

# ЭКСПЕРИМЕНТАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ



**1** **2021**

## НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ

Основан в июне 2021 года  
Выходит 4 раза в год

*Зарегистрирован Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (РОСКОМНАДЗОР).*

Рег. ПИ № ФС77-81413  
от 30 июня 2021 года  
ISSN 2782-3644

### Учредители:

ООО «Издательство «КноРус»  
ООО «Институт экспериментальной экономики и финансов МГУ имени М.В. Ломоносова»

### Адрес редакции:

Россия, 117218, Москва,  
ул. Кедрова, д. 14, корп. 2  
Многоканальный телефон/факс:  
+7 (495) 741-46-28

Сайт: [www.eeaf.ru](http://www.eeaf.ru)

Почта: [welcome@eeaf.ru](mailto:welcome@eeaf.ru)

Бумага офсетная.  
Усл. печ. л. 11,25.  
Тираж 300 экз. Заказ № 8012.  
Подписано в печать 06.10.2021

### Издатель:

ООО «Издательство «КноРус»

### Адрес издателя:

Россия, 117218, Москва,  
ул. Кедрова, д. 14, корп. 2  
Многоканальный телефон/факс:  
+7 (495) 741-46-28

## РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ

### Главный редактор:

А.В. Алешина

## ЧЛЕНЫ РЕДАКЦИОННОЙ КОЛЛЕГИИ

А.Л. Булгаков

### К СВЕДЕНИЮ АВТОРОВ

Уважаемые коллеги! Обращаем ваше внимание на то, что материалы статей проходят обязательную экспертизу. После экспертизы статьи поступают в Редакцию журнала, где проходят редакторскую и корректорскую правку. Редакция оставляет за собой право сокращать объем статей и редактировать их в соответствии с требованиями научного журнала. Рукописи статей не возвращаются; с авторами в переписку Редакция не вступает; гонорар авторам не выплачивается.

### ПЕРЕЧЕНЬ ДОКУМЕНТОВ И ТРЕБОВАНИЯ К ОФОРМЛЕНИЮ СТАТЕЙ И СОПУТСТВУЮЩИХ МАТЕРИАЛОВ, НЕОБХОДИМЫХ ДЛЯ ПУБЛИКАЦИИ

Текст статьи, при оформлении которого необходимо соблюсти следующие требования: объем статьи - до 60 тыс. знаков (1,5 авт. листа); в статье должна быть следующая информация: ФИО автора(ов) полностью, место работы (учебы), контактная информация (телефон, E-mail); аннотация и ключевые слова к статье, список литературы (на русском и английском языках).

**ОГЛАВЛЕНИЕ**

**ФИНТЕХ**

*Саулит Я.А.* Правовой режим криптовалют: последние тренды правового регулирования криптоактивов в России и развитых странах мира..... 5

**ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ**

*Кузнецова М.А.* Стагпрессия на финансовых рынках и пандемия COVID-19: риски и прогнозы..... 12

*Мерекина Е.В., Яковлева А.А.* Место и роль биржевых паевых инвестиционных фондов в инвестиционном портфеле российских частных инвесторов..... 25

*Ченский А.И.* ETF на российском рынке и проблема их ликвидности..... 36

**ЭКОНОМИКА ПРЕДПРИЯТИЙ**

*Алешина А.В.* Специфические механизмы управления дебиторской задолженностью... 40

**ЭКОНОМИКА И ПРАВО**

*Плетнева А.А.* Актуальные проблемы развития эскроу счетов на рынке недвижимости..... 45

*Алешина А.В., Булгаков А.Л.* Манипулирование рынком и инсайдерские сделки на финансовых рынках: новые вопросы регулирования, российский опыт и опыт зарубежных стран ..... 53

**СТРАХОВАНИЕ**

*Грядунова В.В.* Секьюритизация риска природных катастроф: вопросы применения катастрофических облигаций в Российской Федерации ..... 62

**ЭКОНОМИКА УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ**

*Булгаков А.Л., Крикунов А.С.* Современные специфики нефинансовой подотчетности в российской и зарубежной практике..... 70

**БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ**

*Крикунов А.С.* Аспекты имплементации ключевых показателей эффективности в текущих процессах стандартизации ..... 82

**TABLE OF CONTENTS**

**FINTECH**

*Saulit J.A.* The legal regime of cryptocurrencies: the latest trends in the legal regulation of crypto assets in Russia and developed countries of the world ..... 5

**FINANCIAL MARKETS**

*Kuznetsova M.A.* Financial market stagpression and the COVID-19 pandemic: risks and forecasts..... 12

*Merekina E.V., Yakovleva A.A.* The place and role of exchange-traded mutual funds in the investment portfolio of Russian private investors ..... 25

*Chenskiy A.I.* ETF in the Russian market and the problem of their liquidity..... 36

**ENTERPRISE ECONOMICS**

*Alyoshina A.V.* Specific mechanisms for managing long-term debt and short-term debt..... 40

**ECONOMICS AND LAW**

*Pletneva A.A.* Actual problems of escrow account development in the real estate market..... 45

*Aleshina A.V., Bulgakov A.L.* Market manipulation and insider trading in financial markets: new regulatory issues, Russian experience and experience of foreign countries..... 53

**INSURANCE**

*Gryadunova V.V.* Securitization of Natural Catastrophe Risk: Issues of Applying Catastrophe Bonds in the Russian Federation ..... 62

**SUSTAINABILITY ECONOMICS**

*Bulgakov A.L., Krikunov A.S.* Modern specifics of non-financial reporting in Russian and foreign practice ..... 70

**ACCOUNTING**

*Krikunov A.S.* The aspects of key performance indicators implementation in the current standardization processes ..... 82

# Правовой режим криптовалют: последние тренды правового регулирования криптоактивов в России и развитых странах мира

Саулит Янис Андреевич,

аналитик ООО «ПрофМастер»

E-mail: janissaulit@mail.ru

Криптоактивы в последние годы приобретают все большее значение на финансовых рынках. Криптоактивы в некоторых странах уже проникли в платежное обращение и даже используются в качестве официального платежного средства. Однако разные страны выбрали разную траекторию регулирования криптоактивов. Какие-то страны с теми или иными ограничениями вводят криптоактивы в легальный оборот в своей стране, какие-то страны пошли по пути ужесточения регулирования и запрета этих операций. Поэтому важно рассмотреть существующие траектории регулирования криптоактивов в разных странах в целях выбора наиболее эффективного и оптимального пути регулирования этого сегмента финансового рынка.

**Ключевые слова:** криптовалюты, регулирование, криптовалюта, цифровые финансовые активы, MiFID.

## Введение

В 1983 году Дэвид Чаум и Стефан Брендс выдвинули смелую идею использования электронных денег, предложив первые протоколы «электронной наличности», однако, возможностей для ее реализации на то время у них физически не хватало.

В 1997 году Адам Бек предложил использовать систему *Hashcash* в качестве способа защиты от спама и *Ddos*-атак. Позднее Хэл Финни реализовал связку цепочек хеш-блоков для этой системы на базе чипа для шифрования от IBM. Эта система легла в основу образования блоков в цепи блокчейна.

*Digicash* начала проводить работу с криптографией еще в 1990 году с целью обеспечения максимального уровня конфиденциальности при организации транзакций. Фактически эта компания создала цифровые деньги задолго до появления блокчейна. В 1994 году «*Digicash*» удалось обойти двух гигантов – *Visa* и *Master Card* по части мелких платежей в интернете.

В результате научного прогресса и повсеместного распространения сети интернет, с последующим превращением его в площадку для осуществления товарообмена, становятся весьма логичными попытки сформировать децентрализованную анонимную интернет-валюту. На данный момент существует большое количество криптовалют. Особую популярность в медиа-пространстве имеет *Bitcoin* – криптовалюта, созданная в 2009 году человеком или группой людей под псевдонимом Сатоси Накамото. Операции проводятся через систему блокчейна, являющейся одновременно открытой, но строго анонимной.

Учитывая активную популяризацию крипто-денег среди массового обывателя, в том числе ради использования

недостаточной осведомленности людей в частных мошеннических интересах, вопрос регулирования крипто-активов становятся все более очевидными.

В связи с этим автор рассмотрит последние шаги, предпринятые ведущими государствами мира, а также и интеграционными группировками, с целью установления правового контроля над активно распространяющимися крипто-активами.

### Регулирование криптоактивов в ЕС

В ЕС отсутствует подробный режим регулирования криптоактивов, в связи с чем регулирование такой деятельности осуществляется, основываясь на правилах, относящихся к электронным деньгам или, прибегая к более масштабному регулированию финансовых рынков ЕС, к выпуску ценных бумаг или других финансовых инструментов («MiFID»).

Согласно данным, приведенным на сайте «ESMA» (*European Securities and Markets Authority*), «MiFID» (the Markets in Financial Instruments Directive) является директивой о рынках финансовых инструментов (2004/39/ЕС) [1]. Данный законодательный акт применяется на всей территории Европейского Союза с ноября 2007 года. Это краеугольный камень регулирования финансовых рынков ЕС, направленного на повышение их конкурентоспособности путем создания единого рынка инвестиционных услуг и деятельности и обеспечения высокой степени согласованной защиты инвесторов в финансовых инструментах.

В *MiFID* закреплены:

- ведение бизнеса и организационные требования к инвестиционным фирмам;
- требования к разрешениям для регулируемых рынков;
- нормативная отчетность во избежание злоупотреблений на рынке;
- обязательства по прозрачности торговли акциями;
- правила допуска финансовых инструментов к торгам.

20 октября 2011 года Европейская комиссия приняла законодательное

предложение о пересмотре «*MiFID*». После более чем двухлетних дебатов Директива о рынках финансовых инструментов, отменяющая Директиву 2004/39/ЕС, и «Положение о рынках финансовых инструментов», обычно называемые «*MiFID II*» и «*MiFIR*», были приняты Европейским Парламентом и Советом Европейского Союза. Их публикация состоялась в официальном журнале ЕС 12 июня 2014 года.

*MiFID II/MiFIR* вступил в силу 3 января 2018 года. Эта новая законодательная база усиливает защиту инвесторов и улучшит функционирование финансовых рынков, сделав их более эффективными, устойчивыми и прозрачными [2].

Также, стремясь обеспечить целостность рынка и, следовательно, свести к минимуму попытки им манипулировать, ЕС издал постановление 596/2014 от 16 апреля 2014 «О злоупотреблении на рынке» (*MAR – the Market Abuse Regulation*). Основными отправлениями пунктами данного документа являются создание единообразной прочной основы для поддержания целостности европейского рынка, обеспечение подотчетности в случае попыток манипулирования, стремление избежать потенциально регулирующего арбитража и обеспечить большую правовую определенность и меньшую сложность регулирования для участников рынка.

Единое постановление, применимое во всех странах-участницах позволяет обеспечить единообразные условия, предотвращая расхождения в национальных законодательствах стран [3].

Более того, оно обязывает эмитентов раскрывать на специальных условиях инсайдерскую информацию с целью предотвращения основанной на ней инсайдерской торговли. Если бы после ICO инвестиционные токены должны были торговаться на регулируемом рынке, многостороннем торговом объекте или организованном торговом объекте, эмитенты должны были бы соблюдать эти запреты и обязательства [4].

Однако в ближайшем будущем ЕС планирует внедрить новые правила ре-

гулирования криптоактивов. Предлагаемое «Регулирование рынков криптоактивов в ЕС» (*MiCA*) направлено на решение этих проблем с помощью новой всеобъемлющей структуры. Если *MiCA* станет законом, государства Европейского Союза станут самой важной регулируемой зоной в мире для криптоактивов [5].

### Что такое *MiCA*

Данное регулирование поможет ЕС дать определение и установить основные правила для видов криптоактивов, которые, по его мнению, в этом регулировании нуждаются. Согласно этим правилам криптоактивы – «цифровое представление стоимости или прав, которые могут передаваться и храниться в электронном виде с использованием бухгалтерской отчетности или аналогичной технологии» [6].

То есть *MiCA* станет новым механизмом, направленным на регулирование колоссального количества криптоактивов и их поставщиков в Евросоюз, в то же время предоставляя всем государствам-членам группировки общую систему лицензирования. Кроме определения правовой структуры для рынков, активов и их поставщиков в рамках ЕС, новые правила повлияют и на третьи страны, ведущие и планирующие вести дела с группировкой.

*MiCA* предполагает, что поставщики услуг криптоактивов будут соблюдать FATF [7] и 5-ю директиву по борьбе с отмыванием денег, чтобы гарантировать, невозможность использования криптовалюты, для незаконной деятельности [8]. Именно обратная, незаконная сторона оборота криптовалюты, *Bitcoin* в частности, чей стремительный взлет наблюдался в 2017–2018 годах (Январь 2017, 1BTC – 1033,3\$; Январь 2018, 1BTC – 15156,62\$ [9]), побудил европейские регулирующие органы обратить на нее более пристальное внимание. Согласно данным информгенства *Kyodo*, члены экстремистской группировки «Исламское государство» (Запрещенной в РФ) финансируются за счет траншей в виртуальной валю-

те *bitcoin*, а также осуществляют в ней большинство денежных операций [10]. Кроме того, *BTC (Bitcoin)* пользуется высоким спросом в операциях, проводимых на площадках так называемого «теневого» интернета.

### Регулирование криптовалюты в США

В США криптовалюты регулируются на двух уровнях: на федеральном и на уровне штатов.

В марте 2013 года организация по борьбе с финансовыми преступлениями (*Financial Crimes Enforcement Network («FinCEN»*) опубликовала руководство, в котором она указала, каким образом применять закон США о банковской тайне (*US Bank Secrecy Act*) к виртуальным валютам. Изначально организация *FinCEN* определяла валюту как «монетные и бумажные деньги Соединенных Штатов или любой другой страны». Главные условия: валюта – законное платежное средство, используемое в качестве средства обмена в стране выпуска. Впоследствии *FinCEN* определил виртуальные валюты как «средство обмена, которое действует как валюта в некоторых средах/системах, но не обладает всеми атрибутами реальной валюты. В частности, виртуальная валюта не имеет законного платежного средства ни в одной юрисдикции». После такого «признания» прием и передача некоторых конвертируемых виртуальных валют (например, биткойна), рассматриваемых как «ценность», должны подпадать под регулирование закона о борьбе с отмыванием денег [11].

В марте 2014 года Служба внутренних доходов федерального налогового агентства США («*IRS*») опубликовала уведомление о виртуальных валютах, которое остается официальной позицией «*IRS*» [11].

Для федерального налогового ведомства США виртуальные валюты должны «рассматриваться в качестве объекта федерального налогообложения [США]» и, как следствие, не позиционироваться как иностранная валюта. Несколько месяцев спустя, в августе

2014 года, Бюро финансовой защиты потребителей («CFPB») указало в отчете на «критические» проблемы использования потребителями виртуальных валют. Их, по мнению бюро, «еще предстоит решить». После этого оно активно принимало к рассмотрению жалобы пользователей, связанные с виртуальными валютами [12].

В сентябре 2015 года федеральный регулятор рынков фьючерсов, опционов и деривативов США (т.е. Комиссия по торговле товарными фьючерсами или «CFTC») в соответствии с постановлением о расчетах в сентябре 2015 постановил, что виртуальные валюты, такие как биткоин, «подпадают под [широкое] определение и были определены как товары», подпадающие под действие Закона о товарных биржах, а не как «реальные» валюты. Однако, в отличие от «FinCEN», «CFTC» посчитала, что виртуальные валюты обладают большим потенциалом использования, но «не имеет статуса законного платежного средства ни в одной юрисдикции» [13].

Другой федеральный финансовый регулятор США, Комиссия по ценным бумагам и биржам («SEC»), в июле 2017 опубликовал собственное руководство. Путем анализа «виртуальных монет или токенов», а не только виртуальных денег, комиссия («SEC») сделала вывод, что определенные типы виртуальных токенов могут рассматриваться как «ценные бумаги» в соответствии с «Законом о ценных бумагах» (1933 год) и «Законом о ценных бумагах» (1934 год). Определение «виртуальных валют» «SEC» также является наиболее существенным на сегодняшний день, разработанным федеральным регулятором США.

Хотя такая точка зрения, пока, не является общеобязательной, она уже повлияла на мнение регулирующих органов за пределами Соединенных Штатов. Также важно отметить, что в штате Нью-Йорк было принято решение о введении своего рода рамок, согласно которым любой, кто планирует ведение деятельности в криптовалюте, обязан

подать заявку на получение лицензии у финансовый регулятор «NYDFS» [14].

### Регулирование в криптоактивов РФ

1 января 2021 года в Российской Федерации вступил в силу закон «О цифровых финансовых активах и цифровой валюте» (Федеральный закон от 31.07.2020 N 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»). Согласно данному закону «цифровой валютой признается совокупность электронных данных (цифрового кода или обозначения), содержащихся в информационной системе, которые предлагаются и (или) могут быть приняты в качестве средства платежа, не являющегося денежной единицей Российской Федерации, денежной единицей иностранного государства и (или) международной денежной или расчетной единицей, и (или) в качестве инвестиций и в отношении которых отсутствует лицо, обязанное перед каждым обладателем таких электронных данных, за исключением оператора и (или) узлов информационной системы, обязанных только обеспечивать соответствие порядка выпуска этих электронных данных и осуществления в их отношении действий по внесению (изменению) записей в такую информационную систему ее правилам.» [15]

Несмотря на принятие указанного нормативно-правового акта, ряд специалистов все равно находят пробелы в отечественном регулировании криптоактивов. По мнению некоторых экспертов закон не адаптирован для некоторых типов токенов и криптовалют с разным функционалом и сущностью. При этом под определение цифровой валюты, в соответствии с документом «О ЦФА», могут подпадать бонусы и сертификаты, используемые в электронной коммерции. За рамками понятий остались и многие виды деятельности, в том числе и майнинг. «Тогда как от Закона о ЦФА ожидали введения единого аппарата и понятийной правовой базы для всего криптовалютного рынка в целом, в результате он стал ос-

новой исключительно для цифровизации российских активов, выпуска цифровых дубликатов ценных бумаг по российскому праву – которые сложно вывести на международный рынок», – говорится в отчете [16].

Вопросы также возникают и к самому юридическому определению криптовалюты. В документе говорится: «криптовалюта – это токены, по которым отсутствует обязанная сторона». Такое определение от противного позволяет отнести к криптовалюте большое количество различных электронных записей (аккаунты, электронную валюту и так далее). Поэтому авторы дополнили, что криптовалюта – это не любые записи, а те, что могут быть либо средством платежа, либо инвестирования [16].

Так же у экспертов возникает вопрос о порядке организации судебной защиты прав на цифровую валюту, поскольку она возможна лишь в случае декларирования активов и выплаты с них налогов.

Таким образом:

- Криптовалюта не является имуществом, но на нее может быть обращено взыскание.
- Принимать криптовалюту в качестве оплаты товаров, работ и предоставления услуг запрещено (как физическим, так и юридическим лицам).
- Чтобы защищать права, валюту необходимо задекларировать.
- Если операции с криптовалютой принесли доход, то, согласно общим правилам, будет необходимо заплатить налог. За неуплату и уход от декларирования предусмотрены штраф и уголовная ответственность [17].

## Выводы

На данный момент в мире не существует единой унифицированной системы регулирования криптоактивов, однако развитые страны стремятся найти прагматичный и оптимальный подход, позволяющий решить данный вопрос. Россия в этой ситуации не является исключением. Как показывает практика, законодательство будет модифицироваться и эволюционировать.

## Литература

1. MIFID II [Электронный ресурс] // ESMA. [сайт]. URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
2. MIFID II [Электронный ресурс] // ESMA. [сайт]. URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
3. EUR-lex [сайт]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN#d1e825-1-1>
4. Philipp Hacker and Cris Thomale. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law [Электронный ресурс] // SSRN. [сайт]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820)
5. Регулирование рынков криптоактивов в Европе [Электронный ресурс] // IQ Decision: [сайт]. URL: <https://iqdecision.com/regulirovanie-rynkov-kriptoaktivov-v-evrope/>
6. Claire Cummings MiCA: A Guide to the EU's Proposed Markets in Crypto-Assets Regulation [Электронный ресурс] // Merkle Science. [сайт]. URL: <https://medium.com/merkle-science/mica-a-guide-to-the-eus-proposed-markets-in-crypto-assets-regulation-c9098be039cf>
7. The Financial Task Force (Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег)
8. Официальный журнал Европейского Союза: электрон. журн. 2018. URL: <https://www.cro.ie/Portals/0/Publications/4AMLD%20as%20amended%20by%205AMLD%2025-7-18.pdf> (дата обращения: 30.5.2018)
9. Биткоин график курсов за всю историю [Электронный ресурс] // bytwork.com: [сайт]. [2021]. URL: <https://bytwork.com/articles/btc-chart-history> (дата обращения 04.09.2021)
10. Заврачаев А. СМИ: «Исламское государство» получает финансирование в виртуальной валюте bitcoin [Электронный ре-

- сурс] // ТАСС: [сайт]. URL: <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/1789479> (дата обращения: 05.09.2021)
11. Stéphane Blemus Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide [Электронный ресурс] // SSRN. [сайт]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3080639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080639)
  12. Consumer Financial Protection Bureau, "Risks to consumers posed by virtual currencies", Consumer Advisory, August 2014. ([https://files.consumerfinance.gov/f/201408\\_cfpb\\_consumer-advisory\\_virtual-currencies.pdf](https://files.consumerfinance.gov/f/201408_cfpb_consumer-advisory_virtual-currencies.pdf))
  13. Stéphane Blemus. Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide [Электронный ресурс] // SSRN. [сайт]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3080639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080639)
  14. The New York Department of Financial Services (NYDFS), Part 200 "Virtual Currencies" of Title 23 "Financial Services" of the New York Codes, Rules and Regulations (23 CRR-NY | 200 Notes). ([https://govt.westlaw.com/nycrr/Document/185908c68253711e598dbff5462aa3db3?viewType=FullText&originationContext=documenttoc&transitionType=CategoryPageItem&contextData=\(sc.Default\)](https://govt.westlaw.com/nycrr/Document/185908c68253711e598dbff5462aa3db3?viewType=FullText&originationContext=documenttoc&transitionType=CategoryPageItem&contextData=(sc.Default)))
  15. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс]: федеральный закон от 31.07.2020 N 259-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
  16. Что не так с законом «О ЦФФ». Все про регулирование криптовалют в России [Электронный ресурс] // РБК: [сайт]. [1995]. URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/5f69eab99a794753755fe0b9> (дата обращения: 05.09.2021)
  17. Криптовалюты и их законодательное регулирование в 2021 году

[Электронный ресурс] // Юридическая компания «центральный округ» [сайт]. [2006]. URL: <https://centraldep.ru/news/kriptovalyuty-ikh-zakonodatelnoe-regulirovanie-v-2021-godu/> (дата обращения 05.09.2021).

## THE LEGAL REGIME OF CRYPTOCURRENCIES: THE LATEST TRENDS IN THE LEGAL REGULATION OF CRYPTO ASSETS IN RUSSIA AND DEVELOPED COUNTRIES OF THE WORLD

Saulit J.A.  
Profmaster LLC

Crypto assets have become increasingly important in financial markets in recent years. Crypto assets in some countries have already penetrated the payment circulation and are even used as an official means of payment. However, different countries have chosen different trajectories of regulating crypto assets. Some countries with certain restrictions introduce crypto assets into legal circulation in their country, some countries have taken the path of tightening regulation and banning these operations. Therefore, it is important to consider the existing trajectories of regulation of crypto assets in different countries in order to choose the most effective and optimal way to regulate this segment of the financial market.

**Keywords:** crypto assets, regulation, cryptocurrency, digital financial assets, MiFID.

### References

1. MIFID II [Electronic resource] // ESMA. [website]. URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
2. MIFID II [Electronic resource] // ESMA. [website]. URL: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>
3. EUR-lex [website]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN#d1e825-1-1>
4. Philipp Hacker and Cris Thomale. Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law [Electronic resource] // SSRN. [website]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3075820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820)
5. Regulation of crypto asset markets in Europe [Electronic resource] // IQ Decision:

- [website]. URL: <https://iqdecision.com/regulirovanie-rynkov-kriptoaktivov-v-evrope/>
6. Claire Cummings MiCA: A Guide to the EU's Proposed Markets in Crypto-Assets Regulation [Electronic resource] // Merkle Science. [website]. URL: <https://medium.com/merkle-science/mica-a-guide-to-the-eus-proposed-markets-in-crypto-assets-regulation-c9098be039cf>
  7. The Financial Task Force (the Group for the Development of financial measures to combat money laundering)
  8. Official Journal of the European Union: electron. journal. 2018. URL: <https://www.cro.ie/Portals/0/Publications/4AMLD%20as%20amended%20by%205AMLD%2025-7-18.pdf> (accessed: 30.5.2018)
  9. Bitcoin exchange rate chart for the whole history [Electronic resource] // bytwork.com: [website]. [2021]. URL: <https://bytwork.com/articles/btc-chart-history> (accessed 04.09.2021)
  10. Zavrachayev A. Mass media: the "Islamic State" receives funding in the virtual currency bitcoin [Electronic resource] // TASS: [website]. URL: <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/1789479> (accessed: 05.09.2021)
  11. Stéphane Blemus Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide [Electronic resource] // SSRN. [website]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3080639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080639)
  12. Consumer Financial Protection Bureau, "Risks to consumers posed by virtual currencies", Consumer Advisory, August 2014. ([https://files.consumerfinance.gov/f/201408\\_cfpb\\_consumer-advisory\\_virtual-currencies.pdf](https://files.consumerfinance.gov/f/201408_cfpb_consumer-advisory_virtual-currencies.pdf))
  13. Stéphane Blemus. Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide [Electronic resource] // SSRN. [website]. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3080639](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080639)
  14. The New York Department of Financial Services (NYDFS), Part 200 "Virtual Currencies" of Title 23 "Financial Services" of the New York Codes, Rules and Regulations (23 CRR-NY | 200 Notes). ([https://govt.westlaw.com/nycrr/Document/I85908c68253711e598dbff5462aa3db3?viewType=FullText&originContext=documenttoc&transitionType=CategoryPageItem&contextData=\(sc.Default\)](https://govt.westlaw.com/nycrr/Document/I85908c68253711e598dbff5462aa3db3?viewType=FullText&originContext=documenttoc&transitionType=CategoryPageItem&contextData=(sc.Default)))
  15. On Digital Financial Assets, Digital Currency and on Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation [Electronic resource]: Federal Law No. 259-FZ of 31.07.2020. Access from help. – the legal system "ConsultantPlus".
  16. What is wrong with the law "On the CFF". All about the regulation of cryptocurrencies in Russia [Electronic resource] // RBC: [website]. [1995]. URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/5f69eab99a794753755fe0b9> (accessed: 05.09.2021)
  17. Cryptocurrencies and their legislative regulation in 2021 [Electronic resource] // Central District Law Firm [website]. [2006]. URL: <https://centraldep.ru/news/kriptovalyuty-i-ikh-zakonodatelnoe-regulirovanie-v-2021-godu/> (accessed 05.09.2021).

# Стагпрессия на финансовых рынках и пандемия COVID-19: риски и прогнозы

**Кузнецова Мария Александровна,**

директор, ГБОУ «Школа 1065»

E-mail: masha812@yandex.ru

Пандемия COVID-19 поставила новые вопросы в области устойчивого функционирования финансовых рынков и экономики в целом. Ранее использовавшиеся в предыдущих кризисах методы стимулирования экономики продемонстрировали сложности в применении в условиях резких шоков на рынке спроса и предложения. В ряде стран и регионах были введены режимы изоляции или ограничений на функционирование предприятий для предотвращения распространения коронавирусной инфекции, что оказало сильнейшее давление на спрос и предложение и соответственно на финансовое состояние компаний, доходы населения и финансовые рынки. Проявился эффект стагпрессии, который выразился в том, что рецессия наложилась на депрессию что вызывало структурную дестабилизацию экономики.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, финансовый кризис, стагнация, депрессия, стагпрессия, коронавирусная пандемия.

## Введение

На протяжении последних двух лет весь мир столкнулся с такой проблемой как COVID-19. Эпидемия затронула все сферы общественной жизни, в особенности пострадала экономическая сфера. В данной работе мы рассмотрим как всемирная эпидемия повлияла на финансовый сектор рынка, а также возможные направления его развития. Помимо этого обратимся к работам научных деятелей, статистике и новостным сводкам с начала пандемии (декабрь 2019) до нашего времени (сентябрь 2021).

Финансовый кризис, произошедший в связи с COVID-19 считается одним из крупнейших кризисов в истории. Последствия его сравнивают с последствиями кризиса 2008–2012 годов, который сильно ударил по мировой экономике и вследствие чего произошёл крах одного из ведущих инвестиционных банков Lehman Brothers.

Обращаясь к прошлому мировой экономики можно сделать вывод, что выбор политики до кризиса и сразу после него влияет на изменение объема производства в посткризисный период. Подчеркивая важность макропруденциальной политики и эффективного надзора, страны с большей финансовой уязвимостью в докризисные годы несли более крупные потери производства после кризиса. Страны с более сильным докризисным бюджетным положением и страны с более гибким режимом обменного курса понесли меньшие убытки. Более того мы живём в совершенно ином мире, поэтому сравнения с предыдущими кризисами опасны и чреваты множеством ошибок.

Профессор финансов Нуно Фернандеш в своей работе «Экономические последствия вспышки коронавируса для мировой экономики» пишет: «На этот раз мы столкнулись с комбинированным шоком спроса и предложения, наши экономические инструменты огра-

ничены. Кроме того, центральные банки исчерпали свои возможности. В целом, потенциальные последствия этого кризиса превосходят все ранее наблюдавшиеся в истории.» [1, стр. 3] Более того, сравнение с другими глобальными кризисами, такими как финансовый кризис 2008 года, невозможно. В этот раз мы столкнулись с рядом новых вызовов, которые не позволяют проводить параллели с прошлым:

1. Это глобальная пандемия
2. Пандемия сосредоточена на странах с высоким уровнем дохода
3. Процентные ставки минимальны
4. Нынешний кризис вызывает побочные эффекты на всех этапах производства
5. Мы имеем одновременное разрушение спроса и предложения.

### **Финансовые рынки до пандемии COVID**

Для начала рассмотрим положение финансового рынка перед эпидемией в 2019 году. Как пишет Мировой валютный фонд в отчёте по 2019 году: «Исполнительный совет рассмотрел апрельский «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2019 года, который показал, что несмотря на значительную изменчивость за последние два квартала, финансовые условия остаются благоприятными. В результате, в ряде системно значимых стран продолжают нарастать факторы финансовой уязвимости в суверенном, корпоративном и небанковском финансовых секторах, что вызывает повышенные среднесрочные риски. [2, стр. 32] В докладе приведена общая оценка факторов уязвимости. Более того, особое внимание уделяется долгу корпоративного сектора экономически развитых странах, взаимодействиям суверенного и финансового сектора в еврозоне, финансовым дисбалансам в Китае и волатильным потокам портфельных инвестиций в страны с формирующимся рынком, а также рискам ухудшения ситуации на рынке жилья. Из этого можно сделать вывод, что мировой рынок ещё не оправился окончательно от предыдущего кризиса 2008 года и был не готов

к новому потрясению в виде глобальной пандемии.

### **Начало глобальной пандемии и первые предсказания будущего экономики**

В I квартале 2020 года мировая экономика столкнулась с потрясением в лице пандемии коронавирусной инфекции. Первоначально считалось, что пандемия COVID-19 будет локализована только в Китае. Однако впоследствии пандемия распространилась по всему миру благодаря активному перемещению людей. Экономическое напряжение стало весьма сильным, поскольку людей просили оставаться дома, и это напряжение ощущалось во всех секторах экономики: запрет на поездки повлиял на туризм, отмена спортивных мероприятий – на спортивную индустрию, запрет на массовые собрания – на индустрию мероприятий и развлечений. Меры по противостоянию распространению коронавирусной инфекции, которые принимались в государствах, способствовали изменениям в мировой экономике, а точнее снизилась экономическая активность, в особенности в сфере услуг. Страны с формирующимися рынками также столкнулись с оттоком капитала и значительным ослаблением валют. Более того, из-за срыва сделки ОПЕК+, привёл к падению цен на нефть. В свою же очередь Центральные банки развитых стран в ответ понизили ставку насколько это было возможно в данной ситуации.

