ЭКСПЕРИМЕНТАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ

№ 3
2021

СОДЕРЖАНИЕ

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ, СТАТИСТИЧЕСКИЕ ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ В ЭКОНОМИКЕ

Алешина А.В., Федоров А.Б. Особенности индустрии хедж-фондов и актуальность использования ценных бумаг биржевых фондов (ETF) хедж-фондами 2

РЕГИОНАЛЬНАЯ И ОТРАСЛЕВАЯ ЭКОНОМИКА

Булгаков А.Л., Калинин Г.А., Михайлов С.С. Инструменты финансирования крупных инфраструктурных проектов: Фабрика проектного финансирования и иные инструменты..... 8

ФИНАНСЫ

Сетдиков Р.Х., Даниловский Д.В. Способы финансирования бизнеса с помощью кредитов и лизинга 14

Алешина А.В., Шахбанов И.М. Рынок ЗПИФов недвижимости: понятие, особенности и регулирование... 18

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Силкин И.В. Оптимизация налоговых затрат российских организаций с помощью создания иностранной компании..... 24

TABLE OF CONTENTS

MATHEMATICAL, STATISTICAL INSTRUMENTAL METHODS IN ECONOMICS

Aleshina A.V., Fedorov A.B. Features of the hedge fund industry and the relevance of the use of securities of exchange-traded funds (ETFs) by hedge funds..... 2

REGIONAL AND SECTORAL ECONOMY

Bulgakov A.L., Kalinin G.A., Mikhailov S.S. Financing tools for large infrastructure projects: Project Financing Factory and other tools 8

FINANCE

Setdikov R.H., Danilovsky D.V. Methods to finance a business with loans and leasing 14

Aleshina A.V., Shakhbanov I.M. Real estate Mutual fund market: concept, features and regulation..... 18

WORLD ECONOMY

Silkin I.V. Optimising tax costs of Russian organisations by setting up a company with foreign capital..... 24

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*

Почта: *welcome@eeaf.ru*

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ
А.Л. Булгаков

Главный редактор:
А.В. Алешина

Отпечатано в типографии ООО «Русайнс», 117218, Москва, ул. Кедрова, д. 14, корп. 2
Тираж 300 экз. Формат А4. *Подписано в печать:* 30.09.2021
Цена свободная

Все материалы, публикуемые в журнале, подлежат внутреннему и внешнему рецензированию

Издание не подлежит маркировке согласно п. 2 ст. 1 Федерального закона от 29.12.2010 № 436-ФЗ «О защите детей от информации, причиняющей вред их здоровью и развитию»

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).

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ, СТАТИСТИЧЕСКИЕ И ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ В ЭКОНОМИКЕ

Особенности индустрии хедж-фондов и актуальность использования ценных бумаг биржевых фондов (ETF) хедж-фондами

Алешина Анна Валентиновна,
к.э.н., доцент, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: annaaaleshina@mail.ru

Федоров Александр Борисович,
магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: alexanderfedorov07@gmail.com

Возможно оценить влияние экономических циклов на доходность хедж-фондов, так как хедж-фонды могут получать прибыль с помощью различных финансовых инструментов как на растущей стадии экономического цикла, так и на падающей стадии. Российский рынок обычно демонстрирует сильную зависимость от цен на сырье и от экспортной выручки сырья. Прогнозы развития российской экономики обычно базируются на предположении определенной цены на нефть, а изменение курса рубля ставится в зависимость от долларовых доходов сырьевых компаний, которые определяют спрос на национальную валюту. Пробелы в законодательстве, отток иностранного капитала оказывают негативное воздействие на хедж-фонды. Это обуславливает необходимость в поиске новых и более эффективных стратегий, позволяющих хедж-фондам справляться со своими основными задачами — максимизировать доходность вложений и страховать капитал от рыночных рисков.

Ключевые слова: хедж-фонд, ETF, биржевые фонды, фондовый рынок, эффективность хедж-фондов, доходность хедж-фондов.

Введение

В современном мире хедж-фонды являются достаточно эффективным финансовым институтом, так как позволяют получать прибыль как на растущем рынке, так и на падающем рынке. Но в то же время хедж-фонды считаются финансовыми институтами, для которых характерна большая степень риска. Поэтому для достижения высоких показателей управляющие хедж-фондов должны правильно выбрать стратегию, дать верную оценку сложившейся ситуации. Обычно на фондовом рынке на фазе экономического подъема участники рынка получают высокий доход. Однако, когда подъем на рынке сменяется экономическим спадом, большое количество участников получает огромные убытки [1]. Хедж-фонды могут использовать короткие продажи, фьючерсы и другие инструменты, которые могут быть недоступны обычным инвестиционным фондам и, таким образом, хедж-фонды могут осуществлять более широкий перечень операций, чем обычные инвестиционные фонды. С одной стороны хедж-фонды могут оперировать более широким перечнем инструментов, с другой стороны они могут нести большие риски. Поэтому возникают вопросы формирования эффективной модели формирования портфеля хедж-фондов.

Специфика хедж-фондов

Хедж-фонд представляет собой инвестиционный фонд, доступный ограниченному числу лиц, обладающих значительным капиталом, который находится под управлением профессиональных менеджеров. Хедж-фонд ради максимизации прибыли готов проводить достаточно агрессивные спекулятивные операции на фондовом рынке.

Специфика современных хедж-фондов:

- это частные инвестиционные фонды, практически не регулируемые со стороны государства;
- хедж-фонды используют различные методики, в том числе и финансовый леверидж;
- часть процента от прибыли фонда забирают профессиональные управляющие фондом как вознаграждение;
- данные фонды доступны ограниченному числу инвесторов.

Российские хедж-фонды имеют активы, которые могут включать в себя:

- акции российских и иностранных инвесторов;
- денежные средства и долговые инструменты;
- депозитарные расписки на ценные бумаги;
- драгоценные металлы [8].

Россия значительно отстает от зарубежных стран по количеству хедж-фондов, а также уровню их доходности. Заметим, что 90% активов, находящихся в составе российских хедж-фондов, принадлежат состоятельным инвесторам. В западноевропейских странах в активе хедж-фондов находятся капиталы крупнейших институциональных компаний.

Инвесторами-участниками хедж-фондов могут быть люди с высоким уровнем доходов. Часто хедж-фонды зарабатывают деньги на акциях, которыми не владеют (хедж-фонды осуществляют торговлю с кредитным плечом и короткую торговлю (шорт-трейдинг)). С одной стороны, хедж-фонды могут приносить колоссальные доходы, а с другой стороны, приводить к банкротству крупнейшие компании мира (показателен пример величины убытков, которые могли понести кредиторы хедж-фонда LTCM).

Хедж-фонды являются активными участниками спекулятивных операций с кредитными дефолтными свопами (credit default swap (CDS)). CDS относительно «молодой» финансовый инструмент, но за период с 1994 года по 2008 год объемы сделок с CDS выросли с нуля до 63 триллиона долларов [14, стр. 647]. В настоящее время объемы сделок с CDS составляют более 30 трл долларов, что ненамного меньше объема мирового рынка акций. Существенный риск для инвесторов хедж-фондов представляют собой короткие продажи, которые могут быть очень прибыльны, но при этом могут принести большие убытки [9].

Хедж-фонды по сравнению с другими инвестиционными фондами могут приносить высокие прибыли, но также могут принести и существенные убытки. В частности, в течение нескольких лет хедж-фонд LTCM приносил прибыль, превышающую индекс Доу-Джонса на 30%. Однако убытки, которые понес хедж-фонд LTCM в 1998 году, в десятки раз превышали величину собственного капитала, который внесли инвесторы [16]. Такая большая сумма убытка была связана с тем, что хедж-фонд активно использовал заемные средства и торговал с кредитным плечом (в начале 1998 года кредитное плечо составляло величину 25:1 к величине собственных средств). 17 августа 1998 года хедж-фонд потерял $533 млн всего за один день в связи с объявленным Правительством России дефолтом по государственным облигациям, что составляло потерю 25% собственного капитала фонда. Из-за начавшейся на рынке волатильности и падения курсов акций фонд не мог оплатить гарантийное обеспечение по своим кредитам перед банками и был вынужден срочно продавать свои активы по невыгодной цене, так как рынок падал. При этом быстро закрыть свои позиции у хедж-фонда не получалось. В итоге к концу августа 1998 года потеря хедж-фонда LTCM составила уже 45% собственного капитала. В итоге, опасаясь эффекта «домино», ряд банков был вынужден выделить дополнительное финансирование фонду, чтобы он смог переждать период волатильности и закрыть свои позиции. До конца года фонд распродал свои активы и закрыл позиции. По итогам закрытия фонда LTCM инвесторы, вложившие в фонд средства в размере 1,9 млрд долларов, полностью их потеряли.

Многие инвесторы готовы вкладывать достаточно крупные денежные средства в хедж-фонды именно в расчете на вероятную высокую доходность этих фондов, которая невозможна в обычных инвестиционных фондах. Это связано со спецификой хедж-фондов:

- инвесторы претендуют на получение высокой прибыли;
- управляющие хедж-фондов используют агрессивные и довольно высоко рисковые стратегии;
- для хедж-фондов рынки развивающихся стран являются перспективными, так как дают возможность получить крупные доходы.

Стратегии, которые чаще всего используют управляющие хедж-фондов представлены на следующем рисунке (рис. 1).

Рис. 1. Стратегии, используемые управляющими хедж-фондов

Источник: составлено авторами.

Хедж-фонды представляют собой фонды с очень небольшим регулированием со стороны регуляторов на финансовых рынках. Эти фонды и создавались ради того, чтобы обойти существующее достаточно жесткое регулирование обычных инвестиционных фондов для неквалифицированных инвесторов.

В следующей таблице представлена деятельность инвесторов в различных рыночных ситуациях (табл. 1).

Таблица 1. Поведение инвесторов на разных стадиях экономического цикла.

Фаза	Поведение инвестора
Подъем	Рискует с целью получения максимального дохода
Оживление	Высокая деловая активность
Спад	Закрывают рискованные короткие позиции, начинается отток капитала

Источник: составлено авторами.

Экономические циклы оказывают различное влияние на рыночную ситуацию в стране. Поэтому управляющим необходимо обращать внимание на страновой риск. Развивающие рынки зависят от изменений, происходящих на мировых рынках. Изменения, происходящие на рынках развитых стран, менее заметны по сравнению с изменениями на рынках развивающихся стран.

При построении стратегии управляющий хедж-фондами должен обратить внимание на макроэкономические факторы. От правильности принятого решения зависит доходность, которую получат инвесторы в хедж-фонды [15].

Хедж-фонды достаточно часто инвестируют в рынки развивающихся стран, которые обладают большим потенциалом, что позволяет значительно увеличить доходность от хедж-фондов. Но изучение уровня доходности хедж-фондов сопряжено со следующими трудностями: отсутствие информации на сайтах, находящихся в свободном доступе, активы слишком незначительны для проведения анализа. Поэтому можно рассмотреть возможность включения управляющим хедж-фонда бумаг биржевых инвестиционных фондов (ETF) [15], что, как уже отмечалось ранее, является крайне перспективной и востребованной стратегией среди менеджеров фондов. Данная методика даёт возможность спрогнозировать структурные изменения, происходящие в экономики на изменение показателей фонда.

