЭП и обеспечивать доступ к финансированию для бизнеса любого размера и отрасли.

Как уже отмечалось, драйверами проекта евразийского рынка капитала могли бы послужить обновленные идеи международного/регионального финансовых центров в РФ и РК. Их функционирование в формате некоего офшора выглядит менее желательным вариантом, но без этого вернуть или привлечь внешних инвесторов при текущих обстоятельствах представляется маловероятным. В любом случае, важно, чтобы вне зависимости от организационного формата привлекаемый финансовый капитал работал на национальные экономики стран ЕАЭС и общие интересы его развития.

Сегодня российская биржевая инфраструктура переживает важный этап своего развития. Если фондовые площадки в РК и РБ уже довольно долго пребывают в скромном по масштабам торгов состоянии, то Московская биржа (после слияния с РТС в 2011–2012 годах) стала практически единственной значимой торговой площадкой на рынке капитала в РФ.

В рамках биржевого холдинга МБ сформирована уникальная для постсоветского пространства цепочка инфраструктурных организаций, обеспечивающая основной

Мало кто возьмется оспаривать роль Москвы в качестве крупнейшего финансового центра постсоветского пространства. Здесь сконцентрировано, по разным оценкам, от 70 до 80% финансовых потоков страны. Здесь расположены практически все центральные офисы ведущих финансовых организаций России. В Москве базируются почти 90% представительств работающих в России и в СНГ зарубежных банков, международных финансовых организаций, аудиторских и консалтинговых организаций. Москва занимает первое место в РФ по банковским активам, объему предоставленных кредитов и числу кредитных организаций. С точки зрения развития рынка капитала особенно важно, что здесь сосредоточена практически вся биржевая торговля ценными бумагами, а Московская биржа (МБ) является крупнейшей по оборотам в Восточной и Центральной Европе.

комплекс услуг по клирингу и расчетам по финансовым инструментам, обрабатываемым на организованном рынке. В феврале 2013 года впервые в истории российского фондового рынка крупные иностранные депозитарии – Euroclear и Clearstream – получили возможность проводить расчеты по облигациям федерального займа (ОФЗ). Это решение имело целью увеличить круг инвесторов на отечественном рынке облигаций, так как российские участники практически исчерпали потенциал его развития. После прихода Euroclear и Clearstream до введения санкций в 2014-м казалось, что российский долговой рынок обрел дополнительный уровень поддержки. По итогам первого полугодия 2013-го объем торгов государственными облигациями увеличился на 114% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года.

При оценке состояния развития биржевой, расчетной и платежной систем рынка капитала РФ (как очевидного лидера в государствах – участниках ЕЭП) следует учитывать, что по состоянию на 1 июня 2014 года в российском Фонде национального благосостояния было около 3 трлн рублей, примерно такое же количество накоплений хранится в Резервном фонде. При этом центры ценообразования на российский сырьевой экспорт, за счет которого эти фонды и сформированы, находятся за рубежом, на биржевых рынках товарных деривативов (Лондон, Нью-Йорк, Чикаго, Токио и другие). Фактически у России, в лице ее экономических акторов, отсутствуют регулятивная и операционная возможности влиять на цены на энергоносители, хотя в политическом плане негативных последствий такого положения дел для РФ становится все больше (Миркин, 2011с). Объем торговли нефтью на Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой бирже (СПбМТСБ) сравнительно невелик – доля биржевых торгов на СПбМТСБ составила за 10 месяцев 2013 года 12.2% от реализации нефтепродуктов на внутреннем рынке РФ³. Задача формирования крупного биржевого центра ценообразования на экспортные товары, находящегося под российской юрисдикцией, пока не решена, несмотря на то, что на политическом уровне была обозначена еще восемь лет назад. Можно было бы предположить, что создание технологической цепочки торговли, расчетов и платежей «Московская биржа – Национальный расчетный депозитарий – Национальный клиринговый центр» в рамках биржевого холдинга создаст предпосылки и для толчка в развитии товарного рынка на основе этой инфраструктуры, но этого пока не произошло в заметных масштабах.

Несмотря на, казалось бы, очевидные конкурентные преимущества российского биржевого центра в Москве, Национальный банк Республики Казахстан (НБ РК) в проекте Концепции развития финансового сектора РК до 2030 года продолжает исходить из

³ <http://spimex.com>

того, что ради сохранения ликвидности потенциально привлекательных казахстанских эмитентов в РК надо ограничить возможность кросс-листинга их ценных бумаг на биржах других стран ЕАЭС. В очередной раз ставится задача внедрения на Казахстанской фондовой бирже (KASE) расчетной и клиринговой систем, отвечающих требованиям международных стандартов, притом что из 102 выпусков акций, включенных в официальный список KASE, торговля в 2014 году происходит только по восьми.

Финансовые же власти РБ в своих программных документах ограничиваются констатацией факта отсутствия рынка акций и первичных биржевых размещений. В этих условиях Белорусской валютно-фондовой бирже (БВФБ) пока приходится в своем развитии рассчитывать только на вторичный биржевой рынок государственных бумаг и бумаг Национального банка Республики Беларусь (НБ РБ). Соответственно, развитие клиринга и расчетов в рамках самой БВФБ определяется, главным образом, потребностями финансовых властей РБ.

Все это лишь подтверждает, что необходимость интеграционного развития рынков капитала государств – членов ЕАЭС еще не стала приоритетом для национальных регуляторов. Возвращаясь к теме создания системы региональных (евразийских) финансовых центров, включающих Москву и Алматы, предлагается рассмотреть возможность учреждения институтами развития всех трех государств и участниками их рынков дополнительного евразийского центра ликвидности ряда инструментов финансового и товарного рынков, например, в Сочи. Он мог бы работать на принципиально новой основе сотрудничества в рамках ЕАЭС. В случае успеха опыт функционирования такого рода общей торговой площадки можно было бы распространить на ныне существующие биржевые центры.

Актуальность такого рода интеграционных усилий представляется очевидной в условиях, когда наиболее активные представители биржевого сообщества находятся в поиске проектов, в которых мог бы раскрыться потенциал единого финансового рынка государств – членов ЕАЭС и которые приносили бы осязаемую выгоду от интеграционного взаимодействия. Другая часть биржевого сообщества, более тесно связанная с национальной бюрократией, концентрируется на вопросах защиты внутреннего рынка, самостоятельного выбора решений для развития национального рынка капитала, оценки и переоценки перспектив и последствий сотрудничества с теми или иными партнерами по ЕАЭС.

Национальные регуляторы и их наднациональный партнер в лице Департамента по финансовой политике ЕЭК занимают сдержанную позицию по вопросу создания интегрированного рынка капитала. Например, сроки по взаимному признанию лицензий профучастников перенесены на 2025 год. Это на пять лет позже даты, ранее обозначенной в Приложении V по финансовым услугам к Соглашению о торговле услугами и инвестициях в государствах – участниках ЕЭП и в проекте Соглашения о требованиях к осуществлению деятельности на финансовых рынках государств – участников ЕЭП, который был одобрен решением Коллегии ЕЭК № 123 от 4 июня 2013 года. Фактически эта дата совпадает со сроком, установленным статьей 71 Договора о ЕАЭС, для создания наднационального регулирующего органа на финансовом рынке по итогам гармонизации законодательства. Изначально в уже упоминавшихся документах ЕЭП создание наднационального регулятора планировалось на конец 2015 года.

Наиболее активные представители финансового бизнеса выступают за интеграцию в виде снятия ограничений на пути передвижения капиталов, товаров, услуг и рабочей силы, то есть за скорейшую реализацию «принципа четырех свобод». Регулято-

ры пока остаются на позициях отстаивания суверенитета национальных финансовых рынков. Активные встречные движения маловероятны, потому что в списке приоритетов национальных регуляторов финансовая интеграция не входит в число первоочередных приоритетов (Максимчук, 2014). Нужен или мощный толчок от политического руководства стран ЕАЭС, или интеграционный бизнес-проект, запускаемый «снизу» участниками рынка капитала. Например, предлагается изучить возможность участия бирж РК и РБ в капитале Московской биржи, тем более что на 2015 год намечен выход ЦБ России из капитала МБ, доля которого на сегодняшний день составляет 22.5%. В свою очередь, доли участия РК и РБ могли бы быть, в частности, оплачены активами KASE и БВФБ, что привело бы к созданию евразийского биржевого холдинга.

Формирование общих информационных ресурсов государств – членов ЕАЭС является объективной необходимостью в интересах создания ЕЭП. В их рамках должны быть сформированы финансовая и корпоративная компоненты как основа и отражение процессов гармонизации законодательства и унификации практики регулирования рынков капитала.

2.3. Возможности применения инструментария IPO в странах ЕЭП

Среди торговых площадок государств – участников ЕЭП только Россия располагает существенным опытом первоначальных размещений корпоративных ценных бумаг (IPO), значимых для экономики, и использования механизмов рынка капитала в процессе приватизации. В рамках сотрудничества стран ЕАЭС этот опыт (как и опыт «народных IPO» в РК) можно транспонировать на всех потенциально интересных инвесторам эмитентов РБ и РК.

В 2013 году на МБ прошли успешные размещения акций компаний на общую сумму 184 млрд рублей: IPO самой биржи (15 млрд рублей) и SPO акций банка ВТБ (102.5 млрд рублей), IPO АК «АЛРОСА» (43.1 млрд рублей) и другие. Иностранные инвесторы приобрели более 80% объема размещения акций самой МБ.

В 2013 году на МБ провели размещение две компании с «иностранный» пропиской – Polymetal International и Qiwi, а также допущен к торгам первый в России ETF-фонд – FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF. 3 июня 2014 года к торгам на МБ были допущены акции российского интернет-поисковика Яндекс.

Благодаря модернизации процедуры листинга на МБ в феврале 2013 года стал возможен прямой допуск к торгам иностранных ценных бумаг, а также включение таких бумаг в котировальные списки при соответствии определенным требованиям ликвидности и раскрытия информации. Зарубежные эмитенты начали обращать больше внимания на российский локальный рынок ценных бумаг для привлечения капитала и увеличения ликвидности своих ценных бумаг.

Иностранные инвесторы в настоящее время неохотно идут в рублевые инвестиции, поскольку достаточно высокая доходность нивелируется значительным страновым политическим и валютным риском. Эмитентам же свойственно принимать решение о масштабах и темпах возврата оборота своих бумаг в российскую юрисдикцию на основании оценок достаточности финансовых ресурсов

внутреннего инвестора для замещения тех объемов, которые они потеряют, отказавшись от Лондона, Нью-Йорка или какой-либо другой площадки.

Сегодня внутренних ресурсов для репатриации эмитентов в Россию определенно недостаточно. Без укрепления позиций внутреннего институционального инвестора возврат эмитентов в российскую юрисдикцию будет иметь скромный по масштабам и политически вынужденный, нерыночный характер, сопровождаемый, скорее всего, высокой волатильностью котировок, что и наблюдалось в первые дни торгов бумаг Яндекса на МБ (Алешкина, 2014).

Приходится признать, что главным дестимулирующим фактором для проведения значимых первичных размещений ценных бумаг в России, после того как все вопросы с созданием централизованной системы учета, централизованного клиринга и торговли в режиме T+2 были решены в течение 2012–2014 годов, остается политическая нестабильность в отношениях РФ с Западом, основным источником вложений для российского рынка капитала.

Без нормализации этих отношений трудно рассчитывать на то, что новые программы приватизации в государствах ЕАЭС будут реализовываться с использованием инструментария рынков капитала. При этом, с одной стороны, в текущих политических обстоятельствах привлекательность акций любых российских предприятий вряд ли достаточна для коммерческого успеха их приватизации. С другой стороны, решения о приватизации крупных объектов государственной собственности, включая продажу пакетов акций стратегическим иностранным инвесторам, в РК и РБ всегда принимаются с большим трудом.

В Казахстане в 2012 году такие решения были реализованы в форме программы «Народного IPO». Акционерное общество (АО) «КазТрансОйл» стало первой компанией, разместившей свои акции в рамках программы «Народное IPO». В ходе подписки простые акции АО «КазТрансОйл» приобрели 10 накопительных пенсионных фондов и 33 989 граждан Республики Казахстан. Объем заявок в 2.1 раза превысил объем размещения. За шесть месяцев с момента размещения акций компании на Казахстанской фондовой бирже акции «КазТрансОйла» выросли на 16.7% – с 725 тенге до 846 тенге за акцию. В конце 2012 года АО Kcell – ведущий оператор сотовой связи в Казахстане – также провел продажу простых акций компании на Казахстанской и Лондонской фондовых биржах. Общий объем предложения составил \$525 млн. Исходя из цены предложения, рыночная капитализация Kcell составляла \$2.1 млрд (или 315.7 млрд тенге) на момент листинга⁴. В Казахстане было привлечено порядка 7.5 млрд тенге, или около 10% от предложенного. Успехи размещений послужили основанием для включения указанных ценных бумаг в индекс KASE. Этот опыт ждет своего закрепления в анонсированном продолжении программы «Народное IPO» в 2014–2015 годах.

Для успешного проведения IPO необходима политическая стабильность в хорошем смысле этого слова и экономическая определенность, то есть как раз то, что отсутствует на данный момент в РФ. Другие государства – участники ЕЭП и раньше не отличались масштабами привлечения частных инвесторов на свои рынки капитала, в том числе в рамках программ приватизации. Однако с точки зрения новых положительных примеров для рынка капитала ЕЭП можно предположить, что в нынешних условиях их скорее даст экономика РК, чем экономика РФ.

⁴ <http://www.kase.kz/ru/events/show/2012/ceremony>

2.4. Потенциальные источники роста рынка капитала стран ЕЭП

В условиях кризиса идеи по развитию рынка капитала привычными способами ряд экспертов указывают на необходимость переориентации фондового рынка от спекулятивных целей к функции перераспределения финансовых ресурсов в реальный сектор экономики.

В набор этих мер включается привлечение денежных средств частных лиц в финансовые инструменты, пригодные к использованию в обеспечении/погашении займов, ипотечных кредитов, пенсионном сбережении и т.п. В качестве еще одной меры предлагается осуществлять финансирование государственных инвестиционных проектов за счет приобретения государством акций эмитентов – хозяйствующих субъектов, через которые осуществляются государственные инвестиционные программы и/или финансирование инвестиционных проектов.

Не теряют своей актуальности вопросы снижения административных барьеров по доступу хозяйствующих субъектов к рынку капитала через дальнейшее упрощение процедур государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг, а также создания системы преференций для хозяйствующих субъектов, ценные бумаги которых допущены к размещению/обращению на национальной фондовой бирже⁵.

В настоящий момент вокруг РФ складывается геополитическая ситуация, которая ставит под вопрос развитие ее рынка капитала как сегмента мирового финансового рынка. Тем не менее это не означает, что для России остается открытым лишь путь изоляционизма. Не отрицая правомерности предложений по умеренному государственному протекционизму в отношении рынков капитала России и ЕАЭС, полагаем, что основные внутренние резервы возобновления его роста кроются, прежде всего, в развитии страхового и пенсионного сегментов как источников «длинных» денег в экономике государств – членов ЕАЭС и в совершенствовании регулирования рынка капитала на основе согласованных принципов.

2.5. Развитие внутреннего инвестиционного спроса в ЕАЭС

Перспективы создания интегрированного евразийского рынка капитала тесно связаны с появлением новых финансовых инструментов и работающих с ними портфельных инвесторов. Между тем, по данным Казахстанского института развития индустрии (КИРИ, 2013), основными источниками финансирования во всех государствах – участниках ЕЭП являются собственные средства предприятий: в Казахстане – 53.7%, в Беларуси – 48%, в России – 45.4%. Березинская и Ведев (2014) приводят структуру источников инвестиций в основной капитал российской экономики в 2011 году.

- ▶ Собственные средства – 41.9%
 - ▶ Привлеченные средства – 58.1%
- В том числе:
- ▶ Средства вышестоящих организаций – 19%
 - ▶ Средства бюджета и внебюджетных фондов – 19.4%
 - ▶ Кредиты банков – 8.6%

⁵ <http://www.dynacon.ru/content/articles/2700/>

Обращает на себя внимание тот факт, что в планировании экономического развития основное внимание акцентируется на потенциале различных инструментов и институтов государственно-частного партнерства (ГЧП), при этом непосредственно рынок капитала остается без должного внимания. Растет доля госбанков в сфере услуг кредитных организаций, подавляющая часть пенсионных денег находится под государственным управлением.

Потребность в создании устойчивой базы для сотрудничества государства и бизнеса привела к разработке соответствующей нормативно-правовой базы, что придало импульс развитию ГЧП-проектов. Среди них были строительство Западного скоростного диаметра и Орловского тоннеля в Санкт-Петербурге, комплексное развитие Нижнего Приангарья, Южной Якутии, Белкомур, разработка проектной документации для реализации инвестиционного проекта «Урал Промышленный – Урал Полярный» и ряд других.

В России уже применяются некоторые из известных в мировой практике форм взаимодействия государства и бизнеса в реализации проектов. Однако разобщенность правовых норм (например, в бюджетном, налоговом и земельном законодательстве), противоречия и пробелы в правовом регулировании пока не позволяют эффективно задействовать многообразие ГЧП-инструментов и институтов. Каждый из этих инструментов и институтов обладает собственными преимуществами и недостатками, что и определяет эффективность их использования в различных экономических условиях и инвестиционных проектах.

Соответственно, капитализация фондового рынка России последние годы колеблется на уровне 60–70% от ВВП, то есть на уровне многих крупных развивающихся рынков, в том числе членов БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика). И это притом что в РФ создана лучшая на пространстве СНГ и даже в Восточной Европе биржевая инфраструктура. Представляется, что такой рынок капитала не отвечает задачам модернизации экономики в условиях санкций со стороны Запада и ухода с российского рынка, пусть и временно, иностранных, в первую очередь спекулятивных инвесторов, которые и до этого не спешили вложиться в инновационные проекты и модернизацию инфраструктуры. Российский рынок капитала очень концентрирован. Высока роль иностранного капитала, преимущественно краткосрочного, что увеличивает риски финансовой системы в силу неустойчивости, подверженности мошенничеству и манипуляциям. Также вероятен «эффект переливания», когда отток иностранного капитала и проблемы финансовых институтов ведут к разбалансировке всей национальной экономики (Эксперт РА, 2011).

Альтернативой иностранным спекулянтам может стать отечественный и евразийский институциональный инвестор. Но для этого необходимо на постоянной основе прово-

Сегодня в России создан арсенал институтов, включающий в себя Инвестиционный фонд РФ, Российскую венчурную компанию, ФЦП/ФАИП, региональные фонды развития, государственные корпорации (к примеру, Внешэкономбанк, ОАО «РЖД»). Их можно классифицировать как ГЧП-институты. Наряду с развитием деятельности этих институтов нарабатывается практика использования ГЧП-инструментов, которая охватывает различные инструменты бюджетного и частного инвестирования, смешанного финансирования и иных форм. Каждый из этих институтов и инструментов призван создавать для российской экономики возможности для развития приоритетных отраслей, а для бизнеса – возможности для реализации проектов.

дять работу по развитию накопительного пенсионного страхования, созданию новых долгосрочных инструментов, поощрению новых компаний к выходу на публичные рынки, а населения – к долгосрочным инвестициям, предоставлению налоговых стимулов.

Согласно концепции создания МФЦ в РФ российский фондовый рынок должен стать лидирующим для стран СНГ, Центральной и Восточной Европы и одним из ведущих финансовых рынков на глобальном уровне. Предполагается, что качественное развитие российского финансового рынка через увеличение количества участников (особенно крупных внутренних и иностранных институциональных инвесторов), расширение спектра инструментов, рост ликвидности торговли, прозрачности эмитентов помогут укрепить стабильность финансового рынка РФ, привлечь в ее экономику значительный объем финансовых ресурсов и снизить стоимость заимствования для местных компаний. Как известно, этого пока не случилось по ряду причин. Главным образом из-за невозможности обеспечить стабильное присутствие крупных институциональных инвесторов, в первую очередь пенсионных фондов, страховых компаний и фондов прямых инвестиций. Рассчитывать на устойчивое присутствие западных портфельных инвесторов не приходится до тех пор, пока не будут задействованы резервы формирования и привлечения национальных и евразийских инвесторов. Именно внутренние инвесторы смогут на данном этапе развития стать стабильным источником финансовых ресурсов и сделать евразийские торговые площадки привлекательными для эмитентов и инвесторов из других стран.

Только развитие накопительного элемента пенсионной системы и повышение роли страховой отрасли в экономике РФ может привести к снижению зависимости этого системообразующего рынка капитала ЕЭП от движения спекулятивных, в том числе зарубежных, денег. Развитие рынка пенсионных услуг тесно связано с функционированием важнейших сегментов национального финансового рынка. Это обуславливает наличие неизбежного риска, возникающего в процессе инвестирования пенсионных накоплений в различные финансовые инструменты. С учетом специфики экономик РК и РБ эти задачи в среднесрочной перспективе встанут или встанут и перед их рынками капитала.

Спрос со стороны внутренних долгосрочных инвесторов будет поддерживать первичный рынок, привлекать новых эмитентов и помогать развиваться рынку капитала ЕАЭС, страдающему от непостоянства внешних инвесторов, что, в свою очередь, даст новые возможности для эффективного вложения пенсионных и страховых средств.

Не стоит пренебрегать и возможностью прямого привлечения сбережений населения на фондовый рынок при условии его прозрачности и надлежащего регулирования.

Мировая практика доказывает, что регулирование денежного предложения не ограничивается воздействием на уровень процентных ставок, а включает и соответствующую организацию денежных потоков по линии трансформации сбережений в инвестиции (Митрофанова, Чекунков, 2002). Апробированные на рынках других стран методы привлечения средств граждан в различных формах хорошо известны. К их числу относятся развитие коллективного инвестирования через инвестфонды, наделение сотрудников акционерной собственностью, создание внутрикорпоративных пенсионных и инвестиционных планов и индивидуальных пенсионных счетов с налоговыми льготами, оказание брокерских услуг прямым частным инвестициям населения, установление финансовым институтам строгих правил инвестиционной деятельности в сферах страхования и негосударственного пенсионного обеспечения.

2.6. Налоговые стимулы для частных инвесторов на рынке капитала

Сравнительный анализ законодательства государств – членов ЕврАзЭС, регулирующего отношения, связанные с выплатой налогов, пошлин и других обязательных платежей на рынке капитала, выявил устоявшуюся систему льгот по налогообложению проводимых на нем операций и получаемых от владения ценными бумагами доходов (Госфиннадзор КР, 2010). Анализ представлен в виде *Таблицы 1*.