Наиболее заметными последствиями кризиса COVID-19 стали события на мировом фондовом рынке. За шесть дней с 23 по 28 февраля мировые фондовые рынки потеряли в цене 6 трлн \$ по данным S&P Dow Jones Indices. В период с 20 февраля по 19 марта индекс S&P 500 упал на 28% (с US \$ 3 373 до US \$ 2 409), индекс FTSE 250 упал на 41,3% (с US \$ 21 866 до US \$ 12 830), а индекс Nikkei упал на 29% (с US \$ 23 479 до US \$ 16 552). В тот же период крупные международные банки упали в цене, например, цена акций Citigroup упала на 49% (с US \$ 78,22 до US \$ 39,22). (US \$ 78,22 до US \$ 39,64), цена акций JP Morgan

Chase упала на 38% (со US \$ 137,49 до US \$ 85,30), а цена акций Barclays упала на 52% (с £181,32 до £ 86,45). [3]

На момент марта 2020 года профессор финансов Нуно Фернандеш в своей работе «Экономические последствия вспышки коронавируса для мировой экономики» писал: «В прошлом месяце кризис COVID-19 быстро распространился по всему миру. Мы столкнулись с совершенно новым типом кризиса. В этом случае риск для здоровья (фактическая смертность и уровень инфекций) не всегда коррелирует с экономическим риском для мировой экономики. Исторически сложилось так, что глобальная торговля позволяет странам разделять риск. В нашем случае это вряд ли сильно поможет. Процентные ставки находятся на исторических минимумах. Глобальная рецессия теперь кажется неизбежной. Но то, насколько глубоко и продолжительным будет спад, зависит от успеха мер, принятых для предотвращения распространения COVID-19, а также эффективности государственной политики, направленной на облегчение проблем с ликвидностью.» [1, стр. 27] Прежде всего, это зависит от того, как долго продлится локдаун. На момент подготовки данного отчета продолжительность локдауна неизвестна. Именно поэтому используется несколько сценариев. В базовом сценарии рост ВВП снизится на 3–6% в зависимости от страны. В результате, в выборке из 30 стран мы увидим среднее снижение ВВП в 2020 году на –2,8%. В других сценариях, ВВП может упасть более чем на 10%, а в некоторых странах – более чем на 15%. Никто не может точно предсказать окончательный финансовый ущерб от COVID-19. Очевидно, что это зависит от длительности и тяжести пандемии в будущие недели/месяцы, а также от политики и реакции стран. Кроме того, растут надежды на создание вакцины против коронавируса, что могло бы хоть как-то облегчить ситуацию. Если продолжающийся кризис продлится до конца лета, глобальная экономика окажется перед лицом самой серьезной угрозы, с которой

сталкивалась за последние два столетия.

### Глобальное влияние COVID-19 на финансовые рынки

Помимо воздействия на здоровье населения возникают более обширные социально-экономические последствия, которые часто не учитываются при оценке рисков. Эпидемические инфекционные заболевания приводят в движение сложную цепь событий в экономике. Вспышки и эпидемии – редкие и экстремальные события, весьма разнообразны и изменчивы во временном и географическом пространстве. Оценка эпидемического и пандемического риска зависит от нескольких факторов, которые варьируются в зависимости от типа деятельности. Идиосинкразический характер эндемических инфекционных заболеваний основывается, среди прочего, на масштабе и продолжительности события, размера и состояния местной экономики, географических мест, подверженных воздействию, плотности населения и периода его возникновения. Расчет прямых медицинских расходов и расходов на госпитализацию, связанных с эндемическим инфекционным заболеванием, легко проследить. С другой стороны, оценка косвенных затрат на торговлю, экономическое развитие, передвижение людей и культурный обмен могут оказаться обременительной задачей.

Количество случаев COVID-19 имеет значительное причинно-следственное влияние на доходность фондового рынка в странах с развитой экономикой. Проведём параллели между количеством заболевших и активностью на фондовом рынке. Период с марта по май 2020 года был одним из сложнейших с точки зрения экономики в истории государств. На данном графике (рис. 1) приведена динамика мирового индекса MSCI и показатели S&P в условиях эпидемического риска. По мере аномально резкого роста заболеваемости снижалась экономическая активность государств.



Рис. 1. Исторический мировой индекс MSCI и показатели S&P в условиях эпидемического риска. [22, стр. 21]

Однако это далеко не первый случай, когда эпидемическое заболевание привело к глобальным изменениям в экономике. В истории было только два похожих эпизода – Черная смерть с 1347 по 1351 год и Испанский грипп с 1918 по 1919 год. Последние события имели неблагоприятные последовательные, значительные, широко распространенные краткосрочные серьезные финансовые нарушения и среднесрочные последствия для экономического роста и развития. «Так, по оценкам, вспышка атипичной пневмонии нанесла ущерб мировой экономике более чем на 50 миллиардов долларов, что снизило темпы роста Китая на 1 процент или более. Параллельно вспышка MERS нанесла непоправимый ущерб туристической отрасли Южной Кореи, что выразилось в потерях на сумму 2,6 миллиарда долларов.» [10] Кроме того, эмпирические данные о сезонных эпидемиях, таких как грипп, вирус денге (DENV), вирус зика (ZIKV) и вирус Эбола (EBOV), также оказывают значительное экономическое воздействие на пострадавшие районы. «В США ежегодные экономические затраты на противодействие гриппу варьировались от 13,9 тысяч долларов до 957,5 миллионов долларов по округам США, при этом средний показатель составил 2,47 миллионов долларов.» [10] В случае лихорадки денге общие годовые затраты в 2013 году составили примерно до 8,9 миллиарда долларов, распространившись в 141 стране. «Недавняя вспышка зики вы-

звала социально-экономические затраты в размере примерно 7–18 миллиардов долларов США в Латинской Америке и Карибском бассейне в период с 2015 по 2017 год. Наконец, в результате самой тяжелой эпидемии лихорадки Эбола в 2015 году валовой внутренний продукт Гвинеи, Либерии и Сиэрра-Леоне потерял примерно 2,2 млрд долларов США.» [12]

В контексте финансового рынка влияние COVID-19 проявилось в первые два месяца 2020 года. Рынки капитала отразили возросшую неопределенность в отношении новой пандемии, что привело к волатильности финансовых рынков: Шанхайская биржа упала на (-10%), Шэньчжэньская биржа упала на (-6%) и Гонконгская биржа снизилась на (-19%) снизились на сравнительно скромные проценты в этом году. Энергетика, розничная торговля и транспортная отрасль понесли значительные потери, в то время как здравоохранение пошло по противоположному пути. В ответ на грядущий экономический шок центральный банк Китая в начале февраля объявил о принятии пакета стимулирующих мер в размере 1,2 трлн юаней (174 млрд долларов) для поддержки экономики и финансовой системы, а также снизил базовые ставки кредитования в попытке стимулировать деловую и инвестиционную активность.

После марта 2020 года мировые финансовые рынки начали восстановление в связи с активными действиями

финансовых регуляторов ряда стран и правительств этих стран по стимулированию экономики, выразившихся в кардинальном снижении учетных ставок (ставок рефинансирования) представлением кредитов на большие суммы финансовым организациям.

### Тенденции развития российского финансового рынка

Согласно документу «Основные направления развития финансового рынка РФ на 2022 год и период 2023 и 2024 годов» можно сделать следующие выводы, опираясь на сведения ЦБ РФ:

Российский финансовый рынок показал свою устойчивость, а также способность оказать поддержку экономике и быть проводником государственных антикризисных мер

1. На этапе выхода из кризиса и нормализации экономической ситуации важно обеспечить устойчивость реального и финансового сектора
2. Задача сбалансированного выхода из кризиса является одним из ключевых пунктов актуальной глобальной экономической повестки для правительств и центральных банков большинства стран мира
3. Другой глобальный тренд, который нарастал в предыдущие годы и в дальнейшем будет оказывать все более значимое влияние на мировой финансовый рынок, – это повышение актуальности повестки устойчивого развития и ее учета в экономической политике.
4. Стремительное внедрение технологических инноваций в финансовом секторе является важнейшим феноменом последних лет, определяющим его развитие как в России, так и в мире
5. Технический прогресс и связанные с ним финансовые инновации являются также ключевым драйвером продолжающегося процесса глобализации.
6. Значительный прирост вложений частных лиц в ценные бумаги происходил во многих странах, однако в России он был более заметен из-

за относительно низкого уровня вложений граждан в инструменты рынка капитала в начале 2019 года.

7. В 2019–2020 годах показатели основных сегментов финансового рынка демонстрировали положительную динамику.
8. Хотя основная доля рынка по-прежнему приходится на банки и банковские продукты, в 2019–2020 годах усиливалась роль не кредитных финансовых организаций и рынка капитала.
9. Усиление роли рынка капитала отражает и повышение значимости облигационных заимствований как источника заемного финансирования для российских предприятий.
10. Глубина российского финансового рынка остается недостаточной для полноценного обслуживания потребностей экономики

Банк России опубликовал 1 сентября 2021 года Проект «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов». В документе прописаны следующие позиции относительно финансового сектора: «Реализуемая Банком России совместно с Правительством Российской Федерации политика по развитию финансового рынка способствует повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики, создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Финансовый рынок является одним из основных звеньев в цепочке передачи сигнала от ключевой ставки в экономику. Чем больше объем и ликвидность финансового рынка, тем сильнее и быстрее изменение ключевой ставки отражается на динамике экономических показателей.» [13, стр. 18].

Также Центральный Банк России рассмотрел ряд сценариев: базовый, усиление пандемии, глобальная инфляция и финансовый кризис. Рассмотрим последний из этих сценариев – финансовый кризис. Как говорится в проекте: «Основное отличие сценария «Финансовый кризис» от других заключается в том, что на-

копленные дисбалансы на рынках активов продолжают расти, а не самоустраняются по мере восстановления мировой экономики. При этом участники финансовых рынков будут ожидать лишь умеренную

нормализацию денежно-кредитной политики развитых стран, и каждый следующий шаг повышения ставок будет вызывать все большее беспокойство инвесторов.» [13, стр. 39]

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели (факт и прогноз) за период 2021–2024 год.

«ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС»	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в% к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в% декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7–6,2	5,0–5,5	5,5–6,5	2,0–3,0
Инфляция, в среднем за год, в% к предыдущему году	3,4	6,0–6,2	4,7–5,5	5,8–6,5	3,0–4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в% годовых	5,1	5,5–5,8*	7,5–8,5	8,3–9,3	4,3–5,3
Валовой внутренний продукт	–3,6	4,0–4,5	2,4–3,4	(1,4–2,4)	3,0–4,0
Расходы на конечное потребление – домашних хозяйств	–5,2 –8,6	7,2–8,2 10,1–11,1	1,4–2,4 1,4–2,4	(1,5–2,5) –(2,7–3,7)	2,3–3,3 2,7–3,7
Валовое накопление – основного капитала	–2,0 –4,3	3,5–5,5 2,6–4,6	2,1–4,1 2,3–4,3	(11,9–13,9) (4,6–6,6)	13,4–15,4 4,2–6,2
Экспорт	–4,3	2,6–4,6	5,4–7,4	(4,5–6,5)	3,6–5,6
Импорт	–12,0	14,1–16,1	2,4–4,4	–(16,5–18,5)	12,8–14,8
Денежно-кредитные показатели (прирост в% к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11–15	9–13	5–9	5–9
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	10,9	11–15	9–13	3–7	4–8
– к организациям	10,2	9–13	7–11	4–8	4–8
– к населению, в том числе:	12,9	18–22	13–17	2–6	5–9
– ипотечные жилищные кредиты***	21,6	20–24	14–18	6–10	7–11
Показатели платежного баланса**** (млрд долл. США, если не указано иное)					
Счет текущих операций	36	88	126	64	55
Торговый баланс	94	151	215	123	135
Экспорт	333	452	518	358	401
Импорт	240	301	304	235	266
Баланс услуг	–17	–18	–31	–19	–29
Экспорт	47	52	63	49	59
Импорт	64	70	94	68	88
Баланс первичных и вторичных доходов	–41	–44	–58	–41	–52
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	36	88	126	64	55
Финансовый счет (кроме резервных активов)	53	50	54	72	55
Сектор государственного управления и центральный банк	–1	–1	–5	2	0
Частный сектор	54	50	60	70	55
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0

«ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС»	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	-14	38	72	-8	0
Цена на нефть марки Urals, долл. США за баррель	42	65	75	40	45

\* 6,5–7,1 – остаток на конец газа (факт с 01.01.2021 по 25.02.2021–4,7%),

\*\* Темпы прирост требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается на рубли по среднему хронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

\*\*\* Без учета приобретенных банками прав требования по ипотечным и жилищным кредитам.

\*\*\*\* В знаках шестого издания «Руководство по платёжному балансу и международной инвестиционной позиции (РПББ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

Источник: Банк России [13].

### Будущее всемирного финансового рынка в условиях пандемии

В краткосрочной перспективе экономика испытывает шоки спроса и предложения, что немедленно сказывается на объеме производства и занятости. В отличие от предыдущих финансовых кризисов, двойное воздействие на спрос приведет к сокращению импорта и экспорта. Нарушение глобального экономического производства из-за остановки глобальных цепочек поставок, ориентированных на Китай, привело к нехватке производства промежуточных и конечных товаров. Даже если китайское правительство введет программу расходов на инфраструктуру для восстановления своих производственных мощностей до пандемии, за этими усилиями всё равно не последует уровень спроса до пандемии. Параллельно с этим сильно пострадают экспортная зависимость и экономика концентрации экспорта на товарах длительного пользования, горнодобывающей промышленности и нефтедобыче, которые к концу 2020 года перешли от краткосрочной рецессии к средней и, возможно, в будущем к долгосрочной депрессии. Экономика сельскохозяйственного сектора будет вводить ограничения или даже запрещать экспорт, пытаясь в первую очередь обеспечить внутренний спрос, вызывая серьезные сбои в торговле в сложной цепочке создания стоимости пищевых продуктов: производство, переработка, упаковка, хранение, транспортировка, и различ-

ные продажи. Внутри стран разорены туризм, транспорт, развлечения, розничная торговля и малый бизнес, за которыми следует цепочка создания стоимости товаров длительного пользования. Логично предположить, что некоторые секторы, такие как электронная торговля, розничная торговля продуктами питания и здравоохранение, могут получить выгоду, обеспечивая хотя бы некоторый экономический рост, чтобы компенсировать ущерб.

Марио Артуро Руис Эстрада, Евангелос Кутронас и Минсу Ли из Исследовательского центра социального обеспечения (SSRC) при поддержке Факультета экономики и управления (FEA), Малайского университета (UM), Университета экономики и гуманитарных наук в Варшаве, Университета Западной Вирджинии провели исследование «Стагпрессия: экономические и финансовые последствия пандемии COVID-19» [22], в котором составили модель влияния COVID-19 на работу десяти фондовых рынков.

Они разработали модель, которую назвали «φ-Simulator». Данная модель математически концептуализирует время развития эпидемии и формирует взаимодействие между скоростью распространения инфекционного заболевания и средой рынков капитала. Предлагаемая аналитическая схема предполагает, что все рынки капитала подвержены эпидемическому риску. Каждое инфекционное заболевание является

независимым с точки зрения уязвимости, частоты, интенсивности, величины и экономического воздействия на работу рынка капитала.

Эф-Simulator пытается количественно оценить риск и вероятность эпидемических событий и удовлетворить все априорные условия и ограничения. «Динамическая среда с неравновесным состоянием представляет собой эпидемию ex-ante, поскольку оценка и мониторинг являются обременительными. Тем не менее, возможна оценка ущерба от эпидемии ex-post с помощью анализа временных рядов.» [22, стр. 24] В данном исследовании используются вторичные данные с десяти крупнейших мировых фондовых бирж: США (S1 = S&P 500); Тайвань (S2 = TWSE); Китай (S3 = Shanghai Stock Exchange); Япония (S4 = Nikkei 225); Германия (S5 = DAX); Гонконг (S6 = Hang Seng); Великобритания (S7 = FTSE); Южная Корея (S8 = KRX); Сингапур (S9 = SGX); и Малайзия (S10 = FTSE Bursa).

В сценариях моделирования рассматривается период эпидемии в 150 дней. Алгоритм модели состоит из 85 основных переменных и 1200 поперечных. Эксперты провели 650 случайных и нечетких симуляций, основанных на различных сценариях риска заражения и смертности в Китае. Они определили факторы, определяющие потенциальную масштабность вспышки заболевания, учитывая 150-дневную доступность данных (с 15 декабря по 15 марта) о коронавирусе COVID-19 на тот момент, а также ежедневные показатели фондовых рынков за тот же период и расширенную базу данных по коронавирусу правительства Китая (1995–2019 гг.). Все уравнения в этой модели были преобразованы в большой алгоритм с помощью программирования на языке Mathematica Wolfram версии 11, который позволяет авторам генерировать большой набор возможных результатов для решения поставленной задачи.

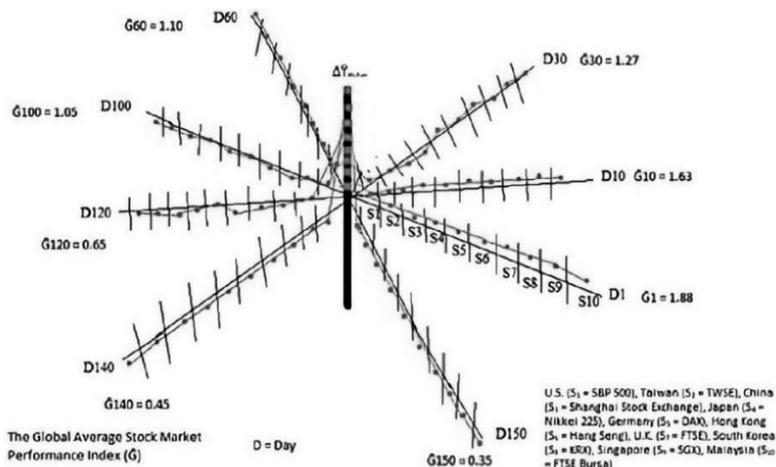


Рис. 2. Модель прогноза поведения инфекционных заболеваний и их воздействия на финансовые рынки. Финальные результаты по 10 фондовым индексам разных стран. Источник: WHO (2020), S&P 500 (2020), TWSE (2020), Shanghai Stock Exchange (2020), Nikkei 225 (2020), DAX (2020), Hang Seng (2020), FTSE (2020), KRX (2020), SGX (2020), FTSE Bursa (2020). [22, стр. 27]

«Модель обеспечивает предварительное объяснение и прогноз поведения инфекционного заболевания и добавляет новую теоретическую информацию о природе эпидемий, поскольку всегда существует разрыв между ре-

альным влиянием на характер эпидемии и теоретическим пониманием этого влияния.» [22, стр. 28] Кроме того, в исследовании вводится концепция **стаг-прессии**, нового экономического явления, объясняющего неизведанную тер-

риторию, которая проникает в мировую экономику и финансовые рынки.

Авторы выдвигают гипотезу, что в условиях дестабилизации экономики по причине распространения пандемии и повышения ее неустойчивости рецессия перекрывает депрессию, вызывая структурную экономическую дестабилизацию. Такая ситуация будет создавать трудности для монетарных властей, который привыкли с помощью методов кредитно-денежной политики воздействовать на экономическую активность, так как в условиях воздействия пандемии или иных аналогичных шоков экономики действия регуляторов, направленные на стимулирование экономической активности с помощью методов денежно-кредитного и налогового стимулирования, могут оказаться неэффективными, если экономика выйдет за пороговые рамки устойчивости.

В условиях экономической изоляции, которую вводил ряд стран, возможности для восстановления экономики с помощью методов денежно-кредитной политики могут оказаться недостаточными для преодоления шока. Структурная устойчивость экономики определяется ее способностью противостоять последствиям экономической изоляции без ущерба для жизнеспособности бизнеса и занятости.

Если экономика перейдет уровень устойчивости то, производство, потребление и благосостояние резко упадут; тогда потребуются более серьезные меры по стимулированию экономики, чем при обычных финансовых кризисах.

Действительно, эмпирические данные показывают, что предыдущие финансовые кризисы характеризовались постепенными неблагоприятными изменениями спроса и предложения со средне- и краткосрочными последствиями для производства и занятости. Даже когда финансовый кризис был связан с резким одномоментным спадом на фондовой бирже, например, в сентябре 2008 года после банкротства банка Lehman Brothers, спад в спросе и предложении носил более сглаженный характер и развился не сразу, а в тече-

ние нескольких месяцев. В то время как введенные изоляционные ограничения в период коронавирусной инфекции привели к резкому одномоментному сокращению в большинстве секторов экономики: в авиаперевозках, в туризме, в развлекательном сегменте, в сфере общественного питания, в строительстве, в транспортных услугах. Более-менее уверенно себя чувствовала сфера здравоохранения (резкий рост продаж лекарств в аптеках) и ритейл.

В случае стагпрессии воздействие эпидемии на экономическую активность различается по масштабам и интенсивности: экономика испытывает краткосрочные потрясения спроса и предложения с мгновенными эффектами в объеме производства и занятости. В отличие от предыдущих финансовых кризисов, двойное воздействие на спрос приводит к сокращению импорта и экспорта.

Последствия COVID-19 еще необходимо будет оценивать в долгосрочном аспекте, так как ограничительные меры, направленные на предотвращение распространения инфекции продолжили периодически применяться и далее: не только в 2020 году, но и в 2021 году.

Анализ десяти основных фондовых рынков мира показывает, что последствия COVID-19 могут нанести ущерб аналогичный кризису 1929 года. Что потребует восстановления продолжительностью от 9 до 12 месяцев с учетом мер по восстановлению экономики европейских стран и децентрализации производства из Китая.

Авторы концепции стагпрессии утверждают, что «с помощью ф-симулятора мы можем наблюдать возможные сценарии и конечный эффект любых массивных пандемических инфекционных заболеваний по уровням среднего глобального индекса фондового рынка.» [22, стр. 28]

Аналогичного мнения придерживаются и монетарные власти в разных странах. В частности, Центральный Банк России допускает возможность наступления в 2023 году глобального финансового кризиса, который бу-

дет сопоставим с масштабами кризиса 2008 года. Он рассматривается в опубликованном проекте основных направлений денежно-кредитной политики [11]. По мнению ЦБ, такой расклад событий возможен при условии совпадения быстрого и существенного ужесточения монетарной политики в США с единовременным разрывом пузырей на рынке активов.

### Основные выводы

Кризис, вызванный пандемией 2020 года представляет собой новый тип кризиса при котором стандартные меры стимулирования экономики могут не достичь нужного эффекта в связи двойным воздействием и на спрос и на предложение и в связи с вводимыми периодически мерами изоляции, которые нивелируют усилия монетарных властей по стимулированию экономики. Такой тип кризиса может привести к долгосрочным последствиям для устойчивости мировой экономики.

### Литература

1. Fernandes, Nuno, Economic Effects of Coronavirus Outbreak (COVID-19) on the World Economy (March 22, 2020). IESE Business School Working Paper No. WP-1240-E, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3557504> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557504> (дата обращения 15.05.2021)
2. International Monetary Fund, IMF Annual report 2019 "Our connected world", 2019 URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/index.htm> (дата обращения 16.05.2021)
3. S&P Dow Jones Indices URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/> (дата обращения 15.05.2021)
4. International Monetary Fund, Challenges to Steady Growth, 2018 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018> (дата обращения 15.05.2021)
5. International Monetary Fund, IMF Annual report 2019 "Our connected world", 2019 URL: <https://www.imf.org/>

- external/pubs/ft/ar/2019/eng/index.htm (дата обращения 16.05.2021)
6. А. Морозов, А. Ахметов, Н. Гамова, Т. Кузьмина, Е. Петренева, А. Поршаков, Ю. Ушакова, Д. Чернядьев. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов, 2019, [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32167/overview\\_2019.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32167/overview_2019.pdf), свободный (дата обращения 15.05.2021)
7. Ozili, Peterson K and Arun, Thankom, Spillover of COVID-19: Impact on the Global Economy (March 27, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3562570> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3562570> (дата обращения 15.05.2021)
8. Ramelli, Stefano and Wagner, Alexander F., Feverish Stock Price Reactions to COVID-19 (June 16, 2020). Review of Corporate Finance Studies, Volume 9, Issue 3, November 2020, Pages 622–655, Swiss Finance Institute Research Paper No. 20–12, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3550274> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3550274> (дата обращения 15.05.2021)
9. Wang, Wenzhao and Enilov, Martin, The Global Impact of COVID-19 on Financial Markets (April 25, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3588021> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3588021> (дата обращения 16.05.2021)
10. The World Economic Forum, Candeias and Morhard, 2018, URL: <https://www.weforum.org/> (дата обращения 16.05.2021)
11. Банк России, Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Проект от 1 сентября 2021 года. [Электронный ресурс] Режим доступа: [https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on\\_project\\_2022\(2023-2024\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022(2023-2024).pdf), свободный (дата обращения 15.08.2021)

12. Centres for Disease Control and Prevention URL: <https://www.cdc.gov/> (дата обращения 16.05.2021)
13. Банк России, Основные направления развития финансового рынка российской федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Проект для общественного обсуждения от 23.07.2021. [Электронный ресурс] Режим доступа: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/124658/onfr\\_project.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/124658/onfr_project.pdf), свободный (дата обращения 15.05.2021)
14. Поточковый график акций 2019 год URL: <https://ru.investing.com/news/stock-market-news> (дата обращения 16.05.2021)
15. Yarovaya, Larisa and Matkovskyy, Roman and Jalan, Akanksha, The COVID-19 Black Swan Crisis: Reaction and Recovery of Various Financial Markets (May 27, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3611587> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3611587>, дата обращения 16.09.2021)
16. Gunay, Samet, A New Form of Financial Contagion: COVID-19 and Stock Market Responses (April 20, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3584243> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3584243> (дата обращения 16.05.2021)
17. Milano, Gregory Vincent and Tomlinson, Brian and Whately, Riley and Yiğit, Alexa, The Return on Purpose: Before and during a Crisis (October 21, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3715573> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3715573> (дата обращения 16.05.2021)
18. Bansal, Tanmay, Behavioral Finance and COVID-19: Cognitive Errors that Determine the Financial Future (May 7, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3595749> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3595749> (дата обращения 16.05.2021)
19. Financial Stability Board, Lessons Learnt from the COVID-19 Pandemic from a Financial Stability Perspective. [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P130721.pdf>, свободный (дата обращения 15.05.2021)
20. Досым Сатпаев – Ph.D. Директор «Kazakhstan Risks Assessment Group», COVID-19 и Центральная Азия-2020. Новые угрозы, вызовы и возможности, Publication n°8 [Электронный ресурс] Режим доступа: [https://f-origin.hypotheses.org/wp-content/blogs.dir/1268/files/2020/05/Dosym-Satpayev\\_article\\_RU-1.pdf](https://f-origin.hypotheses.org/wp-content/blogs.dir/1268/files/2020/05/Dosym-Satpayev_article_RU-1.pdf), свободный (дата обращения 15.05.2021)
21. Gita Gopinath, The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression, IMFBlog, 2020, URL: <https://blogs.imf.org/2020/04/14/the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression/> (дата обращения 15.05.2021)
22. Ruiz Estrada, Mario Arturo and Koutronas, Evangelos and Lee, Minsoo, Staggression: The Economic and Financial Impact of COVID-19 Pandemic (May 5, 2020). Contemporary Economics Vol. 15, Issue 1, pp. 19–33, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3593144> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3593144> (дата обращения 16.05.2021)
23. ФИНАМ, От кризиса к перегреву, 2021, URL: [https://www.finam.ru/Files/u/nmacro/world\\_market\\_review\\_ideas/202107/ot\\_krizisa\\_k\\_peregrevu\\_\\_12072021.pdf](https://www.finam.ru/Files/u/nmacro/world_market_review_ideas/202107/ot_krizisa_k_peregrevu__12072021.pdf) (дата обращения 15.05.2021)
24. World Trade Organization, World trade statistical review, 2021, URL: [https://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/wts2021\\_e/wts2021\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021_e.pdf) (дата обращения 15.05.2021)

**FINANCIAL MARKET STAGGRESSION AND THE COVID-19 PANDEMIC: RISKS AND FORECASTS**

**Kuznetsova M.A.**  
GBOU "School 1065"

The COVID-19 pandemic has raised new questions in the field of the sustainable functioning of financial markets and the economy as a whole. The methods of stimulating the economy previ-

ously used in previous crises have demonstrated difficulties in applying in conditions of sharp shocks in the supply and demand market. In a number of countries and regions, isolation regimes or restrictions on the operation of enterprises were introduced to prevent the spread of coronavirus infection, which exerted the strongest pressure on supply and demand and, accordingly, on the financial condition of companies, incomes of the population and financial markets. The effect of staggression manifested itself, which was expressed in the fact that the recession was superimposed on the depression, which caused structural destabilization of the economy.

**Keywords:** financial market, financial crisis, stagnation, depression, staggression, coronavirus pandemic.

### References

1. Fernandes, Nuno, Economic Effects of Coronavirus Outbreak (COVID-19) on the World Economy (March 22, 2020). IESE Business School Working Paper No. WP-1240-E, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3557504> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557504> (accessed 15.05.2021)
2. International Monetary Fund, IMF Annual report 2019 "Our connected world", 2019 URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/index.htm> (accessed 16.05.2021)
3. S&P Dow Jones Indices URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/> (accessed 15.05.2021)
4. International Monetary Fund, Challenges to Steady Growth, 2018 URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018> (accessed 15.05.2021)
5. International Monetary Fund, IMF Annual report 2019 "Our connected world", 2019 URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/index.htm> (accessed 16.05.2021)
6. A. Morozov, A. Akhmetov, N. Gamova, T. Kuzmina, E. Petreueva, A. Porshakov, Yu. Ushakova, D. Chernyadyev. Overview of the Russian financial sector and financial instruments, 2019, [Electronic resource] Access mode: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32167/overview\\_2019.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32167/overview_2019.pdf), free (accessed 15.05.2021)
7. Ozili, Peterson K and Arun, Thankom, Spillover of COVID-19: Impact on the Global Economy (March 27, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3562570> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3562570> (accessed 15.05.2021)
8. Ramelli, Stefano and Wagner, Alexander F., Feverish Stock Price Reactions to COVID-19 (June 16, 2020). Review of Corporate Finance Studies, Volume 9, Issue 3, November 2020, Pages 622–655, Swiss Finance Institute Research Paper No. 20–12, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3550274> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3550274> (accessed 15.05.2021)
9. Wang Wenzhao and Enilov, Martin, The Global Impact of COVID-19 on Financial Markets (April 25, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3588021> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3588021> (accessed 16.05.2021)
10. The World Economic Forum, Candeias and Morhard, 2018, URL: <https://www.weforum.org/> (accessed 16.05.2021)
11. The Bank of Russia, the main directions of the unified state monetary policy for 2022 and the period 2023 and 2024. The project is dated September 1, 2021. [Electronic resource] Access mode: [https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on\\_project\\_2022 \(2023–2024\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022%20(2023-2024).pdf), free (accessed 15.08.2021)
12. Centers for Disease Control and Prevention URL: <https://www.cdc.gov/> (accessed 16.05.2021)
13. The Bank of Russia, The main directions of development of the financial market of the Russian Federation for 2022 and the period 2023 and 2024. The project for public discussion dated 07/23/2021. [Electronic resource] Access mode: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/124658/onrfr\\_project.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/124658/onrfr_project.pdf), free (accessed 05/15/2021)
14. Streaming schedule of shares 2019 URL: <https://ru.investing.com/news/stock-market-news> (accessed 16.05.2021)
15. Yarovaya, Larisa and Matkovskyy, Roman and Jalan, Akanksha, The COVID-19 Black Swan Crisis: Reaction and Recovery of Various Financial Markets (May 27, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3611587> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3611587>, accessed 16.09.2021)
16. Gunay, Samet, A New Form of Financial Contagion: COVID-19 and Stock Market Responses (April 20, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3584243> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3584243> (accessed 16.05.2021)

17. Milano, Gregory Vincent and Tomlinson, Brian and Whately, Riley and Yiğit, Alexa, The Return on Purpose: Before and during a Crisis (October 21, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3715573> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3715573> (accessed 16.05.2021)
18. Bansal, Tanmay, Behavioral Finance and COVID-19: Cognitive Errors that Determine the Financial Future (May 7, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3595749> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3595749> (accessed 16.05.2021)
19. Financial Stability Board, Lessons Learnt from the COVID-19 Pandemic from a Financial Stability Perspective. [Electronic resource] Access mode: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P130721.pdf>, free (accessed 15.05.2021)
20. Dosym Satpayev – Ph.D. Director of “Kazakhstan Risks Assessment Group”, COVID-19 and Central Asia-2020. New threats, challenges and opportunities, Publication n°8 [Electronic resource] Access mode: [https://f-origin.hypotheses.org/wp-content/blogs.dir/1268/files/2020/05/Dosym-Satpayev\\_article\\_RU-1.pdf](https://f-origin.hypotheses.org/wp-content/blogs.dir/1268/files/2020/05/Dosym-Satpayev_article_RU-1.pdf), free (accessed 15.05.2021)
21. Gita Gopinath, The Great Lockdown: Worst Economic Downturn Since the Great Depression, IMF Blog, 2020, URL: <https://blogs.imf.org/2020/04/14/the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression/> (accessed 05/15/2021)
22. Ruiz Estrada, Mario Arturo and Koutrovas, Evangelos and Lee, Minsoo, Stagnation: The Economic and Financial Impact of COVID-19 Pandemic (May 5, 2020). Contemporary Economics Vol. 15, Issue 1, pp. 19–33, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3593144> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3593144> (accessed 16.05.2021)
23. FINAM, From crisis to overheating, 2021, URL: [https://www.finam.ru/Files/u/nmacro/world\\_market\\_review\\_ideas/202107/ot\\_krizisa\\_k\\_peregrevu\\_\\_12072021.pdf](https://www.finam.ru/Files/u/nmacro/world_market_review_ideas/202107/ot_krizisa_k_peregrevu__12072021.pdf) (accessed 15.05.2021)
24. World Trade Organization, World trade statistical review, 2021, URL: [https://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/wts2021\\_e/wts2021\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021_e.pdf) (accessed 15.05.2021)

# Место и роль биржевых паевых инвестиционных фондов в инвестиционном портфеле российских частных инвесторов

**Мерекина Елена Владимировна,**

кандидат экономических наук, ассистент кафедры финансов и кредита Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова  
E-mail: elena.bulakhova@yandex.ru

**Яковлева Анастасия Андреевна,**

магистрант программы «Финансовые рынки и институты» Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова  
E-mail: nstjaja5@gmail.com

Целью данной статьи является определение места и роли биржевых паевых инвестиционных фондов в инвестиционном портфеле российских частных инвесторов. Для этого, в первую очередь, уточняется понятие биржевого паевого инвестиционного фонда и производится сравнение с его ближайшими аналогами – иностранными биржевыми инвестиционными фондами, обращающимися на Московской бирже, и паевыми инвестиционными фондами, торговлей которыми занимаются российские управляющие компании. Затем определяются конкурентные преимущества биржевых паевых инвестиционных фондов перед другими формами инвестирования и приводятся статистические данные, имеющие значения для потенциальных инвесторов при принятии решения о вложениях средств в фонд. Наконец, определяется перечень расчетных показателей, полезных для клиентов биржевых паевых инвестиционных фондов, которые позволяют рассчитать риски и доходность фондов и привести их в соответствие с различными инвестиционными стратегиями.