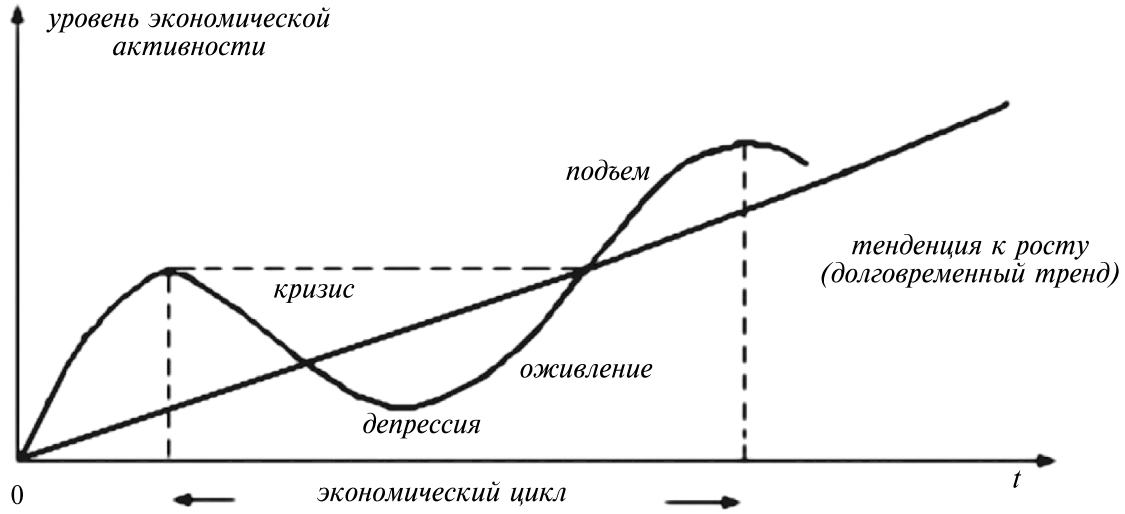

Рис. 2. Трехфазный экономический цикл

Современный экономический цикл состоит из трёх фаз (рис. 2): кризис, оживление, подъём.

Необходимо отметить, что для экономического цикла России характерна краткосрочность. Средняя длина цикла российской экономики составляет 5 лет.

Перед управляющим хедж-фондом стоит задача формирования эффективной стратегии хедж-фонда для инвестора. Одно из возможных вложений хедж-фондов в целях диверсификации рисков — это вложения в ETF. Большинство ETF — индексные фонды, основанные на акциях, облигациях, товарах или валютах.

Статистика этих фондов представляет собой количество торгуемых на бирже фондов во всем мире с 2003 по 2020 годы. В 2020 году во всем мире насчитывалось 7602 ETF фондов по сравнению с 2019 годом, когда их было только 6790 [1].

Объем ETF фондов ежегодно растет практически на 32%. На долю США приходится примерно 70% рынка ETF — величина активов под управлением (assets under management — AUM) достигает суммы более $4,4 трлн по состоянию на декабрь 2019 г. Европейский рынок ETF также стремительно растет, превышая 1 триллион долларов в 2020 году. На долю китайского рынка ETF приходится 4% рынка, или 177 миллиардов долларов в AUM [2].

Биржевые фонды (ETF) доступны на финансовых рынках с начала 1990-х годов. Они являются одним из основных типов инвестиционных фондов наряду с паевыми фондами, страховыми фондами, пенсионными фондами, фондами недвижимости, хедж-фондами или фондами прямых инвестиций.

Основная особенность, которая отличает биржевые фонды от других инвестиционных фондов, заключается в том, что они всегда торгуются на фондовой бирже (как и обыкновенные акции), а их цена определяется посредством сделок купли-продажи на бирже.

Основная цель ETF — воспроизвести результативность индекса или другого финансового инструмента, а не превзойти его. Например, инвестор, желающий достичь таких же показателей, как индекс Dow Jones Industrial Average, может инвестировать в DJIA ETF. Некоторые из ETF также позволяют отслеживать показатели, противоположные показателям индекса — если инвестор думает, что цена на серебро упадет, он может приобрести акции об-

ратного серебряного ETF, чтобы заработать деньги на падении цен на серебро.

Существенным преимуществом ETF перед паевыми фондами является комиссия за управления, которая существенно ниже из-за применения методов пассивного управления фондами, в отличие от достаточно высоких комиссий активно управляемых инвестиционных фондов.

Количество ETF фондов по сравнению со взаимными фондами неуклонно растёт, начиная с 18 штук в 1996 (рис. 3) и заканчивая 2366 ETF фондов в США в 2019 году.

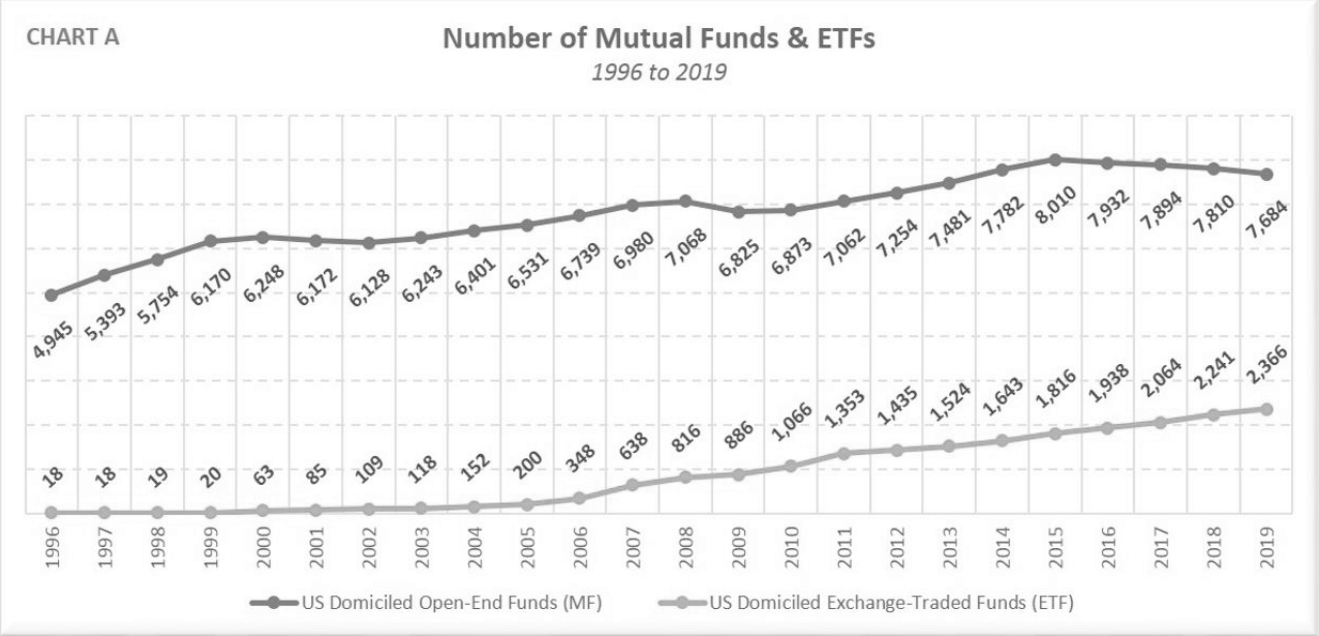

Рис. 3. Изменение количества инвестиционных фондов и фондов ETF в США за период с 1996 по 2019 годы
Источник: Morningstar Direct [3]

ETF с кредитным плечом используют инвестиции в производные инструменты для поиска более высокой доходности.

Биржевые фонды особенно интересны для инвесторов в долгосрочной перспективе. Некоторые ETF задействованы в спекулятивной торговле и коротких продаж.

В 2019 году компанией Source, одним из крупнейших поставщиков ETF в Европе, проводился опрос среди топ-менеджеров самых крупных и успешных хедж-фондов. В исследовании компания попросила специалистов хедж-фондов взвесить рост ETF среди менеджеров в своей области. Исследование показало, что примерно 92% менеджеров ожидали увидеть увеличение по крайней мере на $55 млрд к концу 2019 года. Это означает увеличение более чем на 10 миллиардов долларов по сравнению с 2018 годом. Еще более впечатляющим является мнение о том, что к 2021 году объем ETF может достичь $100 млрд [15, стр. 12].

Более половины опрошенных заявили, что, по их мнению, большинство хедж-фондов — особенно небольших — будет использовать ETF для снижения своих затрат и сборов. В результате они могут быть более привлекательными для конкуренции за клиентов. В отчете Deutsche Bank за 2016 год сделаны аналогичные выводы. Например, он обнаружил, что использование хедж-фондами ETF увеличилось, что указывает на то, что хедж-фонды находят ценность в использовании ETF. Также было отмечено, что менеджеры хедж-фондов все чаще включают ETF для удовлетворения потребностей клиентов, которые переходят к индексным стратегиям взамен инвестиций, основанных на фундаментальном анализе. [15]

Научные взгляды по вопросу влияния информации на принимаемые инвестиционные решения

Существуют исследования, посвященные изучению влияния нехватки информации на эффективность инвестиций. Если экономика находится на стадии спада, то достаточно сложно собрать необходимые данные для анализа и прогнозировать будущие тенденции. Неопределенность может не позволить принять верное решение.

Например, в труде В. А. Черкасовой и Р. Дуняшевой [4] рассматривается влияние феномена асимметрии в развивающихся странах на прибыльность инвестиций. В результате было установлено, что степень асимметрии оказывает влияние на прибыльность инвестиций. При этом отсутствие информации снижает активность инвесторов.

В исследовании Орлова А. С. [5] рассматривается оптимальная стратегия, устойчивая к экономическим спадам. Автор изучает историю появления хедж-фондов на российском рынке, рассматривает событийную стратегию. Изучению биржевых фондов посвящены исследования А. Н. Аипова [6],

А. Г. Спиро, Ю. А. Дорофенок [7]. В данных работах отмечается, что рынок индексных фондов в России плохо развит, а прибыль фонда зависит от работы руководящей компании с неиндексной частью фонда.

В работах В. Д. Никифорова и И. Г. Сергеевой [8] исследуется особенность функционирования инвестиционных фондов России в период кризиса. Акции ETF достаточно прибыльны, поэтому достаточно эффективной является разработка специальных стратегий на базе инвестиций в ETF. В настоящее время основными проблемами в сфере инвестирования являются неверная оценка рисков и недостаточная информация о фондах.

Существует множество работ, посвященных изучению вопросов влияния различных критериев на российский рынок фондовых бумаг. Так, Е. А. Федорова, К. А. Панкратова [9] изучают воздействие макроэкономических факторов на фондовый рынок России. Авторы изучают влияние на фондовый рынок ВВП России, курса американского доллара, отношение евро к доллару, сальдо движения капитала в России, стоимость на международном рынке нефти «Brent». Исследование позволило выявить сложную зависимость индекса ММВБ от стоимости нефти и курса американского доллара.

Работа Е. А. Федорова, М. П. Лазарева [10] изучает влияние цены на нефть на финансовый рынок во время кризиса.

С. Башер и П. Садорски [11] сделали вывод о том, что на изучение цены на нефть особенно реагируют российские и бразильские рынки. Г. Филис, С. Дегианакис, Ц. Флорос [12] придерживаются мнения о том, что кризис на нефтяном рынке приводит к сильным изменениям на фондовых рынках развивающихся стран. Ю. Митин в своей работе [13] на выборке 1999–2010 гг. показал, что наиболее сильная связь индекса ММВБ и РТС наблюдалась с индексами S&P 500, котировок фьючерсов на нефть марки Brent и курса доллара.

Изучение данных работ позволяет нам сделать вывод о том, что цена на нефть и развитие фондового рынка в российском государстве тесно взаимосвязаны. В некоторых зарубежных государствах такая тесная взаимосвязь отсутствует.

Тенденции на рынке индустрии хедж-фондов

Можно выделить следующие современные тенденции на рынке индустрии хедж-фондов:

- факторы макроэкономического риска влияют на хедж-фонды рынков развитых государств;
- правильная оценка ситуации, сложившейся на рынке, позволяет разработать стратегию, приносящую наибольший доход;
- отсутствие необходимой информации о рыночной ситуации отрицательно сказывается на прибыли от хедж-фондов;
- использование в фондовых стратегиях кредитного плеча значительно увеличивает риск дефолта хедж-фонда. В условиях неопределенности инвесторы выводят свой капитал, поэтому фонд может стать банкротом;
- повышение доходности российского рынка, устранение пробелов в законодательстве позволяют повысить привлекательность хедж-фондов для инвесторов.