21 декабря 2013 года президентом РФ был подписан закон о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ, согласно которому с 1 января 2015 года Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» дополняется статьей 10.3 «Особенности осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, связанные с ведением индивидуальных инвестиционных счетов». Согласно этой статье под индивидуальным инвестиционным счетом понимается счет внутреннего учета, который предназначен для обособленного учета денежных средств, ценных бумаг клиента – физлица и обязательств по договорам, заключенным за счет указанного клиента. Данный счет открывает и ведет брокер или управляющий.

Федеральный закон РФ от 28 декабря 2013 года 420-ФЗ соответственно изменил части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (НК РФ). Указанными изменениями предусматривается вычет в отношении суммы денежных средств, внесенных налогоплательщиком в налоговый период на индивидуальный инвестиционный счет (ИИС). Согласно новой статье НК РФ 219.1. «Инвестиционные налоговые вычеты», у налогоплательщика два варианта их получения:

- ▶ либо к сумме денежных средств, внесенных им в налоговом периоде на ИИС (вычет применяется на сумму не более 400 тыс. рублей за период);
- ▶ либо к сумме доходов, полученных по операциям, учитываемым на индивидуальном инвестиционном счете; для получения такого вычета с момента открытия ИИС должно пройти не менее трех лет.

Первый вариант предполагает ежегодную 13%-ную льготу на взнос на ИИС. Таким образом, для инвестора не имеет значения, какой именно финансовый результат он получит, в любом случае при соблюдении всех условий договора возврат 52 тыс. рублей налога на доходы физических лиц (НДФЛ) в год обеспечен. Но при закрытии счета придется заплатить налог с дохода в размере 13%. Стоит учитывать, что вычет на взносы может получить только гражданин, который уже уплачивал НДФЛ (например, с зарплаты) в течение года, когда был сделан взнос. Второй вариант предполагает, что владелец ИИС не получает льготу на взнос, но при этом освобождается от уплаты любого подоходного налога в любой момент по истечении трех лет при закрытии ИИС.

Финансовый результат по операциям, учитываемым на ИИС, определяется отдельно от финансового результата по иным операциям. Налоговая база по операциям, учитываемым на ИИС, также будет определяться отдельно. Согласно новому пункту НК РФ, суммы налога по операциям с ценными бумагами, учитываемым на индивидуальном инвестиционном счете, исчисляет, удерживает и уплачивает налоговый агент на дату прекращения договора на ведение такого счета.

2. Источники ликвидности для евразийских финансовых рынков

Российская Федерация	Республика Беларусь	Республика Казахстан
<p>Освобождаются от налогообложения доходы, полученные:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ акционерами акционерных обществ или участниками других организаций в результате переоценки основных фондов (средств) в виде дополнительно полученных ими акций (долей, паев), распределенных между акционерами или участниками организации пропорционально их доле и видам акций, либо в виде разницы между новой и первоначальной номинальной стоимостью акций или их имущественной доли в уставном капитале; ▶ акционерами этих акционерных обществ или участниками других организаций при реорганизации, предусматривающей распределение акций (долей, паев) создаваемых организаций среди акционеров (участников, пайщиков) реорганизуемых организаций и (или) конвертацию (обмен) акций (долей, паев) реорганизуемой организации в акции (доли, пай) создаваемой организации либо организации, к которой осуществляется присоединение, в виде дополнительно и (или) взамен полученных акций (долей, паев); ▶ доход в виде сумм дохода от инвестирования, использованных для приобретения (строительства) жилых помещений участниками накопительно-ипотечной системы жилищного обеспечения военнослужащих в соответствии с Федеральным законом от 20 августа 2004 года № 117-ФЗ «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих»; ▶ взносы на софинансирование формирования пенсионных накоплений, направляемые для обеспечения реализации государственной поддержки формирования пенсионных накоплений в соответствии с Федеральным законом «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений»; ▶ взносы работодателя, уплачиваемые в соответствии с Федеральным законом «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений», в сумме уплаченных взносов, но не более 12 тыс. рублей в год в расчете на каждого работника, в пользу которого уплачивались взносы работодателем. 	<p>Налоговым законодательством освобождены от налогообложения доходы, полученные от реализации (в пределах текущей стоимости) и погашения следующих видов ценных бумаг:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ государственные ценные бумаги; ▶ ценные бумаги НБ РБ; ▶ облигации местных исполнительных органов власти; ▶ облигации, выпускаемые банками, в установленном порядке осуществляющими привлечение во вклады средств физических лиц в белорусских рублях, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным ими кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. <p>В соответствии с Особенной частью Налогового кодекса РБ не подлежат налогообложению (налогом на прибыль, подоходным налогом) доходы, полученные от погашения и реализации в пределах текущей стоимости корпоративных облигаций. В отношении доходов, полученных от реализации акций резидентов Республики Беларусь, ставка налога на прибыль установлена в размере 50% от общей ставки. Установлена также льготная ставка налога на прибыль в отношении доходов, получаемых в виде дивидендов (12%). Кроме того, в апреле текущего года приняты небольшие льготы в отношении страховых взносов организаций по программам пенсионного накопления и страхования жизни своих сотрудников.</p>	<p>Для юридических лиц и физических лиц, резидентов и нерезидентов, предусмотрены налоговые льготы по следующим видам доходов по ценным бумагам (дивиденды, вознаграждения) и по доходам, получаемым при совершении операций с ценными бумагами (прирост стоимости):</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ доходы по паям паевых инвестиционных фондов при их выкупе управляющей компанией данного фонда; ▶ доходы от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже, функционирующей на территории РК, ценных бумаг, находящихся на день реализации в официальных списках данной фондовой биржи; ▶ дивиденды и вознаграждения по ценным бумагам, находящимся на дату начисления таких дивидендов и вознаграждений в официальном списке фондовой биржи, функционирующей на территории РК; ▶ доходы от прироста стоимости при реализации акций и долей участия в юридическом лице или консорциуме, созданном в соответствии с законодательством РК; ▶ вознаграждения по государственным эмиссионным ценным бумагам, агентским облигациям и доходы от прироста стоимости при реализации государственных эмиссионных ценных бумаг и агентских облигаций. <p>В отношении доходов физических лиц освобождаются от налогообложения следующие виды доходов:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) вознаграждения по долговым ценным бумагам; 2) вознаграждения по государственным эмиссионным ценным бумагам, агентским облигациям и доходы от прироста стоимости при реализации государственных эмиссионных ценных бумаг и агентских облигаций; 3) дивиденды и вознаграждения по ценным бумагам, находящимся на дату начисления таких дивидендов и вознаграждений в официальном списке фондовой биржи, функционирующей на территории Республики Казахстан; 4) доходы по паям паевых инвестиционных фондов при их выкупе управляющей компанией данного фонда; 5) дивиденды, полученные от юридического лица-резидента, при одновременном выполнении следующих условий: <ul style="list-style-type: none"> ▶ владение акциями или долями участия более трех лет; ▶ 50 и более процентов стоимости уставного (акционерного) капитала или акций (долей участия) юридического лица или консорциума на день выплаты дивидендов составляет имущество лиц (лица), не являющихся (не являющегося) недропользователями (недропользователем); 6) доходы от прироста стоимости при реализации акций и долей участия в юридическом лице или консорциуме, созданном в соответствии с законодательством РК. Данная льгота применяется в случае, если 50 и более процентов стоимости уставного (акционерного) капитала или акций (долей участия) указанного юридического лица или консорциума на день такой реализации составляет имущество лиц (лица), не являющихся (не являющегося) недропользователями (недропользователем); 7) доходы от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже, функционирующей на территории РК, ценных бумаг, находящихся на день реализации в официальных списках данной фондовой биржи.

Таблица 1
Налоговые льготы на рынке капитала

Кроме того, физические лица согласно поправкам в НК РФ уже с 2014 года могут воспользоваться трехлетним налоговым вычетом в отношении приобретаемых после 1 января 2014 года ценных бумаг. Инвесторы, купившие паи открытых паевых инвестиционных фондов (ПИФ) и торгуемые на бирже акции и владеющие ими *свыше трех лет, освобождены от уплаты подоходного налога в размере 13%*. Сумма, с которой можно получить налоговый вычет, не должна превышать 3 млн рублей в год или 9 млн рублей за все три года. Таким образом, максимальный размер налогового вычета за год – 390 тыс., за три года – 1.17 млн рублей.

По мнению большинства экспертов, вновь введенные налоговые льготы могут привлечь на фондовый рынок новых частных инвесторов. До настоящего времени многие не видели альтернативы банковским вкладам: сумма депозита, не превышающая 700 тыс. рублей, застрахована, НДФЛ с дохода на него не взимается. Аналогичную «премию» имеют и инвестиции в недвижимость, хотя эти вложения может позволить себе далеко не каждый. Ранее государство налоговыми льготами поддерживало и владельцев акций, но с 2007 года преференции были отменены.

Приняв эти налоговые поправки, государство вновь пригласило население РФ на фондовый рынок. Принятые важные изменения в законодательство могли бы иметь существенный положительный эффект для рынка капитала, если бы не те неблагоприятные политические и экономические обстоятельства, в которых оказалась Россия в 2014 году. Теперь судьба их применения во многом зависит от того, как быстро и насколько смягчатся эти обстоятельства.

3. Международный опыт использования пенсионных средств в качестве долгосрочного инвестиционного ресурса

Чем объясняется озабоченность государств проблемами источников долгосрочного финансирования? Существенная роль финансового сектора состоит в обеспечении и перераспределении финансовых средств в инвестиции. Финансовые институты, рынки капитала и институциональные инвесторы выступают источниками кратко- и долгосрочного финансирования. Последнее, как известно, призвано удовлетворять потребности в инвестициях в инфраструктуру, особенно в тех секторах, за счет которых обеспечивается экономический подъем, повышение конкурентоспособности и рост занятости. К таким секторам ОЭСР (OECD, 2013a) относит развитие физической инфраструктуры, строительство, научно-исследовательские разработки, создание новых предприятий.

Роль преобразователя сбережений в долгосрочный капитал для финансирования инвестиций частного сектора традиционно принадлежала банкам. Однако в структуре финансовой системы произошли изменения. Снизилась роль банков и сберегательных институтов в качестве посредников на финансовом рынке, как следствие имел место отток финансовых ресурсов из банковской системы. В то же время происходило развитие и рост фондового рынка. Изменения в структуре финансового сектора привели к тому, что институциональные инвесторы в виде пенсионных фондов, страховых компаний, взаимных фондов и суверенных фондов благосостояния стали важным источником капитала долгосрочных вложений.

В результате последнего по времени финансового кризиса традиционные источники финансирования инвестиций оказались в зависимости от фискальных ограничений по расходованию государственных средств и неблагоприятных прогнозов экономического роста. Это отражается на состоянии долгового рынка и рынка акционерного капитала. Но основные препятствия на пути инвестиций все же обусловлены структурными проблемами банковского сектора. Отмечается сокращение доли долгового финансирования, что, например, характерно для стран Европы. Возрастает разрыв между существующим спросом на долгосрочное финансирование и объемом доступного капитала и сроками, на которые он может быть предоставлен. Новые правила регулирования банковского сектора, закрепленные в Basel III, также могут негативно отразиться на способности банков предоставлять капитал для долгосрочных инвестиций (OECD, 2013a).

Недостаток долгосрочного финансирования в первую очередь ощущает на себе сектор инфраструктуры. Недоразвитие инфраструктуры может затормозить рост мировой экономики в предстоящие годы. В качестве альтернативных источников финансирования все чаще рассматривают ресурсы пенсионных фондов и страховых компаний. На фоне низких процентных ставок и волатильности фондовых рынков последних лет

институциональные инвесторы находятся в поиске новых долгосрочных и защищенных от инфляции источников доходности. Инвестиции в инфраструктуру, по идее, могут стать для них именно таким источником дохода, одновременно способствуя экономическому росту. При этом необходимо отметить, что росту инвестиций в инфраструктуру в реальности препятствует ряд ограничителей в виде малого размера многих пенсионных и страховых фондов, регуляторных требований и прочего.

Интересные данные относительно источников долгосрочных инвестиционных ресурсов приводит Европейский инвестиционный банк.

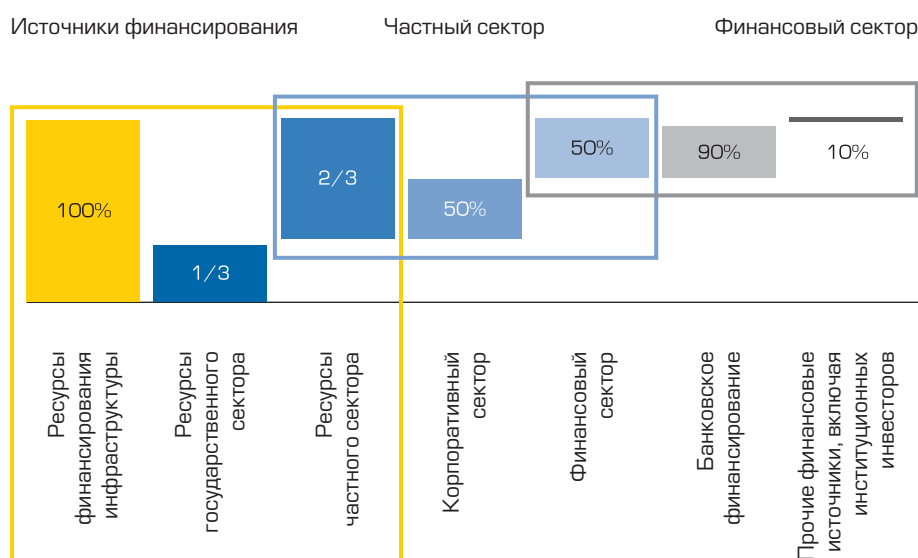


Рисунок 1
Потребности в долгосрочном финансировании

Источник:
Европейский инвестиционный банк

Корпоративный сектор, как наглядно показывает этот рисунок, выступает жизненно важным источником капитала для долгосрочного инвестирования, но именно ресурсы институциональных инвесторов по большей части остаются своего рода «нераспечатанной кубышкой», с которой связывают большие ожидания. В \$50 трлн оценивает ОЭСР глобальные потребности в финансировании инфраструктуры на период до 2030 года (Croce, Yermo, 2013). От \$50 до \$70 трлн составляют суммарные активы институциональных инвесторов по оценкам Всемирного экономического форума (ВЭФ) (WEF, 2014) и ОЭСР (Croce, Yermo, 2013), соответственно. По данным лондонской консалтинговой компании Preqin (Preqin, 2013), порядка 60% институциональных инвесторов хронически не выполняют свои целевые показатели по финансированию инфраструктуры.

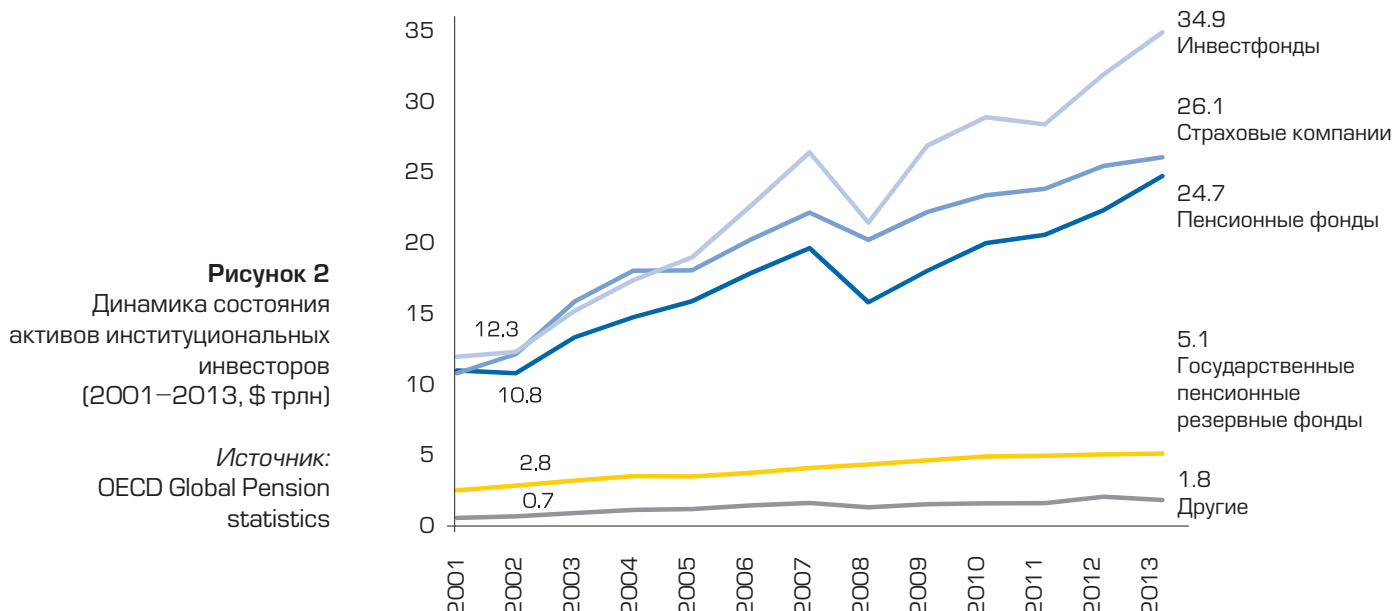
Доступность «длинных» денег успешно работает на устранение инфраструктурных ограничений экономического роста. На встрече в Москве 15–16 февраля 2013 года министры финансов и управляющие центральными банками государств G20 в качестве одной из центральных тем обсуждали влияние различных факторов на доступность долгосрочного финансирования. На этой же встрече министры финансов стран «Большой двадцатки» поручили ряду международных организаций предметно заняться изучением барьеров и ограничений для долгосрочных инвестиций в развитие инфраструктуры. Так, Организации экономического сотрудничества и развития досталась разработка Руководящих принципов финансирования долгосрочных инвестиций институциональными инвесторами. Кроме того, международным организациям поступил запрос на проведение анализа различных государственных и рыночных инструментов и стимулов к инвестированию в долгосрочном горизонте планирования. По ре-

зультатам этих упражнений ОЭСР был представлен отчет о долгосрочных инвестициях пенсионными фондами (OECD, 2013b). Далее ОЭСР в сотрудничестве со Всемирным банком и Международным валютным фондом изучили основные тенденции в распределении активов институциональных инвесторов (Trends in Global Asset Allocation of Institutional Investors) (OECD, 2013d).

В этой работе были задействованы специализированные ресурсы ОЭСР. Одним из таких ресурсов является проект Institutional Investors and Long-term Investment («Институциональные инвесторы и долгосрочные инвестиции»). Другим ключевым инструментом послужил проект Global Pension Statistics (GPS – «Глобальная статистика по пенсионным системам»), задуманный как инструмент измерения и мониторинга результатов деятельности частной пенсионной индустрии по ряду ключевых для пенсионных систем показателей. Следует отметить, что проект GPS осуществляется (ОЭСР)⁶ с 2002 года. В рамках проекта производится сбор регулярно обновляемой статистики по частным пенсионным системам стран ОЭСР и ряду государств, не входящих в эту организацию.

Некоторые результаты и выводы по итогам этой работы (OECD, 2014a), представляющие интерес для целей настоящего обзора, выглядят следующим образом.

- ▶ Все институциональные инвесторы в странах ОЭСР, включая инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, в 2013 году демонстрировали рост активов. Их суммарная стоимость в 2013-м достигла \$92.6 трлн, из которых \$35 трлн приходилось на инвестиционные фонды, \$26 трлн – на страховые компании; \$25 трлн составила доля частных пенсионных фондов. В целом динамика состояния активов институциональных инвесторов за период с 2001 по 2013 год показывала поступательный рост, за исключением кризисного 2008-го (см. Рисунок 2).



⁶ 34 государства являются членами ОЭСР: Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Венгрия, Германия, Греция, Дания, Израиль, Ирландия, Исландия, Испания, Италия, Канада, Корея, Люксембург, Мексика, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Португалия, Словакия, Словения, США, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Чили, Швейцария, Швеция, Эстония, Япония.

В 2013 году пенсионные фонды утвердились в своей значимости среди институциональных инвесторов, обеспечив себе долю в размере 27% от общего объема активов институциональных инвесторов. Эта доля постепенно росла начиная с 2008 года (25.7% в 2008-м, 26.6% в 2010-м и 28% в 2012 году).

- ▶ Одним из ключевых показателей деятельности пенсионных фондов считается рыночная стоимость аккумулированных активов относительно размера экономики, измеряемого ВВП. При этом ОЭСР считает пенсионный рынок страны «зрелым», если объем активов к ВВП превышает 20%. В 2013 году доля пенсионных средств в национальном ВВП росла, как и значение этих активов для национальных экономик (см. Рисунок 3).

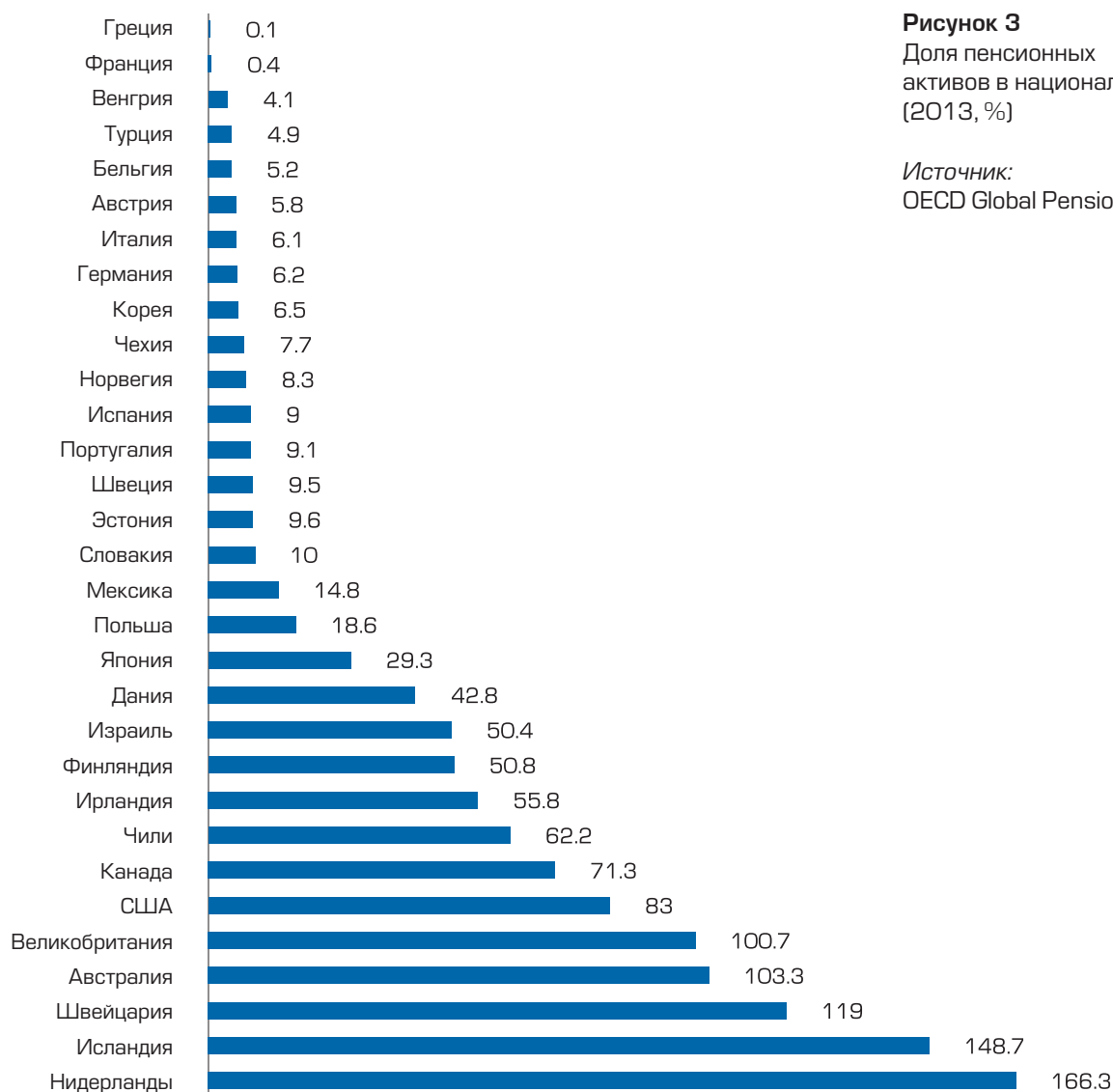


Рисунок 3
Доля пенсионных
активов в национальном ВВП
(2013, %)

Источник:
OECD Global Pension statistics

ОЭСР отмечает, что в целом в большинстве государств – членов этой организации соотношение пенсионных активов к ВВП не превышает 20%, что предполагает потенциал роста (OECD, 2013с).