**Ключевые слова:** биржевой паевой инвестиционный фонд, биржевой инвестиционный фонд, паевой инвестиционный фонд, управляющая компания.

## Введение

С момента появления первых биржевых паевых инвестиционных фондов (далее – «БПИФ») на российском фондовом рынке в 2018 году их число и объем активов под управлением непрерывно росли, и росли экспоненциально (см. рисунок 1).

Рост количества БПИФов, отраженный на рисунке, продолжился и в третьем квартале: по состоянию на 29.08.2021 г., 103 БПИФа торговались на Московской бирже CITATION Мос21 \1 1049 [2] [2].

Аналогичный рост прослеживается и в динамике стоимости чистых активов БПИФов (далее – «СЧА»). СЧА – это стоимость всех активов фонда, которые предназначены для инвестирования, за вычетом комиссий и расходов по его обслуживанию. Эта стоимость показывает реальное количество денег у управляющей компании. СЧА БПИФов, начиная с 2018 г. и заканчивая августом 2021 г., приведена на рисунке 2.

Динамика СЧА, приведенная на рисунке 2, практически идентична графику роста количества фондов.

На рисунке 3 отражен приток средств инвесторов в БПИФы. Данный показатель также характеризует спрос на фонды со стороны их клиентов.

На рисунке заметно, что в 2021 году в сегменте БПИФов впервые появились убыточные тенденции: приток средств клиентов незначительно сократился.

Данные, приведенные на трех рисунках выше, в совокупности свидетельствуют о наличии повышенного спроса на БПИФы со стороны инвесторов. Но прежде чем дискутировать о причинах их популярности, следует разобраться в терминологии и определить место БПИФов в инвестиционном портфеле среди других активов.

Определение БПИФа в явном виде отсутствует в российском законодатель-

стве. По закону<sup>1</sup> паевой инвестиционный фонд – это «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности

на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией». В статье 11 данного Федерального закона БПИФы упомянуты наравне с другими видами ПИФов – открытыми, закрытыми и интервальными. Согласно статье 14.2, паи БПИФа торгуются на бирже. Биржа заключает с управляющей компанией фонда договор о допуске паев БПИФ к торгам.

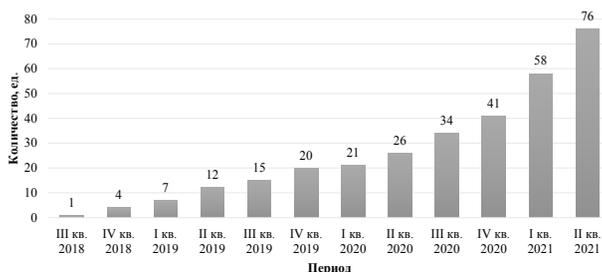


Рис. 1. Количество зарегистрированных БПИФов в 2018–2021 гг. [1] [1].

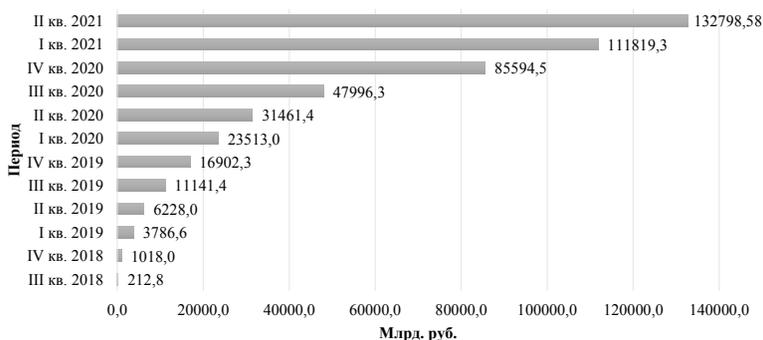


Рис. 2. СЧА БПИФ за период с 2018 г. по 2021 г., в млрд руб. СИТАЦИОН Бан211 и 1049 [1] [1]

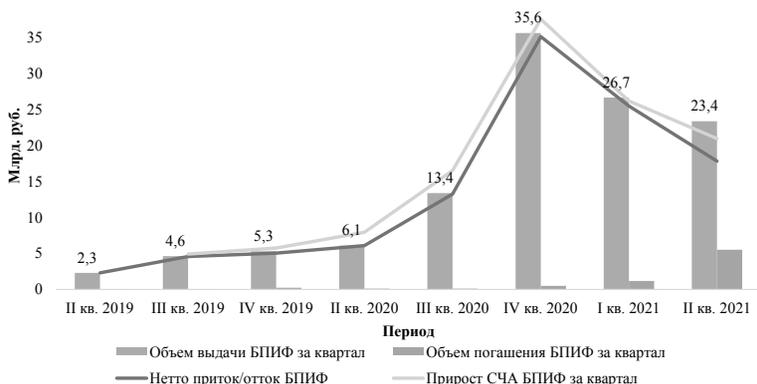


Рис. 3. Динамика СЧА, объемов выдачи и погашения инвестиционных паев БПИФов, в млрд<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Статья 10.

Другим инструментом доверительного управления, доступным российским инвесторам, являются биржевые инвестиционные фонды иностранных эмитентов, торгуемые на Московской бирже – так называемые exchange-traded funds (далее – «ETF»).

Цель данного исследования – определить место и роль БПИФов в инвестиционном портфеле российского частного инвестора, поэтому целесообразно провести сравнительный анализ всех вышеуказанных категорий.

Заметим, что вложения во все типы фондов доступны и для институциональных инвесторов (то есть инвесторов – юридических лиц). На их долю приходится около половины СЧА БПИФов СІТАTION Бан21 \1 1049 [3] [3]. Однако такие вложения должны стать отдельной темой для изучения. Они не рассматриваются в данной статье, так как, во-первых, на состав и структуру инвестиционных портфелей этих инвесторов могут накладываться законодательные ограничения с целью ограничения их рисков (это, касается, например, пенсионных фондов и страховых компаний), а во-вторых, они могут предпочитать вкладывать средства в управляющие компании из их собственной финансовой группы, что требует отдельного анализа СІТАTION Шен20 \1 1049 [4][4].

### **Биржевые паевые инвестиционные фонды в научных исследованиях**

Интерес научных исследователей к БПИФам прослеживается с момента их появления в 2018 году. Ключевыми вопросами для изучения являются особенности БПИФов по сравнению с другими видами российских и зарубежных инвестиционных фондов, а также вопросы их инвестиционной привлекательности. Статей, посвященным конкретно БПИФам, пока известно немного.

Одним из первых упоминаний БПИФов в научной литературе относится к статье Чижик В.П. «Классификация, сравнительный анализ и характеристика инвестиционных фондов в России», опубликованной в 2015 году

СІТАTION Чиж \1 1049 [5][5]. При этом первый БПИФ появился в России лишь в 2018 году: управляющая компания «Сбербанк управление активами» запустила свой биржевой фонд на индекс Московской биржи. Однако законодательная база для этого готовилась, начиная с 2012 года, что и нашло отражение в статье СІТАTION Кон20 \1 1049 [6] [6].

Это комплексное исследование, в котором приводится сравнительный анализ различных типов инвестиционных фондов в России. Автор статьи также отмечает проблему низкого уровня развития отечественного рынка коллективных инвестиций, что отражается на национальной экономике в целом. После проведенного анализа Чижик В.П. дает рекомендации частным инвесторам по выбору фонда.

К настоящему моменту уже возможно дополнить данное исследование анализом практики функционирования БПИФов. Кроме того, российский сегмент инвестиционных фондов в значительной степени трансформировался структурно. Это изменение четко прослеживается в следующей научной статье.

Коняхина А.С. в труде «Биржевые паевые инвестиционные фонды: развитие и перспективы российского фондового рынка» сначала приводит историю развития биржевых фондов на мировом и российском финансовом рынке, а затем анализирует положение всех типов ПИФов, представленных на российском фондовом рынке РФ в период с 2018 по 2020 гг.

Из-за стремительного развития данного сектора за последний год – роста числа фондов и активов под их управлением – поднятые вопросы нуждаются в дальнейшем рассмотрении. Заметим также, что автор не предназначает свое исследование для частных инвесторов, поэтому производит сравнение БПИФов с различными видами фондов, которые не доступны (ПИФы для квалифицированных инвесторов) или могут быть недоступными этой категории лиц (зарубежные ETF).

Безвинная Е.А., Тихомиров А.Ф. в статье «Биржевые ПИФы – новый инструмент коллективных инвестиций на российском фондовом рынке» также выявляют отличительные черты биржевых паевых инвестиционных фондов по сравнению с ETF и ПИФ, в большей степени уделяя внимание ETF CITATION Без \ 1033 [7] [7]. Авторами сделан вывод о необходимости законодательных изменений и доработке инфраструктуры. Кроме того, в статье приведен статистический анализ, определенно имеющий значение для инвесторов при выборе объекта инвестирования. Также, как и в предыдущей статье, количественный анализ нуждается в дополнении новыми данными.

Авторы во многом ссылаются на исследование Балакина И.А., который внес существенный вклад в исследование темы БПИФов. Так, в публикации «Особенности инвестиционного пая биржевых паевых инвестиционных фондов» он приводит авторскую сравнительную характеристику БПИФов, ПИФов и ETF. В статье подчёркивается важность понимания различий инвестирования в фонды различных типов, что является основой для оценки инвестиционной привлекательности БПИФов для инвесторов. Автор приходит к заключению, что инвестиционный пай БПИФа обладает конкурентными преимуществами перед паями других типов инвестиционных фондов CITATION Бал19 \ 1049 [8] [8]. Тем не менее, в статье не приводится количественный анализ выявленных преимуществ, что является поводом для дальнейшей научной работы.

В работе «Проблемы инвестиционной привлекательности инвестиционного пая биржевых паевых инвестиционных фондов» Балакин И.А. продолжает рассуждения об инвестиционной привлекательности БПИФов для их клиентов и делает вывод о недостаточности развитых инфраструктуре и законодательной базе CITATION Заполнитель1 \ 1049 [9][9].

В отличие от данного научного труда, в нашем исследовании вопрос ин-

вестиционной привлекательности рассматривается более комплексно, без фокуса на проблемах сектора. В связи с этим важно заложить в его основу и научные статьи, объясняющие механизмы формирования стоимости пая, а следовательно, его рисков и доходности.

Корнилов Д.А., Корнилова Е.В. в статье «Базовые активы биржевых инвестиционных фондов» объясняют особенности диверсифицированного портфеля, лежащего в основе инвестиционного пая. Работа помогает читателю понять динамику курса пая БПИФа через влияние на него базового актива на примере БПИФов управляющей компании Альфа Капитал CITATION ДАК \ 1049 [10] [10]. Тем не менее, для уверенного ответа на данный исследовательский вопрос необходимо увеличение выборки.

В исследовании «Сравнение доходностей: биржевый фонд, паевой инвестиционный фонд и банковский депозит» Калашникова Е.С. и Тихомиров А.Ф.

поднимают проблему выбора финансового инструмента для частного инвестора CITATION Заполнитель2 \ 1049 [11][11]. В работе представлен анализ доходности инвестирования в индекс МосБиржи посредством покупки пая. Проведен сравнительный анализ результатов вложения средств в банковский депозит и покупку инвестиционного пая (так же, как и в прошлой статье, на конкретных примерах).

Таким образом, имеющийся набор публикаций не в полной мере удовлетворяет целям данной статьи. Необходимо продолжать научные исследования сущности БПИФов и их инвестиционной привлекательности. На основе данного обзора литературы мы пришли к выводу, что БПИФы являются сопоставимыми с торгуемыми на бирже фондами и обычными ПИФаами. Их инвестиционная привлекательность является комплексным вопросом, ведь на нее влияют как количественные, так и качественные факторы.

## Место биржевых паевых инвестиционных фондов в инвестиционном портфеле российского частного инвестора

Рассмотрим подробнее сущность БПИФов и историю их развития, чтобы сделать вывод об их значении для российского частного инвестора в составе его инвестиционного портфеля по состоянию на 2021 год.

Биржевой паевой инвестиционный фонд – финансовый инструмент, представляющий собой долю в индексе, которому следует фонд. То есть фонд вкладывает денежные средства инвесторов в покупку ценных бумаг (и финансовых инструментов), включенных в расчет индекса. Главное отличие БПИФов от других видов ПИФов – их паи обращаются на бирже. Они активно торгуются на фондовом рынке наряду с другими ценными бумагами: ETF, акциями, облигациями и пр. Цены на них формируются исходя из внутридневных торгов.

Банк России отмечает увеличение популярности инвесторов к БПИФам: приток средств в четвертом квартале 2020 года вырос почти в семь раз по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года СІТАTION Бан21 \ 1049 [3] [3]. Рост популярности этих фондов связан как с подъемом в целом российского сегмента инвестиционных фондов, так и преимуществами БПИФов перед другими видами фондов. Остановимся на этом подробнее.

Первая группа причин подробно проанализирована в «Обзоре ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов» за четвертый квартал 2020 года. К ним относятся следующие:

- потенциально более высокая доходность инвестиций в фонды, чем в банковские депозиты на фоне снижения ставок по вкладам;
- повышенная волатильность на финансовых рынках и за счет этого возможность получения большей прибыли;
- ускорение процесса цифровизации, в том числе развития дистанцион-

ных каналов продаж финансовых инструментов в условиях самоизоляции населения;

- рост нормы сбережений из-за ограничительных мер и сокращение возможностей трат на товары и услуги;
- повышение интереса к инвестициям в иностранные ценные бумаги, в том числе в составе фондов, на фоне ослабления рубля и роста мировых фондовых рынков.

Вторая группа причин обусловлена непосредственно особенностями БПИФов. Согласно данным Банка России, во втором квартале 2021 года именно БПИФы лидируют по притоку инвесторов СІТАTION Бан211 \ 1049 [1] [1]. БПИФы:

- более ликвидны, чем ПИФы, поскольку их паи можно покупать и продавать в течение дня по текущей рыночной стоимости СІТАTION Бан21 \ 1049 [3] [3];
- дают дополнительные налоговые преимущества перед ETF: получение дивидендов и некоторые операции с ценными бумагами не оказывают влияния на налогооблагаемую базу в текущем году СІТАTION Мос21 \ 1049 [2] [2];
- просты в приобретении и торговле, поскольку приобретаются с брокерского счета, а обычные ПИФы – в управляющей компании СІТАTION Бан21 \ 1049 [3][3];
- характеризуются невысокими комиссиями, в отличие от ПИФов СІТАTION Бан21 \ 1049 [3][3].

Таким образом, становится возможно охарактеризовать место БПИФов в портфеле российского частного инвестора. Сходства и различия БПИФов, ETF и ПИФов, которые могут влиять на решение инвестора о вложении средств в тот или иной тип фондов, представлены в таблице 1.

Обоснование значимости приведенных в таблице 1 факторов для инвестора следующее. Цена пая, комиссии и налоговые льготы непосредственно влияют на прибыль инвестора. Цену пая определяют в том числе ликвидность активов и возможность внутридневной торговли.

Таблица 1. Сходства и различия БПИФов, ETF и ПИФов с точки зрения частного инвестора (составлено автором)

	БПИФ	ETF	ПИФ
Цена	Изменяется в течение дня, покупка и продажа возможны по текущим рыночным ценам	Изменяется в течение дня, покупка и продажа возможны по текущим рыночным ценам	Заранее неизвестна
Управляющая компания	Российская	Иностранная	Российская
Покупка/продажа паев	Происходит через подачу заявки брокеру через торговый терминал или поручением по телефону	Происходит через подачу заявки брокеру через торговый терминал или поручением по телефону	Возможна в офисе или на сайте управляющей компании
Управление	Пассивное (следование за индексом) <sup>1</sup>	Пассивное (следование за индексом) <sup>2</sup>	Осуществляется управляющей компанией
Структура фонда	Соответствует индексу	Соответствует индексу	Определяется инвестиционной декларацией
Погрешность следования индексу, заявленному в качестве базового актива CITATION Бло20 \ 1049 [12][12]	3–5%	0,04%–1,75%	Отсутствует
Внутридневная торговля	Возможна	Возможна	Невозможна
Налоговые льготы	При открытии индивидуального инвестиционного счета и на дивиденды, полученные от российских компаний	При открытии индивидуального инвестиционного счета	Нет
Комиссии <sup>3</sup>	Средние/низкие	Низкие	Средние/высокие
Ликвидность	Средняя/высокая	Высокая	Низкая
СЧА	Низкая	Низкая	Высокая

Последние два фактора также важны для обеспечения удобства инвесторов и их удовлетворенности условиями своего взаимодействия с брокером и финансовым рынком в целом. Этой же цели служит возможность покупки и продажи паев через брокерский счет.

Профессионализм доверительного управляющего (управляющей компании), формирующей фонд, обеспечивает предложение в сегменте фондов и их

<sup>2</sup> За редкими исключениями, которые будут упомянуты далее в контексте активных инвестиционных стратегий

<sup>3</sup> Там же.

<sup>4</sup> Приведенные суждения об уровне комиссий взяты из [8] и совпадают с оценкой Банка России [3], но могут стать предметом более пристального изучения и оценки, так как варьируются от фонда к фонду. К показателю комиссий не биржевых ПИФов относятся скидки и надбавки, возникающие при покупке и продаже паев, а также вознаграждение управляющей компании

разнообразие. К задачам управляющей компании также относится необходимость обеспечивать прозрачность активов фонда для частных инвесторов. Мастерство менеджера, производящего ребалансировку активов фонда, применяется для управления величиной погрешности следования индексу.

Юрисдикция управляющей компании предопределяет надежность вложений в фонды, а применимые в стране законодательные нормы – степень защиты инвесторов.

Стоимость чистых активов помогает инвестору оценить привлекательность инвестиционного актива. Поскольку, чем больше капитал в распоряжении у фонда, тем дешевле ему обходятся услуги депозитария, так как меньшая доля средств тратится на расходы по обслуживанию фонда. Кроме того,

фонды с высокой СЧА могут восприниматься клиентами как более надежные.

Итак, БПИФы являются альтернативой ПИФам и биржевым фондам иностранных эмитентов, торгуемым на Московской бирже. В зависимости от инвестиционных предпочтений конкретного частного инвестора, они выигрывают или проигрывают этим видам фондов по определенным показателям – цене акции/пая, удобству торговли, надежности вложений. При выборе фонда для вложений средств инвестор самостоятельно оценивает вышеприведенные показатели и принимает решение о выборе подходящего типа фонда.

Определившись с типом фонда, перед клиентом встает вопрос о выборе самого фонда, а для этого ему необходимо оценить непосредственно риски и доходность таких вложений. Таким образом, следующим исследовательским вопросом, поднимаемым в данной статье, является оценка роли БПИФов в инвестиционных предпочтениях российских частных инвесторов.

Роль биржевых инвестиционных фондов в инвестиционных предпочтениях российских частных инвесторов

Роль БПИФов, как и любых других активов в инвестиционном портфеле, сводится к тому, чтобы максимизировать прибыль инвестора и одновременно с этим минимизировать его риски.

При выборе фонда для вложения средств клиенту в первую очередь необходимо определить желаемую стратегию инвестирования: активную или пассивную. Пассивное инвестирование равнозначно стратегии «купить и держать», а активное – продиктовано стремлением получать прибыль независимо от роста или падения финансового рынка.

Как правило, БПИФы придерживаются стратегии пассивного дохода CITATION МЧу21 \ 1049 [13] [13]. Для этого менеджер фонда формирует портфель ценных бумаг, схожий по структуре с индексом, и периодически ребалансирует его. Возникает погрешность следования индексу, заявленному в качестве базового актива (в случае падения индекса наличие погрешности может уменьшить потери инвестора, и наоборот).

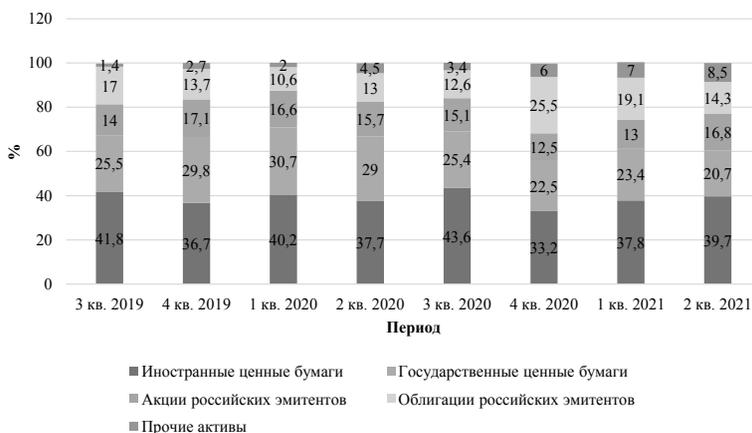


Рис. 4. Структура активов БПИФов в% CITATION Бан211 \ 1049 [1] [7]

БПИФы, придерживающиеся стратегии активного инвестирования, больше похожи на классические ПИФы. Их портфель активов формируется и корректируется менеджером фонда без привязки к какому-либо индексу. К та-

ким БПИФам относятся, например, VTBM, инвестирующий в обратные РЕПО, или VTBV со стратегией «смайт бета» – в него входят облигации, подходящие определенным критериям<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Значение коэффициента Бета объясняется далее

После того как, инвестор определит-ся со стратегией, необходимо выбрать конкретный индекс – то есть подходящий базовый актив, лежащий в основе БПИФа. Рассмотрим структуру активов БПИФов за 2019–2020 гг. (рисунок 4).

На рисунке видно, что значительную долю в портфеле БПИФов составляют иностранные ценные бумаги. Это означает, что БПИФы зарекомендовали себя как удобный инструмент для подобных вложений. Приобрести бумаги зарубежных эмитентов через пай БПИФа проще, чем купить их самостоятельно через брокера (так как для покупки некоторых из них может потребоваться статус квалифицированного инвестора). При этом количество подобных БПИФов больше, чем обращающихся на Московской бирже ETF.

Рисунок 4 также подтверждает, что вложения в БПИФ повышают диверсификацию инвестиционного портфеля. Клиенты воспринимают БПИФы как инвестицию с относительно низким риском, поскольку диверсификация позволяет распределить денежные средства между несколькими активами, таким образом снижая риски инвестирования в целом.

Инвестиционные цели клиентов влияют на выбор фонда. Традиционно акции считаются более рискованными активами, чем облигации, а, например, золото, относится к «защитным» активам, эффективным во время кризисов. Выбор в качестве базового актива бумаг иностранных эмитентов помогает защититься от страновых рисков и колебаний курса национальной валюты. Заметим, что в некоторых случаях базовым активом фонда является другой фонд, что может создавать скрытые комиссии.

Наиболее важным для инвесторов критерием при выборе фонда выступает доходность фонда в ретроспективе, хотя это и не гарантирует будущую прибыль. Для ее расчета можно использовать показатель CAGR – совокупный среднегодовой темп прироста доходности CITATION Кур20 \1 1049 [14] [14].

Обратной стороной доходности выступает риск. Показатель волатиль-

ности показывает, насколько сильно доходность актива может отклоняться от своей средней. Для инвесторов, склонных к риску, подойдут фонды с высокой волатильностью. Показатель рассчитывается следующим образом:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (X_i - X)^2}{N - 1}},$$

где  $X_i$  – доходность фонда за  $i$  период,  $X$  – средняя доходность фонда,  $N$  – количество наблюдений.

Коэффициент Бета используется для того, чтобы оценить, насколько фонд подвержен рыночным рискам. Он показывает степень корреляции доходности фонда с динамикой основного фондового индекса (в России это индекс Московской биржи). Значение коэффициента меньше нуля говорит о том, что цена БПИФа движется в противоположную от индекса сторону, и наоборот. Коэффициент следует применять при оценке уровня диверсификации портфеля: в нем должны быть и активы с Бетой, близкой к нулю, и активы, динамика которых идет вразрез с индексом на случай его падения. Он рассчитывается так:

$$\beta = \frac{covx, p}{\sigma^2},$$

где  $covx, p$  – ковариация доходности фонда  $x$  и доходности рынка (индекса)  $p$ ;  $\sigma$  – стандартное отклонение доходности рынка.

Коэффициент Шарпа рассчитывается на основе показателей доходности и волатильности. Сама формула выглядит следующим образом:

$$\text{Коэф. Шарпа} = \frac{R_{\text{фонда}} - R_{\text{безриск. актива}}}{\sigma},$$

где  $R_{\text{фонда}}$  – доходность инвестиционного фонда,  $R_{\text{безриск. актива}}$  – доходность безрискового актива,  $\sigma$  – волатильность фонда.

В качестве безрискового актива можно рассматривать государственные облигации и депозиты в крупных банках. Если коэффициент Шарпа больше либо равен единице, то доходность

инвестиционного фонда покрывает риск инвестирования. Если коэффициент находится в диапазоне между 0 и 1, считается, что доходность фонда риск не покрывает. При значениях меньше 0 – фонд убыточен.

Рассмотрим другой коэффициент – коэффициент Сортино. Рассчитывается он следующим образом:

$$\text{Козф. Сортино} = \frac{(R_{\text{фонда}} - R_{\text{безриск. актива}})}{\sigma \downarrow},$$

где  $\sigma \downarrow$  – волатильность снижения цены.

Главное отличие коэффициента Сортино от Шарпа заключается в том, что волатильность актива рассматривается только для падения, т.е. отрицательного отклонения цены.

Применяя данные формулы при принятии решения о вложении средств в конкретный фонд, инвесторы могут определить наиболее подходящий БПИФ, удовлетворяющий их инвестиционным предпочтениям.

Таким образом, БПИФы играют важную роль в инвестиционном портфеле российского частного инвестора. С одной стороны, они способствуют большей диверсификации портфеля, тем самым снижая его риски (к ним относятся в том числе страновые и валютные). С другой, позволяют максимизировать доходность, в том числе за счет возможности получения доходности выше рыночной. Применение расчетных коэффициентов позволяет инвестору контролировать риски портфеля и придерживаться подходящих ему инвестиционных стратегий, различающихся в зависимости от его личной склонности к риску.

## Заключение

В данной статье охарактеризовано место БПИФов и оценена их роль в инвестиционном портфеле частного инвестора. Авторами было выявлено, что ближайшими аналогами БПИФов являются ПИФы и ETF. БПИФы относятся к ПИФам по закону, а значит на них распространяются те же требования по составу

и структуре активов, запрет на маржинальную торговлю и другие ограничения. Наибольшее сходство проявляется при сравнении активно управляемых БПИФов с обычными ПИФами, так как их портфели не привязаны к индексу, а управляются менеджером. По своим характеристикам, однако, БПИФы обладают большим сходством с иностранными ETF. К ним относятся: следование индексу, отсутствие дополнительных комиссий (таких как скидки, надбавки, комиссии за управление фондом), возможность торговли внутри дня по рыночным ценам и другие факторы, имеющих значение для инвестора при принятии решения о вложении средств.

БПИФы играют важную роль в инвестиционном портфеле российских частных инвесторов, поэтому пользуются большим спросом. Это удобный инструмент, обладающий определенными конкурентными преимуществами перед другими видами фондов и самостоятельным инвестированием через брокера. Вложения средств в БПИФы повышают диверсификацию портфеля, что может снизить его риски без потери в доходности. Достаточно высокая степень прозрачности БПИФов позволяет инвесторам контролировать риски своих вложений и конструировать портфель полностью в соответствии со своей склонностью к риску.

Подводя итог, отметим, что по сравнению с другими научными исследованиями, данная научная статья дает более комплексный взгляд на проблему с позиции инвесторов БПИФов. Последние, принимая решение о вложении средств, могут руководствоваться как качественными характеристиками фондов, обусловленными особенностями БПИФов, так и количественными, в том числе статистическими данными о развитии данного рыночного сегмента.

Ограничением данного исследования и одновременно с этим направлением для его дальнейшего развития относится отсутствие количественной оценки инвестиционной привлекательности БПИФов, однако заинтересованные ин-

весторы могут самостоятельно произвести ее, руководствуясь изложенными выше методами.

### Литература

1. Банк России, «Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов», Москва, 2021.
2. Московская биржа, «Биржевые инвестиционные фонды на Московской бирже», Московская биржа, URL: <https://www.moex.com/s3035>. [Дата обращения: 03.09.2021].
3. Банк России, «Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов», Москва, 2020.
4. Е. Шепелев, «Почему на Московской бирже так мало ETF?» // Тинькофф Журнал, 13.07.2020. URL: <https://journal.tinkoff.ru/ask/need-more-etfs/>. [Дата обращения: 01.09.2021].
5. В. Чижик, «Классификация, сравнительный анализ и характеристика инвестиционных фондов в России» // Научно-методический электронный журнал «Концепт», № 1, с. 21–25, 2015.
6. А. Коняхина, «Биржевые паевые инвестиционные фонды: развитие и перспективы российского фондового рынка» // Проблемы науки, т. 6, № 54, с. 63–68, 2020.
7. А. Тихомиров, Е. Безвинная, «Биржевые ПИФы – новый инструмент коллективных инвестиций на российском фондовом рынке» // Фундаментальные и прикладные исследования в области управления, экономики и торговли. Сборник трудов всероссийской научной и учебно-практической конференции 2020.
8. И. Балакин, «Особенности инвестиционного пая биржевых паевых инвестиционных фондов» // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт, № 21, с. 128–132, 2019.
9. И. Балакин, «Проблемы инвестиционной привлекательности инвестиционного пая биржевых паевых инвестиционных фондов» // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. № 21, с. 128–132, 2019.
10. Е. Корнилова., Д. Корнилов, «Базовые активы биржевых инвестиционных фондов» // Актуальные вопросы экономики, менеджмента и инноваций. Материалы Международной научно-практической конференции, 2020.
11. А. Тихомиров, Е. Калашникова, «Сравнение доходностей: биржевый фонд, паевой инвестиционный фонд и банковский депозит» // Неделя науки СПбГУ. Материалы научной конференции с международным участием. Институт промышленного менеджмента, экономики и торговли. В 3-х частях. С. 362–364, 2019.
12. Блог ленивого инвестора, «БПИФ vs ETF: почувствуйте разницу» 13.02.2020. URL: <https://smfanton.ru/investicionnye-instrumenty/birzhevoy-fond-i-etf.html>. [Дата обращения: 03.09.2021].
13. М. Чуклин, «Что такое биржевые ПИФы (БПИФы)?» // Инвестор Альфа, 21.01.2021. URL: <https://alfainvestor.ru/chto-takoe-birzhevye-pify-bpify/>. [Дата обращения: 03.09.2021].
14. Д. Курицын, «Как я выбираю фонды в свой портфель» // Тинькофф журнал, URL: <https://yandex.ru/turbo/journal.tinkoff.ru/s/choose-etfs/>. [Дата обращения: 03.09.2020].

### THE PLACE AND ROLE OF EXCHANGE-TRADED MUTUAL FUNDS IN THE INVESTMENT PORTFOLIO OF RUSSIAN PRIVATE INVESTORS

Merekina E.V., Yakovleva A.A.