Хедж-фонды являются крупнейшими игроками финансовых рынков. Инвесторы желают получить высокую прибыль, поэтому менеджеры, основываясь на изучении рыночной ситуации, разрабатывают соответствующие стратегии. При выборе стратегий необходимо учитывать специфику трехфазного экономического цикла.

Таким образом, ETF по-прежнему являются сильным инвестиционным выбором из-за низких затрат и преимуществ ликвидности. ETF все чаще включаются в инвестиционные стратегии менеджеров хедж-фондов, что является последним трендом на рынке.

Литература

1. Number of ETFs globally 2003–2020, портал Statista, дата обращения 01.05.2021, URL: https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/.
2. 2020 Global ETF Investor Survey ETFs Continue to Chart a New Path, стр. 2, дата обращения 01.06.2020, URL: https://www.bbh.com/resource/blob/41560/9b92ebaaa441a7ba393ccddf7b5d677d/2020-etf-survey-pdf-data.pdf.
3. Mike Patton, Still Investing In Mutual Funds? Think Again. журнал Forbs, 19.01.2020, URL: https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2020/01/19/still-investing-in-mutual-funds-think-again/?sh=3a9030f91759
4. Черкасова В. А., Дуняшева Р. Ф. Инвестиционные решения компаний в условиях асимметрии информации // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2016. Т. 20. № 4. С. 513–538. // URL: https://cyberleninka.ru/article/n/investitsionnye-resheniya-kompaniy-v-usloviyah-asimmetrii-informatsii или https://www.hse.ru/data/2016/12/29/1114647823/Черкасова.pdf
5. Орлов А. С. Эффективные стратегии глобальных хедж фондов // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. 2015. Т. 2. No 4. С. 333–350.
6. Аипов А. Н. Биржевые инвестиционные фонды (ETF): особенности инструмента и перспективы развития на российском фондовом рынке // журнал Финансы и кредит. 2016. № 7. с. 42–50.
7. Спиро А. Г., Дорофеюк Ю. А. Индексные Паевые Инвестиционные Фонды (Анализ Доходности). Управление большими системами: сборник трудов. 2011. № 34. С. 200–212.
8. Никифирова В. Д., Сергеева И. Г. Специфика предпринимательской деятельности российских инвестиционных фондов в условиях гло-

бального финансового кризиса // Экономика и экологический менеджмент. 2014. № 2.
9. Федорова Е. А., Панкратов К. А. Влияние мирового финансового рынка на фондовый рынок России // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 2. С. 78–83.
10. Федорова Е. А., Лазарев М. П. Влияние цены на нефть на финансовый рынок России в кризисный период // Финансы и Кредит. т. 20, вып. 20, май 2014, стр. 14–22.
11. Basher S. A. and Sadorsky P. Oil price risk and emerging stock markets // Global Financial Journal. 2006. № 17. Pp. 280–292.
12. Filis G., Degiannakis S., Floros C. Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-exporting countries // International Review of Financial Analysis. 2011. « 20. p. 82–94.
13. Митин Ю. П. Влияние мировых экономических индикаторов на динамику российского фондового рынка в 1999–2010 гг. СПб. 2011. 26 с.
14. Алешина А. В. ДЕРИВАТИВЫ И РИСК МИРОВОГО СИСТЕМНОГО КРИЗИСА // Ломоносовские чтения-2018. Секция экономических наук. «Цифровая экономика: человек, технологии, институты»: сборник статей. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2018. — 869 с.
15. Федоров А. Б. «Влияние экономических циклов на доходность хедж-фондов» // Магистерская диссертация, 2019 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: https://on.econ.msu.ru
16. Lowenstein, Roger. When Genius Failed: the Rise and Fall of Long-Term Capital Management (англ.). — Random House Trade Paperbacks, 2000. — P. 95–97. — ISBN978–0–375–75825–6. // URL: https://archive.org/details/whengeniusfailed00roge/page/95/mode/2up

FEATURES OF THE HEDGE FUND INDUSTRY AND THE RELEVANCE OF THE USE OF SECURITIES OF EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETFS) BY HEDGE FUNDS

Aleshina A. V., Fedorov A. B.
Lomonosov Moscow State University

It is possible to assess the impact of economic cycles on the profitability of hedge funds, since hedge funds can make a profit using various financial instruments, both at the stage of growth of the economic cycle and at the stage of decline. The Russian market usually depends heavily on the prices of raw materials and on the income from the export of raw materials. Forecasts of the development of the Russian economy are usually based on the assumption of a certain oil price, and the change in the ruble exchange rate is made dependent on the dollar revenues of commodity companies, which determine the demand for the national currency. Gaps in legislation and the outflow of foreign capital have a negative impact on hedge funds. This makes it necessary to search for new and more effective strategies that allow hedge funds to cope with their main tasks — to maximize the return on investment and insure capital against market risks.

Keywords: hedge fund, ETF, exchange-traded funds, stock market, hedge fund performance, hedge fund profitability.

References

1. Number of ETFs globally 2003–2020, портал Statista, дата обращения 01.05.2021, URL: https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/.
2. 2020 Global ETF Investor Survey ETFs Continue to Chart a New Path, стр. 2, дата обращения 01.06.2020, URL: https://www.bbh.com/resource/blob/41560/9b92ebaaa441a7ba393c-cddf7b5d677d/2020-etf-survey-pdf-data.pdf.
3. Mike Patton, Still Investing In Mutual Funds? Think Again. журнал Forbs, 19.01.2020, URL: https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2020/01/19/still-investing-in-mutual-funds-think-again/?sh=3a9030f91759
4. Cherkasova V. A., Dunyasheva R. F. Investment decisions of companies in terms of information asymmetry // Economic Journal of the Higher School of Economics. 2016. Vol. 20. No. 4. pp. 513–538.
5. Orlov A. S. Effective strategies of global hedge funds // Global markets and financial engineering. 2015. Vol. 2. No. 4. pp. 333–350.
6. Aipov A. N. Exchange-traded investment funds (ETFs): features of the instrument and prospects for development on the Russian stock market // Journal Finance and Credit. 2016. No. 7, pp. 42–50.
7. Spiro A. G., Dorofeyuk Yu.A. Index Mutual Funds (Profitability Analysis). Managing large systems: Proceedings 2011. No. 34. pp. 200–212.
8. Nikifirova V. D., Sergeeva I. G. Specifics of entrepreneurial activity of Russian investment funds in the context of the global financial crisis // Economics and environmental management. 2014. No. 2.
9. Fedorova E. A., Pankratov K. A. The impact of the global financial market on the stock market of Russia // Audit and financial analysis. 2009. No. 2. pp. 78–83.
10. Fedorova E. A., Lazarev M. P. The impact of oil prices on the financial market of Russia in the crisis period // Finance and Credit. vol.20, issue 20, May 2014, pp. 14–22.
11. Basher S. A. and Sadorsky P. Oil price risk and emerging stock markets // Global Financial Journal. 2006. № 17. Pp. 280–292.
12. Filis G., Degiannakis S., Floros C. Dynamic correlation between stock market and oil prices: The case of oil-exporting countries // International Review of Financial Analysis. 2011. « 20. p. 82–94.
13. Mitin Yu.P. The influence of world economic indicators on the dynamics of the Russian stock market in 1999–2010. SPb. 2011. 26 c.
14. Aleshina A. V. Derivatives and the risk of a global systemic crisis // Lomonosov Readings-2018. Section of Economic Sciences. «Digital Economy: man, technology, institutions»: collection of articles. — M.: Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University, 2018. — 869 p.
15. Fedorov A. B. «The influence of economic cycles on the profitability of hedge funds» // Master's thesis, 2019, // Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University // URL: https://on.econ.msu.ru
16. Lowenstein, Roger. When Genius Failed: the Rise and Fall of Long-Term Capital Management (англ.). — Random House Trade Paperbacks, 2000. — P. 95–97. — ISBN978–0–375–75825–6. // URL: https://archive.org/details/whengeniusfailed00roge/page/95/mode/2up

Инструменты финансирования крупных инфраструктурных проектов: Фабрика проектного финансирования и иные инструменты

Булгаков Андрей Леонидович,
к.э.н., доцент, старший научный сотрудник кафедры «Финансы и кредит» МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: z3900207@mail.ru

Калинин Георгий Алексеевич,
магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова, главный эксперт АО НИПИГАЗ
E-mail: georgyAKalinin@gmail.com

Михайлов Станислав Сергеевич,
генеральный директор ООО «Геоинформ»
E-mail:

Вопросы организации финансирования инфраструктурных проектов очень актуальны в настоящее время. В данной работе представлен обзор возможных каналов финансирования крупных инфраструктурных проектов, одним из которых является Фабрика проектного финансирования, которая помогает осуществлять экспертизу проекта, дорабатывать их при необходимости и организовывать финансирование. Помимо этого, источником финансирования инфраструктурных проектов может стать РФПИ (Российский фонд прямых инвестиций), инвестиционные сборы, средства негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний, а также специальные инвестиционные контракты. Финансирование проектов также может осуществлять государство, предоставляя инфраструктурным проектам государственные гарантии. В статье приведён анализ применения государственных гарантий для подобных проектов.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации, концессионные облигации, проектное финансирование, фабрика проектного финансирования.

Введение

В настоящее время очень остро стоят вопросы создания и модернизации инфраструктурных объектов, включая объекты ЖКХ, железные дороги, автомобильные дороги, аэропорты и других объектов. Реализация инфраструктурных проектов позволяет решить социально-экономические вопросы развития региона, дает толчок к созданию новых бизнесов и созданию новых рабочих мест, что приводит к росту ВРП регионов. Поэтому вопросы финансирования таких проектов очень актуальны. Существуют разные способы финансирования таких проектов, включая государственное финансирование, финансирования с помощью выпуска облигаций, а также проектное финансирование.

Проектное финансирование как метод финансирования инфраструктурных проектов

Существуют разные точки зрения по вопросу, что же считать «проектным финансированием». Изучением данного понятия занимались Джуха В. М., Нескомб Э. Р., Ненюк Е. В., Терновская Е. П.

В. М. Джуха в работе «Проектное финансирование государственно-частного партнерства при реализации региональных инфраструктурных проектов» описывает технологии финансирования региональных инфраструктурных проектов и раскрывает преимущества и недостатки проектного финансирования [1].

В статье Э. Р. Йескомб рассматривается проектное финансирование в качестве метода долгосрочного заемного финансирования с помощью «финансового инжиниринга», «основанного на заимствовании под денежный поток» [2]. Статья Е. В. Ненюк «Анализ зарубежного опыта проектного финансирования» [3] посвящена изучению проектного финансирования за рубежом. Автор поднимает вопрос о необходимости применения новых инструментов и форм привлечения инвестиций в Россию. Одним из альтернативных методов, по мнению Е. В. Ненюк, является выпуск облигаций проектной компании. Е. В. Терновская в статье «Проектное финансирование как перспективный инструмент финансовой поддержки экономического роста» [4] изучает специфику применения проектного финансирования в строительстве РФ.

Применение проектного финансирования имеет существенные плюсы с точки зрения прозрачности процессов — как финансовых, так и технологических, так как при проектном финансировании создают специальную компанию (SPV — Special Purpose Vehicle), которая и осуществляет проект. Особенностью проектного финансирования является то, что, в отличие от финансирования с помощью кредитования и с помощью впуска облигаций, при проектном финансировании инвесторы проекта получают возврат на вложенный капитал только из средств самого проекта. Инициатор проекта своими активами по долгам проекта не отвечает, так как проект оформляется на отдельную компанию.

Для развития проектного финансирования в России в 2018 году была разработана специальная программа под названием «Фабрика проектного финансирования».

Фабрика проектного финансирования

Постановлением Правительства РФ в 2018 г. была утверждена программа «Фабрика проектного финансирования» ВЭБ РФ [5]. Программа реализуется с участием СОПФ.