- ▶ Использование ресурсов пенсионных фондов в различных странах регулируется системой инвестиционных лимитов, которая определяет виды инструментов для инвестирования и их долю в портфеле пенсионных фондов. Во многих странах ОЭСР пенсионные фонды не обременены ограничениями по инвестированию в облигации или акции. Количественные ограничения по доле облигаций в инвестиционном портфеле применяются в четырех странах ОЭСР (Австрия, Германия, Греция и Чили), в то время как количественные ограничения по инвестированию в акции действуют в 14 из 34 государств ОЭСР.

Например, в Венгрии не существует ограничений по государственным облигациям, но установлен 10%-ный лимит на корпоративные облигации местных компаний, 10%-ный лимит на местные муниципальные облигации, а также лимит в 25% на ипотечные облигации. В Австралии нет практики установления лимитов по облигациям в инвестиционном портфеле, но существует требование к диверсификации активов, которое находит свое отражение в одобренных правлениями фондов стратегиях управления рисками. В Германии подобного рода лимиты действуют для одного вида организаций – Pensionskassen.

В ряде стран ограничения распространяются на определенный вид пенсионного плана, например, на корпоративные планы с установленными выплатами (Южная Корея) или обязательные индивидуальные пенсионные фонды (Словакия).

Что касается ограничений по инвестированию в акции, то их активно применяют такие члены ОЭСР, как Южная Корея, Германия, Словения, Польша и Швейцария (от 30 до 50%). В Чехии, Греции, Дании, Австрии, Словакии и Чили этот лимит составляет от 60 до 80%. Примерами стран без ограничений выступают Австралия, США, Норвегия, Канада, Нидерланды, Испания, Турция, Швеция и ряд других.

- ▶ Структура инвестирования пенсионных активов зависит от степени развития рынка капитала, вида пенсионной системы, существующих в национальных законодательствах ограничений и требований к управлению пенсионными ресурсами и структуры пенсионных планов. Но выделить определенные тренды все-таки можно. Например, данные об использовании средств пенсионных систем в развитых и развивающихся странах (Терещенко, 2012; OECD, 2013с) показывают, что акции и облигации остаются доминирующими классами активов для инвестирования пенсионных ресурсов как в развитых, так и в развивающихся странах. 13 государств – членов ОЭСР в 2012 году инвестировали свыше 80% своего портфеля в эти два класса инвестиционных активов. Пенсионные фонды в США разместили в акции 48.9% от общего объема инвестиций. За США следует Австралия, где доля инвестиций в акции составила 46%. Страны с переходной экономикой тяготеют к инвестированию в государственные и корпоративные облигации, в то время как развитые – в акции и инвестиционные паи.

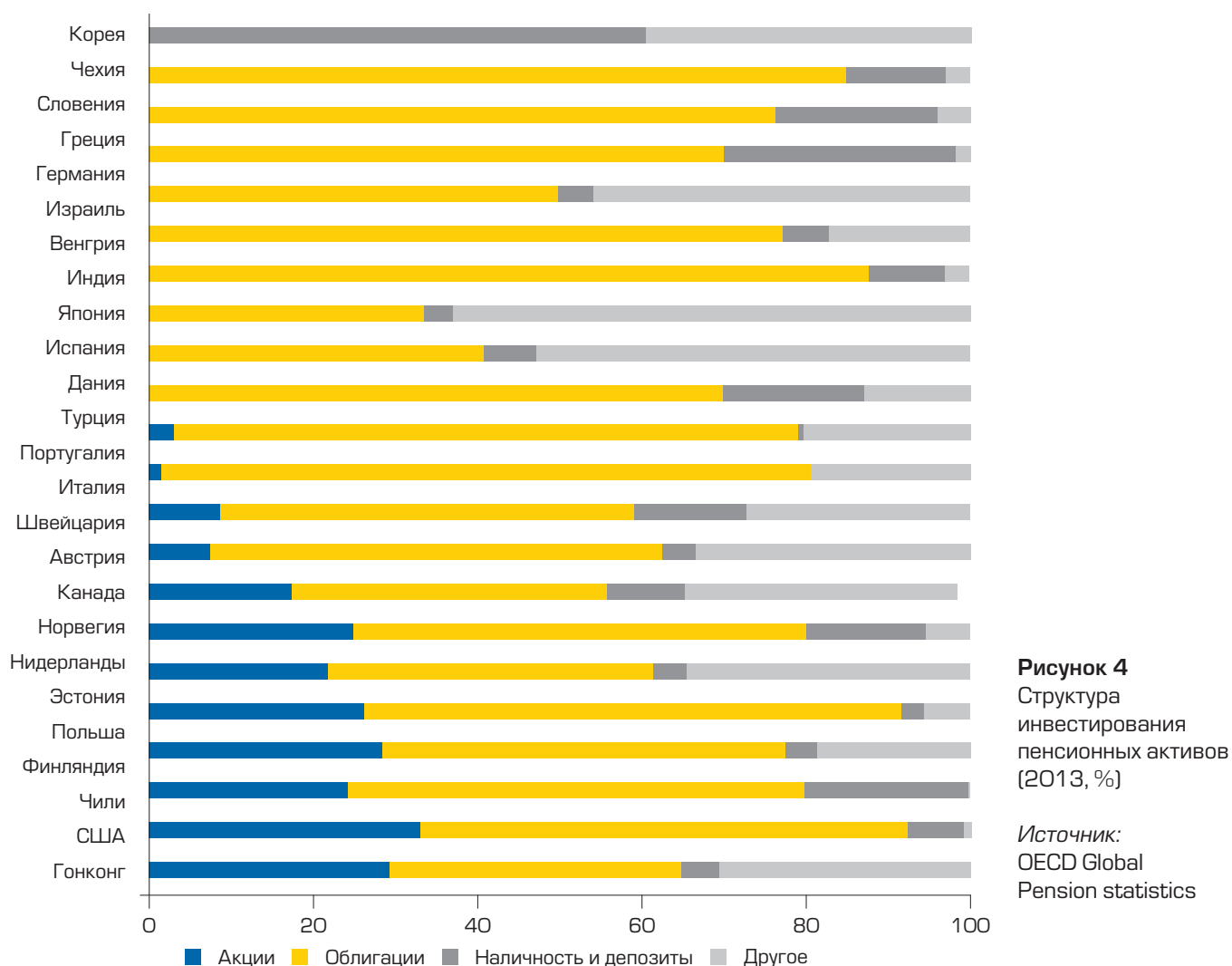


Рисунок 4
Структура инвестирования пенсионных активов (2013, %)

Источник:
OECD Global Pension statistics

Соотношение между государственными и корпоративными облигациями в инвестиционных портфелях пенсионных фондов в различных странах складывается следующим образом (см. Рисунок 5).

- ▶ Данные об инвестировании средств пенсионных систем членами ОЭСР в 2012 году указывают на то, что приблизительно у трети участников этого объединения предпочтения сместились от традиционных инвестиционных продуктов (акций, облигаций, денег и депозитов) в пользу других видов активов (OECD, 2013с). Так, например, в Австралии, Канаде, Финляндии, Германии, Японии, Южной Кореи, Италии, Португалии, Нидерландах, Швейцарии и США пенсионные фонды разместили свыше 20% своего портфеля в активы, относящиеся к категории «Другое». Она включает в себя кредиты, землю и недвижимость, несвязанные страховые контракты, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций и структурированные продукты. Пенсионные фонды постепенно начинают интересоваться менее волатильными видами активов, включая инструменты с постоянным доходом, деньги и депозиты, альтернативные инвестиции.

3. Международный опыт использования пенсионных средств в качестве долгосрочного инвестиционного ресурса

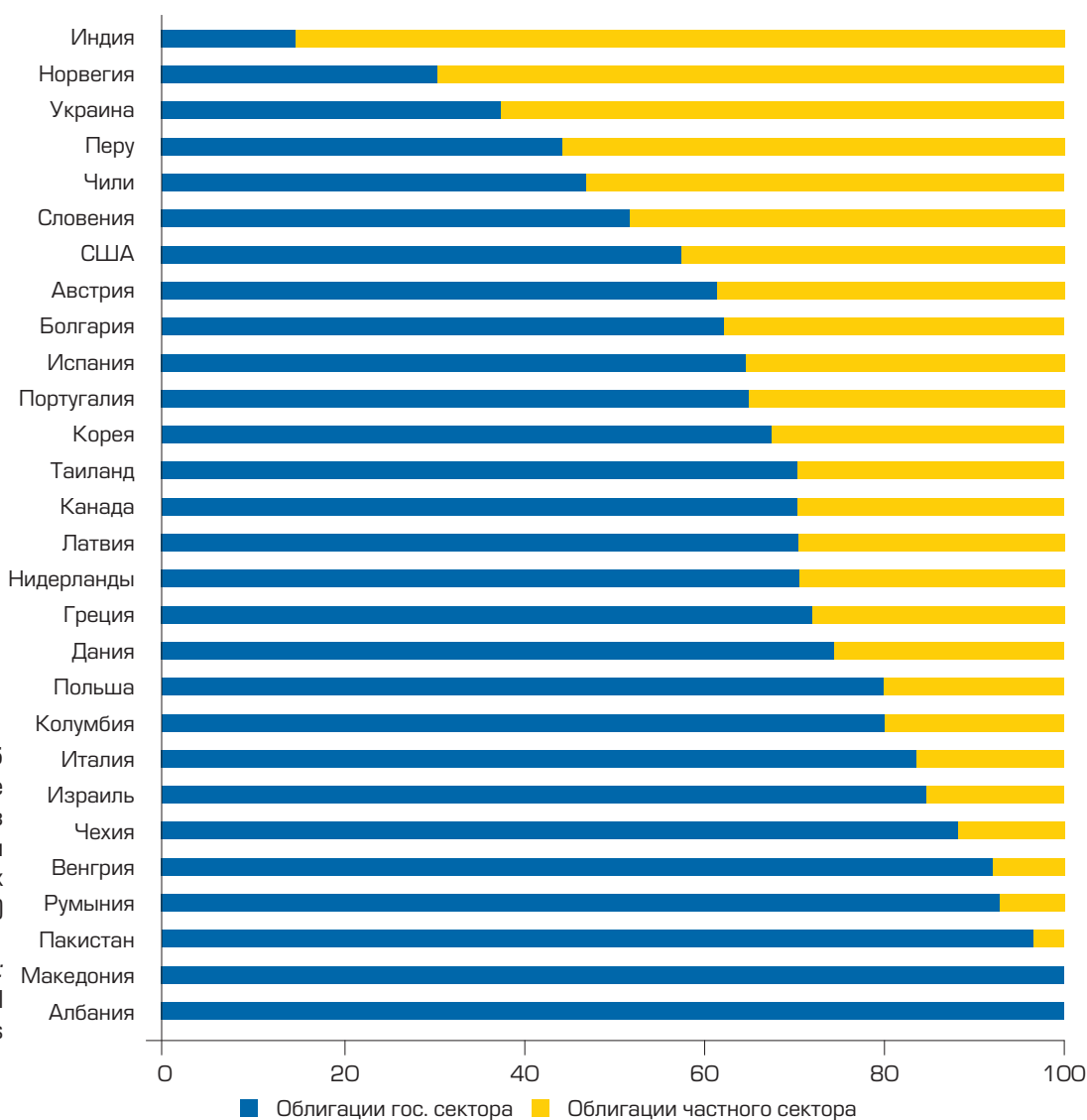


Рисунок 5
Инвестирование пенсионных ресурсов в облигации в отдельных странах мира (2012, %)

Источник:
OECD Global Pension statistics

- ▶ Обзор деятельности 86 крупных пенсионных фондов и государственных накопительных пенсионных фондов (OECD, 2013b) демонстрирует схожие тенденции в размещении средств для обоих видов организаций – снижение доли акций, рост инвестиций в инструменты с постоянным доходом и рост альтернативных инвестиций/ другое на протяжении двух последних лет (см. Рисунок 6).
- ▶ Рост активов пенсионных фондов, продолжающаяся приватизация и изменения в законодательном регулировании индустрии управления долгосрочными ресурсами «подогревают» интерес институциональных инвесторов к вложению средств в инфраструктуру. Пока уровень таких инвестиций невелик. Согласно результатам опроса компании Preqin (2012), институциональные инвесторы вкладывают средства в инфраструктуру с целью диверсификации (69%), защиты от инфляции – 52%, стабилизации инвестпортфеля – 45%. Отмечается, что неравномерность развития или отсутствие инфраструктуры в странах с развивающимися рынками является основным препятствием их экономическому росту.

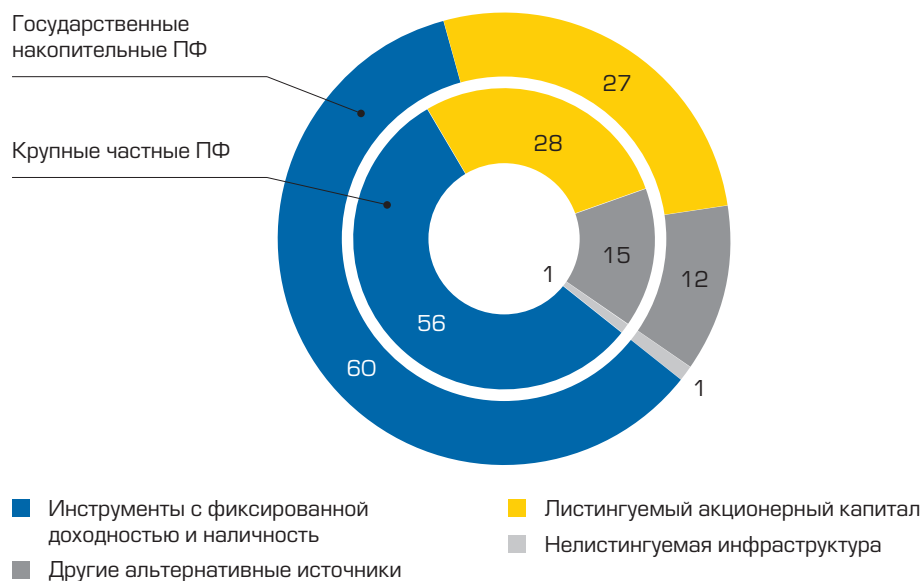


Рисунок 6
Стратегии инвестирования различными пенсионными фондами (2012, %)

Источник:
OECD Global Pension statistics

Различают регулируемые и нерегулируемые инфраструктурные отрасли. К регулируемым относят линии электропередачи, нефте- и газопроводы, водораспределительные, канализационные и очистные системы. Как правило, будучи регулируемыми со стороны государства, они приносят стабильный доход на инвестированный капитал и в меньшей степени волатильны. Примером нерегулируемой инфраструктуры являются порты, платные дороги, аэропорты. Она в большей степени подвержена влиянию рыночных и экономических циклов. Инфраструктурные активы разделяются на секторы: коммуникации, энергетика, социальный, транспортный, водоснабжение и утилизация отходов. Отмечается, что нехватка инфраструктуры в странах с развивающимися рынками является основным препятствием их экономическому росту.

Средняя доля вложений пенсионных фондов в инфраструктуру в мире в целом колеблется в районе 1–3% (Орлов, 2013). Согласно результатам опроса компании Preqin (2012), институциональные инвесторы вкладывают средства в инфраструктуру с целью диверсификации (69%), защиты от инфляции – 52% и стабилизации инвестиционного портфеля – 45%.

В большинстве стран ОЭСР средства пенсионных систем являются наиболее значимым источником «длинных» денег для экономики. Их доля варьируется от 43 до 90%. Другие источники «длинных» денег (страховые средства, долгосрочные вклады, долговые бумаги и средства национальных фондов) в силу своей природы, присущих им рисков изъятия и конъюнктурных рисков в меньшей степени используются в долгосрочном финансировании (Терещенко, 2012).

4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

4.1. Пенсионная система РФ

В 2002 году в РФ началась пенсионная реформа, следствием которой был переход от единой, управляемой государством распределительной системы к системе, дополненной обязательной накопительной частью, управляемой негосударственными структурами. В результате основой современной пенсионной системы России является пенсия, финансируемая из текущих доходов и состоящая из базовой части как формы социальной защиты населения и части, связанной с заработной платой и регулируемой посредством условного индивидуального лицевого счета (условно-накопительная система). Отчисление обязательных, удерживаемых из заработной платы установленных взносов является частью системы, финансируемой из текущих доходов, подобно другим добровольным корпоративным и индивидуальным накопительным пенсионным программам.

Схема функционирования обязательной накопительной части пенсионной системы с установленным взносом дает ее участникам возможность выбора из нескольких вариантов инвестирования и регулирования их накопленных взносов. Участникам предоставляются следующие варианты: (i) оставить инвестирование и формирование своих пенсионных сбережений под контролем государственного пенсионного фонда и в управлении Внешэкономбанка (ВЭБ), назначенного в качестве государственной компании по управлению активами; (ii) оставить формирование своих сбережений под контролем Пенсионного фонда Российской Федерации (ПФР), а активы передать в управление стороннему управляющему активами; (iii) полностью перевести свои сбережения из государственного пенсионного фонда в негосударственный пенсионный фонд (НПФ) и частному управляющему активами. Добровольные пенсионные накопления регулируются также фондом НПФ (OECD, 2013e).

Обязательное пенсионное страхование

Обязательное пенсионное страхование (ОПС) стартовало в РФ в соответствии с Федеральным законом от 15 декабря 2001 года № 167-ФЗ «Об обязательном пенсионном страховании в Российской Федерации». Трудовая пенсия с того времени формируется из трех составляющих: базовой, страховой и накопительной.

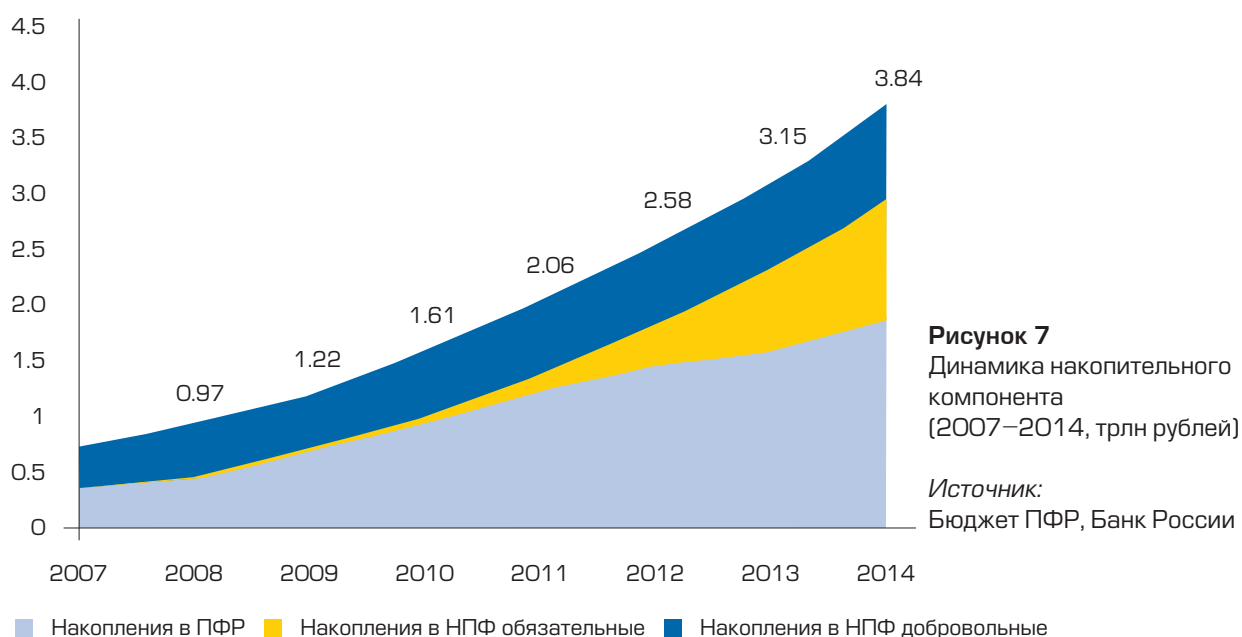
Функции страховщика в отношении страховой части пенсии выполняются Пенсионным фондом РФ. В качестве страхователей выступают лица, производящие выплаты вознаграждения за труд физическим лицам (организации, индивидуальные предприниматели, физические лица). По данным Госкомстата России, численность экономи-

чески активного населения на начало 2014 года составляла 75.4 млн человек, в том числе в экономике занято 71.3 млн человек.

Неотъемлемой частью пенсионной системы России является накопительный компонент, включающий в себя накопительную часть трудовой пенсии по старости в рамках ОПС и пенсии по добровольному (негосударственному) пенсионному обеспечению. Страховщиками по ОПС в отношении накопительной части трудовой пенсии наряду с ПФР с 2005 года по желанию застрахованного лица могут становиться НПФ. Страховым случаем здесь признается достижение пенсионного возраста застрахованным лицом. Между НПФ и застрахованным лицом заключается договор обязательного пенсионного страхования.