Lomonosov Moscow State University

The purpose of this article is to determine the place and role of exchange-traded mutual funds in the investment portfolio of Russian private investors. To do this, first of all, we clarify the concept of an exchange-traded mutual investment fund and compare it with its closest an-

alogues – foreign exchange-traded investment funds traded on the Moscow Exchange, and mutual investment funds traded by management companies. Then we determine the competitive advantages of these funds over other forms of investment and provide the statistical indicators that are important for potential investors when making a decision about investing in the fund. Finally, there is a list of calculation indicators that are useful for clients of exchange-traded mutual funds, which allow calculating the risks and profitability of funds and bringing them in line with various investment strategies.

**Keywords:** exchange-traded mutual investment fund, exchange-traded investment fund, mutual investment fund, management company.

### References

1. Bank of Russia, "Review of key indicators of mutual and joint-stock investment funds", Moscow, 2021.
2. Moscow Exchange, "Exchange-traded investment funds on the Moscow Exchange", Moscow Exchange, URL: <https://www.moex.com/s3035>. [Accessed: 03.09.2021].
3. Bank of Russia, "Review of key indicators of mutual and joint-stock investment funds", Moscow, 2020.
4. E. Shepelev, "Why are there so few ETFs on the Moscow Stock Exchange?" // Tinkoff Magazine, 13.07.2020. URL: <https://journal.tinkoff.ru/ask/need-more-etfs/>. [Accessed: 01.09.2021].
5. V. Chizhik, "Classification, comparative analysis and characterization of the investment funds in Russia" // Scientific-methodical electronic journal "Concept", № 1, pp. 21–25, 2015.
6. A. Konyahina, "Exchange-traded mutual funds: development and prospects of the Russian stock market" // Problems of science, vol. 6, No. 54, pp. 63–68, 2020.
7. A. Tikhomirov, E. Bezvinnaya, "Exchange-traded mutual funds – a new instrument of collective investment in the Russian stock market" // Fundamental and applied research in the field of management, economics and trade. Proceedings of the all-Russian scientific and educational-practical conference 2020.
8. I. Balakin, "Features of the investment unit of exchange-traded mutual investment funds" // Actual problems and prospects of economic development: Russian and foreign experience, No. 21, pp. 128–132, 2019.
9. I. Balakin, "Problems of investment attractiveness of an investment unit of exchange-traded mutual investment funds" // Actual problems and prospects of economic development: Russian and foreign experience. No. 21, pp. 128–132, 2019.
10. E. Kornilova, D. Kornilov, "Basic assets of exchange-traded investment funds" // Actual issues of economics, management and innovation. Materials of the International Scientific and Practical Conference, 2020.
11. A. Tikhomirov, E. Kalashnikova, "Comparison of yields: exchange-traded fund, mutual investment fund and bank deposit" // SPB-GU Science Week. Materials of the scientific conference with international participation. Institute of Industrial Management, Economics and Trade. In 3 parts. pp. 362–364, 2019.
12. Blog of a lazy investor, "BPIF vs ETF: feel the difference" 13.02.2020. URL: <https://smfanton.ru/investicionnye-instrumenty/birzhevoy-fond-i-etf.html>. [Accessed: 03.09.2021].
13. M. Chuklin, "What are exchange mutual funds (BPIFs)?" // Investor Alfa, 21.01.2021. URL: <https://alfainvestor.ru/chto-takoe-birzhevye-pify-bpify/>. [Accessed: 03.09.2021].
14. D. Kuritsyn, "How I choose funds in my portfolio" // Tinkoff magazine, URL: <https://yandex.ru/turbo/journal.tinkoff.ru/s/choose-etfs/>. [Accessed: 03.09.2020].

## ETF на российском рынке и проблема их ликвидности

**Ченский Артур Игоревич,**

аналитик, Институт экспериментальной экономики  
и финансов МГУ имени М.В. Ломоносова  
E-mail: artur.chenskiy@yandex.ru

Целью статьи является рассмотрение проблемы ликвидности ETF и компонентов в него входящих на примере ETF «ВТБ – Индекс МосБиржи» (VTBX ETF). ETF или БПИФ является упрощенным решением для инвесторов, которые не хотят тратить своё время на сбор инвестиционного портфеля, состоящего из множества ценных бумаг. Вместо этого инвестору предлагается финансовый инструмент, который копирует структуру конкретного индексного фонда. Кроме того, инвестору не нужно тратить большое количество денег на то, чтобы собрать в достаточной степени диверсифицированный портфель, поскольку ETF может отслеживать сразу несколько сотен ценных бумаг из самых различных сфер. Исследование ликвидности важно для понимания привлекательности ETF на российском рынке. Для примера исследуется ликвидность одного из самых известных ETF на российском фондовом рынке – «ВТБ – Индекс МосБиржи» (VTBX ETF).

**Ключевые слова:** ETF, БПИФ, ликвидность, диверсификация.

### Введение

В России рынок ETF (exchange traded funds) или по-другому рынок БПИФ (биржевых паевых инвестиционных фондов) нельзя назвать достаточно зрелым, поскольку его история насчитывает менее 10 лет. Первый ETF – FinEx Tradable Russian Corporate Bonds был запущен в апреле 2013 года [7]. В то время как в США первый ETF появился на 20 лет раньше, в 1993 году [3]. Ввиду этого, исследований, посвящённых рынку ETF, в России крайне мало, а работ, которые касаются темы ликвидности ETF и их компонентов, и вовсе практически нет.

Российский рынок ETF действительно крайне неразвит, несмотря на то, что каждый год на нём появляется всё больше и больше фондов, на данный момент общее число ETF, доступных для покупки на МосБирже, чуть больше 100. В то же время американский фондовый рынок, который насчитывает уже почти 30-летнюю историю существования ETF-рынка, насчитывает более 2000 ETF. Более чем 20-кратная разница очевидно наводит на мысль о том, что ETF в России – не самый популярный финансовый инструмент [8].

Данная работа обладает высокой степенью новизны и, кроме того, крайне актуальна для современной российской экономики, поскольку фондовый рынок России привлекает всё большее количество частных инвесторов, которые находят инвестиции в акции, облигации, фонды более выгодным вложением своих средств, нежели открытие депозитов. Депозиты уже не так сильно привлекают инвесторов ввиду низкой фиксированной доходности, в то время как на фондовой бирже возможно получить двухзначную доходность.

Данное исследование ставит перед собой цель ответить на вопрос, что является более ликвидным, ETF или компоненты в него входящие (акции, облигации). Для этого исследуется ликвидность БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи»

(VTBX ETF) и входящих в него компонентов.

### Ликвидность и неликвидность Амихуда

Под ликвидностью мы будем понимать некоторую совокупность факторов [5]:

1. Торговое время: возможность осуществить транзакцию с ценной бумагой немедленно по рыночной цене.

2. Ценовой предел: возможность продать или купить актив по примерно одинаковой цене в короткий промежуток времени.

3. Ограниченное влияние: способность купить или продать определенное количество актива без существенного влияния на его цену.

4. Сопротивляемость: как быстро цена актива может вернуться к своим прежним значениям после совершения крупной транзакции с данной ценной бумагой.

Для измерения меры ликвидности активов была использована формула неликвидности Амихуда [1], которая имеет следующий вид:

$$ILLIQ_T^i = \frac{1}{D_T} \sum_{t=1}^{D_T} \frac{|R_t^i|}{P_t^i V_t^i},$$

где  $D_T$  – количество дней, в течение которых торгуется данный актив;

$R_t^i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$  – дневная доходность актива;

$P_t^i$  – цена актива в день  $t$ ;

$V_t^i$  – объём торгов данным активом в день  $t$ .

В своей статье Амихуд показал, что со временем ожидаемая неликвидность рынка положительно влияет на предполагаемую избыточную доходность, предполагая, что ожидаемая избыточная доходность акций частично представляется собой премию за ликвидность. Это дополняет перекрестную взаимосвязь положительной доходности и неликвидности. Кроме того, доходность акций со временем отрицательно связана с одновременной неожиданной неликвидностью. Мерой неликвидно-

сти здесь является среднее по акциям дневное отношение абсолютной доходности акций к долларовому объёму, которое легко получить из ежедневных данных по объёмам торгов для длинных временных рядов на большинстве фондовых рынков. Неликвидность сильнее сказывается на акциях мелких фирм, что объясняет вариации временных рядов их премий в сверхурочное время [1].

В формуле Амихуда учитывается несколько параметров ликвидности. Во-первых, меньшее изменение цены указывает на большую ликвидность. Во-вторых, больший объём торгов говорит о более высокой ликвидности актива. В-третьих, учитывается влияние оборота на изменение цен. Актив будет более ликвидным, если влияние оборота на цену будет меньше.

### Ликвидность VTBX ETF и его компонентов

В качестве исследуемого актива берётся БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи» (VTBX ETF), который отслеживает динамику Индекса МосБиржи полной доходности «брутто» (MCFTTR). БПИФ включает в себя обыкновенные, привилегированные акции, а также депозитарные расписки на акции. Данный БПИФ был выбран не случайно, поскольку он очень привлекателен среди инвесторов. Фонд берет низкую комиссию за управление (всего 0,69%), также у фонда низкая ошибка слежения (менее 0,5%) и, кроме того, фонд показывает неплохую доходность (более 20% за полгода) [6].

В качестве примера были рассмотрены первые 10 активов, которые составляют наибольшую долю в БПИФ (совокупная доля этих 10 активов составляет 70%). Это акции таких компаний, как ПАО «Газпром», ПАО «Сбербанк», ПАО «Лукойл», ПАО «ГМК Норильский Никель», Yandex NV, ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НК Роснефть», АО «Полиметалл», АО «Тинькофф Банк», ПАО «Полус».

Данные, которые были необходимы для расчёта формулы Амихуда, включали в себя среднедневную це-

ну на конкретный актив, объём торгов в течение дня [8]; все остальные данные были получены путем дополнительных расчетов, сделанных автором. Данные по всем активам были взяты, начиная с 3 марта 2020 года, когда БПИФ начал торговаться на бирже, до ныне доступной даты, 26 мая 2021 года.

Полученные данные сведены в таблицу 1. Из данной таблицы мы можем заметить, что наибольшим показателем неликвидности обладает сам БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи», неликвидность его компонентов значительно меньше. То есть БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи» оказался менее ликвидным, чем компоненты в него входящие.

Самым ликвидным активом оказались акции ПАО «Сбербанк» с неликвидностью Амихуда, равной  $8,22 \cdot 10^{-13}$ . Наименее ликвидным активом оказались акции АО «Тинькофф Банк» с мерой неликвидности Амихуда в  $4,10 \cdot 10^{-11}$ . Однако активов, которые бы были даже близко так же неликвидны, как БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи», не оказалось среди 10 компонентов фонда (табл. 1).

Таблица 1. Показатель неликвидности Амихуда 10 активов, входящих в БПИФ «ВТБ – Индекс МосБиржи»

Название актива	Amihud ILLIQ	Доля в БПИФ
VTBX ETF	$1,18 \cdot 10^{-9}$	
GAZP	$1,23 \cdot 10^{-12}$	14%
SBER	$8,22 \cdot 10^{-13}$	14%
LKOH	$2,00 \cdot 10^{-12}$	11%
GMKN	$1,99 \cdot 10^{-12}$	8%
YNDX	$5,15 \cdot 10^{-12}$	7%
NVTK	$9,07 \cdot 10^{-12}$	5%
ROSN	$4,48 \cdot 10^{-12}$	3%
POLY	$1,02 \cdot 10^{-12}$	3%
TCSGDR	$4,10 \cdot 10^{-11}$	3%
PLZL	$6,03 \cdot 10^{-12}$	2%

## Выводы

Данный результат не согласуется с результатами, полученными другими учеными Van Ness et al (2005) [4] and Hedge and McDermott (2004) [2], которые в своих исследованиях выявили, что ETF более ликвиден, чем набор компонентов в него входящих.

В частности, Ван Несс подчеркивает, что неинформированные инвесторы, то есть не профессиональные инвесторы, предпочитают инвестиции в ETF инвестициям в отдельные акции [4].

Для нашего фондового рынка характерна обратная ситуация, инвесторы по-прежнему предпочитают инвестировать в акции, нежели в ETF. И невысокая ликвидность ETF говорит о том, что российские инвесторы пока не понимают всех выгод инвестиций в ETF, которые дают высокую степень диверсификации без существенных вложений. Именно поэтому необходимо, чтобы биржи лучше информировали своих инвесторов о выгодах инвестиций в ETF.

Информировать своих инвесторов должны брокеры, которые могли бы объяснять инвесторам, что вкладываясь в ETF, им не нужно нести большие затраты, чтобы собрать диверсифицированный портфель, поскольку за них это сделали управляющие компании. Стоит обратить внимание на то, чтобы собрать портфель из всех акций, входящих в индекс МосБиржи, инвестору потребуется несколько десятков тысяч рублей; в то время как ETF на тот же индекс обойдется инвестору всего в несколько сот рублей.

## Литература

1. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5, 31–56
2. Hegde S. P. & J.B. McDermott (2004). The Market Liquidity of DIAMONDS, Q's and their Underlying Stocks. *Journal of Banking and Finance*, v28, 1043–1067
3. Hill, Joanne M. and Nadig, Dave and Hougan, Matthew, A Comprehensive

- Guide to Exchange Traded Funds (May 1, 2015). CFA Institute Research Foundation
4. Van Ness B.F., Van Ness, R.A. & Warr, R.S. (2005). The Impact of the Introduction of Index Securities on the Underlying Stocks: The Case of the Diamonds and the Dow 30. *Advances in Quantitative Finance and Accounting*, v2, 105–128
  5. Von Wyss, R. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. M. Sc. Dissertation Submitted to der Universität St. Gallen, Zurich
  6. ВТБ Капитал. ВТБ – индекс МосБиржи. Инвестиционная стратегия. [Электронный ресурс]. URL: [https://www.vtbcapital-am.ru/products/bpif/vtbfimb/investment\\_strategy/](https://www.vtbcapital-am.ru/products/bpif/vtbfimb/investment_strategy/) (дата обращения: 26.05.2021)
  7. Московская Биржа. Московская Биржа допустила к торгам первый в России иностранный биржевой инвестиционный фонд. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/n3126> (дата обращения: 26.05.2021)
  8. Investing.com [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 26.05.2021)

## ETF IN THE RUSSIAN MARKET AND THE PROBLEM OF THEIR LIQUIDITY

**Chenskiy A.I.**

Institute of Experimental Economics and Finance of Lomonosov Moscow State University

The purpose of the article is to consider the problem of liquidity of ETF and its components using the example of ETF «VTB – Moscow Exchange Index» (VTBX ETF). ETF or ETMF is a simplified solution for investors who do not want to spend their time collecting an investment portfolio consisting of many securities. Instead, the investor is offered a financial instrument that copies the structure of a particular index fund. In addition,

the investor does not need to spend a large amount of money in order to collect a sufficiently diversified portfolio, since the ETF can track several hundred securities at once from a wide variety of areas. Liquidity research is important for understanding the attractiveness of ETFs in the Russian market. As an example, we investigate the liquidity of one of the most famous ETFs on the Russian stock market – «VTB – Moscow Exchange Index» (VTBX ETF).

**Keywords:** ETF, ETMF, liquidity, diversification.

## References

1. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5, 31–56
2. Hegde S. P. & J.B. McDermott (2004). The Market Liquidity of DIA-MONDS, Q's and their Underlying Stocks. *Journal of Banking and Finance*, v28, 1043–1067
3. Hill, Joanne M. and Nadig, Dave and Houghton, Matthew, *A Comprehensive Guide to Exchange Traded Funds (May 1, 2015)*. CFA Institute Research Foundation
4. Van Ness B.F., Van Ness, R.A. & Warr, R.S. (2005). The Impact of the Introduction of Index Securities on the Underlying Stocks: The Case of the Diamonds and the Dow 30. *Advances in Quantitative Finance and Accounting*, v2, 105–128
5. Von Wyss, R. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. M. Sc. Dissertation Submitted to der Universität St. Gallen, Zurich
6. VTB Capital. VTB – Moscow Exchange index. Investment strategy. [Electronic resource]. URL: [https://www.vtbcapital-am.ru/products/bpif/vtbfimb/investment\\_strategy/](https://www.vtbcapital-am.ru/products/bpif/vtbfimb/investment_strategy/) (date accessed: 05/26/2021)
7. Moscow Exchange. The Moscow Exchange admitted to trading the first foreign exchange-traded investment fund in Russia. [Electronic resource]. URL: <https://www.moex.com/n3126> (date accessed: 05/26/2021)
8. Investing.com [Electronic resource]. URL: <https://ru.investing.com/> (date accessed: 05/26/2021)

## Специфические механизмы управления дебиторской задолженностью

**Алешина Анна Валентиновна,**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова  
E-mail: annaaleshina@mail.ru

В статье рассматриваются специфические механизмы управления дебиторской задолженностью, основанные на применении информационных технологий. Выделена общая совокупность мероприятий, требующих осуществления для эффективного управления дебиторской задолженностью. Показаны направления применения ABC- и XYZ-анализа как инструментов мониторинга изменений структуры и особенностей поведения наиболее значимых групп дебиторов.

**Ключевые слова:** дебиторская задолженность, кредиторская задолженность, информационные технологии, ABC-анализ, XYZ-анализ.

Широко применяемым инструментом стимулирования продаж является предоставление покупателям отсрочек в оплате поставляемых товаров и услуг. Это приводит к возникновению дебиторской задолженности, неэффективное управление которой существенно повышает риски несвоевременной оплаты и, как следствие, утери платежеспособности.

На размеры совокупной дебиторской задолженности влияет множество факторов. Важнейшими из них являются: объемы продаж без предварительной оплаты; установленные договорными отношениями с покупателями; условия расчетов с ними; политика востребования задолженностей клиентов; их платёжная дисциплина и т.д. [3]

Эффективное управление дебиторской задолженностью требует постоянного отслеживания информации о её величине, структуре, сроках возникновения, объемах просрочек оплаты конкретными контрагентами, а также рисках несвоевременного погашения. Постоянный мониторинг этих данных даёт возможность: оценивать надёжность дебиторской задолженности; прогнозировать изменение её объёмов и структуры; создавать эффективные механизмы и регламенты управления взаиморасчётами с потребителями.

Основная цель анализа дебиторской задолженности состоит в разработке обоснованной политики выделения кредитов клиентам для стимулирования продаж при минимальных рисках утери платежеспособности. Для достижения этой цели необходимо решение задач оценки текущих объёмов и структуры дебиторской задолженности; прогнозирования её величины; обоснования сроков предоставления и кредитных лимитов различным категориям потребителей; оценки реальной стоимости дебиторской задолженности с учётом изменения стоимости денег во време-

ни; согласования средних сроков выделения кредитов клиентам со средними отсрочками платежей поставщикам.

При большом числе клиентов, получающих отсрочки платежей, для проведения анализа дебиторской задолженности целесообразно применение специализированного программного обеспечения, поддерживающего возможность ведения всей необходимой для отслеживания взаиморасчётов с покупателями информации и позволяющего строить специализированные отчёты о задолженностях в разрезе сроков образования; сроков погашения; конкретных дебиторов и их групп, выделенных по интересующим пользователя признаков. При этом крайне желательно, чтобы такого рода выходная информация могла быть представлена в динамике.

Основными компонентами политики предоставления отсрочек платежей покупателям являются: длительность отсрочек; объёмы кредитных лимитов, устанавливаемых отдельным группам клиентов; размеры скидок за досрочную погашение задолженностей; регламенты востребования задолженностей. Контроль исполнения политики кредитования потребителей требует постоянного мониторинга превышения кредитных лимитов по любому из клиентов; выявления совокупных задолженностей с максимальным сроком погашения; наибольших суммарных задолженностей. Подобный контроль требует оперативной обработки больших объёмов данных, но, к сожалению, большинство представленных на рынке программных продуктов не поддерживают всей совокупности перечисленных инструментов.

Важно отметить, что управление дебиторской задолженностью нельзя рассматривать в обособлении от анализа состояния взаиморасчётов с кредиторами. Многие исследователи отмечают, что устойчивость работы организации в значительной степени зависит от совокупной величины, соотношения объёмов и различий в темпах оборота дебиторской и кредиторской задолженностей [1–15]. Если дебиторская задол-

женность больше кредиторской, то это свидетельствует не только о факте превышения грядущих поступлений над текущими обязательствами, но и может быть следствием превышения скорости оборота кредиторской задолженности над скоростью оборота дебиторской. Если это так, то долги дебиторов превратятся в деньги позже, чем это будет необходимо для своевременных выплат кредиторам, что может привести к технической неплатёжеспособности [2,3,7,9,11,12].

В общем случае, развёрнутое управление дебиторской задолженностью предполагает осуществление следующих мероприятий.

1) Разработка правил установки отсрочки выплат различным категориям потребителей, по видам поставляемых продуктов.

2) Ранжирование потребителей по объёмам закупок и истории взаимодействий.

3) Создание регламентов востребования просроченных задолженностей и методов контроля их соблюдения.

4) Определение способов возврата просроченных задолженностей.

5) Разработка мер стимулирования своевременного погашения долгов.

Универсальная формализация такого рода мероприятий невозможна и потому порядок их осуществления требует уточнения каждой конкретной организацией с учётом специфики её деятельности и особенностей взаимодействий с контрагентами. Однако можно определить некоторые общие положения по использованию специализированных информационных технологий управления дебиторской задолженностью.

В первую очередь, соответствующая компьютерная система должна поддерживать ведение аналитического учета дебиторской задолженности в разрезе видов продукции, групп клиентов, а также сроков выплат. Это позволит классифицировать клиентов по срокам образования задолженностей, категориям сделок, величине задолженности, отраслевой и региональной принадлежности, а также уровню платежеспособ-

ности. Опыт показывает, что уже только наличие подобной информации даёт возможность существенно повысить эффективность управления задолженностями потребителей [15].

Повышения эффективности контроля долгов клиентов можно достичь за счёт применения ABC-анализа, позволяющего распределить их по группам в соответствии с важностью взаимоотношений. В соответствии с алгоритмами ABC-анализа к группе А будут отнесены потребители, обеспечивающие основную часть выручки. В группе В будут включены клиенты, закупки которых достаточно стабильны, но относительно невелики в денежном выражении. Такого рода клиентов обычно значительно больше, чем клиентов группы А, но в совокупности они обеспечивают довольно значимые объёмы продаж. В группу С ABC-анализ выделит тех (обычно весьма многочисленных) клиентов, которым свойственны разовые или весьма незначительные по суммам покупки. Подобное распределение покупателей по ABC-классам может стать фундаментом эффективного контроля взаиморасчетов. Клиентам группы А можно предоставить наиболее продолжительные отсрочки, а также установить им особые приоритеты в обслуживании. Нередко оказывается, что клиентам группы С отсрочки платежей вообще не стоит предоставлять, поскольку обычно именно из-за них возникают значительные суммы сомнительной или просроченной дебиторской задолженности.

ABC-анализ предлагает важную и практически востребованную статическую классификацию потребителей. Но для изучения динамики изменений в их поведении имеет смысл применять средства динамического мониторинга потребительского поведения групп клиентов и трансформаций функционирования каналов сбыта.

Такого рода инструментом может выступать XYZ-анализ, дающий возможность разделять потребителей в соответствии со стабильностью их покупок. Классификация базируется на ис-

пользовании коэффициента вариации выручки за установленный пользователем период времени. Обычно в группу Х включают клиентов с коэффициентом вариации сумм выручки до 20%. К группе Y относят покупателей с вариацией выручки от 20 до 50%, а в группу Z – прочих клиентов. Однако здесь важна не столько сама классификация по стабильности закупок, сколько исследование миграций клиентов из одной группы в другую со временем.

Развёрнутые аналитические данные по величине и структуре задолженностей дебиторов позволяют выявить важные характеристики реагирования клиентов на изменение отпускных цен и тарифов. Эти изменения могут быть определены за счёт исследования взаимосвязи изменения цен с уровнем дебиторских задолженностей. Косвенным образом это даёт уточнённые данные о ценовой эластичности спроса на предоставляемые предприятием продукты и услуги.

При автоматизации задач управления дебиторской задолженностью весьма желательно, чтобы соответствующая компьютерная система включала инструменты учёта отложенных задолженностей, которые могут возникать уже при подготовке и последующем оформлении заказов клиентов и отражении других заявок, так или иначе связанных с будущими движениями денежных активов. Такого рода будущие задолженности не могут приниматься к рассмотрению бухгалтерским учетом, поскольку передача прав собственности ещё не осуществлена. Однако отложенные задолженности, в особенности клиентов групп А и В, в ближайшем будущем с большой вероятностью возникнут и потому заранее должны приниматься во внимание при составлении и балансировании платёжных календарей, позволяющих эффективно планировать будущие денежные потоки.

## Литература

1. Базарова, Л.А. Менеджмент устойчивого развития / Л.А. Базарова. // М.: Изд-во АСВ, 2007

2. Балабанов, И.Т. Финансовый анализ и планирование хозяйствующего субъекта /Балабанов И.Т. // М.: Финансы и статистика, 2001. – 141 с.
3. Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебник / О.В. Ефимова. – М.: Издательство «Омега-Л», 2009. – 350 с.
4. Бланк, И.А. Управление прибылью. / И.А. Бланк // К.: Ника-Центр, 1998. – 544 с.
5. Данилочкин, С.В. Контроллинг как инструмент управления предприятием / Е.А. Ананькина, С.В. Данилочкин, Н.Г. Данилочкин и др. // Под ред. Н.Г. Данилочкиной. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1999. – 297 с.
6. Джонс, Э. Деловые финансы. / Джонс Э. // Пер. с англ. под ред. Н.Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1998. – 416 с.
7. Дмитриева, Т.Н. Анализ деятельности предприятий по оценке эффективности функционирования системы управления в организации / Т.Н. Дмитриева // Вестник ВЗФЭИ. Воронеж. –2006. -№ 3. – с. 45–48.
8. Карминский, А.М. Контроллинг в бизнесе. Методические и практические основы построения контроллинга в организациях / А.М. Карминский, Н.И. Оленев, А.Г. Примак и др. // 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 256 с.
9. Ковалёв, В.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / В.В. Ковалёв, О.Н. Волкова. // М.: ПБОЮЛ, 2005.
10. Николаева, С.А. Особенности учета затрат в условиях рынка: система «директ-костинг»: теория и практика. / Николаева С.А. // М.: Финансы и статистика, 1993. – 128 с.
11. Николаева, О.Е. Управленческий учет. / О.Е. Николаева, Т.В. Шишкова // М. Эдиториал УРСС, 2001. – 336 с.
12. Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / Г.В. Савицкая. // М.: Инфра-М, 2009
13. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Е.С. Стоянова, И.Т. Балабанов, И.А. Бланк и др. // Под ред. Е.С. Стяновой – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Перспектива, 2000. – 656 с.
14. Шеремет, А.Д. Управленческий учет: Учеб. пособие / А.Д. Шеремет, И.М. Волков, С.М. Шапигузов и др. // Под ред. А.Д. Шеремета. – М.: ФБК-ПРЕСС, 1999. – 512 с.
15. Шуремов, Е.Л. Информационные технологии финансового планирования и экономического анализа: Практическое пособие / Е.Л. Шуремов // М.: ООО «1С-Пабблишинг», 2003. – 165 с.

**SPECIFIC MECHANISMS FOR MANAGING LONG-TERM DEBT AND SHORT-TERM DEBT**

**Alyoshina A.V.**  
Lomonosov Moscow State University

The article discusses the specific mechanisms of long-term debt and short-term debt management based on the use of information technology. The general set of measures requiring implementation for effective management of long-term debt and short-term debt is highlighted. The directions of application of ABC- and XYZ-analysis as tools for monitoring changes in the structure and behavior of the most significant groups of debtors are shown.

**Keywords:** long-term debt and short-term debt, accounts payable, information technology, ABC analysis, XYZ analysis.

**References**

1. Bazarova, L.A. Management of sustainable development / L.A. Bazarova. // М.: Publishing House of the DIA, 2007
2. Balabanov, I.T. Financial analysis and planning of an economic entity /Balabanov I.T. // М.: Finance and Statistics, 2001. – 141 p.
3. Efimova O.V. Financial analysis: modern tools for making economic decisions: textbook / O.V. Efimova. – М.: Omega-L Publishing House, 2009. – 350 p.
4. Blank, I.A. Profit management. / I.A. Blank // К.: Nika-Center, 1998– – 544 p.
5. Danilochkin, S.V. Controlling as an enterprise management tool / E.A. Anankina,

- S.V. Danilochkin, N.G. Danilochkin, etc. // Edited by N.G. Danilochkina. – M.: Audit, UNITY, 1999. – 297 p.
6. Jones, E. Business Finance. / Jones E. // Translated from English. edited by N.N. Barshnikova. – M.: CJSC “Olympus-Business”, 1998. – 416 p.
  7. Dmitrieva, T.N. Analysis of the activities of enterprises to assess the effectiveness of the functioning of the management system in the organization / T.N. Dmitrieva // Bulletin of the VZFEI. Voronezh. –2006. -No. 3. – pp. 45–48.
  8. Karminsky, A.M. Controlling in business. Methodological and practical fundamentals of controlling in organizations / A.M. Karminsky, N. And. Olenev, G.A. Primak, etc. // 2-e izd. – M.: Finance and statistics, 2002. – 256 p.
  9. Kovalev, V.V. Analysis of economic activity of the enterprise / V. Kovalev, O.N. Volkova. // M.: PBOYL, 2005.
  10. Nikolaeva, S.A. Features of cost accounting in market conditions: the direct-costing system: theory and practice. / Nikolaeva S.A. // M.: Finance and Statistics, 1993. – 128 p.
  11. Nikolaeva, O.E. Managerial accounting. / O.E. Nikolaeva, T.V. Shishkova // M. Editorial URSS, 2001. – 336 p.
  12. Savitskaya, G.V. Analysis of the economic activity of the enterprise / G.V. Savitskaya. // Moscow: Infra-M, 2009
  13. Stoyanova, E.S. Financial management: theory and practice: Textbook / E.S. Stoyanova, I.T. Balabanov, I.A. Blank, etc. // Edited by E.S. Styanova – 5th ed., reprint. and additional – M.: Perspektiva, 2000. – 656 p.
  14. Sheremet, A.D. Managerial accounting: Textbook / A.D. Sheremet, I.M. Volkov, S.M. Shapiguzov, etc. // Edited by A.D. Sheremet. – M.: FBK-PRESS, 1999. – 512 p.
  15. Shuremov, E.L. Information technologies of financial planning and economic analysis: A practical guide / E.L. Shuremov // Moscow: 1C-Publishing LLC, 2003. – 165 p.

## Актуальные проблемы развития эскроу счетов на рынке недвижимости

**Плетнева Александра Антоновна,**

ведущий специалист, Московский фонд реновации  
 жилой недвижимости застройки  
 E-mail: aleksandra.plent2001@yandex.ru

Целью статьи является рассмотрение актуальных проблем развития счетов эскроу на рынке долевого строительства объектов недвижимости. После внедрения механизма счетов эскроу стали возникать различные ситуации, указывающие на наличие «пробелов» в законодательстве. Сегодня уже невозможно себе представить строительство жилых домов без возможности долевого участия, так как многие покупатели заинтересованы в целях экономии денежных средств вложиться в проект, который находится на стадии строительства. Система эскроу-счетов еще не прошла проверку временем и может продемонстрировать новые виды рисков. Система не тестировалась по вопросу риска банкротства крупного застройщика, когда нагрузка на банк, обслуживающий застройщика по эскроу-счетам, может резко возрасти. Ярким примером рисков, связанных с банкротством крупного застройщика является дефолт по обязательствам китайского застройщика *Evergrande*, которое может спровоцировать системный финансовый кризис. Поэтому вопросы оценки рисков на рынке недвижимости, связанные с использованием эскроу-счетов являются очень актуальными.

**Ключевые слова:** эскроу счёт, долевое строительство, недвижимость, договор долевого участия, проектное финансирование, эскроу-агент, депонирование.

На протяжении многих веков одной из проблем государства были так называемые «долгострой». Незавершенные здания и сооружения требовали новых вложений, вне зависимости от того, ставилась цель довести строительство до конца или снос объекта. В современном мире существует огромное количество недостроенных объектов, в том числе величайших памятников архитектуры. Например, храм Саграда Фамилия в Испании или Кёльнский собор в Германии. Однако эта проблема касается и обыкновенных объектов недвижимости, таких как жилые дома.

В 21 веке популярным способом возведения жилых домов стало долевое строительство, при котором покупатель вкладывается на одном из начальных этапов строительства, например, на нулевом. Такая схема, с одной стороны, позволяет будущим владельцам жилья потратить меньшую сумму денег, чем при покупке уже готовой жилой площади, с другой, это риск, так как есть вероятность, что застройщик может стать банкротом. У участников долевого строительства («дольщиков») не было финансовых гарантий, в то время как строительные компании в процессе возведения объектов, становились неспособными продолжать свою деятельность. В частности, такая ситуация возникла с мелкими фирмами на рынке. В результате количество «обманутых дольщиков» стало расти с каждым годом. [1]

Счетная Палата России провела аналитическое исследование проблемы «недостроя» в России жилых объектов и выявила серьезные проблемы по ряду регионов России (см. рис. 1).