СОПФ — это специальная организация, которая «была создана в рамках формирования механизма проектного финансирования инвестиционных проектов в приоритетных секторах российской экономики. Финансирование предусматривает предоставление денежных средств заемщикам на основании договоров синдицированного кредита (займа) совместно с другими участниками синдиката. Применяются меры государственной поддержки» [10].

ООО «Специализированное общество проектного финансирования Фабрика проектного финансирования» [10] было создано в 2018 году. Деятельность общества регулируется Федеральным законом о федеральном бюджете на 2018–2020 годы, Федеральным законом от 31.12.2017 № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) », Постановлением Правительства от 15.02.2018 № 158 «О программе «Фабрика проектного финансирования», Постановлением Правительства «О правилах предоставления госгарантий» [10].

Цель программы — создание механизма проектного финансирования инвестиционных проектов, предоставление денежных средств заемщикам по договорам синдицированного кредита. Для достижения цели СОПФ применяются такие меры государственной поддержки, как:

- субсидии из федерального бюджета;
- государственные гарантии.

Программа предусматривает применение инструментов поддержки проектного финансирования:

- организационно-финансовое участие ВЭБ РФ;
- правительственные субсидии;
- защиту интересов инвесторов при помощи целевых государственных гарантий;
- специальный порядок расчета достаточности капитала и резервов по кредитам и займам [10].

«Фабрика проектного финансирования» обладает значительными преимуществами для всех участников: представляет собой доступный механизм проектного финансирования, который позволяет обеспечить более длительные сроки финансирования и большие объемы кредитования.

Через механизм Фабрики проектного финансирования банки могут снизить свои риски с помощью инструмента синдицированного кредитования, организовать который позволяет Фабрика.

Основными направлениями инвестиций в рамках Фабрики проектного финансирования являются:

- инфраструктурные проекты (включая автодорожное строительство, морской и речной транспорт, железнодорожная инфраструктура, авиация), на данные проекты планируется выделить в будущем 35–50 трлн р. с использованием инструментов Фабрики до 2024 г. [11];
- промышленность (включая экспортно-ориентированное производство, производство с высокой добавочной стоимостью), на данные проекты планируется выделить в будущем 15–20 трлн р. с использованием инструментов Фабрики до 2024 г. [11];
- городская экономика и инфраструктура (включая жилищное строительство, коммунальные услуги, социально-бытовую инфраструктуру, технологическую инфраструктуру), на данные проекты планируется выделить в будущем 25–30 трлн р. с использованием инструментов Фабрики до 2024 г. [11].

Организационная модель Фабрики (рис. 1) предполагает участие нескольких участников, в том числе оператора Фабрики — корпорацию ВЭБ.РФ; эмитента облигаций с государственной гарантией и кредитов по траншу А — СОПФ ФПФ; куратора Фабрики и главного распорядителя государственных субсидий — Минэкономразвития России; Минфин России как государственного органа, который предоставляет меры государственной поддержки проекта; Центральный Банк России, который осуществляет особый порядок регулирования коммерческих банков, участвующих в кредитовании проектов Фабрики; иные участники Фабрики, в том числе коммерческие банки (кредиторы проекта), инициаторы проектов, проектные компании (заемщики), Фонды прямых инвестиций.

Программа предусматривает строгие критерии отбора для финансирования проектов:

- «финансируемый проект должен находиться на территории РФ;
- бюджет проекта от 3 млрд руб.;
- достижение окупаемости до 20 лет;
- инициатор проекта инвестирует собственные средства в размере не менее 20% от бюджета проекта» [11].

На рис. 2 приводится структура финансирования, которое проводится в рамках Фабрики проектного финансирования.

Рис. 1. Организационная модель Фабрики проектного финансирования [12]

Рис. 2. Схема финансирования проекта через Фабрику проектного финансирования [5, 12]

Согласно схеме, изложенной выше, инициатор проекта должен инвестировать не менее 20% собственных средств от бюджета проекта. Оставшиеся 80% будут финансироваться через синдицированный кредит. В качестве кредитного управляющего в синдикате будет выступать корпорация ВЭБ.РФ. При этом сумма кредита разбивается на 3 транша: транш А, транш Б и транш В, при этом транш В не является обязательным. «В рамках транша А средства предоставляются от специального общества проектного финансирования (СОПФ ФПФ) в размере 10–40% от суммы транша А и транша Б. Транш Б составляет 60–90% от суммы транша А и транша Б. Транш В формирует резерв в размере до 20%» [11].

Преимуществом финансирования проекта через Фабрику проектного финансирования является то, что «осуществляется хеджирование от роста ключевой ставки ЦБ РФ за счет государственных субсидий на всем сроке кредитования проекта» [12].

По траншу А осуществляется специальное ценообразование ВЭБ.РФ через секьюритизацию долга под государственную гарантию. На инвестиционной стадии проекта предусмотрен транш В на уплату процентов.

Предусмотрена возможность предоставления субсидии для кредитов по переменной ставке в рамках программы фабрики проектного финансирования, представленная на рис. 3.

Субсидия предоставляется только в рублях. Заемщик заключает с ВЭБ.РФ договор производного финансового инструмента для целей хеджирования процентной ставки.

Ниже представлен вариант выделения субсидии для кредитов с фиксированной ставкой (рис. 4).

Банки заключают с ВЭБ РФ договор производного финансового инструмента (КЭП) для целей хеджирования стоимости фондирования.

В таблице 1 представлена информация по облигациям с государственной гарантией.

Программа «Фабрика проектного финансирования» способствует технологизации вопросов финансирования крупных инфраструктурных проектов, что облегчает процесс переговоров с банками при поиске финансирования проекта.

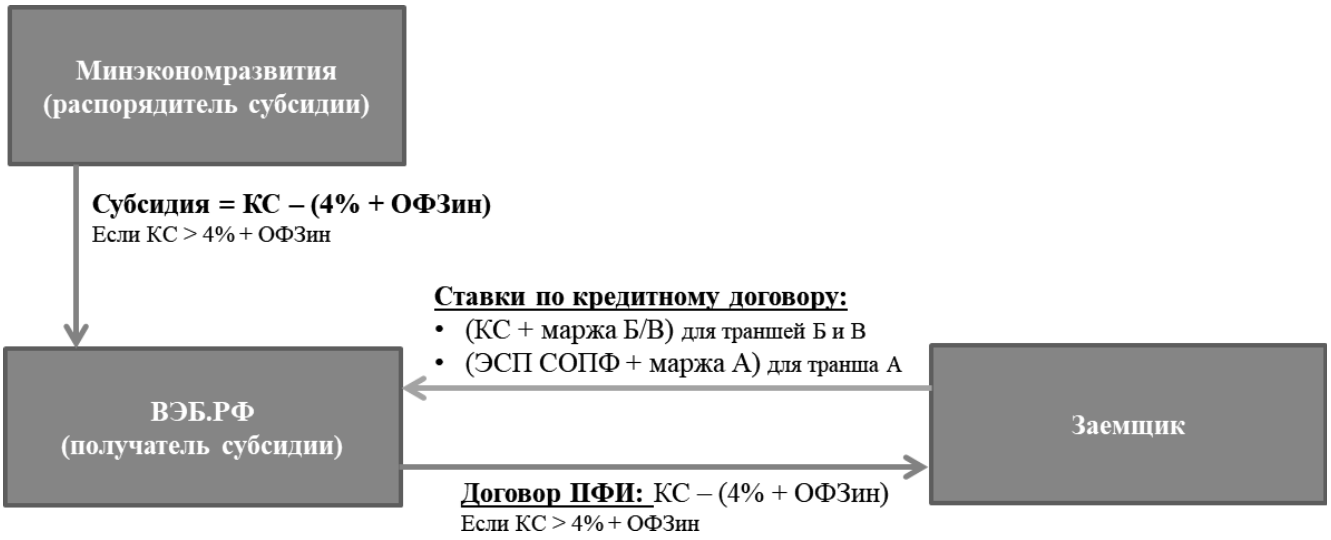

Рис. 3. Схема предоставления субсидии для кредитов по переменной ставке в рамках программы фабрики проектного финансирования [5, 12]

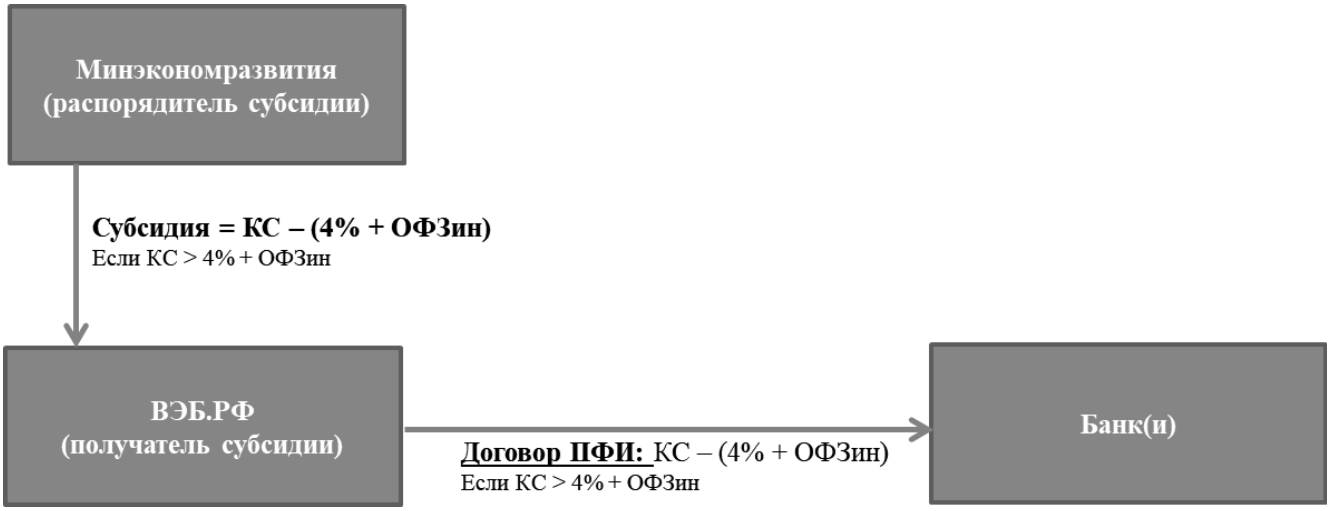

Рис. 4. Схема предоставления субсидии для кредитов с фиксированной ставкой в рамках программы фабрики проектного финансирования [5, 12]

Таблица 1. Облигации СОПФ фабрика проектного финансирования

Эмитент	Объем размещения, млрд руб.	Год размещения	Год погашения	Цель займа	Ставка купона	Период купона	Погашение номинала	Госгарантия
СОПФ Фабрика проектного финансирования	10	2019	2029	Выдача средств в рамках синдицированных кредитов фабрики проектного финансирования. По данным ВЭБ. РФ, сейчас одобрено семь инициатив: известно о проектах в химической и добывающей промышленности, а также в инфраструктуре — угольный терминал в порту Ванино	6,84%	квартал	В последний купонный период	да

Источник: составлено на основании данных Cbonds [13].

Дополнительные источники финансирования инфраструктурные проектов

Инфраструктурный фонд РФПИ и Министерства финансов РФ. Одним из источников финансирования инфраструктурных проектов является Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ). В сделках с иностранными инвесторами РФПИ является соинвестором.

Инвестиционные сборы. В российской практике широко используются инвестиционные сборы. Например, система «Платон» (взимание платы с грузовиков, имеющих разрешенную максимальную массу свыше 12 тонн) [6].

Курортные и экологические сборы также применяются на территории РФ.

Негосударственные пенсионные фонды и страховые компании. Негосударственные пенсионные фонды и страховые компании могут стать источниками финансирования проектов. Для этого необходимо разрабатывать инфраструктурные проекты с низким уровнем риска. Кроме того, необходимо вносить изменения в законодательство, чтобы пенсионные фонды и страховые компании получили право вкладывать деньги в инфраструктурные проекты. Это представляется целесообразным с учетом долгосрочности средств этих организаций и необходимости в долгосрочном финансировании инфраструктурных проектов.