На 1 мая 2014 года 85 НПФ из 118, имеющих лицензию на осуществление деятельности по ОПС и добровольному пенсионному обеспечению, осуществляют деятельность по ОПС в качестве страховщиков. На конец 2013 года формирование накопительной части трудовой пенсии осуществляли 77 млн человек. На начало 2014-го в накопительном компоненте пенсионной системы РФ аккумулированы пенсионные средства в объеме свыше 3.842 трлн рублей, половина из которых накоплены в НПФ (см. Рисунки 7 и 8).

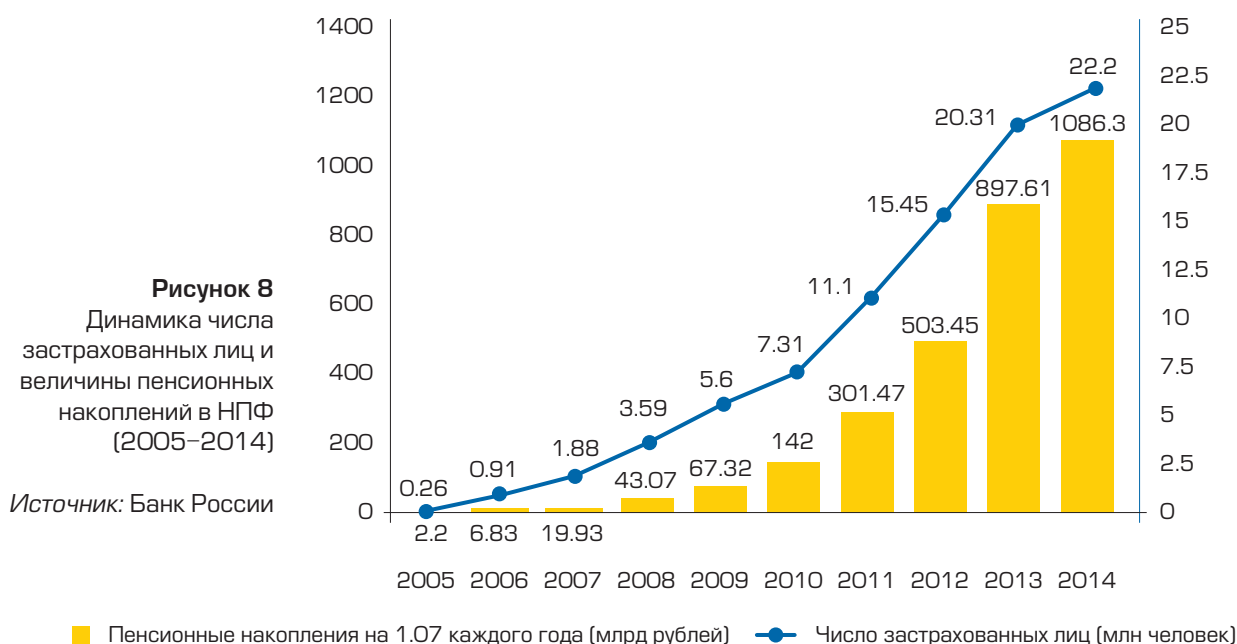
Сегодня НПФ обслуживают свыше 30 млн граждан России. В том числе по состоянию на 1 января 2014 года в НПФ осуществляли формирование пенсионных накоплений 22.2 млн застрахованных лиц, общая сумма пенсионных накоплений которых составляла 1.086 трлн рублей (см. Рисунок 8). Средняя (взвешенная по величине пенсионных накоплений) доходность инвестирования пенсионных накоплений по итогам 2013-го составила 7.39%, что превышает уровень инфляции (6.5%).



4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

Всего в течение 2013 года ПФР принял решение об удовлетворении 9.9 млн заявлений граждан о переходе от одного страховщика к другому. Таким образом, общее число застрахованных лиц, выбравших НПФ, к настоящему моменту превышает 28 млн человек (60.6% от 46.2 млн граждан, за которых работодатели в 2014 году осуществляли перечисление страховых взносов на ОПС).

Однако средства 5.85 млн застрахованных лиц, вновь выбравших НПФ в качестве страховщиков по накопительной части пенсии, в 2013 году в размере 128 млрд рублей заморожены в ПФР. Предполагалось перечисление данных средств в НПФ после 1 января 2015-го по мере вступления этих фондов в систему гарантирования прав застрахованных лиц, создание которой предусмотрено пакетом законодательных актов РФ о пенсионной системе, подписанных президентом РФ 28 декабря 2013 года.



Негосударственное пенсионное обеспечение (НПО) в России исторически формируется в направлении преимущественного развития корпоративных пенсионных систем. Около 80% всех пенсионных взносов по негосударственному пенсионному обеспечению, вносимых в НПФ, поступают по договорам с юридическими лицами.

В течение последних лет как в результате повышения требований к имуществу НПФ, так и в результате экономического кризиса произошли существенные изменения в количестве и структуре действующих НПФ. Общее количество фондов, имеющих лицензию, уменьшилось с начала 2008 года с 240 до 118. Число фондов, осуществляющих деятельность по обязательному пенсионному страхованию, — со 125 до 85. Средняя (взвешенная по величине пенсионных резервов) доходность размещения пенсионных резервов по итогам 2013 года составила 5.36%, что ниже уровня инфляции в 2012-м (6.5%).

Внеплановая реформа российской пенсионной системы

Успешное развитие сферы пенсионных накоплений было прервано во второй половине 2013 года, когда по инициативе социального блока правительства РФ были приняты существенные изменения в законодательство о пенсионной системе. Считается, что основной причиной их принятия стал растущий дефицит бюджета ПФР и неготовность увеличивать возраст для ухода на пенсию по старости.

В числе законодательных нововведений – изменение наименования пенсии и ее структуры; введение новой формулы для расчета распределительной пенсии; введение системы гарантирования пенсионных накоплений; акционирование НПФ; замораживание в Пенсионном фонде России перечисления средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, выбравших негосударственные пенсионные фонды, до их вступления в систему гарантирования средств пенсионных накоплений. Таким образом, с 1 января 2015 года нынешние трудовые пенсии со страховой и накопительной частями разделены на страховые и накопительные пенсии.

В соответствии с принятым Федеральным законом от 4 декабря 2013 года № 351-ФЗ застрахованному лицу до 31 декабря 2015 года предоставляется право выбора. На свое усмотрение застрахованное лицо может продолжать формировать накопительную пенсию или передать все средства, которые ранее направлялись в накопительную пенсию, на формирование страховой пенсии.

Меняется порядок уплаты страхователями взносов на ОПС. Работодатели будут вносить их по общему тарифу без разделения на взносы на страховую и накопительную пенсии. Учитывать средства, предназначенные для финансирования накопительной пенсии, станет ПФР, исходя из данных индивидуального (персонифицированного) учета в соответствии с выбранным лицом вариантом пенсионного обеспечения.

В связи с созданием системы гарантирования пенсионных накоплений и предстоящим акционированием НПФ пенсионные накопления, которые должны быть перечислены новому страховщику в соответствии с выбором, сделанным застрахованным лицом по итогам 2013 года, замораживаются у предыдущей

28 декабря 2013 года президентом РФ были подписаны федеральные законы, определяющие новую структуру пенсионной системы страны, в том числе: Федеральный закон от 28.12.2013 № 400-ФЗ «О страховых пенсиях»; Федеральный закон от 28.12.2013 № 424-ФЗ «О накопительной пенсии»; Федеральный закон от 28.12.2013 № 422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации при формировании и инвестировании средств пенсионных накоплений, установлении и осуществлении выплат за счет средств пенсионных накоплений»; Федеральный закон от 28.12.2013 № 410-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Ранее были также приняты федеральные законы от 23.07.2013 № 211-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» и от 04.12.2013 № 351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения», определившие отдельные вопросы функционирования накопительной составляющей пенсионной системы и деятельности НПФ.

го страховщика (в ПФР или в НПФ). Замороженные средства должны быть переданы новому страховщику после его включения в систему гарантирования прав застрахованных лиц, но не ранее 1 января 2015 года. Страховые взносы по тарифу 6% в накопительную систему в 2014–2015 годах не перечисляются и передаются в распределительную составляющую пенсионной системы, то есть фактически конфискуются у застрахованных лиц, на чью зарплату они были начислены работодателями целевым образом.

Таким образом, инициатива социального блока правительства РФ нанесла ущерб рынку капитала. В первую очередь это связано с так называемым мораторием на перечисление средств застрахованных лиц, выбравших для формирования накопительной пенсии НПФ. Эксперты отрасли разделяют точку зрения о необходимости усиления надзора за деятельностью НПФ и управляющих компаний (УК), инвестирующих средства пенсионных накоплений. Но при этом они констатируют, что предложенный правительством РФ механизм изъятия средств из системы пенсионных накоплений в 2014–2015 годах повышает риски и пенсионной системы, и российского финансового рынка в целом. Принято считать, что правила работы пенсионной системы не должны изменяться с целью исполнения краткосрочных обязательств государства, для чего существуют разнообразные рыночные механизмы, включая рынок управления госдолгом.

Многие эксперты полагают, что, внезапно изменив «правила игры», правительство РФ не только противоречит ранее озвученным своим собственным планам развития пенсионной отрасли, но и отдаляется от провозглашенной им же цели создания в России МФЦ (Баранов, 2013). По мнению Совета по финансовому рынку, замораживание отчислений на накопительные счета граждан лишило российский финансовый рынок дополнительной «подушки безопасности», роль которой традиционно на всех рынках капитала играют именно пенсионные накопления⁷. Это подтверждается резким падением котировок российских «голубых фишек» осенью 2014 года.

Таким образом, в 2014 году рынок капитала РФ уже недополучил 550 млрд рублей: 244 млрд рублей не поступило в НПФ и 306 млрд рублей – в ВЭБ как в государственную управляющую компанию. Продление моратория на пенсионные накопления на 2015 год означает, что экономика лишится еще 650 млрд рублей «длинных» денег (Баранов, 2014). В результате сегменты государственного внутреннего долга и корпоративных облигаций на рынке капитала лишаются главного источника поступлений, что стало одним из факторов роста ставок на депозиты в российских банках и, как следствие, увеличения процентных ставок по кредитам банков (см. Таблицу 2). Это, в свою очередь, усугубляет тенденцию к экономической стагнации.

Доля государственных и корпоративных облигаций в инвестиционных портфелях, сформированных за счет пенсионных накоплений у государственной и частных управляющих компаний (ГУК и ЧУК), а также у НПФ, весьма значительна. Доля же вложений в акции на фоне нарастающей волатильности их рынка в РФ неуклонно снижается. Это говорит, в частности, о том, что перечень инструментов для инвестирования нуждается в расширении.

⁷ Резолюция Совета финансового рынка. Доступно на: http://nprts.ru/ru/about/files/rezoliutciia_soveta_finansovogo_rynka.pdf

4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

Изменение структуры расширенного инвестиционного портфеля ГУК (доля, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ценные бумаги международных финансовых организаций	0	0	0	0	0	1.9	1.05	1.65	1.5
Дебиторская задолженность	1.32	1.68	1.46	1.9	1.68	1.42	1.62	1.42	1.3
Облигации с ипотечным покрытием	0	0	0	0	2.08	2.15	1.45	2.19	3.1
Облигации российских эмитентов	0	0	0	0	1.62	12.28	11.41	15.88	31.3
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	0	0	0	0	0	0.79	0.35	0.28	0.4
Государственные ценные бумаги РФ	83.16	88.49	88.63	97.21	80.34	71.85	67.6	57.48	44.6
Депозиты в рублях в кредитных организациях	0	0	0	0	1.42	7.94	10.49	15.67	7
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	15.53	9.84	9.91	0.89	12.77	1.68	6.02	5.43	10.7

Изменение структуры инвестиционного портфеля государственных ценных бумаг ГУК (доля, %)

	2009	2010	2011	2012	2013
Дебиторская задолженность	0.88	1.71	1.83	1.62	1.6
Облигации российских эмитентов	0	0	14.23	35.21	31.3
Государственные ценные бумаги РФ	59.64	93	74.77	56.55	59.8
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	38.3	5.29	9.17	6.62	7.4

Изменение структуры инвестиционного портфеля ЧУК (доля, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Дебиторская задолженность	9	5.9	4.5	7	6.6	5	6.3	4.1	3.5
Акции российских эмитентов	19.5	29.4	30.2	15.1	25.1	25	17.8	13.7	7.9
Облигации российских эмитентов	19.8	21.9	38.8	43.2	33.8	48	52.4	49	57.6
Муниципальные облигации	3.2	2	1.5	2.9	0.2	0	0.1	0.2	0.1
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	26	23	11.2	13.7	13.5	12	8.5	12	12.2
Государственные ценные бумаги РФ	15	10.4	4.6	4.8	13.3	3	6.5	7.6	7.8
Депозиты в рублях в кредитных организациях	6.1	6.6	7.3	9.5	5.6	5	5	8.6	9
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	1.4	0.8	1.9	3.8	1.9	2	3.4	4.9	1.9

Изменение структуры инвестиционного портфеля НПФ (доля, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Прочие активы	7	7.4	7.4	13.2	6.6	4.8	3.7	3.3	3.5
Ипотечные ценные бумаги	0	0	0	0.4	0.2	0.5	0.2	0.3	2.7
Акции российских эмитентов	10	25	27	11.3	11.6	11.9	9.7	6.3	6.4
Облигации российских эмитентов	24.3	26.4	37.7	43.9	36.3	48.8	44.7	34.1	36.2
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	33.1	27.7	16.7	14.1	12.1	8.9	6.1	7.1	5.7
Государственные ценные бумаги РФ	20.3	6.8	7.4	3.1	3.4	1.7	4.9	2.8	4.3
Депозиты в рублях в кредитных организациях	4.5	0.5	1.4	10.6	22	16.1	23.3	39.1	30.5
Денежные средства на счетах в кредитных организациях	0.8	6.1	2.4	3.4	7.8	7.3	7.4	7	10.4

Таблица 2

Динамика структуры инвестиционных портфелей государственной управляющей компании, частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов

Источник: по данным Минфина России http://minfin.ru/ru/regulation/reg_pens_nacopl/pens-oi

4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

В целях развития накопительной части пенсионной системы Национальная ассоциация пенсионных фондов (НАПФ) предлагает ряд мер.

Для повышения надежности инвестиций	Для повышения доходности инвестирования пенсионных накоплений	Для повышения доходности размещения пенсионных резервов НПФ
<ul style="list-style-type: none">▶ ввести требование о распространении контроля со стороны специализированного депозитария за средствами пенсионных накоплений на весь период их нахождения в НПФ (с момента перечисления средств от ПФР в НПФ);▶ обязать НПФ открывать отдельные расчетные счета для осуществления операций с пенсионными резервами, пенсионными накоплениями и с имуществом для осуществления уставной деятельности	<ul style="list-style-type: none">▶ включить в перечень инструментов, доступных для инвестирования пенсионных накоплений, акции высоконадежных компаний, по формальным причинам не входящих в настоящий момент в котировальный список А1 (например, ОАО ГМК «Норильский никель», ОАО «Сургутнефтегаз» и др.);▶ включить в перечень инструментов, доступных для инвестирования пенсионных накоплений, следующие инструменты: российские депозитарные расписки, инвестиционные паи российских паевых инвестиционных фондов категории рентных фондов (25%), инвестиционные паи российских паевых инвестиционных фондов для неквалифицированных инвесторов и осуществляющих свою деятельность в соответствии с Федеральным законом «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов» (5%); ценные бумаги, приобретаемые в ходе их первичного размещения, а также в ходе допэмиссии (10%)	<ul style="list-style-type: none">▶ увеличение доли закрытых паевых инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, до 25%;▶ добавление в список активов, которые могут составлять пенсионные резервы фонда текущих (до востребования) обезличенных металлических банковских счетов (не более 20%);▶ разрешение обратных сделок РЕПО (до 20% от пенсионных резервов) при условии их совершения на бирже

4.2. Пенсионная система РК

Особенностью пенсионной реформы, проведенной Казахстаном, явился переход от распределительной пенсионной системы к накопительной, основанной на индивидуальных пенсионных сбережениях самих застрахованных лиц. Данный пенсионный институт был определен в качестве основного элемента пенсионной системы республики. В качестве страховщиков законодатель определил накопительные пенсионные фонды. С целью повышения государственных гарантий на пенсионное обеспечение в РК принят закон, предусматривающий введение государственной базовой пенсии всем гражданам Казахстана по достижении ими пенсионного возраста, что кардинально изменяет первоначальный вариант опоры исключительно на институт накопительных пенсий.

21 июня 2013 года был принят Закон РК «О пенсионном обеспечении Республики Казахстан» в новой редакции. В соответствии с пенсионным законодательством единственным акционером созданного фонда является правительство РК. Хранение и учет пенсионных активов АО «Единый накопительный пенсионный фонд» (ЕНПФ) осуществляются Национальным банком Республики Казахстан. Инвестиционное управление пенсионными активами ЕНПФ также возложено на Национальный банк РК. Кроме того, законом оговаривается создание Совета по управлению пенсионными активами ЕНПФ. Персональный состав совета утверждается президентом Республики Казахстан.

В Казахстане классификация видов пенсий менее разветвленная, чем в ряде стран СНГ. Согласно казахстанскому законодательству под пенсией понимается совокупность пенсионных выплат из уполномоченной организации, Единого накопительного пенсионного фонда, добровольного накопительного пенсионного фонда.

В Казахстане различают следующие виды пенсий:

- 1) государственная базовая пенсионная выплата,
- 2) пенсионные выплаты по возрасту,
- 3) пенсионные выплаты за выслугу лет,
- 4) страховые выплаты из страховых организаций (договор пенсионного аннуитета).

В настоящее время пенсионное обеспечение РК представляет собой систему из трех уровней, сочетающих механизмы солидарной и накопительной систем.

До середины 2013 года на рынке пенсионного страхования РК работало 10 пенсионных фондов (9 частных и 1 государственный). В январе 2013-го по поручению президента РК в рамках реформирования пенсионной системы внесены изменения в пенсионное законодательство страны⁸. В соответствии с этими изменениями 22 августа 2013 года зарегистрировано АО «Единый накопительный пенсионный фонд», далее началась передача ему пенсионных активов и обязательств второго уровня пенсионной системы от частных накопительных пенсионных фондов (ЧНПФ). При этом основные принципы пенсионного обеспечения и основные параметры накопительной пенсионной системы в РК сохранены: многоуровневая система, персонализация счетов, собственность граждан на накопления и их наследование, а также государственная гарантия сохранности пенсионных взносов. ЧНПФ было предложено продолжить свою деятельность либо в качестве управляющих инвестиционным портфелем ЕНПФ, либо добровольного ЧНПФ на третьем уровне пенсионной системы. Когда именно конкретные ЧНПФ смогут трансформироваться в управляющих, пока неизвестно.

Создание ЕНПФ, по мнению регулятора в лице НБ РК, имеет ряд положительных моментов:

- ▶ снижение операционных расходов, связанных с учетом и хранением пенсионных активов, административных расходов и комиссионных вознаграждений;
- ▶ устранение риска совершения сделок за счет пенсионных средств с аффилированными лицами, имевших место в некоторых фондах в докризисный период, по которым были понесены убытки;
- ▶ прекращение миграции вкладчиков из одного фонда в другой, что способствовало снижению общей эффективности системы⁹.

⁸ Сайт АО «ЕНПФ», www.enpf.kz

⁹ <http://kapital.kz/finance/15908/nacbank-prokomentiroval-sozdanie-enpf.html>

Действительно, в некоторых ЧНПФ доля затрат на оплату труда в общехозяйственных расходах доходила до 70%. В то же время вновь созданный ЕНПФ также продолжает тратить наибольшую часть своего бюджета на оплату труда сотрудникам. Затраты на вознаграждение персонала у ЕНПФ занимают более половины операционных расходов. В 2013 году доля расходов на оплату труда и командировочные в общих расходах ЕНПФ составила 52.5%¹⁰. Не исключено, что постепенно доля затрат на персонал в общих расходах ЕНПФ будет снижаться вследствие их запланированной оптимизации. При этом в 2014-м ЕНПФ планировал увеличить расходы на обработку пула данных о застрахованных лицах и обеспечение безопасности. Согласно последним данным, за год затраты на поддержку программного обеспечения ЕНПФ увеличились практически в два раза. В настоящее время в ЕНПФ работает около 1500 человек¹¹.

Управление активами ЕНПФ теперь осуществляет НБ РК на основании соответствующего договора о доверительном управлении на принципах обеспечения сохранности и диверсификации как по странам, так и по классам активов. В Совет по управлению пенсионными активами ЕНПФ входят представители правительства, НБ РК, участники финансового рынка и независимые эксперты. Совет готовит предложения по повышению эффективности управления пенсионными активами ЕНПФ, дает рекомендации по перечню инструментов, разрешенных для размещения пенсионных активов. НБ РК имеет право выбрать внешних управляющих пенсионными активами ЕНПФ либо передать часть активов в управление управляющих инвестиционным портфелем, работающих на территории Казахстана. Время проведения НБ РК тендера по выбору управляющих инвестиционным портфелем, в котором планируют принять участие, как минимум, два из ЧНПФ (по мере их трансформации в управляющих), до сих пор не определено.

Для сохранности пенсионных накоплений до момента перевода в ЕНПФ НБ РК были приняты меры по ограничению перечня финансовых инструментов, разрешенных ЧНПФ к приобретению за счет пенсионных активов. Было также установлено требование по совершению сделок за счет пенсионных активов на фондовой бирже методом открытых торгов, в рамках рыночных котировок, что исключает любую возможность манипулирования пенсионными активами до их перевода в ЕНПФ.

НБ РК теперь ведет учет всех операций по аккумулированию пенсионных активов, их размещению и по получению инвестиционного дохода, выступая в их отношении банком-кастодианом.

По состоянию на 1 января 2014 года количество счетов вкладчиков ЕНПФ составляет 9497034, в том числе по обязательным пенсионным взносам – 9449901, а суммы пенсионных накоплений – \$24.5 млрд. Объем пенсионных взносов по состоянию на 1 января 2014 года составляет \$19.9 млрд. Объем чистого инвестиционного дохода (за минусом комиссионных вознаграждений) составляет \$5 млрд¹². Численность населения республики превышает 17 млн человек.

Динамика пенсионных накоплений и структуры их инвестирования показаны на *Рисунке 9*.