Счетная палата РФ констатировала факто того, что несмотря на принятые в последние годы меры по совершенствованию законодательства в области защиты прав дольщиков, количество обманутых дольщиков только увели-

чилось (таб. 1). По оценкам экспертов в настоящее время количество пострадавших дольщиков составляет около 200. тыс. граждан [2, стр. 2].



Рис. 1. Количество проблемных объектов жилищного строительства в регионах Российской Федерации в 2020 году [2, стр. 31]

Таблица 1. Единый реестр проблемных объектов

	Регионов	Застройщиков	Домов	Жилая площадь, тыс.м2
Открыто конкурсное производство в соответствии с Федеральным законом № 127-ФЗ	67	675	1989	11877
Введена иная процедура банкротства в соответствии с Федеральным законом № 127-ФЗ	15	29	204	661
Нарушены сроки завершения строительства более чем на 6 месяцев	60	250	396	2157
Итого				

Источник: составлено автором на основании данных портала Единого реестра проблемных объектов [3].

Для того, чтобы разрешить сложившуюся ситуацию, 1 июля 2019 года в России была введена система эскроу счетов. Эскроу счёт – это инструмент для сохранения денежных средств участника, который находят в банке. В свою очередь застройщик заключает договор проектного финансирования строительства объекта недвижимости с банком. Деньги со счёта эскроу блокируются и могут быть получены застройщиком только после выполнения своих обязательств.

Таким образом получается цепочка «застройщик – уполномоченный банк –

участник». Счёт эскроу открывается при заключении договора долевого участия (далее – ДДУ), в нём используются следующие термины:

- Депонент – владелец счёта (участник);
- Бенефициар – застройщик;
- Эскроу агент – банк.

Описанная система появилась за рубежом в 2009 году, её основной принцип заключается в возникновении третьей стороны, которая способна удерживать имущество до тех пор, пока каждая из сторон не выполнит свои

обязательства. Безусловно, эскроу счета используются не только в долевом строительстве. Они призваны обеспечить проектное финансирование, поэтому объектом депонирования могут быть движимые вещи, в том числе документарные и бездокументарные ценные бумаги, наличные деньги и т.д.

Изначально эскроу счет рассматривается как «спасение» и полная гарантия для участников. Договоры ДДУ значительно снизили количество обманутых дольщиков, однако эксперты выделяют новую угрозу, которая выявилась в течение существования и использования счетов эскроу. [4] С одной стороны, защита денежных средств происходит по принципу – возврат осуществляется в случаях, когда ДДУ расторгается по вине застройщика и когда бенефициар стал несостоятельным (в некоторых случаях вместо возврата, средства могут быть заморожены вплоть до появления нового застройщика). С другой стороны, возможна ситуация, когда строительство не может продолжаться из-за банкротства банка. На такие случаи на сегодняшний день нет механизмов, которые полностью защищали бы права участников и застройщиков. В соответствии с п. 3 ст. 13.2 Федерального закона № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» вкладчик может рассчитывать на полный возврат суммы, не превышающей 10 млн рублей. [5] Очевидно, что участник может выбрать недвижимость, которая по стоимости превышает 10 млн. рублей. В таком случае он может рассчитывать только на очередность, предусмотренной ст. 134 Федерального закона № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». [6] Таким образом можем прийти к выводу, что шансы депонента на полный возврат вложенной суммы малы.

Долевое строительство регулируется Федеральным законом № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации». [7] Рас-

смотрев п. 5 ст. 15.5 можем заметить, что начисление процентов на сумму денежных средств, находящихся на счете эскроу не предусмотрено. Это значит, что при возврате денежных средств, участник может понести убытки, которые могут возникнуть из-за инфляции. Время заключения договора, к примеру, 2007 год, а время возврата денежных средств 2013, и это не влияет на выплачиваемую сумму, она всё равно может быть только такой, которая указана в договоре. Подобная ситуация может возникать при заключении ДДУ на средства ипотечного кредита, так как при банкротстве застройщика, участнику будет выплачена только изначально внесённая сумма, но не выплаченные ранее проценты. [8]

Российское законодательство не предусматривает запрета на использование счета эскроу банком, что приводит к злоупотреблению банком своих полномочий. Например, банк имеет возможность при заключении ДДУ снять со счета денежные средства в погашение ссудной задолженности застройщика по кредитному договору, заключенному между бенефициаром и банком. По мнению эксперта Л.В. Борисовой «применение на практике таких договорных условий следует признать недопустимым, поскольку в обратном случае риски не завершения строительства объекта возлагаются не на банк, который финансирует его, а на участников строительства, открывших в нем счета эскроу. Это противоречит целям введения данного механизма, направленного на обеспечение безопасности и надежности вложенных денежных средств граждан в строительство и исключение возможности возникновения обманутых дольщиков». [9] Однако, депоненты вновь рискуют, из-за того, что бенефициар сильно зависит от банка.

Помимо угрозы для участников долевого строительства, как отмечается выше, есть риски и для застройщиков. Во-первых, теперь они не могут использовать сразу в ходе стройки средства, вложенные депонентом. В этой связи единственный выход (особенно для

маленьких и средних компаний) – это брать кредит. Существует риск того вследствие таких факторов произойдёт рост цен на недвижимость, так как застройщик вынужден платить проценты по взятым кредитам. Во-вторых, для того, чтобы повысить свою конкурентоспособность компании вынуждены будут объединяться с девелоперами, а также искать другие пути привлечения покупателей недвижимости. Например, заключение предварительных договоров об оказании услуг, создание жилищно-строительных кооперативов и т.д. [10] Такие способы могут снизить стоимость жилья на таких объектах, но увеличивают величину риска покупателя жилья.

Некоторые эксперты называют поправки в № 214-ФЗ «продуктом банковского лобби» [11]. В приведенных выше примерах можно заметить, что при возникновении внештатных ситуаций, ни депонент, ни бенефициар не защищены полностью. В 2017 году был создан компенсационный фонд и за-

креплен в Федеральном законе № 217-ФЗ «О публично-правовой компании по защите прав граждан – участников долевого строительства при несостоятельности (банкротстве) застройщиков и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». [12] Застройщик обязан отдавать 1,2% от суммы ДДУ в этот фонд, однако общая сумма денег в нём составляет примерно от 25–35 млрд рублей, и рассчитана она всю Россию. В настоящее время законодательством не предусмотрен запрет для банков использовать деньги со счетов эскроу, поэтому они могут использовать их в обороте, получая проценты. То же самое можно сказать про те суммы, которые должен внести бенефициар на счёт, а именно 10% от сметной стоимости объекта. В настоящее время количество банков, которые имеют право заниматься вопросами долевого строительства всего лишь – 32 банка (см. таб. 2).

Таблица 2. Статистика перехода на счета эскроу в разрезе банков

	Наименование Банка	Дома, шт.	Разрешения на строительство, шт.	Площадь жилья, тыс. м <sup>2</sup>	Застройщики (юр. лица), шт.	Регионы, шт.
	<b>Итого</b>	<b>6 813</b>	<b>4 804</b>	<b>70 426</b>	<b>2 689</b>	<b>79</b>
1.	ПАО СБЕРБАНК	4 112	2 997	39 698	1 645	76
2.	БАНК ВТБ (ПАО)	713	470	8 788	284	54
3.	АО «БАНК ДОМ.РФ»	580	398	6 859	279	42
4.	ПАО БАНК «ФК ОТКРЫТИЕ»	373	259	3 612	140	39
5.	АО «АЛЬФА-БАНК»	234	158	2 349	112	30
6.	АО «РОССЕЛЬХОЗБАНК»	189	116	2 478	38	25
7.	ПАО «ПРОМСВЯЗЬБАНК»	129	101	1 294	60	27
8.	БАНК ГПБ (АО)	135	73	2 004	39	20
9.	РНКБ БАНК (ПАО)	56	44	413	25	2
10.	ПАО «БАНК «САНКТ-ПЕТЕРБУРГ»	62	31	687	14	3
11.	ПАО «СОВКОМБАНК»	27	26	589	17	6
12.	АО «АБ «РОССИЯ»	35	21	198	10	4
13.	ПАО «ЧЕЛЯБИНВЕСТ-БАНК»	21	20	151	10	2

	Наименование Банка	Дома, шт.	Разрешения на строительство, шт.	Площадь жилья, тыс. м <sup>2</sup>	Застройщики (юр. лица), шт.	Регионы, шт.
14.	АО «МСП БАНК»	13	13	107	5	5
15.	АО «РАЙФФАЙЗЕНБАНК»	20	11	154	6	5
16.	ПАО «БАНК УРАЛСИБ»	9	9	83	7	5
17.	ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК»	16	8	303	6	2
18.	ПАО АКБ «МЕТАЛЛИН-ВЕСТБАНК»	9	8	95	6	3
19.	ПАО «АК БАРС» БАНК	12	8	114	5	1
20.	АО «ГЕНБАНК»	9	6	33	6	2
21.	«АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКИЙ БАНК» (АО)	5	5	20	4	3
22.	АО БАНК «СНГБ»	4	4	24	3	1
23.	БАНК «КУБ» (АО)	3	3	21	2	1
24.	БАНК «ВБРР» (АО)	3	3	28	1	1
25.	ПАО КБ «ЦЕНТР-ИНВЕСТ»	3	2	6	2	2
26.	БАНК «ЛЕВОБЕРЕЖНЫЙ» (ПАО)	3	2	43	2	1
27.	ПАО СКБ ПРИМОРЬЯ «ПРИМСОЦБАНК»	5	2	23	2	1
28.	АО «ОТП БАНК»	2	2	26	1	1
29.	АО КБ «ХЛЫНОВ»	2	2	4	2	1
30.	АО КБ «СИТИБАНК»	1	1	13	1	1
31.	ДЖЕЙ ЭНД ТИ БАНК (АО)	6	1	8	1	1
32.	Банк не указан	22	9	203	9	4

Источник: таблица составлена по данным портала Единый информационный реестр жилищного строительства Дом.РФ [13]

«Эскроу-счета участников строительства могут быть открыты только в банках, аккредитованных Центральным банком Российской Федерации и отвечающих критериям (требованиям), установленным постановлением Правительства РФ от 18 июня 2018 г. № 697. В частности: уполномоченные банки должны обладать универсальной лицензией, участвовать в системе обязательного страхования вкладов физических лиц, рейтинг банка должен быть не ниже уровня А-(RU) или уровня ruA кредитных рейтинговых агентств «АКРА», «Эксперт РА», в отношении банка должен быть утвержден план участия Банка России в предупреждении

банкротства и др.» [14] Выходит, что застройщик вынужден учесть все вышеперечисленные расходы и заложить в стоимость будущего жилья, а 32 банка получают большое количество компаний клиентов со всей России, которые придется обслуживать. В такой ситуации средним и мелким компаниям, которые занимаются, к примеру, жилой застройкой в регионах, будет крайне сложно выживать в конкурентной борьбе. К тому же можно заметить, что ситуация создаёт почву для монополизации рынка строительства.

Однако, даже при введении счетов-эскроу сохраняются некоторые риски. Рассмотрим ситуацию, когда депонент

становится банкротом. Данный аспект регулирует п. 10 ст. 213.25 Федерального закона № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». В соответствии с этим пунктом имущество депонента подлежит отдельному учёту, как имущество, переданное на депонирование эскроу-агенту. В случае признания гражданина несостоятельным, «вводится процедура реализации имущества и эскроу-агент продолжает исполнять обязательства по передаче депонированного имущества банкрота для исполнения обязательств депонента – банкрота». В дальнейшем имущество может перейти в конкурсную массу, если у гражданина в течение 6 месяцев не возникают «основания по передаче имущества бенефициару, предусмотренные договором условного депонирования (эскроу)».

По мнению эксперта И.В. Фролова «данные правила создают определенные препятствия к злоупотреблениям со стороны недобросовестных должников, которые с целью исключения имущества из конкурсной массы могут депонировать значительные денежные суммы на эскроу-счета и, передавая бенефициарам по договорам условного депонирования свои средства, ущемлять интересы кредиторов. Модель условного депонирования (эскроу) направлена прежде всего на стабилизацию хозяйственного оборота и гарантии того, что имущество, переданное эскроу-агенту, даже при банкротстве гражданина-депонента достанется контрагенту должника, если указанный контрагент гражданина-должника добросовестно исполнит все свои обязательства по сделке. Эта мера в определенной степени призвана стабилизировать хозяйственный оборот даже при тяжелом финансовом положении плательщика, вызванным его банкротством.» [15]

Анализ складывающейся ситуации показывает, что сохраняется ряд нерешенных вопросов на рынке строительства жилья, которые требуют дополнительной доработки законодательства.

## Литература

1. Обзор актуальных изменений законодательства в условиях регулирования долевого строительства объектов недвижимости / Максимова Д.А. // Сборник докладов Первой Национальной конференции. – 2020. – С. 1050–1054.
2. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ результативности практического применения норм законодательства Российской Федерации, направленных на обеспечение законных прав граждан – участников долевого строительства» // Отчет Счетной Палаты Российской Федерации в 2020 г. // Орлова С.Ю, Саватюгин А.Л., аудиторы Счетной палаты РФ // Url: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/533/5338ed211fb619c2e5573e894ef73a3f.pdf> (дата обращения 02.07.2021)
3. Единый реестр проблемных объектов // Портал информации о проблемных застройщиках // Url: <https://наш.дом.рф/сервисы/каталог-новостроек/список-проблемных-объектов?objectIds=36388%2C39794%2C39333> (дата обращения 02.07.2021)
4. Шестакова Е.В. Долевое строительство: масштабные изменения законодательства, новые условия работы по 214-ФЗ. – Право Доступа, 2018.
5. Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».
6. Федеральный закон № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» (с изм. и доп.)
7. Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (с изм. и доп.).
8. Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов не-

движимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (с изм. и доп.).

9. Витрянский В.В. Реформа российского гражданского законодательства: промежуточные итоги (перездание). – М., 2018.
10. Счета эскроу как механизм защиты прав участников долевого строительства в условиях банкротства застройщика / Л.В. Борисова // Право и экономика. – 2020. – N.1. – С. 33–36.
11. Что изменилось в расчете рыночной стоимости земли после введения эскроу-схемы / А. Вовк, Д. Ванзонак // Банковское кредитование. – 2020. – N.1. – С. 38–43.
12. Дмитрий Котровский: «Поправки к 214-ФЗ – продукт банковского лобби» // Рамблер – финансы. 2017. URL: <https://finance.rambler.ru/realty/37810016-dmitriy-kotrovskiy-popravki-k-214-fz-produkt-bankovskogo-lobbi/> (дата обращения: 14.09.2021).
13. Федеральный закон от 29 июля 2017 г. № 217-ФЗ «О ведении гражданами садоводства и огородничества для собственных нужд и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
14. Статистика перехода на счета эскроу в разрезе банков // Портал Единый информационный реестр жилищного строительства Дом. РФ // URL: <https://наш.дом.рф/аналитика/эскроу>
15. Счета эскроу как механизм защиты прав участников долевого строительства в условиях банкротства застройщика / Л.В. Борисова // Право и экономика. – 2020. – N.1. – С. 33–36.
16. Система денежного и имущественного иммунитетов имущественной массы несостоятельного гражданина-должника в деле о его банкротстве/ И.В. Фролов // Право и экономика. – 2021. – N.6.

## ACTUAL PROBLEMS OF ESCROW ACCOUNT DEVELOPMENT IN THE REAL ESTATE MARKET

Pletneva A.A.

Moscow Foundation for Renovation of Residential Real Estate Development

The purpose of the article is to consider the current problems of the development of escrow accounts in the market of shared construction of real estate. After the introduction of the escrow accounts mechanism, various situations began to arise indicating the presence of «gaps» in the legislation. Today it is already impossible to imagine the construction of residential buildings without the possibility of equity participation, as many buyers are interested in order to save money to invest in a project that is under construction. The escrow account system has not yet passed the test of time and can demonstrate new types of risks. The system has not been tested on the issue of the risk of bankruptcy of a large developer, when the load on the bank servicing the developer on escrow accounts may increase dramatically. A striking example of the risks associated with the bankruptcy of a large developer is the default on the obligations of the Chinese developer Evergrande, which can provoke a systemic financial crisis. Therefore, the issues of risk assessment in the immovability market related to the use of escrow accounts are very relevant.

**Keywords:** escrow account, shared construction, real estate, equity agreement, project financing, escrow agent, deposit.

### References

1. Review of current legislative changes in the conditions of regulation of shared-equity construction of real estate objects / Maksimova D.A. // Collection of reports of the First National Conference. – 2020. – Pp. 1050–1054.
2. Report on the results of the expert-analytical event «Analysis of the effectiveness of the practical application of the norms of the legislation of the Russian Federation aimed at ensuring the legitimate rights of citizens participating in shared construction» // Report of the Accounts Chamber of the Russian Federation in 2020 // Orlova S.YU., Savatyugin A.L., auditors of the Accounts Chamber of the Russian Federation // Url: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/533/5338ed211f->

- b619c2e5573e894ef73a3f.pdf (accessed 02.07.2021)
3. Unified register of problematic objects // Portal of information about problematic developers // Url: <https://наш.дом.рф/сервисы/каталог-новостроек/список-проблемных-объектов?ObjectIds=36388%2C39794%2C39333> (accessed 02.07.2021)
  4. Shestakova E.V. Shared-equity construction: large-scale changes in legislation, new working conditions under 214-FZ. – Right of Access, 2018.
  5. Federal Law No. 177-FZ of December 23, 2003 «On Deposit Insurance in Banks of the Russian Federation».
  6. Federal Law No. 177-FZ «On Deposit Insurance in Banks of the Russian Federation» (with amendments and additions)
  7. Federal law of October 26, 2002 No. 127-FZ «On insolvency (bankruptcy)» « (Rev. and EXT.).
  8. Federal law of 30 December 2004 No. 214-FZ «On participation in shared construction of apartment houses and other real estate and on amendments to certain legislative acts of the Russian Federation (Rev. and EXT.).
  9. Vitryansky V.V. Reform of the Russian civil law: interim results (reissue). – Moscow, 2018.
  10. Escrow accounts as a mechanism for protecting the rights of participants in shared-equity construction in the conditions of bankruptcy of the developer / L.V. Borisova // Law and economics. – 2020. – N.1. – pp. 33–36.
  11. What has changed in the calculation of the market value of land after the introduction of the escrow scheme / A. Vovk, D. Vanzonok // Bank lending. – 2020. – N.1. – pp. 38–43.
  12. Dmitry Kotrovsky: «Amendments to 214-FZ – the product of the banking lobby» // Rambler – finance. 2017. URL: <https://finance.rambler.ru/realty/37810016-dmitriy-kotrovskiy-popravki-k-214-fz-produkt-bankovskogo-lobbi/> (accessed: 09/14/2021).
  13. Federal Law No. 217-FZ of July 29, 2017 «On Gardening and Gardening by Citizens for Their Own Needs and on Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation».
  14. Statistics of the transition to escrow accounts in the context of banks // Portal Unified information Register of housing construction Dom.RF // URL: <https://наш.дом.рф/аналитика/эскроу>
  15. Escrow accounts as a mechanism for protecting the rights of participants in shared-equity construction in the conditions of bankruptcy of the developer / L.V. Borisova // Law and economics. – 2020. – N.1. – pp. 33–36.
  16. The system of monetary and property immunities of the estate of an insolvent debtor or citizen in the case of his bankruptcy/ I.V. Frolov // Law and Economics. – 2021. – N.6.

# Манипулирование рынком и инсайдерские сделки на финансовых рынках: новые вопросы регулирования, российский опыт и опыт зарубежных стран

**Алешина Анна Валентиновна,**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова  
E-mail: annaaleshina@mail.ru

**Булгаков Андрей Леонидович,**

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова  
E-mail: z3900207@mail.ru

Вопросы манипулирования ценами на финансовых рынках и совершения инсайдерских сделок и последствия таких действий волнуют участников финансовых рынков и правоприменительные органы много лет. Количество выявленных случаев таких операций увеличивается каждый год, что видно по статистике Центрального банка России. Такие сделки, с одной стороны, нарушают эффективность рынка, так как считается, что информация на рынке должна быть доступна в равной мере всем участникам торгов и участники рынка не имеют права недобросовестно пользоваться не известной широкому кругу инвесторов информацией в целях получения прибыли и не имеют права недобросовестно воздействовать на сложившиеся рыночные цены финансовых инструментов. С другой стороны, участвовавшие случаи манипулирования ценами на финансовых рынках дестабилизируют ситуацию на финансовых рынках, что увеличивает волатильность рынков. Однако последние события осени 2020 года и весны 2021 года продемонстрировали, что возможности манипулирования ценами на финансовых рынках вышли на новые уровни в условиях современных финансовых технологий. События с резким скачком цен на акции компании GameStop в США зимой 2020–2021 гг. в результате активных действий ряда трейдеров и их публичные призывы к большому количеству инвесторов действовать солидарно и вместе двигать цены вверх привело к ситуации, которая может содержать в себе признаки манипулирования ценами, что ставит перед регуляторами новые вопросы.

**Ключевые слова:** манипулирование рынком, инсайдерские сделки, инсайдерская торговля, регулирование финансовых рынков, регулирование рынка ценных бумаг, финансовые преступления.

## Что такое манипулирование ценами на финансовых рынках

Понятие «манипулирование рынком», «манипулирование ценами» и «неправомерное использование инсайдерской информации» содержится в российском и зарубежном законодательстве. Действия, которые относятся к «манипулированию рынком» и «неправомерному использованию инсайдерской информации» относятся к запрещенным на финансовых рынках операциям.

Так, ст. 15.30 КоАП «Манипулирование рынком» предусматривает, что манипулирование рынком, если это действие не содержит уголовно наказуемого деяния, влечет наложение административного штрафа на граждан в размере от трех тысяч до пяти тысяч рублей; на должностных лиц – от тридцати тысяч до пятидесяти тысяч рублей или дисквалификацию на срок от одного года до двух лет; на юридических лиц – в размере суммы излишнего дохода либо суммы убытков, которых гражданин, должностное лицо или юридическое лицо избежали в результате манипулирования рынком, но не менее семисот тысяч рублей. [1].

Если же деяние в виде «манипулирования рынком» подпадает под уголовный кодекс, то за такие действия предусмотрена уже ответственность начиная от штрафа в размере от трехсот тысяч до лишения свободы на срок до четырех лет (ст. 185.3 УК РФ «Манипулирование рынком») [2].

При этом в Уголовном кодексе РФ более подробно расшифровывается понятие «манипулирование рынком», в том время, как в КоАП просто используется термин «манипулирование рынком», без расшифровки понятия. В Уголовном Кодексе России предусмотрено, что «манипулирование рынком – это есть умышленное распространение через

средства массовой информации, в том числе электронные, информационно-телекоммуникационные сети (включая сеть «Интернет»), заведомо ложных сведений или совершение операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами либо иные умышленные действия, запрещенные законодательством Российской Федерации о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, если в результате таких незаконных действий цена, спрос, предложение или объем торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами отклонились от уровня или поддерживались на уровне, существенно отличающемся от того уровня, который сформировался бы без учета указанных выше незаконных действий, и такие действия причинили крупный ущерб гражданам, организациям или государству либо сопряжены с извлечением излишнего дохода или избежанием убытков в крупном размере». [2, УК РФ ст. 185.3].

То есть существенными элементами понятия «манипулирование рынком» являются следующие факторы:

- **умышленное распространение** через средства массовой информации, в том числе электронные, информационно-телекоммуникационные сети (включая сеть «Интернет»), заведомо ложных сведений
- **или совершение операций** с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами либо иные умышленные действия, **запрещенные законодательством** Российской Федерации о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, при этом эти факторы могут свидетельствовать о манипулировании ценами, и повлечь за собой уголовную ответственность только в том случае, если «в результате таких незаконных действий
- цена,
- спрос,

- предложение или
- объем торгов финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами

отклонились от уровня или поддерживались на уровне, **существенно отличающемся** от того уровня, который сформировался бы без учета указанных выше незаконных действий» [2, УК РФ ст. 185.3].

Кроме того, дополнительным обязательным элементом состава уголовного преступления является фактор, что «такие действия причинили крупный ущерб гражданам, организациям или государству либо сопряжены с извлечением излишнего дохода или избежанием убытков в крупном размере» [2, УК РФ ст. 185.3].

В примечании статьи 185.3 Уголовного кодекса России расшифровывается, какая сумма будет считаться «крупным ущербом», «убытками в крупном размере», «излишним доходом»: «Примечания. 1. Крупным ущербом, излишним доходом, убытками в крупном размере в настоящей статье признаются ущерб, излишний доход, убытки в сумме, превышающей **три миллиона семьсот пятьдесят тысяч рублей**, а в особо крупном размере – **пятнадцать миллионов рублей**» [2].

При этом «излишним доходом» в статье признается доход, определяемый как разница между доходом, который был получен в результате незаконных действий, и доходом, который сформировался бы без учета незаконных действий, предусмотренных настоящей статьей». [2, УК РФ ст. 185.3].

А «избежанием убытков ... признаются убытки, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком» [2, УК РФ ст. 185.3].

### **Что такое неправомерное использование инсайдерской информации**

Федеральный закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ (с изм. и доп.) «О противодействии неправомерному использованию

инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» к понятию «инсайдеры» относит следующие категории лиц (ст. 4 № 224-ФЗ) [3]:

- «1) эмитенты;
- 2) организаторы торговли, клиринговые организации, а также депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли;
- 3) профессиональные участники рынка ценных бумаг, получившие инсайдерскую информацию от клиентов;
- 4) лица, имеющие доступ к инсайдерской информации, на основании договоров, заключенных с соответствующими лицами, в том числе аудиторы (аудиторские организации), оценщики (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры), профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, страховые организации;
- 5) лица, которые имеют право прямо или косвенно (через подконтрольных им лиц) распоряжаться не менее чем 25 процентами голосов;
- 6) члены совета директоров (наблюдательного совета);
- 7) лица, имеющие доступ к информации о подготовке и (или) направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении ценных бумаг, банк или иная кредитная организация, предоставившие банковскую гарантию, оценщики;
- 8) федеральные органы исполнительной власти и иные органы;
- 9) имеющие доступ к инсайдерской информации государственные служащие и муниципальные служащие органов, указанных выше;
- 10) информационные агентства, осуществляющие раскрытие информации;
- 11) лица, осуществляющие присвоение кредитных рейтингов;
- 12) физические лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1, 3–8, 11 и 12 на-

стоящей статьи, на основании трудовых и (или) гражданско-правовых договоров, заключенных с соответствующими лицами» [13].

Лица, которые имеют доступ к инсайдерской информации могут совершать сделки с акциями и облигациями компании, но при этом не допускается неправомерное использование такой информации при совершении сделок. Они могут совершать сделки с ценными бумагам компании, где они инсайдеры, только после того, как инсайдерская информация стала публичной. До момента публикации информации о компании они должны воздержаться от сделок с ценными бумагами компании. Кроме того существует определенная процедура раскрытия информации инсайдерами сделок по покупке акций своей компании. В России это портал Центр раскрытия корпоративной информации (<https://www.edisclosure.ru/?attempt=1>), где, в частности публикуется информация о сделках инсайдеров с акциями компании.

За неправомерные действия с использованием инсайдерской информации в Уголовном кодексе России предусмотрена уголовная ответственность (ст. 185.6. Неправомерное использование инсайдерской информации), начиная от штрафа размере от трехсот тысяч рублей и до лишения свободы на срок до четырех лет.

К неправомерным действиям с использованием инсайдерской информации относится «умышленное использование инсайдерской информации для осуществления операций с финансовыми инструментами ... за свой счет или за счет третьего лица, а равно умышленное использование инсайдерской информации путем дачи рекомендаций третьим лицам, обязывания или побуждения их иным образом к приобретению или продаже финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, если такое использование причинило крупный ущерб гражданам, организациям или государству либо сопряжено с извлечением дохода или избеганием убытков в крупном размере» [2, статья 185.6].

### Практика выявления случаев манипулирования рынком и неправомерного использования инсайдерской информации

При этом на сайте Центрального банка России, который является в настоящее время мегарегулятором на финансовых рынках России и в его функции входит выявление и борьба со случаями неправомерного использования инсайдерской информации и манипулированием рынком и приводится статистика выявленных случаев манипулированием рынком и неправомерного использования инсайдерской информации.

И если в 2010 году (это первый год, с которого Центральный банк России стал отчитываться о выявленных случаях нарушений) было выявлено всего 2 случая, то в 2019 году было выявлено уже 16 случаев, из них – 15 случаев манипулирования рынком, и 1 случай неправомерное использование инсайдерской информации (см. таблицу 1). В 2020 году количество выявленных случаев уменьшилось до 8.

Таблица 1. Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком по данным ЦБ России

Год	Манипулирование рынком	Неправомерное использование инсайдерской информации	Всего
2021 (01.21–05.21)	6	0	6
2020	8	0	8
2019	15	1	16
2018	14	2	16
2017	10	2	12
2016	12	0	12
2015	8	0	8
2014	5	1	6
2013	8	1	9
2012	2	0	2
2011	3	0	3
2010	2	0	2

Источник: таблица составлена автором по материалам с сайта ЦБ РФ [4].

При этом, основная масса нарушений, которые подпадают под понятие «манипулирование рынком», заключается в следующих действиях (анализ нарушений проведен автором по материалам проверок Центральным банком России, информация о которых размещена на портале ЦБ РФ [4]):

- «осуществление по предварительному соглашению сделок с ценными бумагами (акциями, облигациями или паями), которые привели к существенным отклонениям параметров торгов;
- осуществление по предварительному соглашению сделок с ценными бумагами, совершаемых в том числе в целях введения в заблуждение относительно цены ценных бумаг. В результате совершения операций с ценными бумагами цена ценных бумаг поддерживалась на уровне, существенно отличающемся от уровня, который сформировался бы без таких операций;
- осуществление по предварительному соглашению взаимных сделок с акциями, которые привели к существенным отклонениям параметров торгов акциями. При этом сделки в большинстве своем не имели экономического смысла;
- рынок был практически полностью создан искусственно. Цена паев фонда на торгах биржи также как и иные параметры торгов (объем, спрос и предложение), были сформированы нерыночными способами и целенаправленно поддерживалась заинтересованными взаимосвязанными юридическими и физическими лицами. Данными лицами был совершен подавляющий объем сделок с паями фонда на бирже, все они являлись клиентами одного профессионального участника рынка ценных бумаг.
- неоднократно в течение торгового дня на торгах совершались сделки в интересах одного лица на основании заявок, имеющих на момент их выставления наибольшую цену покупки либо наименьшую цену прода-

жи акций общества, в результате которых их цена существенно отклонилась от уровня, который сформировался бы без таких сделок, в целях последующего совершения за счет и в интересах иного лица противоположных сделок по таким ценам.»

Меньшая часть нарушений заключалась в следующем действии на финансовых рынках:

- умышленное распространение заведомо ложных сведений, в результате которых рыночные параметры торгов акциями существенно отклонились от уровня, который сформировался бы без таких сведений;
- использование автором торговых стратегий автоследования инсайдерской информации профессионального участника рынка ценных бумаг для совершения сделок по собственным клиентским счетам и извлечения излишнего дохода;
- передача инсайдерской информации, содержащейся в поручениях на продажу иностранной валюты, и ее использование контрагентом для совершения сделок на организованных торгах и извлечения излишнего дохода.

Таким образом необходимо отметить, что Центральный банк России имеет необходимый набор инструментов для выявления случаев манипулирования ценами на финансовом рынке и неправомерного использования инсайдерской информации. В первую очередь существуют специальные программные комплексы на бирже, которые в автоматическом режиме выявляют подозрительные сделки. Выявленные сделки потом анализируются в ручном режиме. Если подтверждается факт правонарушения, то регулятор предпринимает меры по наказанию нарушителей. За такие действия предусмотрена как уголовная, так и административная и гражданско-правовая ответственность.

Уголовная ответственность, как выше уже отмечалось, может заключаться как в штрафе, так и в исправительных работах или лишении свободы. Инфор-

мации о случаях привлечения к уголовной ответственности в России за неправомерное использование инсайдерской информации, пока нет. Однако уже есть первый случай привлечения к уголовной ответственности за манипулирование ценами (см. ниже).

### Случаи привлечения к ответственности за манипулирование ценами и неправомерное использование инсайдерской информации в США

В США существует уже ряд случаев привлечения к ответственности за манипулирование ценами и неправомерное использование инсайдерской информации.