Специальный инвестиционный контракт (СПИК). В ФЗ от 31.12.2014 № 488 «О промышленной политике в Российской Федерации» говорится о специальном инвестиционном контракте. По инвестиционному контракту одна сторона — инвестор — обязуется своими силами или с привлечением иных лиц создать или модернизировать производство промышленной продукции, а РФ или ее субъект осуществляют меры по стимулированию деятельности в промышленной сфере [7].

Для заключения специального инвестиционного контракта важно соблюдать следующие условия:

- максимальный срок действия контракта составляет 10 лет;
- в период действия контракта не увеличивается налоговая нагрузка на доходы инвестора;
- минимальный объем инвестиций 750 млн руб.

Меры государственной поддержки в сфере промышленности. ФЗ от 31.12.2014 № 488 «О промышленной политике в РФ» предусмотрены следующие меры стимулирования: финансовая, информационно-консультационная поддержка, поддержка научно-технической и инновационной деятельности, поддержка кадрового потенциала, предоставление государственных и муниципальных преференций.

Государственные гарантии. Предоставление государственных гарантий позволит бизнесу реализовать крупные инфраструктурные проекты. В настоящее время основными критериями предоставления государственных гарантий являются:

- срок гарантии от 3 до 20 лет;
- сумма гарантии от 200 млн до 4 млрд руб.;
- объем гарантии до 25% от обязательств принципала [8].

Эти критерии не отвечают потребностям исполнителя инфраструктурного проекта, согласно изменениям, внесенным в Бюджетный Кодекс РФ, государство больше не выдает безотзывные гарантии, так как установлено требование, что обязательно в гарантии должен быть указан перечень причин отзыва гарантии. Это ухудшает надежность такого инструмента, так как согласно нормам Центрального банка России, если в гарантии указаны основания отзыва гарантии, то ее запрещено учитывать при расчете резервов на потери по ссудам и обязательных нормативов банков. Такая ситуация приводит к тому, что востребованность государственных гарантий существенно сократится, так как наличие или отсутствие такой гарантии не будет влиять на условия выделения кредита банком и на повышение вероятности получения такого кредита [9].

Вывод

Проведенный анализ инструментов финансирования крупных инфраструктурных проектов позволяет сделать вывод, что Фабрика проектного финансирования является достаточно перспективным финансовым инструментом, который может позволить эффективно финансировать инфраструктурные проекты через технологию финансирования, разработанную в рамках Фабрики.

Литература

1. Джуха В. М., Карпова А. В. Проектное финансирование государственно-частного партнерства при реализации региональных инфраструктурных проектов. Управление экономическими системами: электронный научный журнал //URL: https://cyberleninka.ru/ article/h/ proektnoe-finansirovanie-gosudarstvenno-chastnogo-partnyorstva-pri-realizatsiiregiinalnyh-infrastrunyh-proektov
2. Йескомб Э. Р. Принципы проектного финансирования / пер. с англ. И. В. Василевской. — М.: Альпина Паблишер, 2015. — 408 с.
3. Ненюк Е. В. Анализ зарубежного опыта проектного финансирования // Социально-экономические науки и гуманитарные исследования, 2016, с. 8–14 //URL: https://cyberleninka.ru/ article/h/analiz-zarubezhnogo-opyta-proeknogo-finansirovaniya
4. Терновская Е. П. Проектное финансирование как перспективный инструмент финансовой поддержки экономического роста // Теория и практика общественного развития, 2021, 7, с. 73–82. // URL: https://cyberleninka.ru/article/n/proektnoe-finansirovanie-kak-perspektivnyy-instrument-finansovoy-podderzhki-ekonomicheskogo-rosta

5. Постановление Правительства РФ 158 «О программе «Фабрика проектного финансирования» 15.02.2018. (дата обращения: 15.05.2021).
6. Платон Система взимания платы. Тарифы и условия. ////URL: http://platon.ru/ru/about/procedure-and-conditions (дата обращения: 15.05.2021).
7. Федеральный закон № 488 «О промышленной политике в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями). 31.12.2014. Глава 2. Статья 16, п. 1 (дата обращения: 15.05.2021).
8. Галактионова А., Жундриков А., Якунина Е., Барцева Г., Фомина М., Снежко А. Росконгресс. Аналитический обзор. Инвестиции в инфраструктуру // Infra One Research, 2020 с. 45 ////URL: https://infraone.ru/ sites/defauet/files/analitika/2020/investitsii_v_infrastrukturu_2020_infraone_research.pdf (дата обращения: 15.05.2021).
9. Шмакова Н. Н. «Фабрика проектного финансирования как инструмент популяризации проектного финансирования в РФ» // Известия Санкт-Петербургского экономического университета, 2021, 1, с. 184–188.
10. СОПФ Фабрика проектного финансирования // Портал СОПФ // Электронный ресурс // URL: http://www.fabricaveb.ru/ (дата обращения: 15.05.2021).
11. Облигации Фабрики проектного финансирования. Презентация Проекта выпуска облигаций от 16.12.2019 // Портал СОПФ // Электронный ресурс // URL: http://www.fabricaveb.ru/component/phocadownload/category/8-affilate?download=13: prezentatsiya (дата обращения: 15.05.2021).
12. Фабрика проектного финансирования ВЭБ.РФ // Презентация Фабрики проектного финансирования // Портал ВЭБ.РФ // Электронный ресурс // URL: https://вэб.рф/files/?file=c6bef9e8ebf8fe4e33af33c308419b39.pdf или https://вэб.рф/biznesu/fabrika-proektnogo-finansirovaniya/ (дата обращения: 15.05.2021).
13. Калинин Г. А. «Инновационные подходы к организации финансирования крупных инфраструктурных проектов» // Магистерская диссертация, 2020 год, // экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: https://on.econ.msu.ru

FINANCING TOOLS FOR LARGE INFRASTRUCTURE PROJECTS: PROJECT FINANCING FACTORY AND OTHER TOOLS

Bulgakov A. L., Kalinin G. A., Mikhailov S. S.
Lomonosov Moscow State University, AO NIPIGAZ, OOO Geoinform

The issues of financing infrastructure projects are very relevant at the moment. This paper provides an overview of possible financing channels for large infrastructure projects, one of which is the Project Financing Factory, which helps to carry out project expertise, finalize them if necessary and organize financing. In addition, the RFPI (Russian Direct Investment Fund), investment fees, funds from non-state pension funds and insurance companies, as well as special investment contracts can become a source of financing for infrastructure projects. Financing of projects can also be carried out by the state, providing state guarantees to infrastructure projects. The article provides an analysis of the application of state guarantees for such projects.

Keywords: infrastructure bonds, concession bonds, project financing, project financing factory.

References

1. Dzhukha V. M., Karpova A. V. Project financing of public-private partnership in the implementation of regional infrastructure projects. Management of economic systems: electronic scientific journal //URL: https://cyberleninka.ru / article/h/proektnoe-finansirovanie-gosudarstvenno-chastnogo-partnyorstva-pri-realizatsiiregiinalnyh-infrastrunyh-proektov.
2. Yescomb E. R. Principles of project financing / translated from English by I. V. Vasilevskaya. — M.: Alpina Publisher, 2015. — 408 p.
3. Nenyuk E. V. Analysis of foreign experience of project financing // Socio-Economic Sciences and Humanitarian Studies, 2016, p. 8–14 // URL: https://cyberleninka.ru/article/h/analiz-zarubezhnogo-opyta-proeknogo-finansirovaniya
4. Ternovskaya E. P. Project financing as a promising instrument of financial support for economic growth // Theory and practice of Social development, 2021, 7, pp. 73–82. // URL: https://cyberleninka.ru/article/n/proektnoe-finansirovanie-kak-perspektivnyy-instrument-finansovoy-podderzhki-ekonomicheskogo-rosta
5. Decree of the Government of the Russian Federation 158 «On the program «Factory of project financing» — 02.15.2018. (date of application: 05.15.2021).
6. Plato System of charging. Tariffs and conditions. ////URL: http://platon.ru/ru/about/procedure-and-conditions (date of appeal: 05.15.2021).
7. Federal Law No. 488 — FZ «On Industrial Policy in the Russian Federation» (with amendments and additions). 31.12.2014. Chapter 2. Article 16, paragraph 1 (date of reference: 05.15.2021).
8. Galaktionova A., Zhundrikov A., Yakunina E., Bartseva G., Fomina M., Snezhko A. Roscongress. Analytical review. Investments in infrastructure // Infra One Research, 2020, p.45 //// URL: https://infraone.ru / sites/defauet/files/analitika/2020/investisii_v_infrastructuru_2020_infraone_research.pdf (accessed: 05.15.2021).
9. Shmakova N. N. «Project finance factory as a tool to popularize project financing in the Russian Federation» // Izvestia of St. Petersburg University of Economics, 2021, 1, pp. 184–188.
10. SOPF Project Finance Factory // SOPF portal // Electronic resource // URL: http://www.fabricaveb.ru / (date of circulation: 05.15.2021).
11. Bonds of the Project Financing Factory. Presentation of the Bond Issue Project dated 12.16.2019 // SOPF portal // Electronic resource // URL: http://www.fabricaveb.ru/component/phocadownload/category/8-affilate?download=13: prezentatsiya (accessed: 05.15.2021).
12. VEB.RF Project Finance Factory // Presentation of the Project Finance Factory // Web. RF portal // Electronic resource // URL: https://вэб.рф/files /?file=c6bef9e8ebf8fe4e33af33c308419b39.pdf or https://вэб.рф/biznesu/fabrika-proektnogo-finansirovaniya / (accessed: 05.15.2021).
13. Kalinin G. A. «Innovative approaches to the organization of financing of large infrastructure projects» // Master's thesis, 2020 // Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University // URL: https://on.econ.msu.ru

Способы финансирования бизнеса с помощью кредитов и лизинга

Сетдиков Рафаэль Хайдярович,
аспирант МГУ им. М. В. Ломоносова, финансовый аналитик АО «Стройтеплосервис»
E-mail: SetdikovRafaelMSU@gmail.com

Даниловский Даниил Владимирович,
аналитик, институт экспериментальной экономики и финансов МГУ имени М. В. Ломоносова, НИУ «Высшая школа экономики»
E-mail: danilovskiydaniil@mail.ru

Вопросы финансирования бизнеса актуальны для любой компании. Финансирование бизнеса требуется в начале работы компании, когда компания только приобретает свое первое оборудование для работы. Не менее актуальны вопросы финансирования бизнеса и в дальнейшей работе компании, когда появляются новые проекты, требующие дополнительного финансирования. Финансирование компании требуется на разные сроки, на разные суммы и с разной скоростью. Для удовлетворения потребности компании в финансировании существуют различные инструменты, которые имеют свои плюсы и минусы: кредитование, лизнг, долевое финансирование и выпуск облигаций. Необходимо учитывать особенность каждого способа финансирования на разных этапах развития компании. Целью статьи ставится оценка финансирования бизнеса с помощью кредитования и лизинга, анализ их особенностей, оценка требований и лимитов их использования для компаний малого, среднего и крупного бизнеса.

Ключевые слова: МСП, финансирование, лизинг, кредит, МСП.

Введение

Ключевой целью субъектов предпринимательства является получение прибыли. Поиск новых источников финансирования является приоритетной задачей, стоящей перед руководством современных предприятий. Необходимо найти такие инструменты, которые позволяют достичь высоких финансовых результатов компании, с одной стороны, и, с другой стороны, минимизировать затраты на привлечение финансирования.

В настоящее время основными способами финансирования субъектов, осуществляющих предпринимательскую деятельность, являются банковские кредиты, лизинг, долевое финансирование, выпуск облигации.

Некоторые способы финансирования компании растут экспоненциально с течением времени, другие способы наоборот уменьшают свою долю. Например, привлечение финансирования в компанию с помощью выпуска облигаций за 10 лет практически утроилось: объем выпуска облигаций в 2019 г. вырос по сравнению с 2010 г. практически в 2,6 раза (с 10,810 млрд рублей до 28,219 млрд.) [1].