¹⁰ Отчет о прибылях и убытках АО «ЕНПФ», www.enpf.kz

¹¹ Центр деловой информации «Капитал», www.kapital.kz

¹² Отчет Комитета по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций НБ РК, www.afn.kz

4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

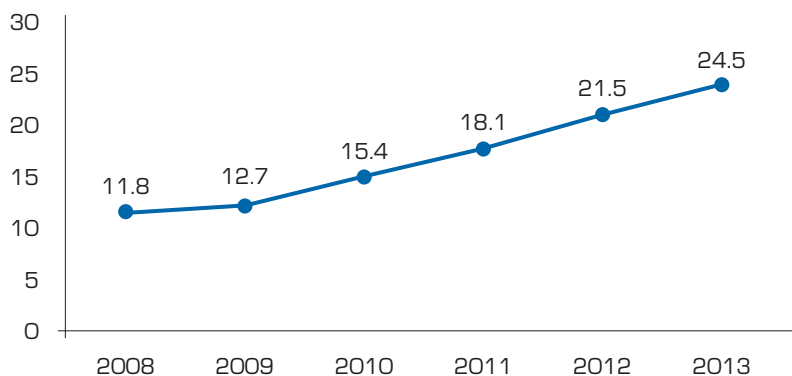


Рисунок 9
Динамика пенсионных накоплений (2008–2013, \$ млрд)

Источник: НБ РК

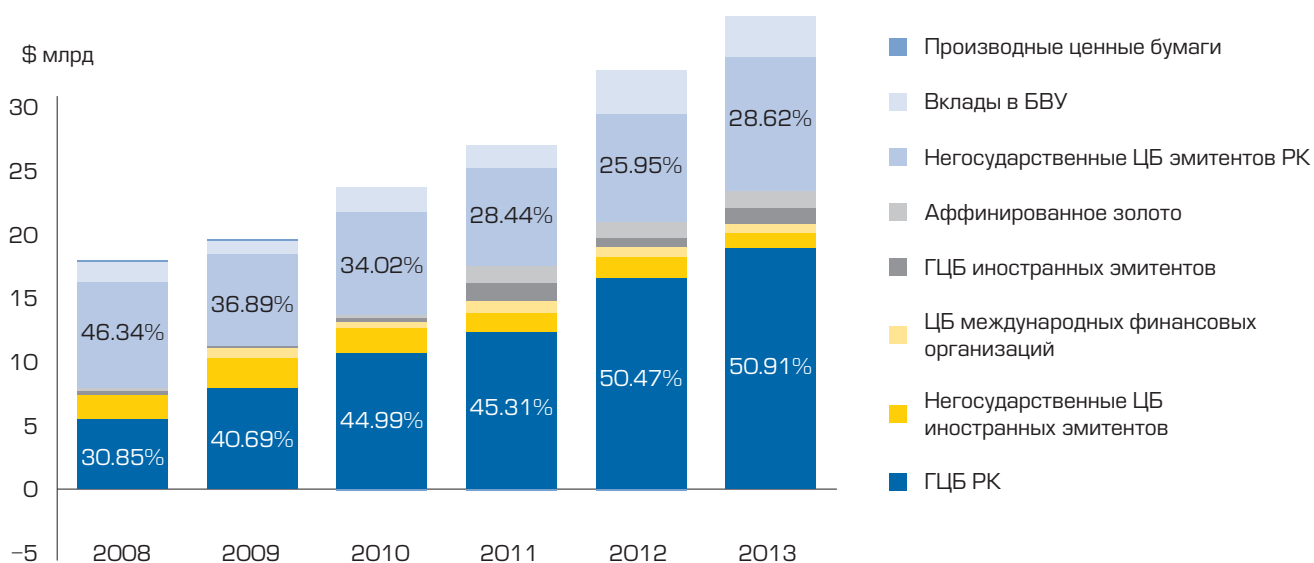


Рисунок 10
Динамика изменения пенсионных взносов, «чистого» инвестиционного дохода и пенсионных накоплений (2008–2013, \$ млрд)

Источник: НБ РК

Рисунок 11
Динамика и структура инвестиционного портфеля пенсионных фондов РК (2008–2013, \$ млрд)

Источник: НБ РК

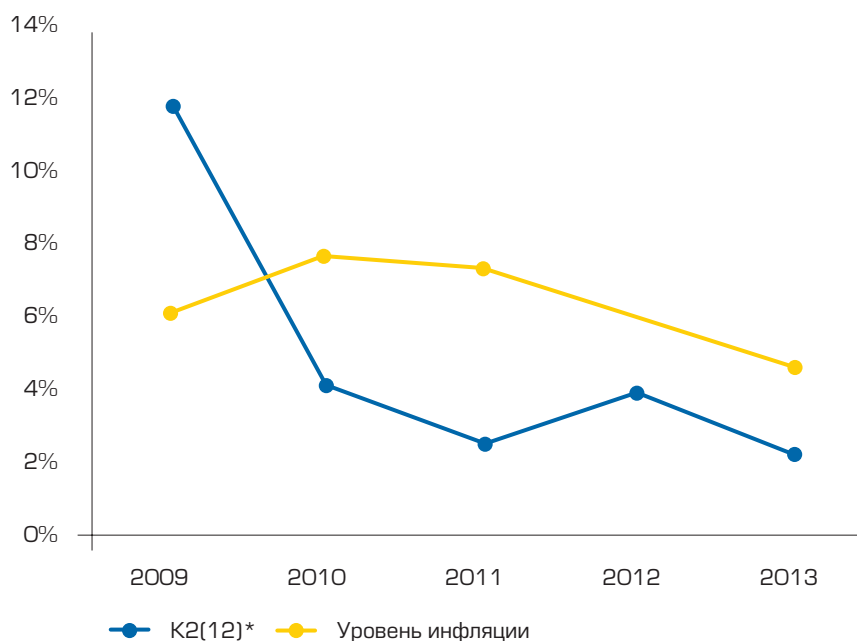


4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

Рисунок 12
Казахстан: динамика доходности НПФ (2009–2013, %)

Примечание:
* – коэффициент отражает вычисленную накопительным итогом доходность активов НПФ за 12 месяцев

Источник: НБ РК



В конце марта 2014 года активы последнего ЧНПФ были переведены в ЕНПФ. Совокупный объем пенсионных активов, находящихся в доверительном управлении НБ РК, по состоянию на 1 апреля 2014-го составил \$21.8 млрд, что сопоставимо со всеми пенсионными накоплениями в российских НПФ.

Основную долю совокупного инвестиционного портфеля ЕНПФ занимают государственные ценные бумаги РК и корпоративные, главным образом, долговые ценные бумаги эмитентов РК. Объем инвестиций в государственные ценные бумаги иностранных эмитентов составляет 2.1%.

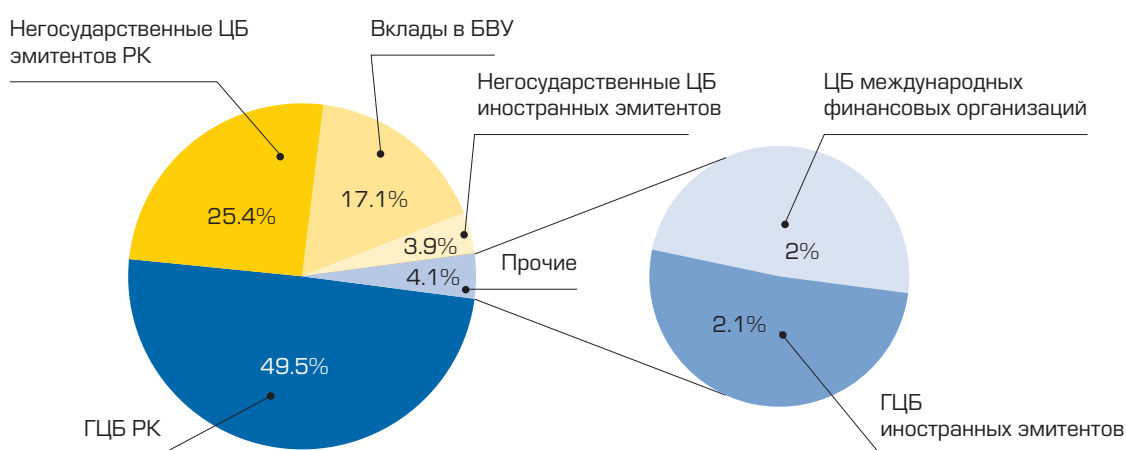


Рисунок 13
Казахстан: структура инвестиционного портфеля по состоянию на 01.11.14

Источник: НБ РК

Таким образом, ЕНПФ продолжает придерживаться консервативной инвестиционной стратегии, которая не способствует развитию рынка капитала РК. Как уже отмечалось, особенностью рынка капитала Казахстана является тесная взаимосвязь его пенсионной и страховой систем в соответствии с лучшими мировыми практиками, согласно которым на накопленные пенсионные средства вкладчик по истечении срока накопления имеет возможность приобрести страховой продукт, обеспечивающий получение им пенсионного аннуитета. Кроме того, в соответствии с принятыми в феврале 2013 года изменениями в законодательство РК у вкладчиков пенсионных фондов появилась возможность объединять свои добровольные и обязательные пенсионные счета для перевода их в страховые организации (СО). Также те вкладчики, у которых суммы накоплений в пенсионных фондах не хватало для покупки пенсионного аннуитета, теперь могут использовать для этой цели личные средства¹³.

4.3. Пенсионная система РБ

В Республике Беларусь вопросы, связанные с регулированием пенсионного законодательства и деятельностью пенсионных фондов, относятся к компетенции Министерства труда и социальной защиты. В РБ преобладает распределительный (солидарный) вид пенсионного обеспечения.

Выплата трудовых пенсий осуществляется из средств Фонда социальной защиты населения при Министерстве труда и социальной защиты РБ (ФСЗН).

При этом:

- ▶ расходы на выплату пенсии по возрасту за работу с особыми условиями труда или пенсии за выслугу лет лицу, не достигшему общеустановленного пенсионного возраста, компенсируются за счет средств, формируемых в рамках профессионального пенсионного страхования в пределах суммы, учтенной на специальной части индивидуального лицевого счета этого лица;
- ▶ расходы на выплату пенсии по инвалидности, связанной с несчастным случаем на производстве или профессиональным заболеванием, и пенсии по случаю потери кормильца вследствие указанных причин лицам, имеющим право на ежемесячную страховую выплату, возмещаются ФСЗН за счет средств обязательного страхования от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний.

Выплата социальных пенсий осуществляется за счет средств республиканского бюджета. Плательщиками обязательных страховых взносов в ФСЗН признаются работодатели, работающие граждане, физические лица, самостоятельно уплачивающие страховые взносы, Белорусское республиканское унитарное страховое предприятие «Белгосстрах».

Указом президента РБ органам ФСЗН предоставляется право в случаях неуплаты в бюджет в установленные законодательством сроки обязательных страховых взносов, взносов на профессиональное пенсионное страхование приостанавливать операции их плательщиков по текущим банковским счетам. Также ФСЗН имеет право получать от банков информацию об остатках и движении средств на этих счетах. По итогам 2013 года сумма просроченной задолженности по платежам в бюджет ФСЗН

¹³ Центр деловой информации «Капитал», www.kapital.kz

4. Пенсионные резервы и накопления как источник инвестиций

Таблица 3
Основные показатели системы
пенсионного обеспечения РБ*
(2010–2013)

составила \$32.5 млн. Просроченную задолженность перед ФСЗН на 1 апреля 2014 года имела 321 организация. Размер долга не является катастрофическим, но эксперты отмечают негативную тенденцию, связанную с общим ухудшением экономической ситуации в стране, так как в предыдущие годы задолженности практически не наблюдалось. Основные показатели системы пенсионного обеспечения РБ и бюджета ФСЗН приведены в *Таблицах 3 и 4.*

	2010	2011	2012	2013
Всего пенсионеров (тыс. человек)	2469	2487	2512	2537
из них получающих пенсии:				
▶ по возрасту	1977	2002	2035	2062
▶ по инвалидности	274	270	270	270
▶ по случаю потери кормильца	132	125	115	108
▶ за выслугу лет	28	30	32	34
▶ социальные	53	55	56	57
В % от общей численности пенсионеров по возрасту:				
▶ мужчины в возрасте до 60 лет	2.1	2.1	2	2.1
▶ женщины в возрасте до 55 лет	1.9	1.8	1.7	1.6
Численность работающих пенсионеров (тыс. человек)	608	548	587	605
▶ в % к общей численности пенсионеров	24.6	22	23.4	23.8
▶ Численность пенсионеров** , приходящихся на 1 тыс. человек населения (человек)	275.8	278	279.9	282.2
▶ Численность занятых в экономике, приходящихся на 1 пенсионера** (человек)	1.8	1.8	1.7	1.7
Средний размер назначенных пенсий (\$)	196.2	188	226.2	248.5
▶ Реальный размер назначенных пенсий (в % к предыдущему году)	123.9	77.1	164.6	100.5
▶ Соотношение среднего размера назначенных пенсий к среднему размеру начисленной заработной платы (в %)	36.6	32.7	39.8	37.7

Примечание:

* – Данные о численности пенсионеров и размере назначенных пенсий приведены по пенсионерам, состоящим на учете в органах по труду, занятости и социальной защите.

** – Включая пенсионеров, состоящих на пенсионном обеспечении в других государственных органах.

Источник: сайт Национального статистического комитета РБ, www.belstat.gov.by, 2014

	2010	2011	2012	2013
Всего поступлений, в т. ч.:	6572.6	5912.9	6836.4	8772
▶ страховые взносы предприятий и работающих граждан	6357.1	5734.6	6568.7	8505
▶ взносы индивидуальных предпринимателей	23.3	24	27.5	37
Доходы от размещения средств ППС	98.6	94.9	н/д	54.8
Расходы всего, в т. ч.:	6142.3	5498.4	6744	8831
▶ на финансирование выплат пенсий	4992.1	4367.2	5302.9	6853.6
▶ на выплату пособий	1027.1	991.9	1284.4	1801.7
уд. вес доходов ФСЗН в ВВП (%)	11.9	10	10.7	12.2
уд. вес расходов ФСЗН в ВВП (%)	11.1	9.3	10.6	12.3

ФСЗН организует и координирует работу по управлению средствами государственного социального страхования, размещает средства профессионального пенсионного страхования (ППС) в банке, уполномоченном обслуживать государственные программы; осуществляет капитализацию временно свободных средств государственного социального страхования через покупку государственных долговых бумаг. Будучи и так незначительной, доля от временного размещения средств ППС в доходах бюджета ФСЗН с 2010 по 2013 год снизилась с 1.5 до 0.6% (см. Таблицу 4). Таким образом, влияние распределительной пенсионной системы на развитие рынка капитала, к сожалению, минимально, с тенденцией к снижению, а не к росту.

Однако в РБ существует определенная нормативно-правовая база, позволяющая реализовать накопительный принцип финансирования пенсионной системы посредством участия как нанимателей, так и физических лиц в дополнительных программах пенсионного страхования. Национальной стратегией устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2020 года определено, что пенсионное обеспечение в стране будет строиться на основе сочетания распределительных и накопительных способов финансирования пенсий. При этом в 2011–2020 годах особое внимание должно уделяться дополнительному пенсионному страхованию. Видится целесообразным на первоначальном этапе активизировать работу по совершенствованию экономических, финансовых и институциональных условий для осуществления накопления и деятельности страховых компаний, а в последующем – и пенсионных фондов¹⁴. Следует учитывать, что государственному регулированию, стимулированию и контролю отведена важная роль в развитии дополнительного пенсионного страхования.

¹⁴ За 2011 год размер поступивших страховых взносов по договорам дополнительного пенсионного страхования составил \$17.4 млн, в то время как в бюджет ФСЗН поступило страховых взносов на сумму \$5.9 млрд.

Таблица 4

Динамика доходов и расходов ФСЗН (2010–2013, \$ млн)

Примечание: н/д – нет данных

Источник: сайт Фонда социальной защиты населения Министерства труда и социальной защиты РБ, www.ssf.gov.by, 2014

Анализ политики налогообложения в области пенсионного страхования в различных странах на разных этапах развития экономики и страхового сектора позволяет выделить две основные модели построения налоговой политики в области пенсионного страхования в зависимости от степени развития экономики в целом и страхового сектора в частности. Для стран с развивающейся экономикой характерны стимулирование спроса и упор на формирование социального поведения потребителей в отношении пенсионного страхования (налоговое бремя при этом переносится с периода накопления на период выплат), упрощенное администрирование. Странам с развитой экономикой присуще наличие устойчивого потребительского спроса на продукты пенсионного страхования, обусловленного традициями и уровнем государственной социальной поддержки. В таких условиях могут вводиться дополнительные налоги и процедуры администрирования.

Ускорению развития добровольного пенсионного страхования, как показывает опыт развивающихся стран, наряду с решением общих вопросов по повышению уровня доходов значительной части населения, закреплению позитивного опыта пенсионного страхования, развитию страхового рынка, способствует в первую очередь изменение налогового законодательства, регламентирующего порядок работы на рынке пенсионного страхования¹⁵.

Существующая в Республике Беларусь система налогообложения в области пенсионного страхования в большей степени характерна для развитого рынка, несмотря на то, что сам рынок дополнительного пенсионного страхования находится в начальной стадии своего становления.

В настоящее время организации-страхователи, заключившие со страховыми организациями договоры дополнительного страхования пенсии в пользу своих работников, имеют льготы, связан-

ные с включением в затраты по производству и реализации продукции, товаров (работ, услуг), страховых взносов, уплачиваемых в пользу своих работников. Однако указанные льготы имеют только те работодатели, которые заключили данные договоры с государственными страховыми организациями. Уплата страховых взносов по договорам с негосударственными страховыми организациями производится за счет прибыли страхователя. Такое положение дел снижает конкуренцию между государственными и частными страховыми компаниями и дестимулирует развитие дополнительного пенсионного обеспечения, что не может быть признано нормальным.

Целесообразно одновременно изменить механизм налогообложения доходов физических лиц, полученных в связи с заключением в их пользу договора страхования дополнительной пенсии, предусмотрев при этом уплату подоходного налога на стадии получения работником выплат (дополнительной пенсии после окончания договора страхования), а не при перечислении страховых взносов по страхованию дополнительной пенсии.

Требуется также изменения существующий в настоящее время механизм разделения размера норматива расходов на ведение дела для страховых компаний по страхованию пенсий (12%) и компаний, осуществляющих страхование, не относящееся к страхованию жизни (35%). Так как уровень расходов на содержание и развитие любой страховой компании по отношению к доходам примерно одинаков у всех страховщиков, предлагается рассмотреть вопрос об унификации норматива расходов на ведение дела.

¹⁵ Журнал «Банкаўскі веснік», № 19 (600), июль 2013 года.

За последние годы Беларусь столкнулась с целым рядом негативных тенденций, которые ставят вопрос реформирования системы социальной защиты в число приоритетных. Эти тенденции включают рост нагрузки на пенсионную систему в силу долгосрочных демографических тенденций; ограничение источников дохода государственного бюджета на фоне ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры; высокую чувствительность белорусского рынка труда к негативным явлениям в российской экономике и другое (Шиманович, Чубриков, 2013).

Белорусская пенсионная система в ее нынешнем виде, то есть при наличии только распределительного уровня, не сможет в среднесрочной перспективе стабильно выполнять пенсионные обязательства, не решив проблему повышения пенсионного возраста. Уже в 2014 году вероятны сложности с наполняемостью ФСЗН, что повлечет проблемы с выплатой пенсий. Однако меры, которые рассматриваются правительством в качестве реформы пенсионной системы Беларуси (например, введение условно-накопительных счетов), не меняют характера пенсионной системы и пока не способны ответить на вызовы, которые стоят перед белорусской пенсионной системой¹⁶. Кроме низкого размера пенсий, население относит к проблемам белорусской пенсионной системы несущественную степень зависимости пенсий от уровня зарплат и трудового стажа (при несопоставимо высоком размере пенсий у отдельных групп населения – военных, представителей силовых структур и госслужащих). Это искажает принципы материального стимулирования работающих.

С формальной точки зрения, в русле политики гармонизации законодательств государств – членов ЕАЭС было бы целесообразно:

- ▶ активизировать работу по принятию закона РБ «Об инвестиционных фондах»;
- ▶ разработать нормативный правовой акт, регламентирующий порядок создания и функционирования негосударственных пенсионных фондов;
- ▶ внести изменения в постановление Совета министров РБ от 29 декабря 2006 года № 1750 «Об утверждении Порядка инвестирования и размещения страховыми организациями средств страховых резервов» с тем, чтобы страховые компании (управляющие фондами), осуществляющие пенсионное страхование (накопление), имели право использовать денежные средства для размещения во вклады (депозиты), предоставления межбанковских кредитов (если управляющей органи-

С марта 2004 года Республика Беларусь является единственной страной, которая ввела норматив расходов на ведение дела (не более 35% от суммы поступивших страховых взносов по видам добровольного страхования для страховщиков, осуществляющих страхование, не относящееся к страхованию жизни, не более 12% – для страховщиков жизни, не более 25% – по обязательным видам страхования).

Одновременно с решением указанных проблем необходимо уделить дополнительное внимание вопросам повышения инвестиционной привлекательности финансового рынка Республики Беларусь (прежде всего фондового) и расширения возможности для инвестирования страховыми организациями (пенсионными фондами), аккумулирующими пенсионные взносы.

¹⁶ Например, создание накопительных уровней пенсионной системы затруднено низким доверием к национальной валюте и долгосрочным накоплениям в целом.

зацией выступает банк), проведения операций с ценными бумагами (в том числе акциями) и другими инструментами финансового рынка;

- ▶ активизировать процессы приватизации и вовлечения акций белорусских предприятий в оборот фондового рынка.

Однако необходимо иметь в виду, что, понимая проблемы пенсионной системы, часть граждан РБ ищет способ накопления собственного «пенсионного фонда». Более 40% белорусов выразили готовность накапливать деньги к пенсии, однако подобные намерения реализуют чуть более 12% населения. Причины коренятся не только в отсутствии средств для накопления или предпочтениях в пользу текущего потребления, но и в низком уровне доверия к местным рыночным финансовым институтам на фоне их слабого присутствия в экономике. Действительно, масштаб национальной экономики и рыночной ее части не позволяют в среднесрочной перспективе появиться из ничего развитым и надежным белорусским НПФ, даже если меры предложенной выше политики гармонизации будут реализованы.

* * *

С точки зрения развития национальных рынков капитала сравнительная оценка способов реагирования финансовых властей РФ и РК на кризисные явления в экономике через реформирование накопительных пенсионных систем свидетельствует в пользу казахстанского варианта. Он обеспечивает непрерывный поток прироста накоплений в переходный период и незыблемость прав собственности граждан на них, независимо от изменения институциональной формы организации управления процессом накопления.