Как показано на приведенной ниже диаграмме (см. рис. 1), большинство из 405 отдельных дел, которые рассматривала Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) в 2020 финансовом году, касались предложений ценных бумаг (32%), вопросов инвестиционного консультирования и инвестиционных компаний (21%), а также вопросов отчетности/бухгалтерского учета и аудита эмитентов (15%). SEC также продолжала возбуждать дела, касающиеся брокеров-дилеров (10%), инсайдерской торговли (8%) и манипулирования рынком (5%), а также в других областях, таких как государственные финансы (3%) и FCPA (2%) [5, стр. 16].



Рис. 1. Количество и процентное соотношение типов действий в финансовом году 2020, которые повлекли за собой ответственность за различные нарушения на финансовых рынках в США [5, стр. 17].

На данной диаграмме представлен перечень случаев, когда виновных лиц привлекли к административной ответственности. Но в США также много случаев привлечения и к уголовной ответ-

ственности за манипулирование ценам и неправомерное использование инсайдерской информации.

В частности, это дело Раджата Гупты (бывшего члена совета директоров банка *Goldman Sachs*), который был обвинен в разглашении инсайдерской информации о сделках в банке *Goldman Sachs* своему другу управляющему инвестиционным фондом *Galleon Group* Раджу Раджаратнаму. По итогам рассмотрения уголовного дела в суде Раджат Гупта 15 июня 2012 года был признан виновным в сговоре и трех пунктах обвинения в мошенничестве с ценными бумагами и приговорен к двум годам лишения свободы и штрафу в 5 миллионов долларов. Раджат Гупта занимал достаточно высокие посты в разных организациях, в том числе в банке *Goldman Sachs*, компании *Procter and Gamble*. В России он был известен в связи с тем, что был назначен членом

Совета директоров Сбербанка. В США существуют и другие случаи привлечения именно к уголовной ответственности за инсайдерские операции. Это дело телеведущей Марты Стюарт, трейдера Айвена Боски и других лиц (более подробно в таблице 2).

Один из последних известных случаев связан с коронавирусом. 24 января 2020 года Комитет по здравоохранению США провел закрытое заседание об опасности коронавируса для экономики страны, после чего ряд сенаторов, принимавших участие в заседании, в том числе Келли Лефлер со своим супругом, продали ценные бумаги на сумму более 1 млн долларов, ожидая падения рынка в связи с эпидемией коронавируса. Их сделки проверялись Министерством юстиции США как подозрительные с точки зрения инсайдерской торговли, однако, пока вина сенаторов не доказана.

Таблица 2. Случаи привлечения к уголовной ответственности за неправомерное использование инсайдерской информации

год	Лицо, обвиняемое в инсайдерской торговле	Срок уголовной ответственности	В чем суть незаконных действий
1985	Фостер Винэнс, обозреватель в журнале <i>Wall Street Journal</i>	18 месяцев тюремного заключения	Передал двум брокерам информацию том, о каких акциях он планирует писать статью в своей колонке в журнале <i>Wall Street Journal</i>
1986	Айвен Боски	Тюремное заключение 3 года и штраф 100 млн долларов	Работая в компании <i>Drexel Burnham Lambert</i> трейдером он узнавал в отделе, который занимался слияниями и поглощениями, информацию о планируемых слияниях и поглощениях, на основании чего совершал инсайдерские сделки
2004	Марта Стюарт, ведущая американского токшоу для домохозяек	10 месяцев тюремного заключения и штраф в 30 тыс. долларов	Получила инсайдерскую информацию о скором банкротстве компании <i>ImClone Systems</i> от друзей, которые работали в этой компании, и продала пакет акций, избежав таким образом убытка от будущего падения цены акций
2006	Джеффри Скиллинг, исполнительный директор компании <i>Enron</i>	292 месяца лишения свободы (более 24 лет) (в последующем срок был сокращен до 14 лет).	Зная о плохом финансовом состоянии компании <i>Enron</i> , в которой он работал исполнительным директором, он, продал акции <i>Enron</i> на 60 млн долларов, чтобы избежать убытков в случае банкротства компании. Скиллинг это сделал до того, как было публично объявлено, что у компании <i>Enron</i> есть серьезные финансовые проблемы.
2012	Раджат Гупта, член совета директоров банка <i>Голдман Сакс</i> и ряда других компаний	2 года лишения свободы и штраф 5 млн долларов.	Разгласил сведения об операциях банка <i>Голдман Сакс</i> своему другу управляющему инвестиционным фондом, который на основании этих сведений совершал сделки с ценными бумагами, заранее зная какие сделки в ближайшее время планирует совершать банк <i>Goldman Sachs</i> и зарабатывал прибыль, заранее зная, какие ценные бумаги будут пользоваться спросом в связи с крупными сделками банка <i>Goldman Sachs</i> .

год	Лицо, обвиняемое в инсайдерской торговле	Срок уголовной ответственности	В чем суть незаконных действий
2014	Мэтью Мартома, трейдер инвестиционной компании (хедж-фонда) SAC Capital Advisors	9 лет тюремного заключения и штраф 9,4 млн долларов – это сумма представляет собой всю прибыль, которая трейдером была получена в виде премии от своего хедж-фонда, в котором он работал, за совершение прибыльных сделок с использованием инсайдерских сведений, на которых данный хедж-фонд заработал за несколько лет 275 млн. долларов	Трейдер с рядом других трейдеров получал инсайдерскую информацию о различных компаниях и на основании этой информации совершали прибыльные сделки для хедж-фонда SAC Capital Advisors, в котором они работали. В частности, его обвинили в том, что он получил секретную информацию от медика, который участвовал в тестировании нового лекарства, и на основании этих сведений покупал и продавал акции фармацевтической компании. Сначала они купили акции этой компании, когда медик сообщил секретную информацию об успешном испытании лекарства до того, как об этом стало известно публично, а потом медик сообщил информацию о проблемах с испытанием лекарств, хедж-фонд продал все акции фармкомпании и даже занял короткую позицию (которая позволяет заработать на падении курса акций компании, а не на росте), чтобы заработать на планируемом падении акций фармкомпании.

Источник: таблица составлена по материалам СМИ, в том числе The Economist, агентства Bloomberg, РИА «Новости».

На самом деле таких случаев в США, когда лиц, обвиняемых в неправомерном использовании инсайдерской информации, привлекали к уголовной ответственности, много. При этом, как раз, меньше случаев привлечения к уголовной ответственности за манипулирование ценами на финансовом рынке.

В России наоборот. Центральный банк России выявил много случаев манипулирования ценами и небольшое количество случаев неправомерного использования инсайдерской информации.

В России уже есть первый случай привлечения к уголовной ответственности за манипулирование ценами. В августе 2019 года Кировский районный суд Казани вынес обвинительный приговор бывшему сотруднику банка «Ак барс» по статье о манипулировании рынком в особо крупном размере (ч. 2 ст. 85.3 УК РФ) и приговорил его к лишению свободы на 2,5 года условно, а также запретил заниматься торговлей ценными бумагами в течение трех лет. Уголовный срок был назначен за то, что в течение 2011–2016 годов А.Х. Люлинский манипулировал 31 ценной бумагой, заработав на этом более 77 млн рублей, что причинило ущерб банку на 76млн. рублей [6].

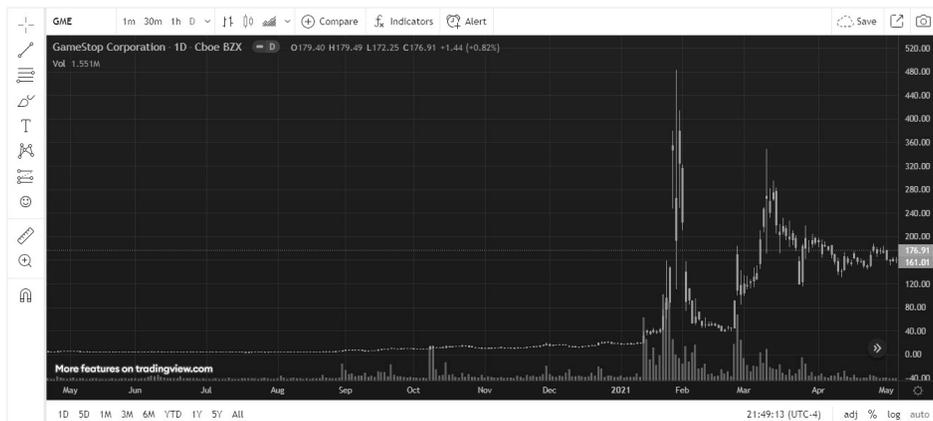
Манипулирование ценами А. Люлинского заключалось в том, что он с 2011 по 2016 год с личного брокерского счета

покупал акции на бирже по рыночным ценам, после чего выставлял заявку на продажу этих же бумаг по цене выше рынка, а затем выкупал их уже с рабочего счета банка «Ак барс». Информация о выявленном факте манипулирования рынком приводится в материалах проверки ЦБ РФ еще в 2017 году. К уголовной ответственности А. Люлинского привлекли в 2019 году по результатам расследования уголовного дела. Кроме того, Центральный банк России аннулировал квалификационные аттестаты специалиста финансового рынка, выданные Люлинскому А.Х., о чем написана информация на сайте Центрального банка России по результатам проверки действий данного лица [4].

### Новые вопросы к регулированию манипулирования ценами на финансовых рынках

Новые события на финансовых рынках за рубежом и в России ставят перед регуляторами новые вопросы по выявлению случаев манипулирования ценами на финансовом рынке и неправомерного использования инсайдерской информации и борьбе с ними. Примером таким случаев стала ситуация с ценой на акции компании Game Stop в США зимой 2020–2021 гг. (см. рис. 2) и с ценой акций компании AMC.

GAMESTOP (NYSE GME) STOCK CHART



Charts Provided by TradingView

Рис. 2. Динамика курса акций компании *GameStop* 2020–2021 гг. на Нью-Йоркской бирже [7]

Мелкие частные инвесторы, которые общались в чате на платформе *Reddit*, совершили скоординированные действия, направленные на рост курса акций компании *GameStop*, чтобы «наказать» хедж-фонды, которые поставили на падение цены акций компании *GameStop*. В результате скоординированных действий мелких трейдеров цена акций компании *GameStop* выросла с 18 долларов (в январе 2021 года) до 482 доллара (28 января 2021 года – см. динамику цена на рис. 2 выше). После этого цена скорректировалась, но все равно сохранилась в среднем на уровне 160 долларов в мае 2021 года. Таким образом рост цены акций составил 27 раз. Убытки хедж-фондов, которые ставили на падение акций компании, составили по данным *Bloomberg* около \$6,7 млрд на акциях *GameStop*, а на бумагах *AMC* «шортисты» получили убыток свыше \$1,3 млрд.

Согласно данным информационно-аналитического агентства *Bloomberg* Министерство юстиции США, Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) и Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) начали расследование – являются ли данные действия трейдеров случаем манипулирования рынком или нет. Пока итоговое заключение по вопросу: подпадает ли данный случай под манипулирование рынком

согласно американскому законодательству или нет – отсутствует.

Эта ситуация наглядно показывает, что в условиях новых финансовых технологий возможности для манипулирования ценами на финансовых рынках резко выросли, что ставит новые вопросы к регуляторам финансовых рынков.

### Литература

1. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. N 195-ФЗ, с изм. и доп.
2. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июня 1996 г. N 63-ФЗ, с изм. и доп.
2. Федеральный закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ (с изм. и доп.) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» к понятию «инсайдеры» относит следующие категории лиц/
3. Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком // Информация портала Центрального банка России // URL: [https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside\\_detect/](https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside_detect/), а также <https://old.cbr.ru/finmarket/inside/>

- inside\_detect/table/ и [https://cbr.ru/inside/inside\\_detect/#y2020](https://cbr.ru/inside/inside_detect/#y2020) (дата обращения 04.05.2021).
4. 2020 Annual Report. Division of Enforcement of U.S. Securities Exchange Commission // URL: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2020.pdf> (дата обращения 03.04.2021)
  5. Третьяк А. По статье о манипулировании рынком вынесен первый в России приговор // газета «Ведомости» от 14 августа 2019 года // URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2019/08/13/808747-state-manipulirovaniy> (дата обращения 03.04.2021).
  6. Marketbeat.com. Портал финансовой информации о ценах на американские акции // URL: <https://www.marketbeat.com/stocks/NYSE/GME/chart/> (дата обращения 15.05.2021 г.)

## MARKET MANIPULATION AND INSIDER TRADING IN FINANCIAL MARKETS: NEW REGULATORY ISSUES, RUSSIAN EXPERIENCE AND EXPERIENCE OF FOREIGN COUNTRIES

Aleshina A.V., Bulgakov A.L.

Lomonosov Moscow State University

The issues of price manipulation in financial markets and insider transactions and the consequences of such actions have been of concern to financial market participants and law enforcement agencies for many years. The number of detected cases of such operations increases every year, as can be seen from the statistics of the Central Bank of Russia. Such transactions, on the one hand, violate the efficiency of the market, since it is believed that information on the market should be available equally to all bidders and market participants do not have the right to unfairly use information not known to a wide range of investors in order to make a profit and do not have the right to unfairly influence the prevailing market prices of financial instruments. On the other hand, the frequent cases of price manipulation in financial markets destabilize the situation in financial markets, which increases market volatility. However, the recent events of autumn 2020 and spring 2021 have demonstrated that the possibilities of price

manipulation in financial markets have reached new levels in the conditions of modern financial technologies. The events with a sharp jump in the prices of GameStop shares in the United States in the winter of 2020–2021. as a result of the active actions of a number of traders and their public calls for a large number of investors to act in solidarity and move prices up together led to a situation that may contain signs of price manipulation, which poses new questions to regulators.

**Keywords:** market manipulation, insider transactions, insider trading, financial markets regulation, securities market regulation, financial crimes.

## References

1. The Code of the Russian Federation on Administrative Offences of December 30, 2001 N 195-FZ, with amendments and additions.
2. The Criminal Code of the Russian Federation of June 13, 1996 N 63-FZ, with amendments and additions.
3. Federal Law No. 224-FZ of 27.07.2010 (with amendments and additions) «On Countering the Misuse of Insider information and Market Manipulation and on Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation» refers to the concept of «insiders» the following categories of persons/
4. Identified cases of misuse of insider information and market manipulation // Information portal of the Central Bank of Russia // URL: [https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside\\_detect/](https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside_detect/), and [https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside\\_detect/table/](https://old.cbr.ru/finmarket/inside/inside_detect/table/) and [https://cbr.ru/inside/inside\\_detect/#y2020](https://cbr.ru/inside/inside_detect/#y2020) (accessed 04.05.2021).
5. 2020 Annual Report. Division of Enforcement of U.S. Securities Exchange Commission // URL: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2020.pdf> (accessed 03.04.2021)
6. Tretyak A. According to the article on market manipulation, the first verdict in Russia was passed//Vedomosti newspaper dated August 14, 2019 // URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2019/08/13/808747-state-manipulirovaniy> (accessed 03.04.2021).
7. Marketbeat.com. Portal of financial information on prices of American stocks // URL: <https://www.marketbeat.com/stocks/NYSE/GME/chart/> (accessed 15.05.2021).

## Секьюритизация риска природных катастроф: вопросы применения катастрофических облигаций в Российской Федерации

Грядунова Виктория Валерьевна,

МГУ имени М.В. Ломоносова

E-mail: gr.vv@list.ru

В настоящей статье рассмотрены вопросы применения альтернативы традиционным рынкам страхования, перестрахования и ретроцессии – катастрофических облигаций – в Российской Федерации через призму анализа актуальности их применения в качестве механизма переноса рисков природных катастроф на рынки капитала.

**Ключевые слова:** катастрофические облигации; страховой рынок; фондовый рынок; природные катастрофы; страховая секьюритизация.

Возникновение связанных со страхованием риска природных катастроф инструментов рынка капитала принято связывать с произошедшим в августе 1992 года в США ураганом Эндрю (*Andrew*). Данный ураган пятой категории<sup>1</sup> [1] явился причиной значительных потерь: так, жертвами урагана стали 61 человек, в то время как материальный ущерб составил 27 млрд долл. без учета инфляции (50,8 млрд долл. в пересчете на 2020 год) [2], из которых только 15,5 млрд долл. было покрыто страховой. Ураган Эндрю привел к банкротству восьми страховых компаний, а еще несколько страховых компаний стали техническими банкротами [3].

Все это заставило мировое общество задуматься над предположением о том, что предлагаемые традиционными рынками страхования и перестрахования возможности больше в полной мере не отвечают существующим вызовам. В результате получил толчок к развитию процесс секьюритизации катастрофических рисков, который охватывает среди прочего разновидности классических ценных бумаг (катастрофические облигации), а также производных финансовых инструментов (катастрофические опционы и фьючерсы). В рамках данной статьи автор хотел бы сосредоточить свое внимание исключительно на катастрофических облигациях как на получившем наибольшее распространение инструменте подобного типа секьюритизации [4, 5].

Катастрофические облигации – это финансовый инструмент, который обеспечивает передачу риска катастрофического события от спонсора к инве-

<sup>1</sup> По шкале Саффира-Симпсона (Saffir-Simpson) для оценки потенциального материального ущерба от стихийных бедствий. Согласно данной шкале, к пятой категории относятся ураганы с постоянной скоростью ветра 252 км / час и выше, что приводит к катастрофическому ущербу.

сторы на рынке капитала через специализированное финансовое общество (*special purpose vehicle*). В случае, если происходит определенное договором «триггерное» событие<sup>2</sup>, то часть или же вся основная сумма долга передается спонсору без каких-либо обязательств по возврату. В противном случае вся сумма возвращается инвесторам [6].

В Российской Федерации механизм финансового обеспечения ликвидации последствий чрезвычайных ситуаций природного характера предусматривает, что подобное обеспечение в зависимости от масштабов ситуации является расходным обязательством либо Российской Федерации, либо субъектов Российской Федерации, либо муниципального образования [7]. Таким образом, в нашей стране именно государство осуществляет те функции, которые за рубежом исполняют страховые компании<sup>3</sup> [8], что приводит к тому, что рыночная альтернатива подобным значительным государственным расходам – страховая отрасль – почти не развивается, и данный вывод подтверждается статистическими данными. Так, уровень проникновения страхования в регионах, подверженных опасным природным явлениям, находится на достаточно низком уровне: доля совокупной страховой премии в валовом региональном продукте за 2019 год, например, Краснодарского края, Приморского края и Ал-

<sup>2</sup> Триггер – заложенные в катастрофические облигации определенные договором события, которые приводят к выплате средств спонсору без каких-либо обязательств по возврату.

Различают следующие основные типы триггеров: триггеры возмещения убытков (выплаты определяются в зависимости от реальных убытков эмитента, возникших вследствие катастрофического события), триггеры отраслевого индекса (выплаты определяются достижением значения отраслевого индекса потерь), параметрические триггеры (выплаты определяются превышением заданного уровня критичности, например, показаний шкалы Рихтера (Richter) для землетрясений).

<sup>3</sup> Вместе с тем именно страховая отрасль позволяет в короткие сроки ликвидировать нежелательные последствия страховых случаев в отсутствие непереносимой необходимости расходования бюджетных средств.

тайского края находится на уровне 1%, а в целом по стране составляет 1,7%<sup>4</sup> [9]. Можно говорить о том, что современный российский рынок страховых услуг находится в тяжелом положении и не является серьезным элементом развития финансового сектора страны.

Между тем факты свидетельствуют о наличии интереса к катастрофическим облигациям со стороны государства: в 2020 году Банк России выпустил доклад для общественных консультаций (далее – Доклад Банка России), в котором поинтересовался у профессионального сообщества перспективами развития подобного инструмента в Российской Федерации [10]. Помимо этого, в 2019 году Российская национальная перестраховочная компания (РНПК) обращалась на Московскую биржу с инициативой о создании такого типа облигаций [11].

Все вышеперечисленное приводит к тому, что целью настоящей работы является всестороннее рассмотрение актуальности применения катастрофических облигаций в качестве механизма переноса рисков природных катастроф на рынки капитала в рамках нашей страны. В результате будет получено представление о том, насколько эффективными – и в целом уместными для российского рынка – могут оказаться катастрофические облигации.

Можно выделить два крупных аспекта актуальности применения данного инструмента в Российской Федерации: во-первых, это географически обусловленная высокая периодичность и значительность наносимого различными типами (метеорологические, гидрологические и пр.) природных явлений ущерба, а во-вторых, это необходимость развития страхового рынка страны.

По информации Всемирной метеорологической организации количество стихийных бедствий за последние

<sup>4</sup> Рассчитано автором на основе данных Банка России и ЕМИСС по материалам статьи О.И. Башлаковой «Потребительский спрос на страховые услуги населения депрессивных регионов российской Федерации: оценка, проблемы, перспективы развития» (2019).

50 лет выросло в пять раз [12], и Российская Федерация не является исключением. Глобальное изменение климата является одной из причин данной ситуации, которое ускоряет и так устойчивую тенденцию на рост периодичности и интенсивности различных климатических аномалий и чрезвычайных погодных явлений (так называемой «нервозности климата»). Данная проблема оказывает непосредственное влияние на экономический результат и темпы роста, благосостояние домохозяйств, функционирование бизнеса, а также на устойчивое развитие в целом, охватывая экологические, экономические и социальные аспекты жизнедеятельности как на глобальном, так и на национальном уровнях. В связи с этим Президентом Российской Федерации была утверждена Климатическая доктрина Российской Федерации<sup>5</sup>, а впоследствии Правительством Российской Федерации был среди прочего разработан Национальный план мероприятий первого этапа адаптации к изменениям климата на период до 2022 года<sup>6</sup> (далее – Национальный план). Одним из пунктов приложения к данному Национальному плану является «подготовка предложений по созданию новых и совершенствованию имеющихся экономических, финансовых инструментов и механизмов страхования с учетом государственного и частного финансирования, способствующих повышению эффективности мер адаптации к изменениям климата»<sup>7</sup>, что в совокупности с упомянутым выше Докладом Банка России может косвенно свидетельствовать о начале

работы государственных органов в направлении развития новых инструментов переноса риска природных катастроф, среди которых могут оказаться катастрофические облигации или их аналоги.

Помимо этого, катастрофические облигации могли бы стать особенно уместными в условиях превалирования на территории страны такого опасного природного явления, как сильные ветры<sup>8</sup> [15]. Формируясь и развиваясь очень быстро и неожиданно, их появление почти невозможно спрогнозировать и, следовательно, к ним весьма затруднительно подготовиться заблаговременно<sup>9</sup>.

Что касается потерь от природных катаклизмов, то за последние годы интенсивность и разрушительность опасных погодных явлений только возросла, что повлекло за собой техногенные чрезвычайные ситуации. По оценке экспертов в целом по стране ежегодный экономический ущерб – как прямой, так и косвенный – от вызванных аномальными гидрометеорологическими явлениями чрезвычайных ситуаций составляет не менее 30–60 млрд рублей [15]: так, одно только случившееся в 2012 году в Краснодарском крае наводнение привело совокупным потерям в 20 млрд рублей [16]. Среди прочего данное наводнение привело к затоплению свыше семи тысяч жилых домов, а также к нарушению инфраструктуры, в том числе энерго-, газо- и водоснабжение. Помимо этого, в результате данного наводнения погибло 168 человек, двое пропали без вести, а еще более 70 тысяч человек были признаны пострадавшими, включая 29 тысяч, которые полностью утратили имущество. Для ликвидации последствий Правительством Россий-

<sup>5</sup> Распоряжение Президента Российской Федерации от 17.12.2009 № 861-рп [13].

<sup>6</sup> Распоряжение Правительства Российской Федерации от 25.12.2019 № 3183-р [14].

До конца 2022 года профильными ведомствами должен быть также разработан проект национального плана мероприятий второго этапа адаптации к изменениям климата на период до 2025 года.

<sup>7</sup> Пункт 10 приложения к Национальному плану со сроком исполнения III квартал 2021 года, исполнителями по которому являются Минэкономразвития России и Минфин России при участии Банка России.

<sup>8</sup> Во всех регионах страны, кроме Западной Сибири.

<sup>9</sup> В Приложении 1 приведены данные Всероссийского научно-исследовательского института гидрометеорологической информации – Мирового центра данных (ВНИИГМИ-МЦД) об опасных метеорологических, а также гидрологических явлениях соответственно в регионах Российской Федерации за период 1991–2020 гг.

ской Федерации было выделено почти 1,4 млрд рублей [17], что несопоставимо с размером нанесенного ущерба при том, что по экспертным оценкам экономические и социальные потери от наводнений на Черноморском побережье Краснодарского края являются одними из самых высоких в Российской Федерации [18].

Также актуальность катастрофических облигаций можно обосновать стагнацией страхового рынка страны. По информации Департамента по финансовому и фондовому рынку Краснодарского края заявленный страховой ущерб от указанного наводнения 2012 года превысил 1 млрд рублей [19], что тем не менее также несопоставимо с совокупной величиной ущерба. В целом данный порядок чисел (пара «страховой ущерб – совокупный ущерб»), а также упомянутая выше доля совокупной страховой премии в валовом региональном продукте отдельных регионов позволяет сделать вывод о необходимости поиска альтернативы традиционным финансовым инструментам и механизмам страхования, поскольку, по мнению автора, факт обя-

зательной компенсации государством ущерба, нанесенного чрезвычайными ситуациями природного характера, стимулирует (в первую очередь) домохозяйства к страхованию имущества. Между тем в развитых странах страховой сектор играет значительную роль: так, в 2019 году совокупные расходы на страхование в США составили 11,5% от ВВП (в Российской Федерации – 1,4%) [20].

Таким образом, в данной работе был сделан акцент на необходимости междисциплинарного и взвешенного подхода в первую очередь государства к проблемам климата, корректировки его политики по защите от возникающих соответствующих угроз. В целом по результатам проведенного исследования может быть сделан вывод о возможной эффективности и уместности в рамках Российской Федерации такого инструмента, как катастрофические облигации, особенно в позиции соотношения совокупного ущерба от учащающихся и усиливающихся с течением времени природных катаклизмов и существующих на данный момент возможностей его покрытия.

### Приложение



Рис. 1. «Тепловая карта» опасных метеорологических<sup>10</sup> явлений в регионах Российской Федерации за период 1991–2020 гг.

Источник: составлено автором на основе данных ВНИИГМИ-МЦД [21].

<sup>10</sup> В рамках данной работы: ветер, ураган, шквалы, вихри, смерчи, торнадо.



Рис. 2. «Тепловая карта» опасных гидрологических<sup>11</sup> явлений в регионах Российской Федерации за период 1991–2020 гг.

Источник: составлено автором на основе данных ВНИИГМИ-МЦД [21].

## Литература

- Schott, T. et al (2019). The Saffir-Simpson Hurricane Wind Scale. National Oceanic and Atmospheric Administration. U.S. Department of Commerce. URL: <https://www.nhc.noaa.gov/pdf/sshws.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters 1980–2020. Technical report. NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI). U.S. Department of Commerce. URL: <https://www.ncdc.noaa.gov/billions/events.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- Hurricane Andrew and Insurance: The Enduring Impact of an Historic Storm. White paper. Insurance Information Institute. 2012. URL: [https://www.iii.org/sites/default/files/paper\\_HurricaneAndrew\\_final.pdf](https://www.iii.org/sites/default/files/paper_HurricaneAndrew_final.pdf) (дата обращения: 04.09.2021).
- Bouriaux, S., & MacMinn, R. (2009). Securitization of Catastrophe Risk: New Developments in Insurance-Linked Securities and Derivatives. *Journal of Insurance Issues*, 32 (1), 1–34. URL: <http://www.jstor.org/stable/41946289> (дата обращения: 04.09.2021).
- Barrieu, P., & Loubergé, H. (2009). Hybrid Cat Bonds. *The Journal of Risk and Insurance*, 76 (3), 547–578. URL: <http://www.jstor.org/stable/40247568> (дата обращения: 04.09.2021).
- Lakdawalla, D., & Zanjani, G. (2012). Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization of Risk Transfer. *The Journal of Risk and Insurance*, 79 (2), 449–476. URL: <http://www.jstor.org/stable/23250670> (дата обращения: 04.09.2021).
- Федеральный закон от 21.12.1994 № 68-ФЗ «О защите населения и территорий от чрезвычайных ситуаций природного и техногенного характера». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5295/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5295/) (дата обращения: 04.09.2021).
- Юлдашев, Р.Т. Страхование в современной России: возможные траектории развития / Р.Т. Юлдашев, И.Л. Логвинова // *Страховое дело*. 2019. № 6 (315). URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=39548665> (дата обращения: 04.09.2021).
- Башлакова, О.И. Потребительский спрос на страховые услуги населения депрессивных регионов российской Федерации: оценка, проблемы, перспективы развития / О.И. Башлакова // *Страховое дело*. 2019. № 3 (312). URL: <https://www.>

<sup>11</sup> В рамках данной работы: паводок, половодье, затор, зазор, высокий уровень рек.

- elibrary.ru/item.asp?id=37258168 (дата обращения: 04.09.2021).
10. Доклад для общественных консультаций «Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации» // Центральный банк Российской Федерации. 2020. URL: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation\\_Paper\\_200608.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation_Paper_200608.pdf) (дата обращения: 04.09.2021).
  11. Сарычева, М. Катастрофы выводят на фондовый рынок / М. Сарычева, Т. Гришина // Коммерсантъ. 2019. № 62 (6542). URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3938187> (дата обращения: 04.09.2021).
  12. Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water Extremes (1970–2019) // World Meteorological Organization. 2021. URL: [https://library.wmo.int/doc\\_num.php?explnum\\_id=10769](https://library.wmo.int/doc_num.php?explnum_id=10769) (дата обращения: 04.09.2021).
  13. Климатическая доктрина Российской Федерации (утверждена распоряжением Президента Российской Федерации от 17.12.2009 № 861-рп). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_94992/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_94992/) (дата обращения: 04.09.2021).
  14. Национальный план мероприятий первого этапа адаптации к изменениям климата на период до 2022 года (утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 25.12.2019 № 3183-р). URL: <http://static.government.ru/media/files/OTrFMr1Z1sORh5Nlx4gLUsdgGHyWIAqy.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
  15. Доклад о научно-методических основах для разработки стратегий адаптации к изменениям климата в Российской Федерации (в области компетенции Росгидромета) // Федеральная служба по гидрометеорологии и мониторингу окружающей среды (Росгидромет). Климатический центр Росгидромета. 2020. URL: <http://cc.voeikovmgo.ru/images/dokumenty/2020/dokladRGM.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
  16. Паводки, наводнения и подтопления в России в 2012–2017 гг. Досье // ТАСС. 2017. URL: <https://tass.ru/info/4291130> (дата обращения: 04.09.2021).
  17. Наводнение в Краснодарском крае в июле 2012 года // РИА Новости. 2017. URL: <https://ria.ru/20170706/1497793590.html> (дата обращения: 04.09.2021).
  18. Alexeevsky, N. et al (2016). Causes and systematics of inundations of the Krasnodar territory on the Russian Black Sea coast. *Natural Hazards Earth System Sciences*, 16, 1289–1308. URL: <https://nhess.copernicus.org/articles/16/1289/2016/nhess-16-1289-2016.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
  19. Заявленный страховой ущерб от наводнения на Кубани превысил 1 млрд руб // РИА Новости. 2012. URL: <https://ria.ru/20120803/715659140.html> (дата обращения: 04.09.2021).
  20. Insurance activity indicators // База данных Организации экономического сотрудничества и развития (OECD). URL: <https://data.oecd.org/insurance/insurance-spending.htm> (дата обращения: 04.09.2021).
  21. Массив данных «Сведения об опасных и неблагоприятных гидрометеорологических явлениях, которые нанесли материальный и социальный ущерб на территории России» / С.И. Шамин, Л.К. Бухонова, А.Т. Санина // ВНИИГМИ-МЦД. URL: <http://meteo.ru/data/310-neblagopriyatnye-usloviya-pogody-nanjosshie-ekonomicheskie-poteri> (дата обращения: 04.09.2021).

**SECURITIZATION OF NATURAL CATASTROPHE RISK: ISSUES OF APPLYING CATASTROPHE BONDS IN THE RUSSIAN FEDERATION**

Gryadunova V.V.

Lomonosov Moscow State University

This article discusses the use of alternatives to traditional insurance, reinsurance and retrocession markets – catastrophe (CAT) bonds – in the Russian Federation through the prism of analyz-

ing the relevance of its use as a mechanism for transferring the risks of natural disasters to the capital markets.