Привлечение финансирования в компанию с помощью кредитов

Рассмотрим банковский кредит как способ финансирования. Кредит представляет собой обязательство заёмщика вернуть заимодавцу определенную сумму денег в установленный срок. При этом возврат долга может происходить периодически, частичными взносами, полностью к определенной дате или по требованию кредитора [2].

Кредит можно считать одним из наиболее эффективных инструментов финансирования частного бизнеса. В настоящее время банковские кредиты выдаются юридическим лицам в среднем по ставке 10–14% годовых, при этом средние сроки кредитования составляют 3–5 лет [3].

При выборе кредита субъекту предпринимательства необходимо внимательно изучать предложения банков [4] не только с точки зрения формальной ставки, но и с точки зрения условий кредитования, требований к залогам и поручительству, сроку кредитования, дополнительным условиям, которые может поставить банк, например, обязанность всю выручку проводить через счета кредитующего банка, обязанность хранить определенный неснижаемый остаток на счете, или иные требования банка.

Ниже (табл. 1) представлены данные, показывающие соотношение процентных ставок по кредитам юридическим лицам и максимальной суммы по ним [5].

Таблица 1. Банковские процентные ставки по кредитам юридическим лицам и максимальные суммы кредита [6]

Название банка	Процентная ставка по кредиту	Сумма, руб.
Сбербанк	От 14,52%	Ограничена только финансовым положением юридического лица
АльфаБанк	От 12,5%	До 100.000.000
ВТБ	От 10,9%	До 200.000.000
Россельхозбанк	От 9%	До 200.000.000
Райффайзен Банк	От 14,9%	До 135.000.000
Уралсиб	От 13,1%	До 170.000.000
УБРиР	От 13,5%	До 30.000.000
Открытие	От 9,6%	До 250.000.000
ПромсвязьБанк	От 11,5%	До 150.000.000
Совкомбанк	от 12%	До 120.000.000
Бинбанк	От 12%	До 150.000.000
СКБ Банк	От 15,25%	До 1 млрд
Банк Восточный	От 9,6%	До 50.000.000
ЛОКО-Банк	От 19%	До 150.000.000
Кредит Европа Банк	От от 14%	До 200.000.000

Приведенные в таблице условия показывают, что условия кредитования предприятий банками достаточно похожи. Разброс ставок начинается от 9% у Россельхозбанка и до 19% в ЛОКО-банке.

Суммы возможного финансирования варьируются в пределах 100–200 миллионов рублей.

Однако при ближайшем рассмотрении условий кредитования бизнеса мы увидим, что бизнес сталкивается с рядом сложностей.

1. Предоставляя кредиты предприятиям, банки обычно требуют от заемщика предоставить имущество в залог или личное поручительство директора компании и основных учредителей компании. При этом размеры финансирования часто зависят от стоимости залогового обеспечения, а не от оборотов фирмы. Поэтому необходимость предоставить имущество в залог при получении кредита — достаточно серьезная проблема для любого предприятия, так как имущества, подходящего для залога, обычно у предприятий нет. В случае отсутствия необходимого залогового обеспечения предприятие вынуждено предоставлять личное поручительство Генерального директора и основных учредителей (акционеров) на случай неплатежа компании по кредиту. Сложно представить, чтобы американские банки потребовали личое поручительства по кредиту у Президента американской корпорации Дженерал Моторс, когда банк выдает кредит компании Дженерал Моторс. А для российских банков — требование о личном поручительстве руководства и акционеров — это стандартная практика, которой не избежали даже руководители крупных российских сырьевых компаний, таких как ПАО «Норильский никель» и ПАО «Мечел».
2. Сроки кредитования бизнеса в России достаточно небольшие — 3–5 лет, что недостаточно для реализации большого количества проектов. Часто складывается ситуация, когда краткосрочным финансированием (даже бывает однолетним финансированием) финансируются долгосрочные проекты — сроком более 5 лет. Компания в таком случае осуществляет ежегодное рефинансирование долга: она получает новый кредит, гасит этим кредитом предыдущий кредит и практически каждый год платит только проценты по кредиту, без погашения основной суммы долга. Однако, при наступлении финансового кризиса компания-заемщик может попасть под риск отказа в следующем рефинансировании кредита в связи с отстутствием ликвидности в банковском секторе и у компании появится необходимость платить по долгу в тот момент, когда еще реализация проекта находится на ранней проектной стадии.
3. При предоставлении кредита банки часто предъявляют требование к заещику перевести всю текущую выручку в этот банк, чтобы вся выручка проходила через него. Такое требование может ограничить круг возможных партнеров корпорации.

Финансирование бизнеса с помощью лизинга

Лизинг как способ финансирования субъектов предпринимательства представляет собой кредит, направленный на приобретение основных средств: транспорта, производственного оборудования. При этом, в отличие от кредита под залог оборудования, собственником лизингового оборудования будет лизинговая компания или банк, а не лизингополучатель (до момента выпкупа лизингополучателем арендуемого оборудования).

Согласно законодательству лизинг представляет собой «совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга; **договор лизинга** — договор, в соответствии с которым арендодатель (далее — лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (далее — лизингополучатель) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование. Договором лизинга может быть предусмотрено, что выбор продавца и приобретаемого имущества осуществляется лизингодателем» [ст. 2, 11].

Лизинг как способ кредитования современного бизнеса имеет следующие особенности:

- данный вид кредита выдается под залог покупаемого имущества;

- ежемесячно осуществляется оплата аренды этого имущества;
- имущество по истечению срока, оговоренного в договоре, поступает в собственность лизингополучателю (необходимо отметить, что существуют разные виды лизинга, как включающие тербование о выкупе к лизингодателю, так и не включающие такое требование) [7].

В последние годы рынок лизинговых услуг неуклонно растет. На графике (рис. 1), представленном ниже, можно проследить динамику лизинга в России.

Рис. 1. Динамика объёмов лизинга в период с 2011 по 2022 годы (Прогноз) [9, стр. 3]

С 2011 года по 2019 год объёмы кредитов по лизингу выросли с 750 млрд рублей до 1655 млрд.р., что представляет собой прирост более чем в 2 раза.

В целом лизинговое кредитование имеет как плюсы, так и минусы. К недостаткам лизинга по сравнению с кредитом можно отнести:

- необходимость внесения начального платежа;
- вероятна более высокая цена основных средств, приобретаемых по лизингу, по сравнению с покупкой без привлечения заёмных средств;
- уплата вознаграждения лизингодателю;
- риск морального старения приобретенного оборудования [8].

К плюсам лизинга по сравнению с кредитом можно отнести ряд следующих пунктов.

Во-первых, возможность осуществления возвратного лизинга после того, как оборудование уже выкуплено из лизинга заемщиком. При возвратном лизинге лизинговая компания может более оперативно выдать необходимые компании-заемщику денежные средства, чем банк. Так как лизинговая компания хорошо знакома с этим оборудованием, может очень быстро оценить остаточную стоимость оборудования, так как постоянно с таким оборудованием работает. Имеет широкий круг клиентов с потребностями в схожем оборудовании, которым при необходимости и отказе заемщика от лизинга оборудования может передать в новый лизинг существующее подержанное оборудование, которое уже было в лизинге ранее. Банк при принятии решения о выдаче кредита под залог подержанного оборудования будет действовать медленнее, так как надо будет потратить время и денежные средства на оценку оборудования, которое банк будет брать в залог, оценить финансовое положение заемщика, попросить заемщика предоставить достаточно широкий перечень финансовых и налоговых документов. В то время как лизинговая компания при осуществлении возвратного лизинга будет оценивать только стоимость самого оборудования, которое заемщик будет передавать в лизинг, а не финансовое положение лизингополучателя.

Во-вторых, лизинговые компании обычно сотрудничают с компаниями-продавцами оборудования и могут получать серьезные скидки на стоимость оборудования в связи с оптовыми продажами.

В-третьих, по лизингу существуют серьезные налоговые льготы в виде возможности ускоренной амортизации оборудования и ускоренного списания на расходы лизинговых платежей.

В-четвертых, лизинг оборудования достаточно выгоден при закупке импортного оборудования, так как предоставляет льготы при уплате таможенных пошлин. В частности, если лизинг не предусматривает обязательство выкупа в конце срока, то таможенная льгота может заключаться в возможности временного ввоза оборудования без уплаты таможенных пошлин с обязательством реэкспорта этого оборудования по окончании срока лизинга (при наличии обязательства рээкспорта в этом случае устанавливается срок временного ввоза товаров исходя из целей и обстоятельств ввоза (п. 1 ст. 278 Федерального закона от 27.11.2010 № 311-ФЗ «О таможенном регулировании в Российской Федерации») [10]. При этом срок не может превышать «двух лет со дня помещения товаров под таможенную процедуру допуска либо более продолжительного срока, допустимого для отдельных категорий товаров. В отношении временно ввозимых товаров, относящихся к основным производственным фондам (основным средствам) предельный срок временного ввоза составляет 34 месяца» [10].

Вывод

Вопросы финансирования бизнеса очень актуальны как для компаний малого и среднего бизнеса, так и для крупных компаний. Выбор способа финансирования бизнеса в конкретной ситуации зависит

от сроков финансирования, суммы финансирования, целей финансирования, наличия или отсутствия у заемщика первоначального взноса, наличия или отсутствие у заемщика имущества, которое он мог бы предоставить в залог.

Представляется целесообразным финансирование с помощью лизинга в случае необходимости покупки оборудования и основных средств, как более предпочтительного с точки зрения финансовых затрат и с точки зрения скорости получения финансирования. При этом кредитование может быть интересным в случае необходимости получения нецелевого финансирования, пополнения оборотных средств, выплаты заработной платы и иных платежей, не связанных с закупкой оборудования.

Литература

1. Статистика объемов торгов Московская Биржа [Электронный ресурс] // ПАО Московская Биржа, 2011–2020 // URL: https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx (дата обращения: 02.04.2021).
2. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с. С. 369.
3. Объем кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах [Электронный ресурс] // Банк России. 2000–2020. // URL: http://old.cbr.ru/statistics/table/?tableId=302–17. (дата обращения: 02.04.2021).
4. Ключевая ставка [Электронный ресурс] // Банк России. 2000–2021. // URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 02.04.2021).
5. Сведения по кредитам в рублях, долларах США и евро в целом по Российской Федерации [Электронный ресурс] // Банк России. 2000–2020. // URL: http://old.cbr.ru/statistics/pdko/int_rat/ (дата обращения: 02.04.2021).
6. ТОП-15 банков с выгодными кредитами для юридических лиц [Электронный ресурс] // bank-biznes.ru // URL: https://bank-biznes.ru/kredit/yuridicheskim-licam.html (дата обращения: 02.04.2021).
7. Лизинг — что это такое, в чем его суть, отличия и преимущества [Электронный ресурс] // АО «Сбербанк Лизинг». 1999–2020.
8. Лизинг теряет темпы [Электронный ресурс] // АО «Коммерсантъ» 1991–2020 // URL: https://www.kommersant.ru/doc/4251510 (дата обращения: 02.04.2021).
9. Российский рынок лизинга: под перекрестным огнём // Аналитический обзор, июль 2020 // Национальное рейтинговое агентство // [Electronic resource] // URL: https://www.ra-national.ru/sites/default/files/Review_Russian%20Leasing_NRA_July%202020.pdf (дата обращения: 02.02.2021).
10. Федеральный закон от 27.11.2010 № 311-ФЗ «О таможенном регулировании в Российской Федерации» (с изм. и доп.) // URL: http://ivo.garant.ru/#/document/12180625/ (дата обращения: 02.02.2021).
11. Федеральный закон от 29.10.1998 № 164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге) » (с изм. и доп.) // URL: https://base.garant.ru/12113492/ (дата обращения: 02.02.2021).