При этом часть приложения 2 к протоколу №17 к Договору о ЕАЭС, относящаяся к РК, устанавливает сразу несколько ограничений на возможность оказания услуг пенсионного страхования на территории РК участниками финансового рынка других государств – членом ЕАЭС. В частности, прямо запрещается открытие филиалов и представительств накопительных инвестиционных фондов – нерезидентов РК в Казахстане. Таким образом, деятельность ЕНПФ ограждена не только от внутренней, но и внешней конкуренции, что неизбежно совершенно определенным образом повлияет на ее эффективность.

Механизмы развития пенсионного страхования в рамках ЕАЭС могут быть предложены в качестве одного из возможных выходов из того положения, в котором находится пенсионная система в РБ. Так как протокол №17 к Договору о ЕАЭС и приложения к нему прямо не ограничивают распространение национального режима на деятельность НПФ других стран союза на финансовом рынке РБ, то было бы целесообразно (с учетом отношений между РБ и РФ в рамках Союзного государства), не дожидаясь итогов гармонизации законодательства, допустить здесь деятельность по добровольному пенсионному обеспечению граждан РБ со стороны российских НПФ. Низкий уровень развития национального законодательства и сферы добровольного пенсионного страхования в РБ позволяет это сделать сравнительно безболезненно для ее регулирования и с пользой для граждан РБ и интегрированного рынка капитала ЕАЭС.

Общим недостатком всех пенсионных систем ЕЭП является узость списка инструментов для инвестирования накопленных средств, которую необходимо преодолевать совместными усилиями под надзором государственных органов.

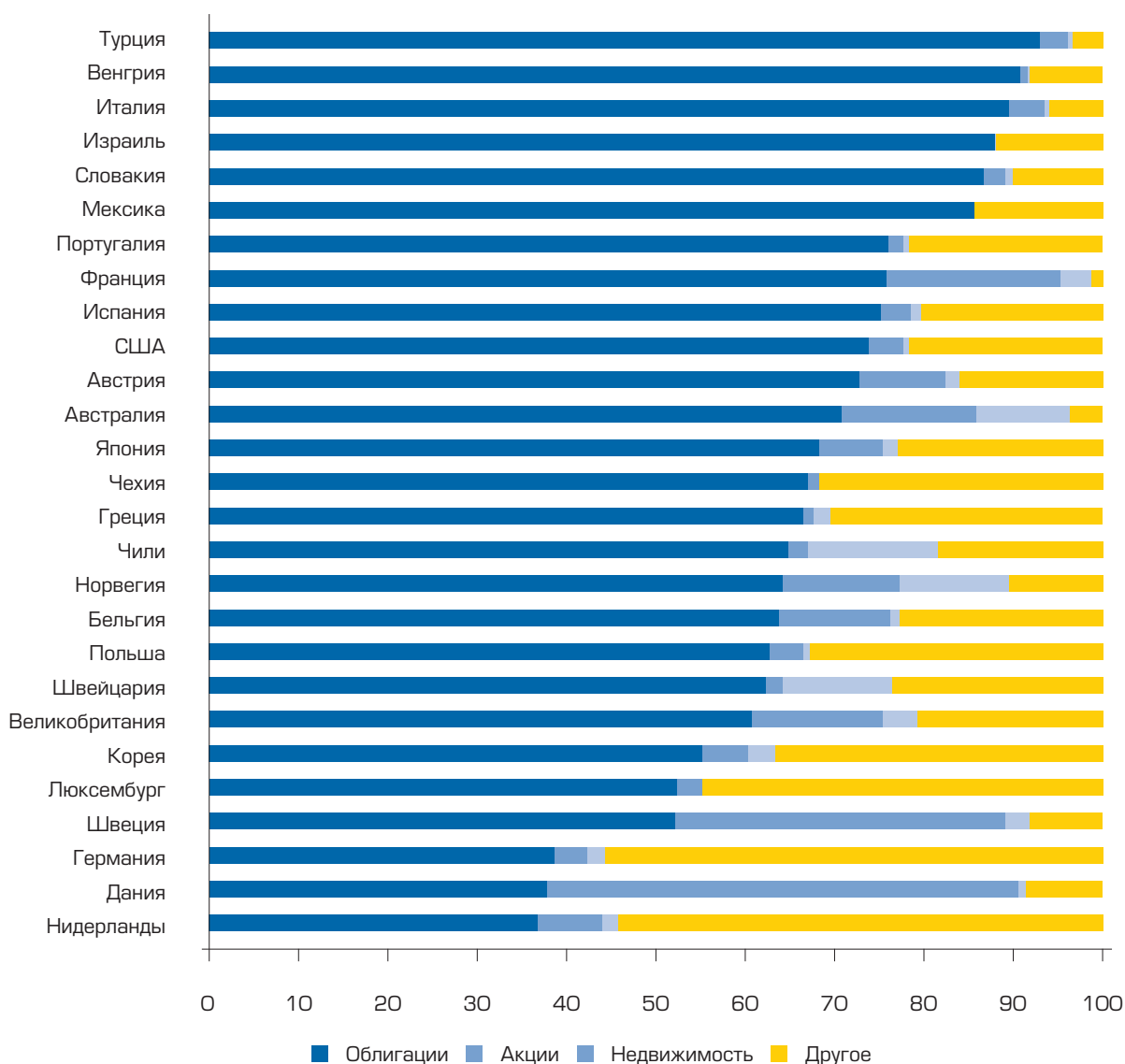
5. Страховые резервы как источник инвестиций в экономику

ОЭСР рассматривает страховую индустрию в качестве основного компонента экономики в силу объема собираемых премий, масштабов инвестирования и присущей этой отрасли социальной и экономической роли покрытия персональных рисков и рисков, связанных с предпринимательской деятельностью.

Накопительное страхование, сопровождаемое профессиональным инвестированием на фондовом рынке, стало в развитых странах массовым продуктом и важным каналом привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов. По итогам наблюдения за трендами по отрасли в 2013 году ОЭСР обращает внимание на следующие моменты (OECD, 2014b):

- ▶ Продолжительный период низких ставок рефинансирования поставил страховщиков жизни с их большими объемами инвестиций в облигации в ситуацию, когда им стало труднее обеспечивать адекватную доходность в отношении своих обязательств. Стремление страховщиков повысить доходность инвестиций способно привести к изменениям в распределении средств инвестпортфеля в пользу более рискованных активов. И хотя по данным 2013 года нет оснований делать выводы относительно распространения тенденции к смене направлений инвестирования средств, тем не менее страховщики жизни в ряде стран ОЭСР увеличили долю других классов активов в своем портфеле.
- ▶ По мере сохранения неопределенности в макроэкономической среде спрос на продукты страхования с определенной долей вероятности останется ограниченным. Ограниченный спрос в сочетании с конкуренцией внутри отрасли, в частности, со стороны сектора pop-life, а также между компаниями страхования жизни и банками за сбережения и инвестиции клиентов способен поставить индустрию перед необходимостью сокращения операционных расходов и повышения доходности инвестиционной деятельности. Это особенно актуально в условиях, когда возможности для повышения премий ограничены. При этом в некоторых странах низкие ставки по банковским депозитам позволили страховому сектору выгодно подрасти за счет развития бизнеса по продуктам unit-linked.

Средства накопительного страхования могут направляться не только на покупку надежных облигаций и акций или участвовать в IPO различных компаний, но и при определенных условиях вкладываться в инфраструктурные проекты, возможно, при посредничестве государственных корпораций и банков развития. Соответственно, отдельной задачей страховых компаний и пенсионных фондов является обеспечение сохранности и приемлемой доходности инвестирования средств, получаемых по программам накопительного страхования.



Примечание:
категория «Другое» включает «Кредиты»
и «Фонды взаимных инвестиций»

Рисунок 14
Распределение инвестпортфеля
страховщиков жизни (2013, %)

Источник: OECD Global Insurance Statistics

5.1. Страховая система РФ

В едином государственном реестре субъектов страхового дела в РФ на 31 декабря 2013 года зарегистрированы 432 страховщика, из них 420 – страховые организации и 12 – общества взаимного страхования. Соответственно, общее количество страховщиков за 2013-й сократилось на 38 компаний. Страховой рынок в РФ высоко концентрирован, в результате чего 10 крупнейших страховых компаний (СК) собирают в последние годы около 60% совокупного объема страховой премии. Показатели страховой деятельности за 2008–2012 годы отражены в *Таблице 5*.

5. Страховые резервы как источник инвестиций в экономику

	2008	2009	2010	2011	2012
Количество страховщиков и страховых брокеров, всего	913	846	790	760	641
в том числе:					
1 ▶ количество страховщиков (страховых организаций и обществ взаимного страхования)	786	702	625	579	469
▶ количество страховых брокеров	127	144	165	181	172
2 Величина совокупного уставного капитала российских страховщиков (млрд рублей)	153.8	148.2	153.2	187.9	208
3 Средний уставный капитал страховщиков (млн рублей)	195.7	211.1	245.1	324.5	443.5
4 Совокупная страховая премия (млрд рублей)	555	513.2	555.8	663.7	809.1
5 Страховые премии по страхованию жизни (млрд рублей)	19.3	15.7	22.7	34.7	53.82
6 Страховые премии по личному страхованию (за исключением страхования жизни) (млрд рублей)	108	101.8	122.5	145.58	182.41
7 Страховые премии по страхованию имущества (млрд рублей)	317.4	269.7	314.3	333.21	373.15
8 Страховые премии по гражданской ответственности (млрд рублей)	22.5	26	26.7	27.33	29.95
9 Страховые премии по обязательному страхованию (кроме обязательного страхования гражданской ответственности владельцев транспортных средств и обязательного медицинского страхования) (млрд рублей)	7.6	7	6.9	7.51	28.73
10 Страховые премии по обязательному страхованию гражданской ответственности владельцев транспортных средств (млрд рублей)	80.2	85.8	91.7	103.3	121.21
11 Страховые выплаты (млрд рублей)	248.6	285.2	293.4	303.1	369.4
12 Объем страховой премии на душу населения (рублей)	6663	6888	7000	8868	5658
13 Страховые выплаты по страхованию жизни (млрд рублей)	5.99	5.33	7.84	7.66	13.35
14 Доля страховых премий по добровольным видам страхования в совокупной страховой премии по всем видам страхования (%)	84.2	82	82.3	83.3	81.5
15 Доля страховых премий во внутреннем валовом продукте (%в)	1.34	1.32	1.23	1.22	1.3
16 Коэффициент уровня страховых выплат (в %)	44.8	55.6	52.8	45.7	45.7
17 Доля иностранного участия в уставном капитале страховых организаций (%)	13.5	16.1	22.2	17.8	17.4

Таблица 5

Основные показатели страховой деятельности в РФ (2008–2012)

Источник:

Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года

В 2013 году на рынке произошли значимые изменения. По данным Банка России, несмотря на сокращение общей численности страховых компаний, совокупный уставный капитал российских страховщиков в 2013 году увеличился на 6.2% по сравнению с 2012-м и составил на конец 2013 года 210.4 млрд рублей (198.2 млрд рублей на конец 2012-го). Кроме того, в 2013 году увеличился средний размер уставного капитала на одну СК – на 15.8% по сравнению с 2012-м (с 432.7 млн рублей до 500.9 млн рублей).

При этом доля небольших СК с уставным капиталом от 60 до 120 млн рублей в течение 2013 года снизилась до 25.48% от общего совокупного уставного капитала (29.69% в 2012-м). Одновременно увеличились доли СК с размером уставного капитала от 120 до 700 млн рублей и от 1 млрд рублей до 2 млрд рублей и более.

Общая сумма страховых премий и выплат по всем видам страхования за первое полугодие 2013-го составила, соответственно, 904.86 и 420.77 млрд рублей (111.1% и 112.9% по сравнению с 2012 годом) (Сафронова, 2014).

До последнего времени целевым приоритетом для большинства участников российского страхового рынка являлся рост страхового портфеля и захват доли рынка, на прибыльность и стабильность бизнеса страховщики обращали мало внимания, а горизонт планирования у большинства из них был очень небольшим.

В условиях фактического прекращения экономического роста в РФ многие страховщики столкнулись с серьезными финансовыми проблемами, в результате участились

случаи неправомерных задержек и отказов в страховых выплатах. Периодически отдельные компании уходят с рынка, не исполнив своих обязательств, что наносит значительный удар по репутации страховой отрасли.

На крупнейшем страховом рынке ЕАЭС и СНГ – российском – страховой надзор за страховщиками на протяжении десятилетий оставлял желать лучшего. После передачи функций страхового надзора ФСФР и затем Банку России наметились позитивные изменения, но темп их пока явно недостаточен.

Предпринятые меры способствуют раннему обнаружению и предупреждению проблем СК, но не снимают остроты вопроса по полноценному переходу к пруденциальной форме страхового надзора.

В связи с близостью правовой и экономической природы страховых и пенсионных договоров порядок инвестирования этих средств и контроля за его соблюдением необходимо унифицировать.

В первой половине 2013 года усилия Минфина РФ (совместно с ФСФР, а затем с Банком России) были направлены на разработку поправок к законам «Об организации страхового дела» и «О несостоятельности (банкротстве)». На их основе повысилось качество отчетности компании, ужесточились требования к размещению страховых резервов и собственных средств СК:

- ▶ введена публичная отчетность по МСФО, начиная с отчетности за 2012 год;
- ▶ отчетность по РСБУ и отчетность, предоставляемая в порядке надзора, стали более детальными;
- ▶ внедрена практика публикации списка страховщиков – лидеров по числу жалоб в расчете на 1 тыс. действующих договоров;
- ▶ введен запрет на использование векселей для покрытия резервов и собственных средств страховщиков.

В настоящее время страховые компании активно развивают инвестиционную деятельность на российском рынке капитала. Они нередко привлекают управляющие компании для доверительного управления средствами, используемыми для покрытия собственного капитала и страховых резервов. Однако специализированные депозитарии (СД) для учета и хранения этого имущества или информации о нем страховщиками обычно не используются. В результате инвестирование средств СК в настоящее время осуществляется по инвестиционной декларации самой УК и не предполагает повседневного контроля со стороны СК за процессом инвестирования.

Для целей нормативного регулирования инвестиционной деятельности страховых компаний действует приказ Минфина России от 2 июля 2012 года № 100-н «Об утверждении Порядка размещения страховщиками средств страховых резервов». Исходя из практики рынка, осуществляющие доверительное управление страховыми резервами УК или инвестиционные менеджеры самой СК могут использовать рискованные стратегии инвестирования, вкладывая средства СК в том числе в неликвидные и/или переоцененные ценные бумаги, которые подвержены значительным рыночным колебаниям средневзвешенной цены (курса) ценных бумаг.

Предусмотренное новой редакцией закона «О страховой деятельности» распространение с 2015 года практики негосударственного контроля в лице СД на данный сегмент рынка коллективного инвестирования повысит надежность управления средствами СК, используемыми ими для покрытия собственного капитала и страховых резервов, а также усилит финансовую устойчивость самих СК.

Совершенствование инвестиционной составляющей деятельности СК является

С 2014 года Банк России начал внедрять новые подходы к организации страхового надзора, которые в перспективе получают нормативное закрепление:

- ▶ ежемесячный мониторинг отчетности крупных страховых компаний;
- ▶ запросы документов, подтверждающих инвестиции на неотчетные даты;
- ▶ подготовка к введению института кураторства СК¹⁷.

В частности, контроль со стороны СД позволит:

- ▶ существенно повысить прозрачность инвестирования средств СК для регулирующих органов, страхователей и самих владельцев страховых компаний;
- ▶ централизовать учет ценнобумажных активов СК и/или хранение информации о других видах активов;
- ▶ осуществить постепенный переход к обособленному учету активов (в первую очередь ценнобумажных), принимаемых для покрытия (обеспечения) страховых резервов и собственных средств СК;
- ▶ осуществлять контроль за соответствием состава и структуры активов, принимаемых для покрытия собственных средств и страховых резервов требованиям законодательства, в том числе согласование СД действий СК или ее УК по приобретению/продаже активов;
- ▶ формировать с привлечением СД информацию, необходимую для составления бухгалтерской и управленческой отчетности СК в части активов, принимаемых к покрытию страховых резервов и собственных средств.

¹⁷ <http://www.ins-union.ru/rus/about/docss>

одним из необходимых условий для перехода страхователей и страховщиков от кредитного к накопительному страхованию жизни. Доля страховых премий, собираемых в рамках страхования жизни, не превышает 7–8% от их общего объема, хотя в РФ в последние несколько лет рост сегмента страхования жизни доходит до 50% в год и намного опережает динамику других видов страхования. По прогнозам Ассоциации страхования жизни, до 2020-го этот сегмент будет в среднем прибавлять по 30% ежегодно. Но, к сожалению, до последнего времени его развитие осуществлялось в основном за счет страхования, связанного с потребительскими кредитами, так называемого кредитного страхования. Оно не создает долгосрочных финансовых ресурсов для экономики, не увеличивает сбережения граждан и не сокращает социальные расходы государства. Пока же в РФ доля инвестиционных портфелей страхования жизни без учета страховок заемщиков составляет лишь 0.1% ВВП, на порядки уступая пенсионному страхованию и обеспечению.

С одной стороны, можно предположить, что в условиях снижения количества выдаваемых населению кредитов в 2014 году объем средств кредитного страхования расти не будет. С другой стороны, на текущий момент складывается ситуация, когда на фоне сжатия финансового рынка происходит реорганизация деятельности НПФ. Средства пенсионных накоплений временно прекратили поступать на фондовый рынок. При этом доходность по депозитам надежных банков в лучшем случае едва опережает инфляцию, а из менее благополучных по мнению граждан банков происходит отток вкладов. Это сопровождается снижением кредитной и инвестиционной активности. В такой ситуации именно средства страхования жизни могли бы заполнить часть ниши тех самых долгосрочных инвесторов на фондовом рынке.

Дальнейшее усовершенствование законодательства и условий деятельности страховой отрасли будет способствовать трансформации системы страхования жизни в РФ в накопительную форму и расширению ее охвата.

Профессиональное сообщество обоснованно считает, что на горизонте планирования в 10 лет рынок страхования существенно вырастет, хотя уровень проникновения будет несколько уступать европейскому вследствие сырьевой структуры экономики. Эксперты ожидают пятидесятикратного увеличения активов страхования жизни к 2020 году и оценивают будущий размер таких средств в размере 6.5 трлн рублей (Лосев, 2014). При этом инвестиционный ресурс страховой отрасли будет основан как на росте рынка накопительного страхования, так и на повышении капитализации самих страховщиков.

Реализация заложенного в страховой индустрии потенциала требует последовательно осуществлять меры, предусмотренные Стратегией развития рынка страхования на период до 2020-го. Стратегия принята Всероссийским союзом страховщиков (ВСС) 24 октября 2012 года. Ее основные положения касаются:

- ▶ внедрения новых и расширения существующих налоговых льгот, в том числе исключения взносов по долгосрочному страхованию жизни из расчета НДФЛ; увеличения размера социального налогового вычета, покрывающего страховые взносы, и распространения его на инвестиционный доход и т.п.;
- ▶ законодательного закрепления требований к структуре активов и правилам расчета страховых резервов с учетом специфики накопительного страхования;
- ▶ разрешения страховщикам жизни участвовать в пенсионной системе (по аналогии с тем, как это сделано в Казахстане);

- ▶ расширения источников финансирования страхования жизни (за счет использования материнского капитала для приобретения страховых полисов для детей, использования страховых полисов в качестве обеспечения ипотечных кредитов, включения премий по страхованию жизни в сумму ипотечного или автомобильного кредита и т. п.);
- ▶ создания законодательных предпосылок для формирования гарантийного фонда страхования жизни по аналогии с автострахованием;
- ▶ введения требования к финансовой устойчивости к страховщикам жизни, построенного на основе европейских требований Solvency I.

Следует отметить, что план мероприятий по реализации правительственной Стратегии развития страховой деятельности в России до 2020 года (утвержден распоряжением правительства РФ от 22 июля 2013 года № 1293-р) в общей форме включает почти весь предложенный ВСС перечень мер по развитию накопительного страхования. Их реализация намечена на 2014–2015 годы.

Обсуждаемые меры во многом созвучны соответствующим положениям проекта Концепции развития финансового сектора РК до 2030 года, подготовленного НБ РК.

5.2. Страховая система РК

Институциональная структура страхового сектора финансового рынка РК представлена 34 страховыми (перестраховочными) организациями, в том числе семью компаниями по страхованию жизни, 14 страховыми брокерами, 72 актуариями. На страховом рынке Казахстана наблюдается большая концентрация страхового бизнеса в рамках пяти крупнейших СО, на долю которых по состоянию на 1 апреля 2014 года приходилось 50.4% совокупных активов страхового рынка. Страховые премии пяти крупнейших СО составляют 43.1%, а страховые выплаты – 32% от всего рынка. Совокупный объем активов СО на 1 апреля 2014 года составил \$3.1 млрд¹⁸. В структуре совокупных активов основная доля (51%) приходится на ценные бумаги, вклады, размещенные в банках, составляют 23.1%. Совокупный объем обязательств СО на 1 апреля 2014 года составил \$1.6 млрд, в том числе страховые резервы составляют \$1.4 млрд. Объем страховых премий, принятых по договорам прямого страхования, по состоянию на 1 апреля 2014 года составил \$1.6 млрд. Основную долю страховых премий занимает добровольное имущественное страхование (\$700 млн, или 42.6% от общего объема страховых премий). По добровольному личному страхованию собрано \$597.9 млн, или 36.4% совокупного объема страховых премий, по обязательному страхованию – \$344.8 млн, или 21%. Поступление страховых премий в 2013 году в разрезе отраслей страхования (за вычетом премий, принятых по договорам перестрахования) представлено следующим образом: страхование жизни – \$367.2 млн (22.4%) и общее страхование – \$1.3 млрд (77.6%) (см. Рисунки 15–17).

Объем страховых премий, переданных на перестрахование, составил \$487.4 млн в 2013 году. При этом общая сумма страховых премий, принятых по договорам перестрахования, составляет \$169.6 млн. Таким образом, чистая сумма страховых премий составила в 2013-м \$1.3 млрд, а чистая прибыль страхового сектора – \$194.5 млн. Доля собранных страховых премий не превышает в РК в среднем за период 2008–

¹⁸ По курсу НБ РК по состоянию на 01.04.2014 (182.06 KZT за 1 USD).