**Keywords:** Catastrophe (CAT) Bonds; Insurance Market; Stock Market; Natural Catastrophe; Insurance Securitization.

## References

- Schott, T. et al (2019). The Saffir-Simpson Hurricane Wind Scale. National Oceanic and Atmospheric Administration. U.S. Department of Commerce. URL: <https://www.nhc.noaa.gov/pdf/sshws.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters 1980–2020. Technical report. NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI). U.S. Department of Commerce. URL: <https://www.ncdc.noaa.gov/billions/events.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- Hurricane Andrew and Insurance: The Enduring Impact of an Historic Storm. White paper. Insurance Information Institute. 2012. URL: [https://www.iii.org/sites/default/files/paper\\_HurricaneAndrew\\_final.pdf](https://www.iii.org/sites/default/files/paper_HurricaneAndrew_final.pdf) (дата обращения: 04.09.2021).
- Bouriaux, S., & MacMinn, R. (2009). Securitization of Catastrophe Risk: New Developments in Insurance-Linked Securities and Derivatives. *Journal of Insurance Issues*, 32 (1), 1–34. URL: <http://www.jstor.org/stable/41946289> (дата обращения: 04.09.2021).
- Barrieu, P., & Loubergé, H. (2009). Hybrid Cat Bonds. *The Journal of Risk and Insurance*, 76 (3), 547–578. URL: <http://www.jstor.org/stable/40247568> (дата обращения: 04.09.2021).
- Lakdawalla, D., & Zanjani, G. (2012). Catastrophe Bonds, Reinsurance, and the Optimal Collateralization of Risk Transfer. *The Journal of Risk and Insurance*, 79 (2), 449–476. URL: <http://www.jstor.org/stable/23250670> (дата обращения: 04.09.2021).
- Federal Law No. 68-FZ of December 21, 1994 'On protection of the population and of the territories from environmental and technological emergencies'. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5295/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5295/) (дата обращения: 04.09.2021).
- Yuldashev, R.T. Insurance in Modern Russia: the Possible Trajectories of Development / R.T. Yuldashev, I.L. Logvinova // *Insurance business*. 2019. No. 6 (315). URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=39548665> (дата обращения: 04.09.2021).
- Bashlakova, O.I. Consumer Demand for Insurance Services in Depressed Regions of the Russian Federation: Assessment, Problems, Development Prospects / O.I. Bashlakova // *Insurance business*. 2019. No. 3 (312). URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=37258168> (дата обращения: 04.09.2021).
- Consultation Paper 'The Impact of Climate Risks and Sustainable Development of the Financial Sector of the Russian Federation' // The Central Bank of the Russian Federation. 2020. URL: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation\\_Paper\\_200608.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108263/Consultation_Paper_200608.pdf) (дата обращения: 04.09.2021).
- Sarycheva, M. Catastrophes Are Brought to the Stock Market / M. Sarycheva, T. Grishina // *Kommersant*. 2019. No. 62 (6542). URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3938187> (дата обращения: 04.09.2021).
- Atlas of Mortality and Economic Losses from Weather, Climate and Water Extremes (1970–2019) // World Meteorological Organization. 2021. URL: [https://library.wmo.int/doc\\_num.php?explnum\\_id=10769](https://library.wmo.int/doc_num.php?explnum_id=10769) (дата обращения: 04.09.2021).
- Climate Doctrine of the Russian Federation (Order of the President No. 861-rp of December 17, 2009). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_94992/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_94992/) (дата обращения: 04.09.2021).
- National Action Plan for the First Stage of Adaptation to Climate Change, for the Period Up to 2022 (Order of the Government of the Russian Federation No. 3183-r of December 25, 2019). URL: <http://static.government.ru/media/files/OTrFMr1Z1sORh5NlX-4gLUsdgGHyWIAqy.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- Report on Scientific and Methodological Foundations for the Development of Strategies for Adaptation to Climate Change in the Russian Federation (in the Field of Roshydromet Competence) // Federal Service for Hydrometeorology and Environmental Monitoring (Roshydromet). 2020. URL: <http://cc.voeikovmgo.ru/images/dokumenty/2020/dokladRGM.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
- High Water, Flooding and Groundwater Flooding in Russia in 2012–2017. *History* // TASS. 2017. URL: <https://tass.ru/info/4291130> (дата обращения: 04.09.2021).

17. Flooding in the Krasnodar Krai in July 2012 // RIA Novosti. 2017. URL: <https://ria.ru/20170706/1497793590.html> (дата обращения: 04.09.2021).
18. Alexeevsky, N. et al (2016). Causes and systematics of inundations of the Krasnodar territory on the Russian Black Sea coast. *Natural Hazards Earth System Sciences*, 16, 1289–1308. URL: <https://nhess.copernicus.org/articles/16/1289/2016/nhess-16-1289-2016.pdf> (дата обращения: 04.09.2021).
19. The Claimed Insurance Flooding Damage in the Kuban Exceeded 1 Billion Rubles // RIA Novosti. 2012. URL: <https://ria.ru/20120803/715659140.html> (дата обращения: 04.09.2021).
20. Insurance activity indicators // OECD Data. URL: <https://data.oecd.org/insurance/insurance-spending.htm> (дата обращения: 04.09.2021).
21. Dataset 'Information on Dangerous and High-Impact Hydrometeorological Events that Caused Material and Social Damage in Russia' / S.I. Shamin, L.K. Bukhonova, A.T. Sanina // VNIIGMI-MCD. URL: <http://meteo.ru/data/310-neblagopriyatnye-usloviya-pogody-nanjoshhie-ekonomicheskie-poteri> (дата обращения: 04.09.2021).

## Современные специфики нефинансовой подотчетности в российской и зарубежной практике

**Булгаков Андрей Леонидович,**

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник кафедры финансов и кредита Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова  
E-mail: z3900207@mail.ru

**Крикунов Арсений Сергеевич,**

аспирант Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова  
E-mail: s.krikunof@yandex.ru

Статья посвящена исследованию российских и зарубежных практик нефинансовой подотчетности в области корпоративной социальной ответственности. Основная цель состояла в согласовании на непротиворечивой основе положений наиболее востребованных стандартов деловой практики с принципами полезной информации в понимании Совета по МСФО, таких как понятность, значимость, достоверность, сопоставимость. Методологической основой исследования является гармонизация требований стандартов деловой практики со стандартами финансовой отчетности. В работе были использованы методы содержательного анализа, обобщения, группировки и сопоставления. В качестве парадигмы исследования приняты принципы устойчивого развития, фундаментальные положения в области бухгалтерского учета, экономического анализа, стратегического управления. Информационно-эмпирическую базу составили стандарты финансовой отчетности, международные и национальные стандарты, нефинансовые отчеты зарубежных и российских компаний, законодательные и нормативно-правовые акты России и зарубежных стран в области учета и отчетности. Результат исследования состоит в выявлении возможностей гармонизации положений Глобальной инициативы по отчетности, Глобального договора ООН, стандартов AccountAbility (AA1000), Руководства по социальной ответственности ISO 26000:2010, Рекомендаций Совета по стандартам отчетности по устойчивому развитию (SASB), Модели подготовки отчетности об изменении климата и Международного стандарта интегрированной отчетности. Новизна результатов в том, что усовершенствована модель Раши А., позволяющая стейкхолдерам анализировать стандарты подотчетности на основе специфики их норм, географиче-

ского охвата, внедряемости, правомерности положений, отраслевой принадлежности, подотчетности, гармонизации норм, признания и используемых показателей. Полученные результаты способствуют экспресс-оценке и позволяют лицам, принимающим решения, получить обзор имеющихся альтернатив. Обобщенный вывод состоит в том, что устойчивые отношения организаций и вовлеченных лиц, основанные на создании единого информационного поля финансовых и нефинансовых сведений, будут иметь целый спектр позитивных последствий – от прозрачности деятельности организаций до их полноценной подотчетности.

**Ключевые слова:** нефинансовая отчетность; корпоративная ответственность; устойчивое развитие; информационная прозрачность; деловые практики.

В условиях ограниченности запасов природных ресурсов недоучет экологических и социальных аспектов деятельности организаций грозит разбалансированностью экосистем не только в регионах ведения безответственного бизнеса, но и, как результат глобализации – биосферы в целом. В подобных условиях всё возрастает актуальность следования концепции устойчивого развития. Это означает, что управляющие компаний должны вести бизнес социально ответственным образом, а общество иметь подходящие инструменты понимания и мониторинга реализуемых деловых практик.

Запрос на информацию нефинансового характера выразился и в новых реалиях российского рынка ценных бумаг в связи с вступлением в силу с 1 января 2020 года Федерального закона № 514-ФЗ, Банком России разработано соответствующее положение от 19 декабря 2019 года № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг». Таким образом, у участников российского рынка ценных бумаг появляется возможность привлечения займов в форме «зелёных» облигаций в рамках осуществляемых экологических проектов. Также введение в действие на территории России с 9 января 2019 года Международного стандарта заданий<sup>1</sup>, обеспечивающих уверенность, отличные от аудита и обзорной проверки финансовой информации прошедших периодов, указывает на потребность представителей руководящего звена коммерческих организаций, стремящихся вести бизнес социально-ответственным образом, в получении выраженного практикующим специалистом независимом мнении об устойчивости своего функционирования, где его пользователями также в состоянии являться широкий круг лиц.

Академик Мамедов Н.М. указывает, что важнейшим условием перехода

<sup>1</sup> Международный стандарт заданий, обеспечивающих уверенность 3000 (пересмотренный) «Задания, обеспечивающие уверенность, отличные от аудита и обзорной проверки финансовой информации прошедших периодов» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 09.01.2019 N 2н)

современного общества к устойчивому развитию является формирование культуры такого развития [Мамедов, 2012]. Шотландский исследователь Роб Грей указывает на необходимость нового глубокого исследования, которое необходимо предпринять для решения многих вопросов подотчетности и вопросов, связанных с текущей деловой практикой [Gray, Milne, 2015]. Сам термин «деловая практика» сегодня строго не формализован. Несмотря на то, что словосочетание «деловая практика» фигурирует в подавляющем числе стандартов и корпоративных отчетах, немногочисленные исследователи лишь подошли к определению схожих с рассматриваемым терминов (табл. 1).

Бородина В.В. указывает, что структура информационной базы хозяйствующего субъекта основана на четырех крупных комплексах, представленных данными системы бухгалтерского учета, системы налогового учета, статистическими и несистемными данными. Сведения статистического и несистемного информационных комплексов не обязательно имеют финансовую природу. Притом, что генерация информационной базы зависит от степени заинтересованности пользователей и их доступа к данным [Бородина, 2008]. Следует особо отметить, что одной из наиболее значимых причин роста партнерских связей послужило понимание фирмами важности роли установления сильных связей с клиентами, потенциальными потребителями, поставщиками, подрядчиками в стремлении к достижению целей устойчивого развития.

Таблица 1. Понимание понятия «деловая практика»

Автор	Термин	Авторское определение термина
[Голубцов, 2019]	«Добросовестность и честная деловая практика»	Стандарт поведения, характеризующийся честностью, открытостью и уважением интересов другой стороны сделки или соответствующего правоотношения

Окончание

Автор	Термин	Авторское определение термина
[Дмитриева, 2012]	«Обычай делового оборота»	Общее правило, не выраженное в законе, но подлежащее применению в качестве диспозитивной нормы, если, конечно, иное прямо не будет установлено законом или соглашением сторон.
[Marcel van Marrewijk, 2003]	«Социально ответственное поведение»	Добровольная по определению демонстрация включения социальных и экологических проблем в деловые операции и во взаимодействие с заинтересованными сторонами
[Кулибанова В.В., Приходько А.Н., Тэор Т.Р., 2016]	«Добросовестная деловая практика»	Означает информационную открытость в отношении собственников, поставщиков, бизнес-партнеров, клиентов и заинтересованных сторон (корпоративные сайты, брошюры, публичные отчеты для акционеров и др.), организацию крупными компаниями программ содействия малому бизнесу, добровольное ограничение сфер ведения бизнеса, а также сотрудничество с органами государственного управления, ассоциациями потребителей, профессиональными объединениями и другими общественными организациями.
[Иванов, 2010]	«Современная деловая культура»	Это не только взаимоотношения деловых партнеров, а комплекс отношений предприятия или предпринимателя – с обществом, государством и правом, включающий решение социальных проблем, соблюдение экологических требований – как на микроуровне (в рамках компании), так и в региональных, национальных или международных масштабах

Источник: составлено авторами

Принципиально взгляды на ведение бухгалтерского учета разделяются на монологический учет и диалогический учет. Монологический учет определяет цели, приоритеты, перспективы деятельности и ценности с позиций инвесторов и рынков капитала, где вопросы за рамками воздействия на акционеров и рынки капитала, редко за-

трагиваются, а учет социальных и экологических последствий имеет место только в тех случаях, когда это коммерчески обосновано [Brown, Dillard, 2015]. С позиций монологического учета используются существующие системы финансовой отчетности, например, МСФО. Однако, фрагментарные требования и рекомендации Совета МСФО по формированию на своей платформе дополнительных немонетарных и нефинансовых сведений уже не исчерпывают существующие разносторонние информационные запросы.

Диалогический учет признает спектр целей и ценности, включая результативность, устойчивые источники средств, экономический рост, трудовые права, справедливая торговля, культурная самобытность и социальная справедливость. Основное внимание уделяется методам оценки, которые расширяют количество вовлекаемых лиц, ресурсов. Это означает работу с группами (потенциальные инвесторы, местные сообщества, поставщики и др.), чьи потребности в информации сегодня игнорируются или недостаточно хорошо понимаются. Для удовлетворения их информационных потребностей используется нефинансовая отчетность, подготавливаемая на основе стандартов деловой практики. Подготовка такой публичной отчетности, содержащей элементы комплексного анализа, является вкладом в процесс повышения информационной открытости компании как необходимого компонента корпоративной культуры [Российский союз промышленников..., 2015].

Так, стандарт ГОСТ Р ИСО 9000–2015 определяет результативность как «степень реализации запланированной деятельности и достижения запланированных результатов». В свою очередь, по тому же стандарту, эффективность представляет «соотношение между достигнутым результатом и использованными ресурсами». Согласно ГОСТ Р ИСО 14050–2009 экологическая результативность – это «измеряемые результаты управления организацией своими экологическими аспектами»

. А значит, применительно к экологической деятельности коммерческих организаций эффективность заключается в минимизации негативного и максимизации позитивного влияния деятельности организации на окружающую среду с учетом имеющихся ресурсов, а результативность – в соответствии экологических показателей допустимым нормам, требованиям экологических стандартов, выполнении плановых экологических показателей, установленных организацией и др.

Основным документом реализации концепции устойчивого развития на территории Российской Федерации стало Распоряжение Правительства от 5 мая 2017 г. № 876-р «О Концепции развития публичной нефинансовой отчетности и плане мероприятий по ее реализации». Появлению данного Распоряжения предшествовал «Доклад Президенту РФ – 2015» о состоянии российского бизнеса, подготовленный экспертным центром при уполномоченном при Президенте РФ по защите прав предпринимателей. Ситуация определялась отсутствием единой долгосрочной национальной стратегии социально-экономического развития при наличии множества тактических и отраслевых планов, не синхронизированных друг с другом. Дело в том, что отсутствие четких приоритетов экономического развития стимулирует гиперактивную законотворческую деятельность, что усиливает экономическую и правовую неопределенность для бизнеса.

В научной литературе до настоящего времени нет единого определения понятия «нефинансовая отчетность». Щербаченко П.С. определяет нефинансовую отчетность как «публичное предоставление информации о нефинансовых инициативах компании за предыдущий период с целью эффективного управления репутацией» [Щербаченко, 2014]. В свою очередь, Воробьева О.А. считает, что термины «социальный отчет», «экологический отчет», «отчет об устойчивом развитии» синонимичны по своему смыслу и отличаются лишь акцентом на той информации, которая, по мнению составителей, является

в нем наиболее важной [Воробьева, 2015]. Однако нефинансовая отчетность должна восприниматься в более широком контексте – а именно с позиций координации взаимоотношений с вовлеченными сторонами.

Общество с ограниченной ответственностью УК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», регулярно представляющее в Российский союз промышленников и предпринимателей отчет о корпоративной социальной ответственности, характеризует его следующим образом: «Отчет о корпоративной социальной ответственности отражает ключевые результаты деятельности Компании в области устойчивого развития за период (с 01 января по 31 декабря), а также содержит описание основных подходов к управлению устойчивым развитием и планов на будущее» [Металлоинвест, 2016, с. 7].

Некоторые российские исследователи рассматривают нефинансовую отчетность в качестве «механизма, через который компании могут отчитываться о своей социальной и экологической политике перед различными заинтересованными сторонами» [Кузубов, Даниленко, Демчук, 2015]. Однако, сама по себе она не может быть «механизмом», поскольку является документом. К тому же взгляд авторов на подотчетность в виде социальной и экологической политики является узким – необходимо говорить о социальных и экологических аспектах деятельности, которые включают и социальную политику компании в регионе ведения бизнеса, и стратегию развития и пр. А вот механизм, который позволит выработать обоснованную и достоверную модель корпоративной отчетности, следует считать гармонизацию стандартов деловой практики.

Профессор Пятов М.Л. указывает, что направленность подготовки публичной корпоративной отчетности в России предопределяется отобранным им набором регулятивов [Пятов и др., 2018], ее формализующих: это Концептуальные основы финансовой отчетности МСФО, стандарт Глобальной инициативы по отчетности, инициатива Организации Объединенных Наций, Международный стан-

дарт по интегрированной отчетности, Федеральный закон о бухгалтерском учете и Публичная концепция развития нефинансовой отчетности в России. С нашей точки зрения вышеуказанный набор довольно ограничен автором, тем более в отношении множества сосуществующих стандартов деловой практики.

Среди проблем, препятствующих развитию нефинансовой отчетности в России, ранее поставленными исследователями в данной области [Чалдаева, Красикова, Федчин, 2015], мы выделяем наиболее актуальные:

- отсутствие единого, установленного на законодательном уровне, стандарта нефинансовой отчетности, обязательного к следованию организациями;
- информационная асимметрия содержания такой отчетности, что затрагивает вопрос её качества;
- проблема объема раскрываемой информации;
- проблема инструментария и организации взаимодействия с вовлекаемыми сторонами.

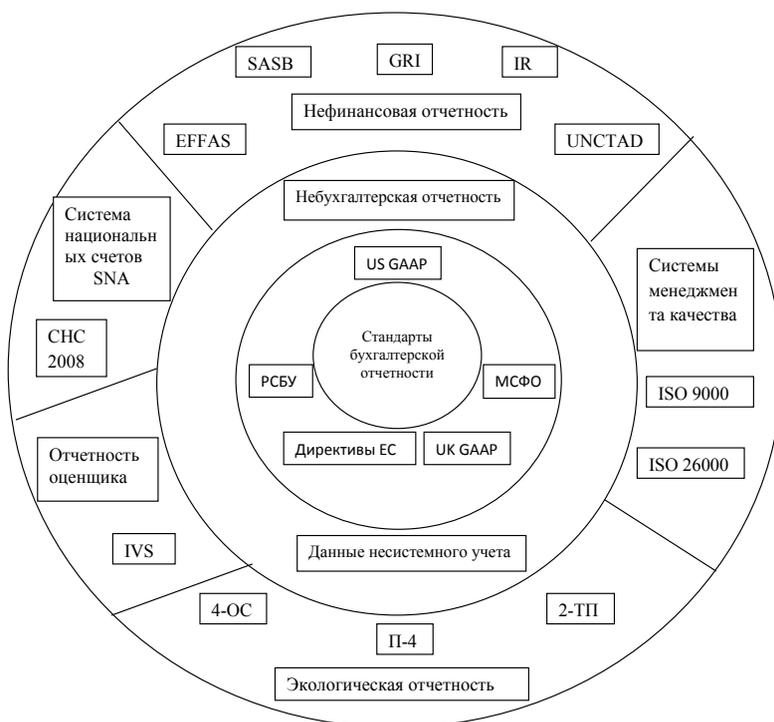


Рис. 1. Вариативность существующих стандартов и систем подотчетности

Российский бухгалтерский учет, реформируясь в соответствии с МСФО, стремится к международной сопоставимости формируемой отчетной информации. Ту же цель преследует и Росстат – он стремится к международной сопоставимости и прозрачности рассчитываемых статистических показателей [Вахрушина, 2017]. Несмотря на то, что бухгалтерский учет и статистика

в России развиваются параллельно, оба преследуют схожие цели. Миссия бухгалтерского учета и статистики, как известно, состоит в правдивом информировании заинтересованных пользователей об экономических, социальных и экологических процессах.

В отечественной практике экологическая отчетность является обязательной для предоставления в государ-

ственные органы статистики, но не публичной<sup>2</sup>. Мы обращаем внимание на некоторые из основных форм федерального государственного статистического наблюдения с позиций экологического и социального аспектов:

- форма № 4-ОС «Сведения о текущих затратах на охрану окружающей среды»;
- формы № 2-ТП (воздух) годовая, № 2-ТП (отходы) годовая, № 2-ТП (водхоз) годовая;
- № П-4 «Сведения о численности и заработной плате работников».

Отчетные позиции формы № 4-ОС выражены исключительно в виде денежной оценки и в целом подробно расшифровывают и отчасти дублируют существующие позиции финансовой отчетности согласно российским правилам бухгалтерского учета, в частности в Отчете о движении денежных средств строку 4122 «Платежи в связи с оплатой труда работников». Однако сведения нефинансовой природы в форме № 4-ОС не представлены. При этом следование положениям форм № 2-ТП означает для предприятий, на наш взгляд, существенную подотчетную нагрузку. В тоже время, форма № П-4 узко и недостаточно описывает все возможные нефинансовые сведения социального аспекта.

В свою очередь, стандарты оценки, разрабатываемые и регулярно обновляемые Международным советом по стандартам оценки (IVSC), отражают нефинансовый аспект деятельности организаций с позиций обязательств [IVS, 2020, п. 220]. Для целей стандарта нефинансовые обязательства – это обязательства, требующие исполнения по предоставлению товаров или услуг в неденежной форме. Их перечень включает: экологические обязательства, отложенные доходы или обязательства по контрактам, программы лояльности, соглашения о покупке элек-

троэнергии, определенные резервы для судебных разбирательств и непредвиденные расходы, а также компенсации и гарантии.

Нефинансовые обязательства часто не имеют отраженного соответствующего актива, признанного контрагентом, или могут быть переданы только в сочетании с другим активом. Рынок нефинансовых активов и пассивов крайне неликвиден, что приводит к асимметрии информации, большим спредам спроса и предложения. Контрагенты, совершающие сделки по предмету нефинансового обязательства, зачастую являются сегодня несопоставимыми компаниями. Для целей финансовой отчетности оценка нефинансовых обязательств часто требуется в связи с учетом операций по объединению бизнеса, приобретению и продаже активов, а также анализа обесценения. Для целей налоговой отчетности оценка нефинансовых обязательств часто необходима для анализа трансфертного ценообразования, планирования и отчетности по налогу на имущество и дарения, а также для анализа адвалорного налогообложения. Нефинансовые обязательства могут быть предметом судебного разбирательства, требующего проведения оценочного анализа. Оценщиков нередко просят оценить нефинансовые обязательства в рамках консультаций, залогового кредитования и сопровождения сделок.

С инвестиционной точки зрения, чтобы избежать рисков крупных финансовых потерь, существенное число стейкхолдеров готовы вкладывать средства именно в устойчивый вид бизнеса, представленный, как правило, фондоемкими компаниям (но значимо загрязняющими окружающую среду). При этом для компаний развивающихся стран характерна относительно концентрированная акционерная собственность, в отличие от зачастую «размытой» акционерной собственности развитых стран. Но это не должно мешать устойчивому развитию, а наоборот, во многом в состоянии ему способствовать, поскольку контролирующие акци-

<sup>2</sup> В соответствии со статьей 6 Федерального закона от 27.07.2006 N 152-ФЗ «О персональных данных» обработка персональных данных осуществляется для статистических целей при условии обязательного обезличивания персональных данных

онеры способны поддержать выдвинутые высшим управленческим звеном стратегии развития. Подобные внутренние стейкхолдеры (акционеры) заинтересованы в достижении далеко идущих планов, что особенно актуально в ситуациях краткосрочных резких колебаний цен, например, на акции, на сырье, при прохождении этапов деловых экономических циклов и общей экономической неопределенности, тогда как миноритарные акционеры имеют краткосрочный спекулятивный интерес к фирме.

В свою очередь, мы усовершенствовали модель Рахе А. [Rasche, 2009], позволяющую стейкхолдерам анализировать стандарты подотчетности на основе специфики положений их норм, географического охвата, внедряемости, правомерности положений, отраслевой принадлежности, подотчетности, гармонизации норм, признания и используемых показателей (табл. 2).

Таблица 2. Модель сравнения и анализа стандартов деловой практики

Содержание	Контекст	Процедура
Специфика положений Являются ли положения стандарта конкретными для содействия его применению?	Географический охват В каких странах/регионах стандарт зачастую применяется?	Внедряемость стандарта Представлены ли конкретные процедуры внедрения стандарта?
Правомерность положений Был ли стандарт разработан с участием различных вовлечённых сторон?	Отраслевая принадлежность В какой отрасли/отраслях стандарт может быть применен?	Подотчетность Требуется ли стандарт создания процессов подотчетности?
Гармонизация норм С положениями каких стандартов возможна гармонизация?	Признание стандарта Какие организации поддерживают использование стандарта?	Используемые показатели Какие ключевые показатели эффективности стандарт предлагает учитывать?

Источник: составлено авторами

Сравнение стандартов на базе данной модели способствует экспресс-оценке и позволяет лицам, принимаю-

щим решения, получить обзор имеющихся альтернатив. Модель показывает, где есть пересечение национальных и международных стандартов, а также возможность их гармонизации.

Методологической базой составления любой отчетности являются заложенные принципы отбора значимой информации. Сегодня наибольшее признание получили отчет об устойчивом развитии Глобальной инициативы по отчетности (GRI) и интегрированная отчетность (IR). С позиций интегрированной отчетности анализ стратегии и объяснение того, как эта стратегия организации соотносится со способностью создавать стоимость, а также с использованием ею капиталов и воздействием на них – регулирует выбор и представление информационного содержания. Но в стандарте интегрированной отчетности нет четкой грани, что считать открытыми данными, а что закрытыми среди таких сведений как, например, освещение значимых взаимозависимостей, рисков, вытекающих из рыночной позиции организации, её бизнес-модели и др. Чувствительным в этом отношении является факт, что наиболее ценные сведения это сведения о будущем организации, на которые нацеливает стандарт. Но где та грань, которая позволит управленцу понимать, что те информационные раскрытия, которые он сделал сегодня, приведут не к последующему росту рисков потери конкурентных преимуществ, а к генерации стоимости для компании?

Отчетные принципы, определяющие содержание отчета в понимании Глобальной инициативы по отчетности [GRI Standards, 2021], включают охват заинтересованных сторон, контекст устойчивого развития, существенность и полноту сведений. Принципами, определяющими качество нефинансовой отчетности, согласно стандарту, являются: точность, сбалансированность, понятность, сопоставимость данных, их достоверность и своевременность. Стандарт GRI характеризует понятность информации тем, что она должна быть доходчивой, доступной и используемой широким кругом вовлеченных

сторон. Но текущая добровольность в применении стандарта не позволяет сделать подготавливаемый отчет в качестве приоритетного источника информации. Такая приоритетность в состоянии поднять значимость используемого формата подотчетности и набора показателей.

Формирование публичной нефинансовой отчетности, учитывающей лучший опыт и требования международных стандартов, является новым вызовом для российских организаций [Ефимова, 2018]. Однако автор ожидает проблемы широкой имплементации такой отчетности на практике, считая, что всё ещё необходимо накопление, обобщение и обмен опытом в формате, доступном широкому кругу заинтересованных сторон. Мы считаем, что этап первичного накопления опыта пройден и задача текущего времени заключается в согласовании лучших деловых практик. Использование только платформы на базе стандартов GRI не означает комплексность подхода при решении проблемы.

Говоря о подотчетности, необходимо выявить специфики стандартов деловой практики. Мы согласовали (табл. 3) одни из наиболее востребованных подобных стандартов с выработанными Советом по МСФО независимыми принципами представления финансовой отчетности, а именно:

- понятность – пользователи не могут использовать такую финансовую информацию, которую они не могут понять;
- значимость – повышает ценность процесса принятия решений (управленческих, инвестиционных и др.), ориентируя пользователей;
- достоверность – информация достоверна, когда она является надежной: не имеет ошибок (особенно существенных), полна и беспристрастна;
- сопоставимость – способность оставаться полезной с течением времени и актуальной, в сравнении с информацией из других источников.

Таблица 3. Согласование стандартов деловой практики с принципами полезной информации в понимании Совета по МСФО

Стандарт деловой практики	Понятность	Значимость	Достоверность	Сопоставимость
Глобальная инициатива по отчетности (GRI Standards)	Выработаны основные экономические, социальные и экологические показатели (KPI). Имеются отраслевые приложения.	Многосторонний подход вовлечения стейкхолдеров в процесс развития стандартов	Заверение признается рейтингом плюс (+). Отсутствие аттестации от GRI	Стандарт применим к фирмам из любой отрасли
Положения Глобального договора ООН (UN Global Compact, COP)	С момента своего принятия 10 принципов COP зарекомендовали себя и остаются неизменными	Десять принципов COP вытекают из международных конвенций, деклараций и вклада стейкхолдеров	Документ не предполагает заверения ни стейкхолдерами, ни независимыми аудиторами	Принципы COP одинаковы для всех фирм, но их уровень и содержание могут отличаться по отраслям
Серия стандартов AccountAbility (AA1000)	Стандарты и индикаторы отличаются для фирм различных отраслей	Стейкхолдеры активно взаимодействуют и участвуют в процессе подготовки отчетности	AA1000 предоставляет стандарт по заверению отчетности	Стандарт основан на принципах, поэтому сопоставимость между фирмами осложнена
ISO 26000:2010 «Руководство по социальной ответственности»	Это не конкретный набор стандартов, а основанное на принципах руководство	Многочисленные заинтересованные стороны вовлечены в процесс разработки ISO 26000:2010	В отличие от других стандартов ISO, это не сертифицированный стандарт	Содержит общие рекомендации в отношении процесса подготовки отчетности

Стандарт деловой практики	Понятность	Значимость	Достоверность	Сопоставимость
Рекомендации Совета по стандартам отчетности по устойчивому развитию (SASB)	Стандарт предлагает свой набор KPI, зачастую сильно отличающихся друг от друга	Анализ данных вместе с отраслевыми исследованиями, привлечением стейкхолдеров и в соответствии с требованиями SEC (Форма 10-K, 20-F)	SASB рекомендует независимое заверение (аттестацию) в виде отдельного «Экзаменационного задания»	Стандарт применяется к фирмам из более 80 различных отраслей
Модель подготовки отчетности об изменении климата (Climate Change Reporting Framework, CCRF)	CCRF ссылается на другие экологические и финансовые стандарты (в т.ч. МСФО), но не предлагает свой собственный стандарт	Является «форумом» для сотрудничества организаций по вопросам гармонизации стандартов, правил и деловых практик	Не предлагает механизма заверения, кроме тех, которые отдельно предусмотрены экологическими и финансовыми стандартами	Готовый инструмент, позволяющий фирмам раскрывать данные изменения климата в отчетах
Международный стандарт интегрированной отчетности (IR)	Основан на 7-ми принципах, не устанавливает KPI или методы оценки и не требует отражения отдельных фактов	Участие стейкхолдеров, взаимодействие с международной федерации бухгалтеров (IFAC) и GRI	Внутренний аудит или аналогичные функции, а также независимое внешнее заверение	Предназначен для баланса между гибкостью и строгими требованиями с учетом многообразия обстоятельств работы фирм

Источник: составлено авторами

Необходимо отметить, что все четыре основные характеристики информации по МСФО взаимосвязаны, а более высокий уровень достигается в одной информационной области за счет другой. Ответственность за сочетание всех четырех качественных характеристик несет руководство предприятия. Между тем, особенность сведений нефинансового характера современных коммерческих организаций заключается в том, что они имеют, как правило, немонетарное и неколичественное (качественное) выражение. Тем не менее, актуальным является дальнейший анализ и оценка подобных сведений в силу их востребованности в контексте устойчивого развития. Достижения корпоративной практики в социальных и экологических аспектах должны не ограничивать или обременять бизнес, а вызывать реакцию доверия, поддержки и лояльности со стороны делового сообщества, социальных институтов и общества, что должно выразиться в повышении конкурентоспособности социально-ответственных компаний и усилении их рыночных позиций присутствия на национальных рынках.

Устойчивые отношения организаций и вовлеченных лиц, основанные на создании единого информационного поля финансовых и нефинансовых сведений, будут иметь целый спектр позитивных последствий – от прозрачности деятельности организаций, до их полноценной подотчетности и полезности публикуемой информации. С позиций полезности информации необходимо говорить об обоснованности выбора тех или иных принципов, метрик, подходов, показателей деятельности. Наличие некоторого сбалансированного, и в тоже время комплексного формата нефинансовой отчетности, позволит обеспечить стабильность применяемых показателей и подходов от периода к периоду.