METHODS TO FINANCE A BUSINESS WITH LOANS AND LEASING

Setdikov R. H., Danilovsky D. V.
Lomonosov Moscow State University, the Higher School of Economics

Business financing issues are relevant for any company. Business financing is required at the beginning of the company's work, when the company is just acquiring its first equipment for work. The issues of business financing are no less relevant in the further work of the company, when new projects appear that require additional financing. Financing of the company is required for different terms, for different amounts and at different speeds. To meet the company's financing needs, there are various instruments that have their pros and cons: lending, leasing, equity financing and bond issuance. It is necessary to take into account the specifics of each method of financing at different stages of the company's development. The purpose of the article is to assess the financing of business through lending and leasing, to analyze their features, to assess the requirements and limits of their use for small, medium and large businesses.

Keywords: small and medium-sized businesses, financing, leasing, credit, financing.

References

1. Moscow Exchange trading volume statistics [Electronic resource] // PJSC Moscow Exchange, 2011–2020 // URL: https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx (accessed: 02.04.2021).
2. Kidwell D. S., Peterson R. L., Blackwell D. U. Financial institutions, markets and money. St. Petersburg: St. Petersburg, 2000. — 752 p.p. 369.
3. The volume of loans granted to small and medium-sized businesses in rubles, foreign currency and precious metals [Electronic resource] // Bank of Russia. 2000–2020. // URL: http://old.cbr.ru/statistics/table/?tableId=302–17. (accessed: 02.04.2021).
4. Key rate [Electronic resource] // Bank of Russia. 2000–2021. // URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate / (accessed: 02.04.2021).
5. Information on loans in rubles, US dollars and euros in the Russian Federation as a whole [Electronic resource] // Bank of Russia. 2000–2020. // URL: http://old.cbr.ru/statistics/pdko/int_rat / (accessed: 02.04.2021)
6. TOP-15 banks with favorable loans for legal entities [Electronic resource] // bank-biznes.ru // URL: https://bank-biznes.ru/kredit/yuridicheskim-licam.html (accessed 02.04.2021)
7. Leasing — what is it, what is its essence, differences and advantages [Electronic resource] // Sberbank Leasing JSC. 1999–2020.
8. Leasing is losing pace [Electronic resource] // JSC «Kommersant» 1991–2020 // URL: https://www.kommersant.ru/doc/4251510 (accessed: 02.04.2021).
9. Russian leasing market: under crossfire // Analytical review, July 2020 // National Rating Agency // [Electronic resource] // URL: https://www.ra-national.ru/sites/default/files/Review_Russian%20Leasing_NRA_July%202020.pdf (accessed: 02.02.2021).
10. Federal Law No. 311-FZ of 27.11.2010 «On Customs regulation in the Russian Federation» (with amendments and additions) // URL: http://ivo.garant.ru/#/document/12180625 / (accessed: 02.02.2021).
11. Federal Law No. 164-FZ of October 29, 1998 «On Financial Lease (Leasing) » (with amendments and additions) // URL: https://base.garant.ru/12113492 / (accessed: 02.02.2021).

Рынок ЗПИФов недвижимости: понятие, особенности и регулирование

Алешина Анна Валентиновна,
к.э.н., доцент, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: annaaleshina@mail.ru

Шахбанов Ильяс Магомедрасулович,
магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова, инвестиционный аналитик ООО «Смайнэкс Управление Активами»
E-mail: ilyas.shakhbanov@gmail.com

Статья посвящена изучению деятельности различных инвестиционных фондов, в том числе фондов недвижимости (ЗПИФов). В статье изучаются основные виды паевых инвестиционных фондов, их особенности функционирования. Отдельное внимание уделяется анализу особенностей функционирования фондов недвижимости в США (REITов) и закрытых паевых фондов недвижимости (ЗПИФ) в России. Рассмотрены ограничения фондов недвижимости в США, в том числе требования налоговых органов к REITам. Рассматриваются основные виды дохода, получаемого инвесторами от ЗПИФа недвижимости, ограничения, накладываемые законодательством на ЗПИФ. Рассматривается перечень участников ЗПИФ в России. Делаются предложения по совершенствованию рынка ЗПИФов в целях привлечения более широкого круга частных инвесторов.

Ключевые слова: недвижимость, инвестиционные фонды, инвестиционные паи, закрытые паевые фонды недвижимости (ЗПИФы), регулирование ЗПИФов, фонды недвижимости в США (REIT).

Введение

Современный рынок ценных бумаг дает возможность инвесторам совершать различные рисковые операции, получая от них доход разной величины в зависимости от величины рисков, который на себя принимает инвестор. Инвесторы стремятся свести риски к минимуму, поэтому используют новые продукты, позволяющие минимизировать инвестиционные риски. К числу последних можно отнести паи закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости (ЗПИФы недвижимости). Эти паи представляют собой капитал инвесторов в виде ценных бумаг, вложенных в недвижимость [1].

Зарубежные фонды недвижимости

Инвестиционные фонды, которые занимаются инвестициями в недвижимость, распространены в большом количестве стран. В частности, в США активно развиваются так называемые REIT (Real Estate Investment Trust) — инвестиционные фонды, которые владеют, управляют и финансируют приносящую доход недвижимость. Видов таких инвестиционных фондов множество. Часть этих фондов специализируется на инвестициях в специализированные виды недвижимости: жилые дома, квартиры, отели, офисы, торговые центры и другие виды недвижимости. Часть инвестируют в строительство объектов недвижимости. Часть инвестирует в рентную недвижимость, которая приносит доход от сдачи в аренду.

REIT создан по образцу взаимных фондов (mutual fund) и представляет собой фонд, который объединяет капитал инвесторов (как частных физических лиц, так и институциональных инвесторов). Такое объединение в фонд позволяет инвесторам получать прибыль от инвестиций в недвижимость без необходимости получения специальных знаний по управлению недвижимостью, без необходимости искать всю сумму финансирования для единоличной покупки объекта и без необходимости самостоятельно потом управлять этим объектом недвижимости и сдавать его в аренду. Особенностью REITов является то, что большинство этих фондов размещает свои акции на бирже и представляет собой публичные компании, что повышает ликвидность их акций и делает интересным видом вложений для частных инвесторов.

REITы в США появились после внесения поправок в законодательство в 1960 году [2]. Таким образом вложения в недвижимость стали доступны не только крупным институциональным инвесторам и состоятельным людям, но и мелким частным ин-

весторам. Обычно REITы специализируются на конкретных видах недвижимости (жилые комплексы, медицинские центры, инфраструктура вышек сотовой связи или оптоволоконных кабелей, торговые центры, лесные массивы, коммерческие склады и даже тюрьмы). Также существуют диверсифицированные REITы, которые могут составлять портфель объектов недвижимости различных видов.

Чтобы компания могла считаться REITом, она должна отвечать ряду требований — в первую очередь, эти требования закреплены в налоговом законодательстве США (Internal Revenue Code (IRC). Законодательство предусматривает, что REITы должны владеть приносящей доход недвижимостью в долгосрочной перспективе и должны распределять доход среди акционеров REITa [3].

Согласно требованиям налоговых органов, чтобы организация считалась REITом и могла претендовать на налоговые льготы, причитающиеся им, она должна отвечать следующим требованиям [3, 2]:

Инвестировать не менее 75% от общего объема активов в недвижимость, наличные деньги или казначейские облигации США;

Получать не менее 75% валового дохода из арендной платы, процентов по ипотечным кредитам, которые финансируют недвижимость, или продажи недвижимости;

Выплачивать каждый год акционерам не менее 90% налогооблагаемого дохода в виде дивидендов;

Иметь статус юридического лица и облагаться налогом как корпорация (надо иметь в виду, что в США организация, которая называется JSC — Joint Stock Company — облагается налогом не как корпорация, а на уровне каждого отдельного учредителя по его ставкам);

Управляться советом директоров или попечителей;

Иметь не менее 100 акционеров после первого года существования;

Не более 50% акций должны находиться в руках пяти или менее лиц.

Дополнительным требованием к REITам является требование американской комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities Exchange Commission — SEC) об обязательной регистрации REIT в SEC (это касается как торгуемых на бирже REIT, так и неторгуемых на бирже. Регистрацию REITов можно проверить в системе регистрации финансовых компаний, которую ведет SEC — EDGAR SEC [2, 4].

На долю инвестиционных фондов недвижимости в США приходится достаточно большая доля инвестиций. За период с 1975 года по 2020 год количество фондов недвижимости в США резко увеличилось с 46 в 1975 году до 223 в 2020 году (рис. 1).

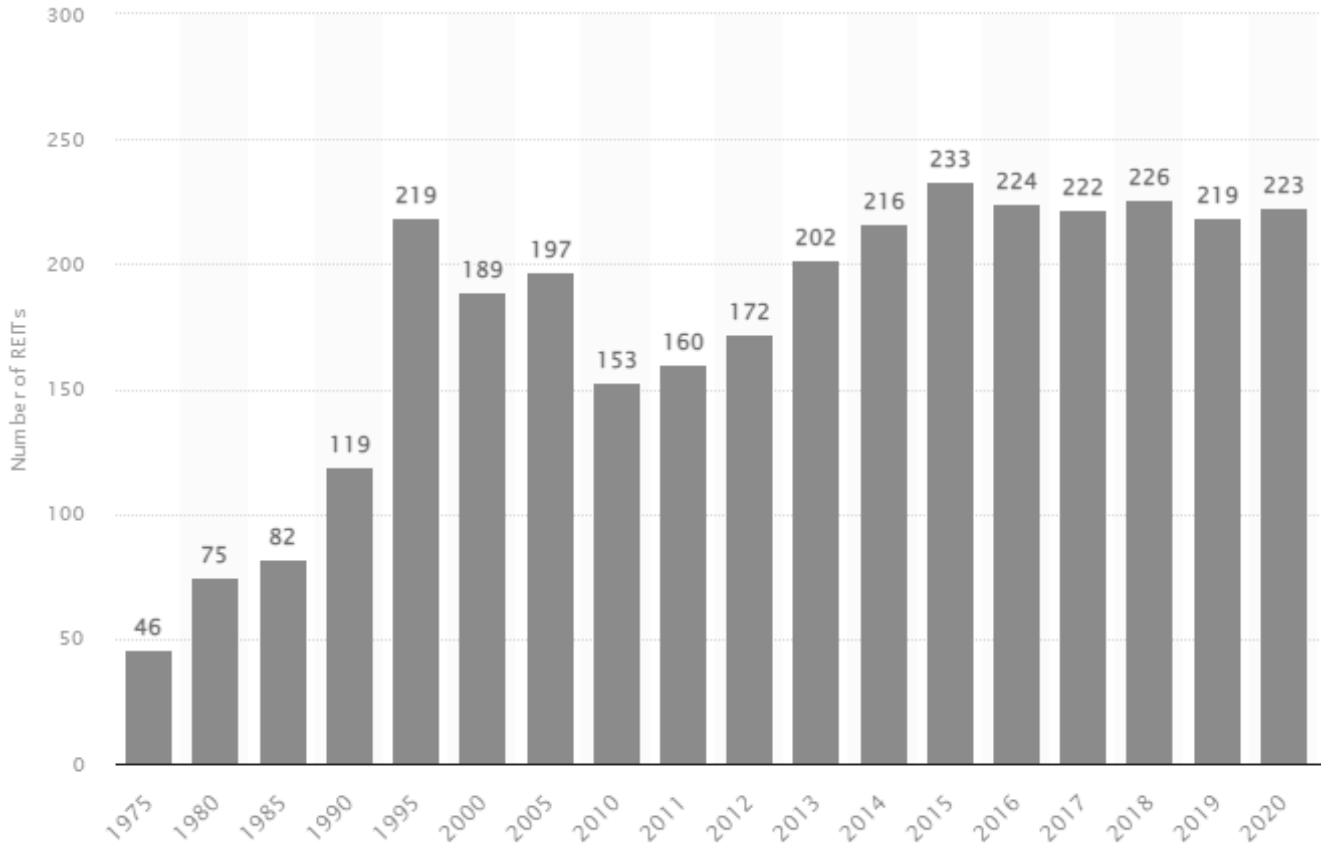

Рис. 1. Количество инвестиционных фондов недвижимости (REITов) в США 1975–2020 годы [5]

Кроме того, REITы управляют достаточно большой суммой инвестиций в недвижимость и являются значимым участником иностранных финансовых рынков (табл. 1).