5. Страховые резервы как источник инвестиций в экономику

Рисунок 15
Структура поступивших страховых премий по отраслям страхования (2013, %)

Источник: НБ РК



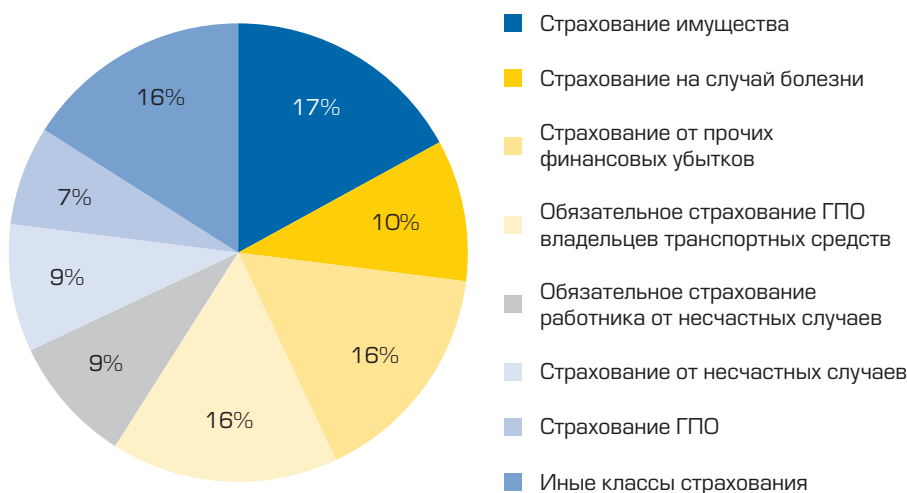
Рисунок 16
Структура поступления страховых премий по отрасли «Страхование жизни» (2013, %)

Источник: НБ РК



Рисунок 17
Структура поступления страховых премий по отрасли «Общее страхование» (2013, %)

Источник: НБ РК



2013 годов 0.7% от ВВП, то есть остается на низком уровне по сравнению с развитыми рынками (20–30% ВВП) и почти вдвое уступает РФ (см. Рисунок 17). Однако динамика роста объема страхового рынка демонстрирует впечатляющие темпы – в 2.2 раза за тот же период (см. Рисунок 18).



Рисунок 18
Соотношение страховых премий к ВВП (2008–2013, %)

Источник: НБ РК

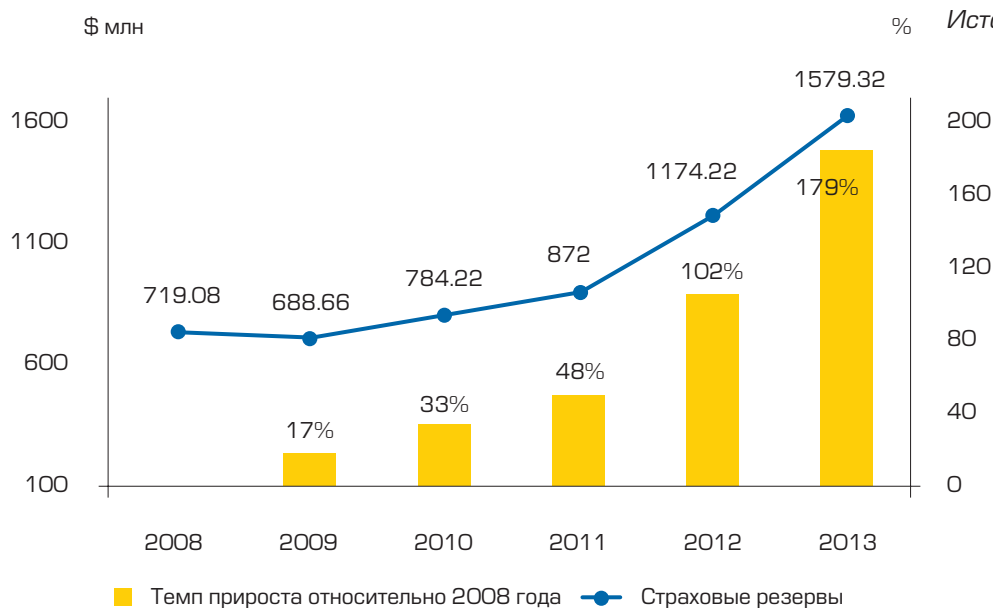


Рисунок 19
Динамика страховых резервов (\$ млн) и темпы прироста (%) (2008–2013)

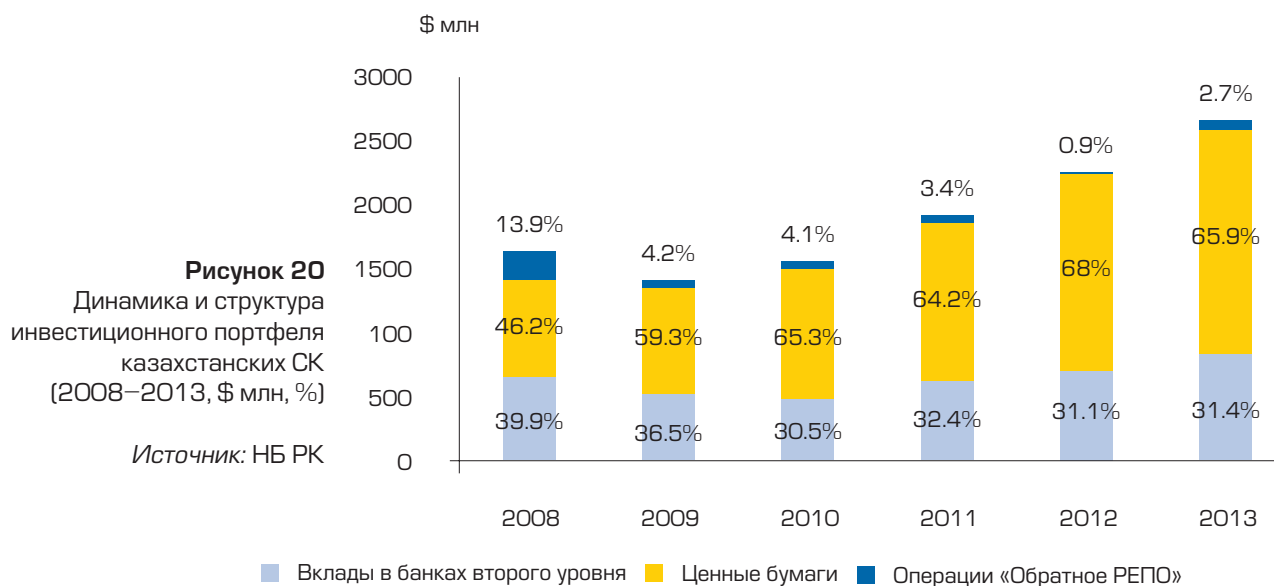
Источник: НБ РК

Структура инвестиций (инвестиционных портфелей) СО и их динамика в целом приведены в *Таблице 6* и на *Рисунке 20*.

Финансовые инструменты	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Вклады в банках второго уровня	659.76	518.05	482.46	627.46	709.47	843.14
Ценные бумаги	764.3	840.4	1031.62	1243.07	1548.93	1768.08
Операции «Обратное РЕПО»	229.01	59.86	65.44	66.1	20.88	71.66
Итого	1653.07	1418.31	1579.52	1936.64	2279.27	2682.88

Таблица 6
Динамика и структура инвестиционного портфеля СО РК (\$ млн)

Источник: НБ РК



Источник: НБ РК

С точки зрения развития страхового рынка Казахстана как источника «длинных» денег для экономик РК и ЕАЭС особый интерес представляет развитие накопительного страхования жизни, доля которого в РК по сравнению с РФ весьма значительна.

Основным продуктом накопительного страхования жизни в Казахстане является пенсионный аннуитет, который служит альтернативой получения пенсионных выплат из накопительного пенсионного фонда. Данный страховой продукт предоставляет возможность гражданам получать пенсию из компаний по страхованию жизни до достижения пенсионного возраста. Получатель аннуитетных выплат продолжает работать и отчислять обязательные пенсионные взносы. При заключении договора пенсионного аннуитета гражданин имеет право на получение единовременной выплаты в размере, установленном законодательством.

Пенсионный аннуитет позволяет мужчинам получать пенсионные выплаты с 55 лет, а женщинам – с 50 лет до самой смерти, независимо от профессии. Но при этом необходимо соблюсти главное условие: чтобы сумма пенсионных накоплений в ЕНПФ, созданном в результате реформы 2013–2014 годов, позволяла это сделать. Следовательно, у потенциального клиента страховщика жизни должна быть там накоплена определенная минимальная сумма. Все выплаты для аннуитета будут пожизненными, и они не должны быть меньше размера минимальной пенсии на дату заключения договора.

В июне 2013 года в связи с переводом пенсионных накоплений граждан из частных накопительных пенсионных фондов в ЕНПФ продажа пенсионных аннуитетов была приостановлена. Процесс передачи пенсионных активов в ЕНПФ был завершен в марте 2014-го. А 6 мая 2014 года вступило в силу постановление Правления НБ РК «Об утверждении Правил перевода пенсионных накоплений в страховую организацию по договору пенсионного аннуитета». С этого дня страховщики жизни вновь имеют право заключать договоры пенсионного аннуитета. Теперь для его заключения необходимо иметь минимальную сумму накоплений: для женщин в 50 лет в размере 7.637 млн тенге (\$42 тыс.); для мужчин в 55 лет – 5.481 млн тенге (\$30 тыс.). Клиент также имеет право использовать добровольные пенсионные накопления и собственные средства для обеспечения минимальной достаточности пенсионного аннуитета. Рост выкупной планки по пенсионным аннуитетам в 2014 году связан не только с повышением размера минимальной пенсии, но и с обязательной индексацией выплат по пенсионным аннуитетам в размере 5%, введенной в 2013-м.

Однако, согласно экспертным оценкам, пенсионные накопления большей части населения РК недотягивают до той планки, которая необходима для заключения договора пенсионного аннуитета. Вкладчики же ЕНПФ, которые в состоянии позволить себе заключение договора аннуитета, зачастую не смогут рассчитывать на выплату выше минимальной пенсии 20782 тенге (\$114). Таким образом, как признают сами страховщики, получаемые их клиентами суммы не гарантируют обеспеченной старости. В рамках осуществляемых реформ регулятор страхового рынка предпринял усилия по изменению законодательства РК, которые устанавливают:

- ▶ перечень страховых резервов, идущих на вычеты при налогообложении, порядок их расчета, а также порядок исчисления суммы доходов и расходов по созданию страховых резервов страховыми организациями;
- ▶ методику расчета страховой премии и страховой выплаты по договорам пенсионного аннуитета, форму типового договора пенсионного аннуитета.

Не останавливаясь на этом, регулятор предполагает, учитывая специфику страхования жизни, создать условия для обеспечения прибыльной инвестиционной деятельности страховщиков в целях покрытия ими уровня инфляции и обеспечения платежеспособности по принятым обязательствам. Предполагается также пересмотреть регулирование деятельности компаний по страхованию жизни в части управления инвестиционным портфелем в целях минимизации риска неисполнения обязательств. Для расширения инвестиционных возможностей страховщиков жизни запланирована либерализация требований к инвестированию активов, в том числе **предусмотрена возможность приобретения иностранных финансовых инструментов с рейтингом финансовой надежности ниже суверенного рейтинга РК при обращении на международных рынках и наличии рыночных котировок по указанным финансовым инструментам.** Об этом говорится в под-

готовленном НБ РК проекте Концепции развития финансового сектора Казахстана до 2030 года.

Однако необходимо решать и ряд других проблем. Как и в РФ, в течение длительного периода рынок страхования РК характеризуется зависимостью от динамики развития банковского сектора. Он оказывает существенное влияние на динамику сбора страховых премий. Доля кредитного страхования в общем объеме страховых премий составила 31% на конец 2013-го. Однако, согласно принятым в 2011–2012 годах изменениям в страховое законодательство, банки не вправе ограничивать заемщиков в выборе страховой организации и возлагать на заемщика обязанность страховать свою жизнь или здоровье. Кроме того, ужесточены требования к сделкам с аффилированными лицами финансовых организаций, что способствовало снижению объема сделок страховых (перестраховочных) организаций внутри банковских групп, в том числе с аффилированными лицами, в два раза за 2013 год, до 29.5%. **Таким образом, на рынке кредитного страхования жизни наблюдается перераспределение позиций в пользу СО, не входящих в банковские конгломераты.**

В то же время регулятивные попытки удержания страховых премий в структуре экономики Казахстана при перестраховании рисков на сегодняшний день не привели к существенному результату. **Низкий уровень капитализации страховых компаний и отсутствие возможности удержания крупных финансовых рисков внутри страны способствуют сохранению высокой доли страховых премий, передаваемых перестраховщикам – нерезидентам РК.** Если рассматривать структуру переданных в перестрахование премий, то 19% приходится на местных перестраховщиков, 81% – на иностранных.

Сохраняется объективная необходимость передачи рисков на перестрахование международным перестраховщикам, имеющим высокий рейтинг, в целях диверсификации страхового портфеля, обеспечения финансовой устойчивости и защиты от крупных катастрофических убытков. При страховании менее серьезных рисков СО стало выгоднее перестраховываться на внутреннем рынке, чем, например, в России. Местные аналитики оценивают новый приоритет в выборе партнеров-нерезидентов в перестраховании у казахстанских СО в пользу европейских компаний как более качественный подход к перестрахованию.

На страховом рынке РК имеет место и проблема высокого уровня комиссионных вознаграждений (в среднем на уровне 17%) агентам СО, что является одной из причин завышенных страховых тарифов по договорам добровольного страхования. Это может также приводить к дефициту страховых резервов и, следовательно, к неспособности СО ответить по принятым обязательствам в случае наступления страхового случая.

5.3. Страховая система в РБ

В настоящее время страховую деятельность в Беларуси осуществляют 25 страховых организаций, из которых восемь находятся под контролем государства, и 7 страховых брокеров. Доля государственных страховщиков на рынке составляет свыше 80%. В Беларуси на начало 2014 года удельный вес страховых взносов соответствовал 1.04% от ВВП, в то время как в Казахстане и России этот показатель равен 0.74% и 1.35%. По сумме взносов на душу населения Беларусь существенно отстает от РФ – \$80 и почти \$200, соответственно.

Общая сумма страховых резервов, сформированных СО республики, по состоянию на 1 апреля 2014 года составила 5.13 трлн бел. рублей. Страховые резервы по видам страхования иным, чем страхование жизни, составляют 4.13 трлн бел. рублей, а по видам страхования, относящимся к страхованию жизни, – 1 трлн бел. рублей (на 1 апреля 2013 года – 2.7 трлн бел. рублей и 615.2 млрд бел. рублей, соответственно). По состоянию на 1 апреля 2014 года собственный капитал страховых организаций республики составил 11.9 трлн рублей и увеличился по сравнению с аналогичным периодом 2013-го в действующих ценах на 977.3 млрд бел. рублей.

Республиканская программа развития страховой деятельности на 2011–2015 годы, утвержденная постановлением Совета министров РБ № 631 от 20 мая 2011 года, выполняется настолько опережающими темпами, что это потребовало внесения изменений в ее параметры (постановление правительства РБ № 1003 от 21 ноября 2013 года). При этом государственный контроль за страховой деятельностью, особенно за страхованием жизни, нарастает. 14 апреля 2014 года принят указ президента РБ № 165 «О внесении изменений и дополнений в указы президента РБ по вопросам страховой деятельности», которым утверждена и новая редакция Положения о страховой деятельности (указ № 165)¹⁹. В частности, им установлена обязанность государственных органов, юридических лиц, контрольным пакетом акций которых владеет государство, заключать договоры страхования жизни только с государственными СО. Вводится требование для СО, осуществляющих страхование жизни, дополнительно сверх гарантированного дохода, установленного по договору, направлять на увеличение накоплений граждан не менее 50% прибыли от инвестирования страховых резервов. По мнению белорусских чиновников, это позволит исключить случаи, подобные возникшему в 2013 году с частной СО «Белорусский народный страховой пенсионный фонд», которая «виновата» в том, что обеспечила, по мнению чиновников, сверхприбыль своим акционерам за счет расходов госпредприятий на страхование жизни своих сотрудников. Информация о заключаемых договорах страхования и выплатах по ним теперь будет накапливаться в информационной системе под управлением Минфина, что должно позволить эффективно противодействовать страховому мошенничеству.

Согласно указу № 165, СО, осуществляющие виды страхования, относящиеся к страхованию жизни, и созданные до 1 июля 2014 года, обязаны сформировать свои уставные фонды: до 1 мая 2015 года – в размере, эквивалентном не менее €3 млн; до 1 мая 2016 года – в размере, эквивалентном не менее €3.5 млн; до 1 мая 2017 года – в размере, не менее минимального размера уставного фонда, определенного в пункте 15 Положения о страховой деятельности в Республике Беларусь, то есть на данный момент – €5 млн.

В то же время в целях развития страховой деятельности и привлечения в нее инвестиций в РБ сняты ограничения по размеру вклада учредителя в уставный фонд СО и размеру вклада СО в уставный фонд другой коммерческой организации. В настоящее время это ограничение составляет 35%. Кроме того, СО с иностранными инвестициями предоставлено право заключать договоры добровольного страхования жизни с гражданами республики. На эти организации будут распространяться установленные законодательством нормы осуществления страховой деятельности.

¹⁹ <http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3871&pO=P31400165&p1=1>

Указом № 165 также установлено, что:

- ▶ страховые взносы по договорам добровольного страхования жизни, договорам добровольного страхования дополнительной пенсии, заключенным организациями–страхователями с государственными страховыми организациями в пользу физических лиц, работающих в организациях–страхователях по трудовым договорам, включаются этими организациями–страхователями в затраты по производству и реализации продукции, товаров (работ, услуг), учитываемые при налогообложении, в размерах, установленных настоящим указом;
- ▶ сумма страховых взносов не может превышать по договорам добровольного страхования жизни 4% фонда заработной платы организации–страхователя, договорам добровольного страхования дополнительной пенсии – 8% фонда заработной платы организации–страхователя.

Кроме того, ежемесячные страховые взносы за одного работника по договору добровольного страхования жизни не могут превышать одной базовой величины, договору добровольного страхования дополнительной пенсии – двух базовых величин. Указанная базовая величина сейчас составляет 150 тыс. бел. рублей, что примерно равно \$15.

Таким образом, небольшие по объему налоговые льготы предоставлены только для страхователей, работающих с государственными СО. Крупнейшая среди последних, «Белгосстрах», контролирует около половины рынка, что вряд ли благотворно влияет на перспективы развития накопительного страхования в РБ.

Страховщикам жизни государств – членам ЕАЭС, осуществляющим накопительное страхование (в первую очередь в РФ), нужны прозрачная и простая система налогообложения страховой выплаты, единообразное администрирование социального налогового вычета со страховых взносов и, как это реализовано во многих странах, разрешение его оформления работодателем. Также важно, чтобы условия по льготному налогообложению страховых взносов для страховщиков жизни и НПФ были одинаковы. Например, взносы работодателя по долгосрочному страхованию жизни работников в рамках корпоративных программ должны быть исключены из расчетов отчислений в государственные внебюджетные фонды. И, безусловно, необходимо создание полноценной законодательной базы для инвестиционно–накопительного страхования (unit–linked продукты)²⁰ (Конференция, 2013). Требования к финансовой устойчивости страховщиков государств – членов ЕАЭС логично строить на базе европейского стандарта Solvency I, что обеспечило бы их унификацию.

С точки зрения участия страховщиков жизни в пенсионной системе РФ было бы целесообразно на первом его этапе распространить на нее опыт РК, то есть предоставить (простимулировать) возможность пенсионерам на этапе выплат переводить накопленные средства страховщикам жизни посредством выкупа аннуитета, а также разрешить самим НПФ покупать аннуитеты для выплаты пенсий, тем самым переводя риск дожития на страховщиков жизни.

²⁰ Стенограмма седьмой конференции «Будущее страхового рынка», 2013 год.
Доступно на: http://www.raexpert.ru/project/insur_future/2013/stenogramma/

Проблемы инвестирования в инфраструктурные проекты

Наряду с неготовностью нормативной правовой базы ключевой проблемой организации инвестиций в инфраструктурные проекты в рамках функционирования рынка капитала является дефицит адекватных им стандартизированных финансовых продуктов в странах ЕЭП. В результате инициаторы проектов, включая государственные органы и органы местного самоуправления, не имеют возможности создавать поток стандартизированных проектов (и связанных с ними финансовых продуктов) с понятными рисками, а институты коллективного инвестирования не могут принять на себя эти риски, поскольку не обладают компетенциями и ресурсами для оценки рисков по каждому конкретному проекту.

РФ испытывает острую потребность в развитии и модернизации инфраструктурных объектов, затраты на которые на период до 2030 года оцениваются более чем в 100 млрд рублей. Принимая во внимание социальную значимость объектов инвестирования с точки зрения текущих потребностей (обеспечение функционирования государственных институтов, создание рабочих мест, востребованность производства и т.п.), а также важности развития национальной экономики и улучшения качества жизни населения (строительство и реконструкция дорог, путей сообщения, сетей передачи электроэнергии, аэропортов, образовательных учреждений, больниц и иных инфраструктурных объектов), государство и частный капитал должны объединять свои усилия для достижения поставленных целей.

2013 год был отмечен рядом подвижек в привлечении пенсионных денег к реализации крупных инвестиционных проектов. Закончено строительство платной автодороги в обход города Одинцово в Московской области. Ведутся переговоры по организации строительства дублера Кутузовского проспекта в Москве. Особенностью этих проектов является наличие платежеспособного спроса на предоставляемую услугу – платную автодорогу. К сожалению, пока они носят единичный характер.

В значительной мере это связано с законодательными ограничениями, затрудняющими инвестирование средств НПФ. В первую очередь это касается ограничений по структуре активов, разрешенных для инвестирования средств пенсионных накоплений, отсутствия института «длинных» денег – инвестиционный процесс ограничивается одним годом, по результатам которого в бухгалтерских отчетах должны отсутствовать убытки, а также невозможности распределения отрицательных инвестиционных результатов в течение одного года между отдельными счетами. Однако имеется и ряд препятствий более общего характера, затрудняющих привлечение средств частных инвесторов как таковых, включая страховые компании и НПФ. В том числе:

- ▶ отсутствие законодательно регламентированной процедуры секьюритизации денежных потоков, не являющихся платежами по ипотечным кредитам (замены нерыночных займов или потоков наличности ценными бумагами, свободно обращающимися на рынках капиталов);
- ▶ недопустимость залога прав требования по концессионному соглашению;
- ▶ исчерпывающий круг объектов инвестирования крупных потенциальных инвесторов (например, средства пенсионных накоплений могут быть вложены в специально предусмотренные правительством Российской Федерации ценные бумаги);

5. Страховые резервы как источник инвестиций в экономику

- ▶ отсутствие специальной правоспособности эмитента инфраструктурных облигаций;
- ▶ отсутствие налоговых льгот как для владельцев инфраструктурных облигаций, так и для эмитента-концессионера;
- ▶ ограничение возможностей выпуска облигаций хозяйственными обществами;
- ▶ права концессионера/инвестора инфраструктурных ценных бумаг недостаточно защищены;
- ▶ отсутствие признанных рейтингов эмитентов, подготовленных российскими рейтинговыми агентствами, учитывая при этом, что иностранные рейтинговые агентства принимают во внимание политические риски и риски бенефициара, а также иные нефинансовые экзотические риски, снижая тем самым рейтинг долгосрочных проектов.