### Литература

1. Бородина В. В. 2008. Документация в бухгалтерском учете. М.: Форум. – ИНФРА-М.
2. Вахрушина М.А. К вопросу о связи бухгалтерского и статистического видов учета // Все для бухгалтера. 2017. № 3. С. 18–31.
3. Воробьева О.А. Нефинансовая отчетность компаний: эволюция понятия и виды // РИСК: Ресурсы. Ин-

- формация. Снабжение. Конкуренция. 2015. № 1. С. 293–296.
4. Голубцов В.Г. Оценочные понятия в европейском частном праве // Правовая парадигма. 2019. т. 18. № 2. doi: <https://doi.org/10.15688/lc.jvolsu.2019.2.3>.
  5. Дмитриева Д.Э. Особые условия содержания договоров перестрахования // Наука и современность. 2012. № 18. С. 291–296.
  6. Ефимова О.В. Формирование отчетности об устойчивом развитии: этапы и процедуры подготовки // Учет. Анализ. Аудит. 2018. 5(3). С. 40–53. DOI: 10.26794/2408–9303–2018–5–3–40–53.
  7. Иванов А.С. Деловая этика: о чем поведал американский учебник // Российский внешнеэкономический вестник. 2010. № 1. С. 67–72.
  8. Кузубов С.А., Даниленко Н.И., Демчук О.Н. Корпоративная социальная ответственность как предмет исследования в бухгалтерском учете // Международный бухгалтерский учет. 2015. № 17. С. 48–61.
  9. Кулибанова В.В., Приходько А.Н., Тэор Т.Р. Добросовестная деловая практика – основа экономического роста // Вестник гражданского инженеров. 2016. № 6 (59). С. 291–296.
  10. Мамедов Н.М. Культура устойчивого развития // Век глобализации. 2012. № 1. С. 188–190.
  11. Пятов М. Л., Соловей Т.Н., Сорокина А.С., Гусниева А.А. Нефинансовая отчетность в экономике: опыт XIX – начала XXI в. // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2018. Т. 34. Вып. 3. С. 465–492. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2018.306>
  12. Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП). 2015. Ответственная деловая практика в зеркале отчетности. Аналитический обзор корпоративных нефинансовых отчетов: 2012–2014 годы выпуска. URL: <http://media.rssp.ru/document/1/f/c/fc84b1337dbdd2411f73f3ca3f1bd173.pdf>
  13. Чалдаева Л.А., Красикова А.С., Федчин И.Н. Нефинансовая отчетность в России: проблемы становления и развития // Финансы и кредит. 2015. № 13 (637). С. 21–31.
  14. Щербаченко П.С. Нефинансовая отчетность: современное состояние и перспективы развития // Современные корпоративные стратегии и управленческие технологии в России: сборник научных трудов, вып. 9. – Москва, 2014. – С. 141–146.
  15. Brown J., Dillard J. 2015. Opening Accounting to Critical Scrutiny: Towards Dialogic Accounting for Policy Analysis and Democracy, *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, doi: 10.1080/13876988.2014.989684.
  16. Gray R., Milne M. 2015. It's not what you do: it's the way you do it: of method and madness. *Critical Perspectives on Accounting*, 32, 51–66.
  17. GRI Standards. 2021. Global Reporting Initiative Standards. – URL: <https://www.globalreporting.org/standards/>
  18. International Valuation Standards (IVS). 2020. International Valuation Standards Council. Page Bros, United Kingdom. – URL: [www.ivsc.org](http://www.ivsc.org)
  19. Marcel van Marrewijk. 2003. Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics* 44 (2–3): 95–105.
  20. Rasche A. 2009. Towards a Model to Compare and Analyze Accountability Standards: The Case of the UN Global Compact. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 16(4): 192–205.

**MODERN SPECIFICS OF NON-FINANCIAL REPORTING IN RUSSIAN AND FOREIGN PRACTICE**

**Bulgakov A.L., Krikunov A.S.**  
Lomonosov Moscow State University

The paper is devoted to the study of Russian and foreign practices of non-financial reporting in the field of corporate social responsibility. The main goal was to coordinate on a consistent basis the provisions of the most popular business practice

standards with the principles of useful information as understood by the IASB, such as clarity, significance, reliability, comparability. The methodological basis of the study is the harmonization of the requirements of business practice standards with financial reporting standards. The methods of content analysis, generalization, grouping and comparison were used. The research paradigm is based on the principles of sustainable development, fundamental provisions in the field of accounting, economic analysis, and strategic management. The empirical base consists of financial reporting standards, international and national standards, non-financial reports of foreign and Russian companies, legislative and regulatory acts of Russia and foreign countries in the field of accounting and reporting. The result of the study is to identify opportunities for harmonizing the provisions of the Global Reporting Initiative, the UN Global Compact, the AccountAbility Standards (AA1000), the ISO 26000:2010 Social Responsibility Manual, the Recommendations of the Sustainability Accounting Standards Board (SASB), the Climate Change Reporting Model and the International Standard for Integrated Reporting. The novelty of the results is that the Rasche model has been improved, which allows stakeholders to analyze accountability standards based on the specifics of their norms, geographical coverage, implementability, legality of provisions, industry affiliation, accountability, harmonization of norms, recognition and indicators used. The results obtained contribute to rapid assessment and allow decision makers to get an overview of available alternatives. The generalized conclusion is that stable relations between organizations and involved persons, based on the creation of a single information field of financial and non-financial reporting, would have a whole range of positive consequences from the transparency of organizations' activities to their full accountability.

**Keywords:** non-financial reporting; corporate responsibility; sustainable development; information transparency; business practices.

## References

1. Borodina V.V. 2008. Documentation in accounting. M.: Forum. – INFRA-M.
2. Vakhrushina M.A. On the question of the relationship between accounting and statistical types of accounting // All for an accountant. 2017. No. 3. P. 18–31.
3. Vorobyova O.A. Non-financial reporting of companies: the evolution of concepts and types // RISK: Resources. Information. Supply. Competition. 2015. No. 1. P. 293–296.
4. Golubtsov V.G. Valuation concepts in European private law // Legal paradigm. 2019.v. 18.No. 2.doi: <https://doi.org/10.15688/lc.jvolsu.2019.2.3>.
5. Dmitrieva D.E. Special conditions for the maintenance of reinsurance contracts // Science and Modernity. 2012. No. 18. S.291–296.
6. Efimova O.V. Formation of reporting on sustainable development: stages and procedures of preparation // Accounting. Analysis. Audit. 2018.5 (3). S.40–53. DOI: 10.26794 / 2408–9303–2018–5–3–40–53.
7. Ivanov A.S. Business ethics: what the American textbook told about // Russian Foreign Economic Bulletin. 2010. No. 1. S.67–72.
8. Kuzubov S.A., Danilenko N.I., Demchuk O.N. Corporate social responsibility as a research subject in accounting // International accounting. 2015. No. 17. S.48–61.
9. Kulibanova V.V., Prikhodko A.N., Teor T.R. Fair business practice is the basis of economic growth // Bulletin of civil engineers. 2016. No. 6 (59). S. 291–296.
10. Mamedov N.M. Culture of sustainable development // Age of globalization. 2012. No. 1. S. 188–190.
11. Pyatov M.L., Solovey T.N., Sorokina A.S., Gusnieva A.A. Non-financial reporting in the economy: experience of the XIX – early XXI century. // Bulletin of St. Petersburg University. Economy. 2018.Vol. 34. Iss. 3.S. 465–492. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2018.306>
12. Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs (RSPP). 2015. Responsible Business Practices in the Mirror of Accountability. Analytical review of corporate non-financial reports: 2012–2014. URL: <http://media.rspp.ru/document/1/f/c/fc84b1337db-dd2411f73f3ca3f1bd173.pdf>
13. Chaldaeveva L.A., Krasikova A.S., Fedchin I.N. Non-financial reporting in Russia: problems of formation and development // Finance and credit. 2015. No. 13 (637). S. 21–31.
14. Shcherbachenko P.S. Non-financial reporting: current state and development prospects // Modern corporate strategies and management technologies in Russia: collection of scientific papers, vol. 9. – Moscow, 2014. – S. 141–146.
15. Brown J., Dillard J. 2015. Opening Accounting to Critical Scrutiny: Towards Dialogic Accounting for Policy Analysis and Democ-

- racy, *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, doi: 10.1080 / 13876988.2014.989684.
16. Gray R., Milne M. 2015. It's not what you do: it's the way you do it: of method and madness. *Critical Perspectives on Accounting*, 32, 51–66.
  17. GRI Standards. 2021. Global Reporting Initiative Standards. – URL: <https://www.globalreporting.org/standards/>
  18. International Valuation Standards (IVS). 2020. International Valuation Standards Council. Page Bros, United Kingdom. – URL: [www.ivsc.org](http://www.ivsc.org)
  19. Marcel van Marrewijk. 2003. Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics* 44 (2–3): 95–105.
  20. Rasche A. 2009. Towards a Model to Compare and Analyze Accountability Standards: The Case of the UN Global Compact. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 16 (4): 192–205.

## Аспекты имплементации ключевых показателей эффективности в текущих процессах стандартизации

**Крикунов Арсений Сергеевич,**

аспирант кафедры «Учет, анализ и аудит», МГУ  
имени М.В. Ломоносова  
E-mail: s.krikunof@yandex.ru

*Цель.* Основная цель статьи состоит в исследовании возможности широкого внедрения устойчивого набора измеримых показателей нефинансового характера в рамках протекающих процессов стандартизации деловых практик как на национальном, так и международном уровнях. *Методология проведения работы.* Применяется метод системной диагностики отчетов и стандартов по корпоративной социальной ответственности с позиций выявления степени использования в них описательных (нарративных) компонент, реализуется сопоставление внутреннего состава национальных и международных стандартов деловой практики. *Результаты работы.* Стандарты деловой практики принципиально разделены на предполагающие подготовку измеримых ключевых показателей эффективности и остальные, основанные на принципах подотчетности и не предполагающие использования таких показателей. Систематизированы текущие подотчетные практики в области корпоративной социальной ответственности. Дана подробная характеристика полноте, рациональности и состоятельности предлагаемых к публикации организациями информационных раскрытий. *Выводы.* Мы условно, но принципиально разделили стандарты, способствующие подготовке организациями измеримых ключевых показателей эффективности деятельности и стандарты, основанные лишь на подотчетных принципах. На наш взгляд, преимущества прозрачности и четкости структуры публикуемых отчетов, содержащих ключевые показатели эффективности, преобладают над положениями различных форматов, основанных лишь на общих понятиях, принципах подотчетности. Важнейшим вопросом в рамках этого процесса будет является баланс между подотчетностью, и, в частности, полнотой собираемой информации, и понятностью, в том числе информационной прозрачностью отчета.

**Ключевые слова:** нефинансовая отчетность, практики подотчетности, корпоративная социальная ответственность, информационная прозрачность.

Сегодня стандарты по корпоративной социальной ответственности (КСО) имеют разные форматы и распространяются по разным информационным каналам, таким как: пресс-релизы, корпоративные сайты, ежегодная финансовая отчетность или годовые доклады. С позиций гармонизации этих стандартов важно понимать, какой из ныне существующих является более жизнеспособным. Сегодня отмечается актуальность развития подобного направления в гармонизации. Важно, чтобы показатели включали в себя преимущества различных открытых источников доступных знаний, с тем чтобы сделать их широко используемым инструментом оценки деятельности предприятий [1].

Считая отчетность фирмы первостепенным источником информации о ней, прозрачность представляется возможным подразделить на три составляющие:

- прозрачность в области структуры собственности;
- прозрачность финансов;
- прозрачность структуры и практики корпоративного управления.

Форматы нефинансовых отчетов в состоянии играть ключевую роль в процессе увеличения вклада фирм в области реализации целей устойчивого развития: со стороны отдаваемых сегодня инвесторами приоритетов финансовой информации, зачастую лишь поверхностно относящихся к информации социального и экологического характера [2, 3]. Информационная прозрачность означает количество и качество информации, которую компания сообщает заинтересованным сторонам.

Материалами для выполнения исследования послужили законодательные акты, постановления, стандарты деловой практики, стандарты финансовой и нефинансовой отчетности зарубежных стран и России. Широко используются публикации, имеющиеся

в современной зарубежной научной литературе. Используется метод системной диагностики международных стандартов деловой практики в отношении корпоративной социальной ответственности с целью выявления лучших подходов практик, а также анализ сильных и слабых сторон законодательных актов широкого круга стран и их сопоставления с существующими положениями международных стандартов финансовой отчетности с позиций возможной интеграции и уменьшения информационно-формационной асимметрии.

Принципиально, мы различаем стандарты, предполагающие измеримые ключевые показатели эффективности<sup>1</sup> деятельности и стандарты, основанные на принципах подотчетности. Мы условно разделили такие стандарты (см. табл. 1).

Таблица 1. Существующие наиболее востребованные стандарты деловой практики

Не предполагающие KPI	Использующие KPI
Положения Глобального договора ООН (UN Global Compact) [4] Серия стандартов AccountAbility (AA1000) Британского Института социальной и этической отчетности и, в том числе, Стандарт взаимодействия со стейкхолдерами (AA1000 SES) [5] Международный стандарт ISO 26000:2010 «Руководство по социальной ответственности» [6] Международный стандарт по интегрированной отчетности (IR) [7]	Стандарты Глобальной инициативы по отчетности (GRI) [8] Рекомендации Совета по стандартам отчетности по устойчивому развитию (SASB) [9] Европейская федерация сообществ финансовых аналитиков (EFFAS) [10] Межправительственная группа экспертов по международным стандартам учета и отчетности Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) [11]

Источник: составлено авторами

Характеризуя первую из упомянутых группу стандартов, отметим, что Положения Глобального договора ООН<sup>2</sup> указывают, прежде всего, на то, что отчитываются предприятия на ежегодной основе предоставляют «Сооб-

щения о достигнутом прогрессе»<sup>3</sup>. Положения Глобального договора ООН стремятся привести деловые практики, операции и стратегии предприятия к соответствию со своими десятью руководящими принципами в области прав человека (2 принципа), труда (4 принципа), окружающей среды (3 принципа) и борьбы с коррупцией (1 принцип). Глобальный договор является достаточно прозрачным документом, прописывающим собственные процедуры подготовки отчета. С учетом опыта применения ряда других стандартов (например, процессов управления в соответствии с SA 8000 и системы менеджмента ISO 14001) Глобальный договор содержит просьбу к участникам в установлении четких целевых показателей эффективности процессов (например, управления отходами). Относительно отраслевой направленности Глобальный договор не представляет собой отраслевой стандарт. С одной стороны, это указывает на одну из его сильных сторон, поскольку данное способствует межотраслевому обмену знаниями через механизмы взаимодействия, а также отражает одну из причин, по которым десять принципов не могут быть более конкретными.

Серия стандартов AccountAbility являются процессными, то есть устанавливают порядок (процедуру и набор критериев) оценки социальной ответственности, включая влияние на окружающую среду, и порядок подготовки отчета. Стандарт предоставляет предприятиям набор принципов для определения и структурирования того, как они понимают, управляют, применяют, оценивают и сообщают о своей подотчетности. Ценность принципов AA1000, а именно инклюзивность, значимость и обратная связь, в их всестороннем охвате и гибкости применения. Так, стандарт AA1000 SES требует, чтобы предприятие активно взаимодействовало со своими заинтересованными сторонами, полноценно выявляло и понимало проблемы устойчивости, которые повлияют на его производительность,

<sup>1</sup> Key Performance Indicators, KPI

<sup>2</sup> UN Global Compact

<sup>3</sup> Communication on Progress, COP

а затем использовало это «понимание» для разработки ответственных бизнес-стратегий и роста производительности. В качестве принципов, а не предписывающих правил, они позволяют предприятиям сосредоточиться на том, что является существенным с позиций их собственного видения, и обеспечивают основу для выявления и принятия мер в отношении возможностей, а также управления нефинансовыми рисками.

Международный стандарт ISO 26000:2010 «нацеливает компании на необходимость повышения информационной открытости в соответствии с принципами подотчетности, прозрачности и этичности поведения. Стандарт предлагает изменения и формулирует рекомендации, но не требования. Это добровольно используемое руководство, поэтому по данному стандарту не может быть проведена сертификация – в отличие от других стандартов серии ISO. ISO 26000 поощряет добровольные действия (в отличие от регулирования) по аналогии с большинством иных инициатив в КСО. Первостепенной целью Стандарта является обеспечение практического руководства по внедрению и интеграции социальной ответственности на предприятии, оказание содействия в решении вопросов социальной ответственности бизнеса; и это отличает его от традиционных стандартов отчетности в области КСО, таких как GRI и COP. Стандарт охватывает семь основных вопросов: организационное управление, права человека, трудовая практика, окружающая среда, справедливая эксплуатационная практика, вопросы потребления, а также вовлеченность в сообщества и их развитие. Одной из основных целей ISO 26000:2010 является повышение надежности связи и прозрачности предприятий в области КСО, а также обеспечение общей и универсальной основы концепций и методологий КСО.

Понятие «сфера влияния» в ISO 26000:2010 используется для разграничения ответственности организации за ее воздействия и согласуется с Руководящими принципами ООН по вопро-

сам бизнеса и прав человека<sup>4</sup>. Концепция же «границ ответственности» в GRI также согласуется с Руководящими принципами ООН по предпринимательству и правам человека в том смысле, что она предполагает формат отчетности о воздействии, которое произвело предприятие, привнесло, или которое может быть связано с деятельностью предприятия в результате взаимоотношений с другими сторонами. Хотя стандарт ISO 26000:2010 указывает, что понятие «сфера влияния» целесообразно использовать при оценке уровня ответственности организации за последствия внутри сферы своего влияния, в GRI понятие «границ ответственности» используется для характеристики места, где имеет место воздействия организации, будь то внутри или за пределами организации, или оба случая сразу – что является несомненным преимуществом последнего.

Международный стандарт по интегрированной отчетности (IR) основан на модели «Вход-Выход», которая предполагает анализ потребляемых компанией ресурсов в сопоставлении с произведенными продуктами, отходами, потерями, изменениями в социальной и экологической среде. Отчет, согласно рекомендациям стандарта, должен учитывать зависимость организации, и ее воздействие на шесть типов капиталов: финансовый, производственный, человеческий, интеллектуальный, природный, социально-репутационный. Ожидается, что фирмы не будут считываться по всем 6 типам капитала, а скорее по тем, которые являются для них существенными. При этом Совет IIRC не призывает к каким-либо количественным оценкам, что, по нашему мнению, не благоразумно. Стандарт не устанавливает конкретные KPI или же методы оценки, а также не требует отражения отдельных фактов. При этом лица, подготавливающие интегрированный отчет, сами определяют какие факты деятельности являются существенными, а также каково качество

<sup>4</sup> The UN Guiding Principles on Business and Human Rights

их раскрытия. На фоне этого стандарт говорит, что количественные показатели, такие как KPI и монетизированные показатели, в состоянии быть «крайне полезными при объяснении того, как организация создает стоимость, использует различные капиталы и влияет на них» [7, с. 10].

Отсутствие многостороннего подхода при выработке конкретного набора фактов деятельности (в том числе отсутствие и KPI), а также отсутствие «общественного заверения» качества их раскрытия заводит подобное раскрытие в тупик и ведет к практической невозможности сопоставления интегрированных отчетов, ведь для каждого предприятия набор подобных фактов будет свой, а качество их сомнительно. При общественном заверении появляется возможность переложить ответственность за качество отчетности с предприятий на общество, поскольку понятие устойчивости глобально по своим масштабам и не сводится только к рамкам хозяйственной деятельности фирм.

Мы считаем, что в интегрированной отчетности должна быть представлена также информация о всех взаимодействиях с корпорацией сторонах (контролируемых корпорацией, связанных производственно-технологическими цепочками, потребителях и т.д.), поскольку стоимость (ценность) корпорации находится под влиянием не только достигнутого менеджментом уровня эффективности управления ресурсами, но в том числе и под воздействием сложившихся взаимоотношений со стейкхолдерами. Так, Международная федерация бухгалтеров<sup>5</sup> в контексте существенности, реализуемой в интегрированной отчетности, признает вышеуказанное, заявляя, что отчеты должны быть посвящены раскрытию существенных вопросов для улучшения внутреннего и внешнего процесса принятия решений за счет исключения посторонней информации, что способствует уменьшению информационной асимметрии

между руководством и внешними заинтересованными сторонами<sup>6</sup>.

Характеризуя вторую группу стандартов (см. табл. 1), отметим, что стандарты GRI предоставляют развитую информационную платформу в виде набора показателей для всех отраслей мировой экономики. В процессе стандартизации отчетной информации GRI стандартизирует отчетность о КСО в качестве деловой практики [12], при том, что свой опыт при создании GRI вложила Коалиция за экологически ответственный бизнес<sup>7</sup> в партнерстве с Программой ООН по окружающей среде<sup>8</sup> с целью решения задач устойчивого развития. Одно из основных преимуществ стандартов GRI в том, что они направлены на разработку гармонизированного подхода к отчетности о КСО, позволяющего сравнивать различные экологические или социальные отчеты на основе измеримых ключевых показателей эффективности деятельности. А не доработанность в том, что Руководство GRI не содержит инструкций по разработке внутренней системы учета, а также не предлагает методологий подготовки отчетов, например, не устанавливает объемы допустимых выбросов для конкретных вредных веществ и т.д., и не предполагает верификации (внешнего аудита) таких отчетов.

В свою очередь, стандарты SASB разрабатывались через призму взгляда инвесторов на то, каким они хотели видеть формат нефинансовой отчетности. SASB ставит целью интеграцию собственных стандартов в форму 10-K, которая представляется публичными компаниями США в Комиссию по ценным бумагам и биржам США<sup>9</sup>. В этом смысле стандарт положительно отличается от инициатив, таких как GRI, действуя

<sup>6</sup> Materiality in Integrated Reporting. 2015. Guidance for the Preparation of Integrated Reports. URL: <https://www.ifac.org/publications-resources/materiality-integrated-reporting>

<sup>7</sup> The Coalition for Environmentally Responsible Economies, CERES

<sup>8</sup> United Nations Environmental Programme, UNEP

<sup>9</sup> The United States Securities and Exchange Commission, SEC

<sup>5</sup> International Federation of Accountants, IFAC

в рамках существующей системы финансового регулирования [13], что в состоянии способствовать обязательному соблюдению стандарта SASB предприятиями США в скором будущем. Предприятия и сами способны рассмотреть вопрос об использовании стандартов SASB для раскрытия минимального набора существенных вопросов в собственном отчете, а затем подготовить отчет на основе рекомендаций GRI, и, если необходимо, обеспечить более широкое взаимодействие с широким кругом заинтересованных сторон [14].

Отличительной чертой стандартов SASB является то, что они фокусируются именно на отчете как конечном продукте, но не на анализе управленческих процессов, стратегий и их результатов (на что нацеливают GRI и интегрированная отчетность, IR). Однако, также как и стандарт интегрированной отчетности, стандарты SASB не содержат требований по взаимодействию со стейкхолдерами.

SASB создал систему классификации устойчивой промышленности (SICS) с целью подразделения отраслей (нами выявленных более 80-ти отраслей) в соответствии с их ресурсоемкостью и инновационным потенциалом устойчивости. SASB использует «принцип существенности» в том виде, в котором он присутствует в законодательстве США о ценных бумагах [15], в тоже время опираясь Решение Верховного Суда США о том, что информация является существенной если существует «большая вероятность того, что раскрытие пропущенного факта было бы расценено разумным инвестором как существенно изменившее совокупность предоставленной информации»<sup>10</sup>. Стандарты SASB могут быть интегрированы в Обсуждение и анализ руководства финансового состояния и результатов деятельности предприятия<sup>11</sup> и других соответствующих обязательных разделов документов, подава-

емых в Комиссию по ценным бумагам и биржам США, таких как форма 20-F.

В свою очередь, стандарт от Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД)<sup>12</sup> содействует инвестиционной активности, экономической стабильности и устойчивому развитию путем поощрения передовой практики корпоративной транспарентности и учета. Отличительной особенностью этого стандарта является то, что он предлагает собственный набор показателей эко-эффективности, соотнося воздействие фирмы на окружающую среду с создаваемой ею добавленной стоимостью. Руководство содержит 16 показателей корпоративной ответственности. Показатели ЮНКТАД включают одновременно общеэкономические финансовые и нефинансовые показатели и не являются отраслевыми, и тем более их нельзя назвать бизнес-специфическими, что при их использовании будет несомненно сказываться на неглубоком анализе деятельности компаний.

Стандарт Европейской федерации сообщества финансовых аналитиков<sup>13</sup> (EFFAS) разрабатывался для котируемых компаний и эмитентов облигаций. Он стимулирует инвесторов, финансовых аналитиков, кредитные агентства и иных участников рынка капитала к имплементации своих KPI в их моделях оценок. Аналогично стандартам SASB, стандарт EFFAS предлагает собственные наборы ключевых показателей эффективности для широкого круга компаний из различных отраслей мировой экономики. Также как и в стандарте от ЮНКТАД, KPI от EFFAS включают как общеэкономические показатели (выручки от производимой продукции, элементов коррупции, судебных издержек и др.), так и широкий спектр нефинансовых показателей, в включающих данные о цепочках поставок. Хотя признается, что единого универсального подхода не существует, малые и средние

<sup>10</sup> U.S. Supreme Court

<sup>11</sup> Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, MD&A

<sup>12</sup> United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD

<sup>13</sup> The European Federation of Financial Analysts Societies, EFFAS

предприятия зачастую не располагают опытом и ресурсами для подробного представления собственных производственных и управленческих процессов. Как следствие, многие небольшие фирмы становятся не подотчетными.

Еще предстоит выяснить, каким образом международные органы по стандартизации и правительства стран будут решать эту проблему и, в частности, как они будут балансировать необходимость обязательного раскрытия информации с достоинствами добровольной отчетности. Со временем мы ожидаем, что эти режимы отчетности приведут к сближению стандартизированных финансовых отчетов сегодняшнего дня с добровольными отчетами о корпоративной социальной ответственности. Важнейшим вопросом в рамках этого процесса будет являться баланс между подотчетностью, и, в частности, полнотой собираемой информации, и понятностью, в том числе информационной прозрачностью отчета.

### Литература

1. Girard N., Magda D., Astruc J.M., Couix N., Gross H., Guyon J.P., Labatut J., Poinsoit Y., Saldaqui F. Analyzing indicators for combining natural resources management and production-oriented activities. *Environment, Development and Sustainability*. 2015; 17: 155–172. DOI:10.1007/s10668-014-9544-7
2. Adams C.A. Conceptualizing the contemporary corporate value creation process. *Accounting Auditing and Accountability Journal*. 2017; 30 (4): 906–931.
3. Solomon J. F., Solomon A., Joseph N.L., Norton S.D. Impression management, myth creation and fabrication in private social and environmental reporting: Insights from Erving Goffman. *Accounting, Organizations and Society*. 2013; 38 (3): 195–213.
4. United Nations. *Global Compact*. 2018; URL: <http://www.unglobalcompact.org>. (дата обращения: 02.07.2020).
5. AccountAbility. 2018; URL: <http://www.accountability.org/standards/aa1000aps.html> (дата обращения: 14.06.2020).
6. ISO 26000:2010. *Social responsibility*. URL: <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html> (дата обращения: 22.07.2020).
7. Integrated Reporting, IR. *The International Integrated Reporting Framework*. Официальный перевод Стандарта «ИО» на русский язык. 2014. URL: [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx\\_en-US\\_ru-RU.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx_en-US_ru-RU.pdf) (дата обращения: 03.12.2020)
8. GRI Standards. *Global Reporting Initiative Standards*. 2016. URL: <https://www.globalreporting.org/standards/>
9. SASB. *Sustainability Accounting Standards Board*. 2013. URL: [https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2013/09/SASB\\_Standard\\_Pharma.pdf](https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2013/09/SASB_Standard_Pharma.pdf)
10. EFFAS KPIs for ESG. *A guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*. 2010. URL: [http://www.effas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs\\_for\\_ESG\\_3\\_0\\_Final.pdf](http://www.effas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs_for_ESG_3_0_Final.pdf)
11. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Guidance on Corporate Responsibility Indicators in Annual Reports (ISAR)*. United Nations, New York and Geneva. 2008. ISBN 978-92-1-112740-9. URL: [http://unctad.org/en/Docs/iteteb20076\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/iteteb20076_en.pdf)
12. Brown H., de Jong M., Levy D. Building institutions based on information disclosure: Lessons from GRI's sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*. 2009; 17(6): 571–580.
13. Scott M. "US companies urged to put natural capital in accounts". *Financial Times*. 2012. (дата обращения: 17.08.2020).
14. Gilman K., Schulschenk J. *Sustainability Accounting Standards Board. 2015 Report*.
15. *Sustainability Accounting Standards Board (SASB). About Materiality*. 2018. URL: <https://www.sasb.org/ma>

teriality/important/ (дата обращения:  
14.10.2020)

## THE ASPECTS OF KEY PERFORMANCE INDICATORS IMPLEMENTATION IN THE CURRENT STANDARDIZATION PROCESSES

**Krikunov A.S.**

Lomonosov Moscow State University

*Purpose:* The main purpose of the article is to study the possibility of widespread introduction of a stable set of measurable indicators of a non-financial nature within the ongoing processes of standardization of business practices both at the national and international levels. *Methods:* The method of system diagnostics of reports and standards on corporate social responsibility is applied from the standpoint of identifying the degree of use of descriptive (narrative) components in them, a comparison of the internal composition of national and international business practice standards is implemented. *Results:* Business practice standards are fundamentally divided into those involving the preparation of measurable key performance indicators and the rest, based on the principles of accountability and not involving the use of such indicators. The current accountable practices in the field of corporate social responsibility are systematized. A detailed description of the completeness, rationality and consistency of the information disclosures proposed for publication by organizations is given. *Conclusions and Relevance:* We have conditionally, but fundamentally separated the standards that contribute to the preparation of measurable key performance indicators by organizations and standards based only on accountable principles. In our opinion, the advantages of transparency and clarity of the structure of published reports containing key performance indicators prevail over the provisions of heterogeneous formats based only on general concepts, principles of accountability. The most important issue in this process will be the balance between accountability, and, in particular, the completeness of the information collected, and clarity, including information transparency of the report.

**Keywords:** non-financial reporting, accountability practices, corporate social responsibility, information transparency

### References

1. Girard N., Magda D., Astruk J.M., Kuiks N., Gross H., Gaillon J.P., Labatut J., Poinso Y.,

Saldaki F. Analysis of indicators for combining natural resource management and production activities. *Environment, Development and sustainable development*. 2015; 17: 155–172. DOI:10.1007/s10668-014-9544-7

2. Adams K.A. Conceptualization of the modern process of creating corporate value. *Journal of Accounting, Auditing and reporting*. 2017; 30 (4): 906–931.
3. Solomon J.F., Solomon A., Joseph N.L., Norton S.D. Impression management, creation of myths and fabrication in private social and environmental reporting: ideas of Erving Goffman. *Accounting, Organizations and Society*. 2013; 38 (3): 195–213.
4. The United Nations. *The Global Compact*. 2018; URL: <http://www.unglobalcompact.org>. (date of application: 02.07.2020).
5. *Accountability*. 2018; URL: <http://www.accountability.org/standards/aa1000aps.html> (accessed: 06/14/2020).
6. ISO 26000:2010. *Social responsibility*. URL: <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html> (accessed: 07/22/2020).
7. *Integrated Reporting, IR. International Integrated Reporting System. Official translation of the IO Standard into Russian*. 2014. URL: [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx\\_en-US\\_ru-RU.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx_en-US_ru-RU.pdf) (accessed: 03.12.2020)
8. *GRI standards. Standards of the Global Reporting Initiative*. 2016. URL: <https://www.globalreporting.org/standards/>
9. *SASB. The Council for Accounting Standards in the Field of Sustainable Development*, 2013. URL: [https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2013/09/SASB\\_Standard\\_Pharma.pdf](https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2013/09/SASB_Standard_Pharma.pdf)
10. *Key performance indicators for ESG. Guidelines for integrating ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*. 2010. URL: [http://www.effas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs\\_for\\_ESG\\_3\\_0\\_Final.pdf](http://www.effas-esg.com/wp-content/uploads/2011/07/KPIs_for_ESG_3_0_Final.pdf)
11. *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Guidance on Corporate Responsibility Indicators in Annual Reports (ISAR)*. United Nations, New York and Geneva, 2008. ISBN 978-92-1-112740-9. URL: [http://unctad.org/en/Docs/iteteb20076\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/iteteb20076_en.pdf)
12. Brown H., de Jong M., Levy D. Creating institutions based on information disclosure: lessons from GRI reporting on sustainable

- development. *Journal of Clean Production*. 2009; 17(6): 571–580.
13. Scott M. “American companies are encouraged to place natural capital on accounts.” *Financial Times*, 2012. (accessed 17.08.2020).
  14. Gilman K., Shulshenk J. The Council for Accounting Standards in the Field of Sustainable Development. Report for 2015.
  15. The Sustainable Development Accounting Standards Board (SASB). About Materiality. 2018. URL: <https://www.sasb.org/materiality/important/> (date of request: 14.10.2020)