6. Пути повышения конкурентоспособности интегрированного финансового рынка ЕАЭС

Конкурентоспособность интегрированного финансового рынка государств – членов ЕАЭС напрямую зависит от комфортности для инвесторов юрисдикций входящих в него стран. В настоящее время рост числа национальных законов не приводит к принципиальному улучшению качества законодательства и правоприменения в области финансовой деятельности. В сложившейся ситуации необходима ревизия правовых актов, приведение их в соответствие с национальными стратегическими приоритетами и потребностями развития рынка, ликвидация «прорех» в национальных законодательствах конкретных государств – членов ЕАЭС (например, по вопросам срочного рынка, секьюритизации активов, создания сектора иностранных ценных бумаг и т.п.).

Надежные гарантии прав собственности выступают одним из ключевых условий, обеспечивающих привлечение инвестора на рынок капитала. К числу этих условий относятся и качество корпоративного законодательства, прозрачность в принятии решений эмитентами финансовых инструментов. Для этого необходимо, не дожидаясь гармонизации корпоративного законодательства, способствовать фактическому применению на территории ЕЭП *единых стандартов корпоративного управления*. Идея формирования единого правового пространства ЕАЭС могла бы получить важную практическую реализацию и в случае создания системы *специализированных финансовых судов* для урегулирования споров между участниками рынка капитала разных стран ЕАЭС.

Стандартизация корпоративного управления

Значимым фактором для инвестиционной привлекательности того или иного рынка капитала является уровень корпоративного управления в компаниях – эмитентах финансовых инструментов, предлагаемых к публичному размещению и обращению на нем.

Хотя декларируемой целью применения стандартов корпоративного управления является защита интересов всех акционеров независимо от размера пакета акций, которым они владеют, известно, что в первую очередь они могут стать инструментом защиты прав миноритариев. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать акционерные общества, что окажет положительное влияние на финансовый рынок и экономику государств – членов ЕАЭС в целом.

Наибольшая активность в принятии и продвижении стандартов корпоративного управления в жизнь акционерных обществ среди стран ЕАЭС наблюдается в РФ. В течение 2011–2012 годов были приняты законы, которые оказали существенное влияние на корпоративное управление в России, например, Федеральный закон «О Центральном депозитарии», изменения в федеральные законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах». Благодаря принятию указанных законов значительно улучшилась ситуация в области защиты прав собственности на акции, раскрытия информации и прозрачности российских компаний, выплаты доходов по ценным бумагам российских акционерных обществ.

21 марта 2014 года Банком России одобрен новый Кодекс корпоративного управления (ККУ) акционерных компаний. В работе над его созданием приняли участие эксперты рабочей группы по созданию МФЦ, Европейского банка реконструкции и развития и Организации экономического сотрудничества. Положения ККУ базируются на международной практике в сфере корпоративного управления, принципах корпоративного управления, разработанных ОЭСР, в соответствии с которыми в последние годы ряд государств принял соответствующие кодексы и аналогичные им документы, а также на опыте, накопленном в РФ в период действия Федерального закона «Об акционерных обществах».

Главная задача кодекса – защита прав миноритариев, нарушение которых является одной из основных причин снижения интереса иностранцев к российскому рынку. Кодекс также предписывает не ухудшать дивидендные права акционеров. Зачастую нарушителями прав миноритариев становятся госкомпании. В связи с этим руководитель российского регулятора финансового рынка С. Швецов уже предложил премьеру Д. Медведеву распространять кодекс на госкомпании через своих представителей в советах директоров этих компаний (Папченкова, 2014).

Партнеры России по ЕЭП пока отстают от РФ в области регулирования корпоративного управления, в первую очередь потому, что масштабы распространения акционерной формы собственности там значительно меньше российских. Возможно, имело бы смысл вернуться к работе над созданием наднационального модельного Кодекса корпоративного управления. В качестве основы для этой работы может быть взята инициатива Совета руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг Интеграционного комитета ЕвразЭС от 2008 года.²¹ Наполнению документа спецификой в значительной мере могут способствовать результаты проделанной РФ работы над новым ККУ, учитывающим проблематику глобальной повестки дня для финансовых рынков.

Система специализированных финансовых судов

Еще одним из важнейших условий становления финансового центра любого масштаба сегодня признается наличие специализированного суда, способного качественно, эффективно и оперативно разрешать споры, возникающие в данной сфере. Эта идея отражена в Плане мероприятий по созданию Международного финансового центра в Российской Федерации (утвержден распоряжением правительства Российской Федерации от 11.07.2009 № 911-р), п. 38 которого предусматривает создание в системе федеральных арбитражных судов специализированного финансового суда.

²¹ <http://www.evrazes.com/docs/view/193>

Опыт функционирования Суда ЕврАзЭС и подготовки к созданию Суда ЕАЭС дает хорошую методологическую основу для формирования в будущем системы финансового суда ЕАЭС. Она могла бы, например, состоять из специализированных судов финансовых центров Москвы и Алматы как судов первой инстанции при рассмотрении споров между хозяйствующими субъектами разных стран ЕАЭС и апелляционной инстанции, которая может располагаться в Минске как судебном центре ЕАЭС, с одной стороны, и как столице участника ЕАЭС, равноудаленной от финансовых центров РФ и РК, – с другой.

7. Заключение

В представленном обзоре приведены основные значимые факторы стимулирования внутренних инвестиций в финансовые инструменты рынков капитала государств – участников ЕЭП в условиях изменений в глобальной политике и экономике. Их учет в регулятивной практике трех стран в значительной степени позволил бы совершить маневр с замещением выпадающих или перезапуском стагнирующих источников инвестиций в различные проекты на территории стран ЕЭП в среднесрочной перспективе.

1. Роль рынков капитала в национальных экономиках государств – участников ЕЭП не позволяет им пока противостоять нарастающим проявлениям их стагнации или замедления роста. Положение дел можно изменить за счет согласованной политики государственных органов и органов межгосударственного сотрудничества ЕЭП.
2. В складывающихся политических и экономических условиях, в которых оказались РФ и ее партнеры по ЕЭП, политика органов, регулирующих рынок капитала в государствах ЕЭП, должна в значительной степени строиться вокруг идеи их интеграции и использования внутренних источников их роста.
3. Основные внутренние резервы возобновления роста рынка капитала в государствах – участниках ЕЭП это, прежде всего, развитие страхового и пенсионного сегментов как источников «длинных» денег в экономике, совершенствование регулирования рынка капитала на основе согласованных принципов и налоговое стимулирование вовлечения средств населения в прозрачные инструменты инвестирования.
4. Так как интеграция рынков капитала в ЕЭП еще не вошла в круг приоритетов регулирующих их национальных органов, то до создания наднационального регулирующего органа возможна и необходима согласованная реализация национальными регуляторами самых общих подходов к их регулированию. К их выработке под эгидой ЕЭК следует привлекать профессиональные и саморегулируемые организации.
5. Проекты создания интегрированного рынка капитала в рамках ЕЭП и построения международных/региональных финансовых центров в РФ и РК необходимо консолидировать посредством создания системы евразийских финансовых центров с определенной специализацией каждого из них. Внутривосточным регуляторным драйвером такой систематизации могли бы послужить учреждение специали-

рованного агентства по созданию МФЦ на региональном или федеральном уровне и/или специальной экономической (финансовой) зоны в одном из стратегически значимых регионов, определенных для ускоренного развития.

6. Наиболее активные представители рынка выступают за интеграцию в виде снятия ограничений на пути передвижения капиталов, товаров, услуг и рабочей силы, то есть скорейшую реализацию в ЕЭП «принципа четырех свобод». Но национальные регуляторы рынка капитала те же свободы пока рассматривают как результат многолетнего бюрократического процесса гармонизации законодательства. Поэтому создание интегрированного рынка капитала в рамках ЕЭП нуждается в мощном толчке от политического руководства ЕАЭС или в ярком интеграционном проекте, запускаемом «снизу» участниками рынка капитала.
7. Объективно оценивая Московскую биржу и ее депозитарные и расчетно-клиринговые системы как наиболее развитую часть инфраструктуры рынка капитала на всем постсоветском пространстве, предлагается рассмотреть возможность участия бирж РК и РБ (или их институтов развития) в ее капитале. Доли участия РК и РБ могли бы быть, в частности, оплачены активами KASE и БВФБ, что привело бы к созданию евразийского биржевого холдинга, опирающегося на технологические, расчетные и клиринговые ресурсы Московской биржи.
8. Формирование общих информационных ресурсов государств – членов ЕАЭС является объективной необходимостью в интересах функционирования ЕЭП. В их рамках должны быть созданы финансовая и корпоративная компоненты как основа и отражение процессов гармонизации законодательства и унификации практики регулирования рынков капитала.
9. Для успешного применения института *IPO* на рынках капитала в ЕЭП необходима политическая стабильность и экономическая определенность. С точки зрения новых положительных примеров для рынка капитала ЕЭП можно предположить, что в нынешних условиях их скорее даст экономика РК, чем РФ.
10. Продвижение накопительного страхования на развитых рынках капитала сопровождается распространением на пенсионные и страховые институты постепенно ужесточающихся пруденциальных требований. Этот путь предстоит пройти странам ЕЭП в процессе гармонизации регулирования этой сферы.
11. Налоговое стимулирование участия населения в инвестировании сбережений в экономику посредством рынка капитала получило серьезное подкрепление в результате принятия поправок в налоговое законодательство РФ. Тем самым российское государство снова пригласило свое население на фондовый рынок.
12. Страховщикам жизни государств – членов ЕАЭС, осуществляющим накопительное страхование (в первую очередь в РФ), нужна прозрачная и простая система налогообложения страховой выплаты, единообразное администрирование социального налогового вычета со страховых взносов. Также важно, чтобы условия по льготному налогообложению страховых взносов для страховщиков жизни и НПФ были одинаковы. Необходимо создание полноценной законодательной базы для инвестиционно-накопительного страхования (*unit-linked* продукты). Требования к финансовой устойчивости страховщиков государств – членов ЕАЭС логично строить на базе европейского стандарта *Solvency I*, что обеспечило бы их унификацию.

13. Заслуживает внимания и распространения на другие страны ЕЭП опыт РК по предоставлению возможности застрахованным лицам переводить средства страховщикам жизни посредством выкупа аннуитета, а также разрешить самим НПФ покупать аннуитеты для выплаты пенсий, тем самым переводя риск дожития на страховщиков жизни.
14. Сравнительная оценка качества способов реагирования финансовых властей РФ и РК на кризисные явления в экономике путем реформирования накопительных пенсионных систем обеих стран, с точки зрения интересов развития национальных рынков капитала, позволяет сделать выбор в пользу казахстанского варианта, обеспечивающего непрерывный поток прироста накоплений в переходный период и незыблемость прав собственности граждан на них, независимо от изменения институциональной формы организации управления процессом накопления. Слабое развитие сферы добровольного пенсионного страхования в РБ позволяет предложить разрешить на ее территории деятельность российских НПФ, что не будет противоречить ограничениям Договора о ЕАЭС.
15. Необходимо совместно преодолевать общий недостаток всех пенсионных систем в ЕЭП, каковым является узость перечня инструментов для инвестирования накопленных средств. В частности, напрашивается необходимость привлечения казахстанского ЕНПФ к инвестированию в ценные бумаги крупнейших российских корпораций, что помогло бы решению проблем обоих крупнейших рынков капитала ЕЭП.
16. Следует продолжать деятельность по развитию рынка паевых инвестиционных фондов, в первую очередь закрытых ПИФ, как направлений инвестирования пенсионных и страховых средств и источника финансирования долгосрочных проектов (в том числе инфраструктурных). Необходимо также повышать ликвидность имущества, составляющего закрытые ПИФ, недвижимости за счет организации продаж паев на вторичном биржевом рынке.
17. Предлагается на уровне ЕЭК придать наднациональный рекомендательный статус российскому Кодексу корпоративного управления как наиболее современному документу по данной тематике в государствах – членах ЕАЭС, учитывающему проблематику глобальной повестки дня для рынков капитала.
18. Целесообразно учесть опыт функционирования Суда ЕврАзЭС и специализированного финансового суда в Казахстане для формирования в будущем системы финансовых судов ЕАЭС, которая могла бы состоять из специализированных судов финансовых центров Москвы и Алматы как судов первой инстанции при рассмотрении споров между хозяйствующими субъектами разных стран ЕАЭС и апелляционной инстанции, которая может располагаться в Минске как судебном центре ЕАЭС.

Литература

Della Croce R. and Yermo J. (2013) Institutional Investors and Infrastructure Financing. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 36. OECD Publishing. Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/5k3wh99xgc33-en>

Futures Industry Magazine (2013) *Industry leaders call for IOSCO role in cross-border regulatory recognition*. Available at: www.futuresindustry.org

International Banking and Financial Market Developments (2000) BIS Quarterly Review. Basel.

McKinsey Global Institute (2013) Financial Globalization: Retreat or Reset? Global capital markets 2013. McKinsey & Company. Available at: http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization

OECD (2013a) The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development. Report for G20 Leaders. *Organisation for Economic Cooperation and Development*. February. Available at: www.oecd.org/finance/lti

OECD (2013b) Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pensions reserve Funds. Report on pension funds' long-term investments. *Organisation for Economic Cooperation and Development*. Available at: www.oecd.org/fin/lti

OECD (2013c) Pension Markets in Focus. Annual Report. *Organisation for Economic Cooperation and Development*. Available at: <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/pensionmarketsinfocus.htm>

OECD (2013d) Trends in Global Asset Allocation of Institutional Investors. *Organisation for Economic Cooperation and Development*.

OECD (2013e) Особенности развития накопительной пенсионной системы. Данные по странам мира и выводы для Российской Федерации. Отделение ОЭСР по негосударственному пенсионному страхованию. Июнь.

OECD (2014a) Pension Markets in Focus. Annual Report. *Organisation for Economic Cooperation and Development*. Available at: <http://www.oecd.org/finance/privatepensions/pensionmarketsinfocus.htm>

OECD (2014b) Global insurance market trends. *Organisation for Economic Cooperation and Development*.

Preqin (2012) *Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H2 2012*. London: Preqin.

Preqin (2013) *Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H2 2013*. London: Preqin.

WEF (2014) Infrastructure Investment Policy Blueprint. Geneva: *World Economic Forum*.

Алешкина Т. (2014) *Московская биржа оценила «Яндекс»*. Доступно на: <http://top.rbc.ru/economics/05/06/2014/928565.shtml>

Баранов А. (2013) Новая российская пенсионная реформа: причины и последствия. *Рынок ценных бумаг*. 9(436).

Баранов А. (2014) Повышенная неопределенность – главный фактор риска. *Рынок ценных бумаг*. 9(446).

Бекетов Н. (2009) Мировой финансовый кризис и проблемы глобализации мировой экономики. *Проблемы современной экономики*. 2(30).

Белова Г. (2013) *Финансовая интеграция как стимул инновационного развития Евразийского экономического сообщества*. Доклад на I Международной научной конференции «Регионы Евразии: стратегии и механизмы модернизации, инновационно-технологического развития и сотрудничества». Доступно на: www.gosbook.ru/node/77133.

Березинская О., Ведеев А. (2014) Инвестиционный процесс в российской экономике: потенциал и направления активизации. *Вопросы экономики*. 4.

Госфиннадзор КР (2010) *Сравнительный анализ законодательства государств – членов ЕврАзЭС, регулирующего отношения, связанные с выплатой налогов, пошлин и других обязательных платежей на рынке ценных бумаг*. Государственная служба регулирования и надзора за финансовым рынком при правительстве Кыргызской Республики. Доступно на: <http://www.evrazes.com/docs/view/403>.

КИРИ (2013) Анализ инвестиций в основной капитал в Республике Казахстан и странах – членах ЕЭП. *Казахстанский институт развития индустрии*. Астана.

Лансков П. (2013) Реформы регулирования финансового рынка и его инфраструктуры и их возможные последствия. *Журнал ЭКО*. 7.

Лившиц И. (2013) Проблемы и перспективы международно-правового регулирования финансовых рынков в Едином экономическом пространстве ЕврАзЭС. *Евразийский юридический журнал*. 12(67).

Ломакин А., Вечернин Д. (2012) Состояние финансовых рынков стран ЕврАзЭС и перспективы их интеграции. Доступно на: http://center-aspekt.ru/mnenie_nashih_expertov/news_post/137373201.

Лосев А. (2014) Возможности использования страховых денег как инструмента долгосрочного инвестиционного ресурса для РФ. *Рынок ценных бумаг*. 2(439).

Лузгина А. (2005) Единое экономическое пространство Беларуси, России, Казахстана и Украины – выгоды и потери. Минск: Логвинов.

Максимчук Н. (2014) Какая интеграция нужна организованному товарному рынку. *Рынок ценных бумаг*. 4(441).

Миркин Я. (2011) Доступно на: <http://www.mirkin.ru/>.

Миркин Я. (2011b) МФЦ в России: границы возможного. *Прямые инвестиции*. 2. Доступно на: <http://www.eufn.ru/financial-center-in-russia-022011.html>.

Миркин Я. (2011c) *Российские финансы, мировые цены на сырье и курс доллара США*. «Финансиализация» товарных рынков. Доступно на: <http://www.mirkin.ru/fin-future/part3/19/russian-finance.html>.

Митрофанова И., Чекунов С. (2002) *Разрешима ли проблема тезаврации?* Социологические исследования. 4.

Молчанова О., Чепурко Ю. (2013) Трансформация экономического кризиса в условиях глобализации. *Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов*. 2(80).

Орлов С. (2013) «Инфраструктурные облигации: узок круг их эмитентов и страшно далеки они от «народных» инвестиций». *РЖД - Партнер*. 10.

Отерс Д. (2014) Основной движущей силой мировой экономики становятся США. *Ведомости*. 21 мая. Доступно на: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/26771791/osnovnoj-dvizhushej-siloj-mirovoj-ekonomiki-stanovyatsya#sel=6:1,6:3>.

Папченкова М. (2014) Правительство готовит компаниям новый корпоративный кодекс. *Ведомости*. 13 февраля. Доступно на: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/22722391/kodeks-menedzhera>.

Раговик Л. (2014) *Факторы и ограничения развития процессов евразийской интеграции в условиях усиления рисков финансовой глобализации*. РГУПС. Ростов-на-Дону.

Сафронова Н. (2014) *Страховой рынок России в 2013 году*. Прайм Страхование. Доступно на: <http://ins.1prime.ru/news/0/%7BA4218021-059E-47BF-BDE8-6CA1378686BC%7D.uif>.

Сахаров А. (2009) Международные финансовые центры. *Регламентация банковских операций*. №2. Доступно на: http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2.htm.

Терещенко К. (2012) Анализ и оценка эффективности мирового опыта использования средств пенсионных систем. *Проблемы современной экономики*. 2(42).

Трунин С. (2005) Специфика структурных сдвигов и кризисов в условиях глобализации. *Финансы и кредит*. 11.

Хейфец Б. (2012) Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютно-финансовой системы. *Деньги и кредит*. 7.

ЦБ РФ (2013) Обзор финансового рынка: Первое полугодие 2013 года. *Центральный банк Российской Федерации*. 75. Доступно на: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2013.pdf

Шеметов А. (2013) Российская биржевая инфраструктура: современное состояние и перспективы развития. *Рынок ценных бумаг*. 9(436).

Шиманович Г., Чубрик А. (2013) *Влияние некоторых мер социальной политики на благосостояние социально уязвимых групп*. Минск. Исследовательский центр ИМП.

Эксперт РА (2011) *Доклад Эксперт РА о состоянии национальной финансовой системы и возможностях ее интенсивного развития*. Доступен на: http://www.raexpert.ru/sproject/bfsr/kto_profinansiruet/.

Журнал «Евразийская экономическая интеграция»

«Евразийская экономическая интеграция» – ежеквартальный научно-аналитический журнал, выпускаемый Евразийским банком развития. В редакционную коллегию и редакционный совет журнала входят известные ученые и практики, авторитетные специалисты в области региональной интеграции. «Евразийская экономическая интеграция» публикует научно-аналитические статьи, рецензии книг по интеграционной проблематике, интервью, а также ежеквартальную хронику региональной интеграции. Фокусируясь в большей степени на экономической проблематике, журнал публикует материалы, посвященные широкому кругу актуальных вопросов евразийской интеграции. Это теория интеграции, в том числе применительно к процессам на постсоветском пространстве; экономическая интеграция (торговля, инвестиции, финансовые институты); институциональная интеграция; другие вопросы сотрудничества на постсоветском пространстве; мировой опыт региональной интеграции. Первый номер журнала вышел в III квартале 2008 года.

Требования к рукописям

Статьи принимаются по электронной почте: editor@eabr.org. Все поступившие статьи проходят процедуру «слепого рецензирования». Хотя объем статьи строго не ограничивается, редакция рекомендует авторам подготовку статей «стандартного» академического размера: 6–8 тыс. слов или 30–40 тыс. знаков. Помимо основного текста автор должен предоставить краткие биографические сведения (ФИО, ученая степень, звание, место работы и должность) (100–150 слов); резюме статьи (100–150 знаков) и список использованной литературы.

Отраслевые обзоры

Аналитическое управление ЕАБР публикует отраслевые и тематические аналитические обзоры. Электронные версии обзоров доступны по адресу: <http://www.eabr.org/r/research/industryres/>.

Консалтинговые услуги

Банк оказывает информационно-консультационные услуги, в том числе на возмездной основе, стратегическим партнерам и клиентам. Аналитическое управление банка обладает собственной экспертизой и может подключать специалистов других подразделений банка (проектные менеджеры, корпоративное финансирование, казначейство, правовое управление). К осуществлению консалтинговых проектов также могут привлекаться внешние эксперты из ряда стран СНГ.

Консультационные услуги оказываются по ряду направлений, включая:

- анализ состояния и динамики развития отдельных отраслей экономик государств – участников банка и других стран ЕврАзЭС;
- аналитические обзоры финансовых рынков стран ЕврАзЭС;
- экономический и правовой анализ интеграционных соглашений и структур на постсоветском пространстве;
- вопросы деятельности банков развития в странах СНГ и развития сотрудничества с ними.

Контакты

Ясинский Владимир Адольфович

Управляющий директор по аналитической работе,
член Правления ЕАБР
Электронная почта: vasinskiy_va@eabr.org
Телефон: +7 (727) 244 68 75

Байбикова Элла Рушановна

Начальник аналитического управления,
ЕАБР
Электронная почта: baybikova_er@eabr.org
Телефон: +7 (727) 244 40 44, доб. 6908

ISBN 978-601-7151-48-5



9 7 8 6 0 1 7 1 5 1 4 8 5