Таблица 1. Топ 10 рынков REIT по капитализации в млрд долларов

Country	Numer of REITs	Sector Mkt Cap (USD billion)	% of Global REIT Index
US	192	1163,18	64,98%
Japan	66	128,43	8,23%
Australia	46	99,82	5,91%
UK	55	76,24	4,79%
Singapore	35	61,64	2,26%
Canada	46	61,16	3,23%
France	29	57,72	1,77%
Hog Kong	9	37,45	2,25%
Netherland	5	26,75	1,83%
Spain	72	26,74	0,67%

Источник: [6, 7].

Поэтому опыт развития фондов недвижимости за рубежом также интересен и в России, где эти фонды недвижимости только начинают свое развитие.

Регулирование инвестиционных фондов

Одним из основных нормативных актов, регулирующих деятельность паевых фондов, является федеральный закон от 20.11.2001 № 156 «Об инвестиционных фондах», в статье 10 которого дано понятие паевого инвестиционного фонда: это «обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом других учредителей, при этом доля в праве собственности удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией» [1].

Далее в законе дается определение понятия «инвестиционный пай», который «является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение дохода от доверительного управления имуществом, составляющим этот фонд, если правилами доверительного управления этим фондом предусмотрена выплата такого дохода, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда) » [ст. 2, 3].

Особенности паевых инвестиционных фондов

Базовыми элементами паевого инвестиционного фонда (ПИФ) являются:

- наличие обособленного имущественного комплекса (имущество фонда обособленно как от имущества учредителей, так и от имущества управляющей компании);
- разделение имущества на определенные паи;
- самостоятельные действия с имуществом могут совершать только юридические лица;
- договор доверительного управления [10].

Ниже представлены виды паевых инвестиционных фондов (рис. 2).

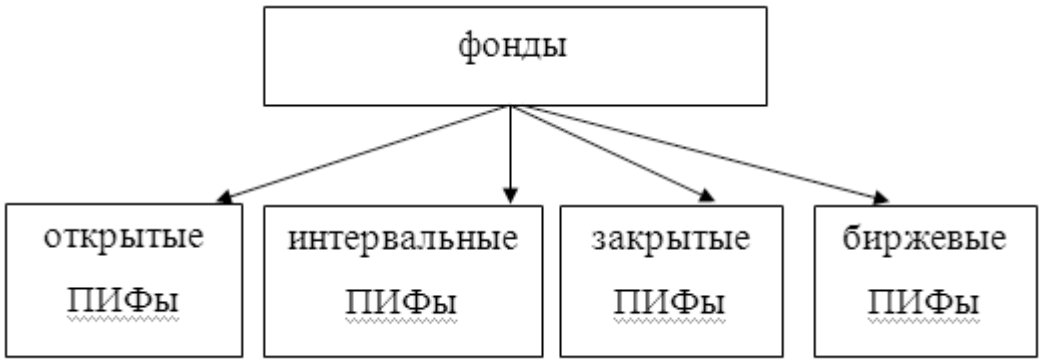

Рис. 2. Виды паевых инвестиционных фондов в соответствии с законодательством (составлено в соответствии с законом «Об инвестиционных фондах» [1]

Держатель инвестиционного пая открытого ПИФа обладает правом требования погашения всех паев, которыми владеет, в абсолютно любой день.

Держатель инвестиционного пая интервального ПИФа может требовать погашения паев строго по сроку, указанному в договоре.

Держатель инвестиционного пая закрытых ПИФов практически не обладает правом досрочно погашать свои паи. Погашение пая ЗПИФа предусмотрено только в момент завершения проекта и полного закрытия фонда, когда происходит распределение денежных средств среди инвесторов. Согласно закону разрешается срок деятельности ЗПИФа от 3 до 15 лет [ст. 12, 1].

Держатель паев биржевого фонда может продать свой пай на бирже в любой день, а уполномоченное лицо погашает ценную бумагу в управляющей компании в определенные интервалы времени.

Однако возможно вторичное обращение паев между существующими инвесторами и третьими лицами, поэтому возможна перепродажа пая не самому фонду, а другим инвесторам.

На данный момент инвесторы, работающие на территории Российской Федерации, не ограничены в выборе типов и категории ПИФов.

Таблица 2. Типы паевых инвестиционных фондов в соответствии с законодательством

Тип фонда	Открытый фонд	Интервальный фонд	Закрытый фонд
Фонд денежного рынка	✓	✓	✓
Фонд акций	✓	✓	✓
Облигаций	✓	✓	✓
Смешанных инвестиций	✓	✓	✓
Прямых инвестиций	×	×	✓
Особо рисковых/венчурных инвестиций	×	×	✓
Фонд фондов	✓	✓	✓
Фонд недвижимости	×	×	✓
Рентный фонд	×	×	✓
Ипотечный фонд	×	×	✓
Индексный фонд	✓	✓	✓
Кредитный фонд	×	×	✓
Фонд товарного рынка	×	✓	✓
Хедж-фонд	×	✓	✓

Источник: составлено по данным законодательства [1].

Наибольший удельный вес в структуре указанных фондов имеют фонды, которые направляют капитал в ценные бумаги и активы (табл. 2). Стоит отметить, что рентные фонды, фонды товарного рынка и фонды недвижимости направляют свои капиталы в реальные активы. В качестве последних могут использоваться как драгоценные металлы, так и обезличенные металлические счета. Например, рентные фонды образуются путем приобретения различного недвижимого комплекса: зданий, сооружений.

Регулирование фондов недвижимости

К фондам недвижимости можно отнести как фонды недвижимости, так и рентные фонды. ЗПИФ недвижимости определяется с экономической точки зрения как форма капитала частных лиц, функционирующая на рынке ценных бумаг.

К специфическим чертам ЗПИФов недвижимости можно отнести:

- наличие обособленного имущества (имущество ЗПИФа обособлено от имущества учредителей, а также от имущества управляющей компании);
- включение в коммерческий оборот с целью получения выгоды в виде прибыли;
- на рынке ценных бумаг эти фонды представляют интересы учредителей и держателей паёв.

Обособленность представляет собой определенный имущественный комплекс, включающий в себя общее имущество учредителей. При этом доля права на собственность лиц-владельцев находит своё правовое закрепление в ценной бумаге. Управляющая компания составляет портфель для каждого фонда недвижимости и ведет учет имущества. Каждый ПИФ имеет уникальный номер, присваиваемый ему в процессе проведения регистрации. Деятельность управляющей компании регламентирована целями ПИФа и структурой рисков, которые он готов принимать.

Капитал ЗПИФа недвижимости может быть использован в качестве инвестиций как в готовые объекты, так и находящиеся на стадии незавершённого строительства.

Основные элементы доходы ЗПИФа недвижимости представлены на следующей схеме (рис. 4).

Рис. 4. Основные элементы дохода ЗПИФа недвижимости

Источник: составлено по данным источника [9].

Анализ специфики ЗПИФа позволяет нам сделать вывод о том, что такая форма привлечения инвестиционного капитала идентична капиталу юридических лиц.

На рынке коллективных инвестиций существует специализированный депозитарий, который контролирует управляющую компанию при заключении сделок с имуществом ПИФа и осуществляет учет имущества фонда. При нарушении законодательства данный субъект, наделенный контрольными функциями, сообщает об этом в управляющую компанию и Центральный банк России. Депозитарий несет солидарную ответственность при нанесении имущественного ущерба владельцем паев ЗПИФа. Ответственность не наступает, если ущерб связан с изменениями, происходящими на рынках, т.е. непосредственно с рыночными рисковыми ситуациями.

Хотя в стандартных ситуациях досрочное погашение пая в ЗПИФе не разрешено, существует ряд случаев, когда можно вернуть в ЗПИФе пай досрочно:

1) если правилами управления ЗПИФом допускается досрочное погашение. В этом случае участник ЗПИФа должен самостоятельно найти покупателя и согласовать продажу покупателю пая с управляющей компанией;
2) если большинство инвесторов ЗПИФ решат закрыть фонд досрочно, то вкладчики получат доход от продажи активов или имущество. Для принятия решения потребуется от 75% до 100% голосов участников фонда [1];
3) если управляющая компания ЗПИФа изменила правила управления фондом, а пайщик не согласен с изменениями, в этом случае он может требовать выкупа своего пая.

Владельцы паев ЗПИФов принимают активное участие в его работе, участвуя в общих собраниях пайщиков фонда. Можно выделить следующие направления деятельности общего собрания учредителей ЗПИФа:

- возможность внесения изменений в инвестиционную декларацию;
- внесение изменений относительно размеров вознаграждения, которые могут получить депозитарий, аудиторы и оценщики;
- увеличение объема издержек, которые необходимо выплатить;
- корректировки, с изменением типа ПИФа;
- определение количества дополнительных паев фонда, которые можно будет получить при окончании его образования;
- внесение поправок в правила доверительного управления ПИФом;
- передача определённых прав и обязанностей другой управляющей компании;
- продление договора доверительного управления;
- прекращение управления ПИФом.

Дополнительным органом управления ЗПИФа является инвестиционный комитет, который следит за правильностью осуществления сделок с имуществом [1].

Важно отметить, что управляющая компания обязана согласовывать свои решения с держателями паев и депозитарием. Следовательно, для ЗПИФов недвижимости характерно распределение контрольных и управленческих функций между различными субъектами, а также держателями паев фонда.

Закрытые ПИФы имеют следующие преимущества, которые делают их привлекательными для инвесторов:

- снижение налоговой нагрузки на бизнес;
- существует возможность защиты активов от взыскания, например, различных кредиторов;
- возможность успешного управления бизнесом: использование профессионального контроля, существенное снижение затрат, рост уровня доходности;
- сокращение рисковых ситуаций в процессе внедрения и реализации проектов [10].

Ниже представлена структура закрытых ПИФов, действующих на территории России (рис. 5).

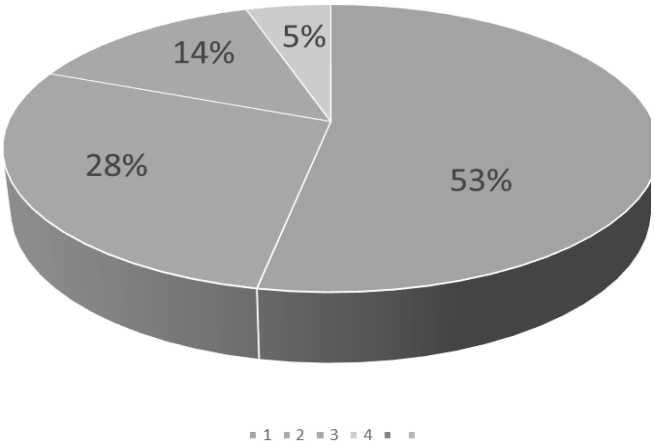

Рис. 5. Структура закрытых ПИФов, действующих на территории России: 1–53% — участники — квалифицированные инвесторы; 2–28% — участники — неквалифицированные инвесторы; 3–14% — участники, осуществляющие торговлю на бирже; 4–5% — участники — частные инвесторы.

Источник: составлено по данным источника [9].

Наибольший удельный вес в структуре закрытых ПИФов, действующих на территории России, имеют участники — квалифицированные инвесторы, наименьший — частные инвесторы.

ЗПИФы недвижимости являются достаточно перспективным способом вложения средств:

Инвестиционные риски заметно сокращаются (осуществляется контроль как со стороны государственных органов, так и со стороны инвестиционного комитета фонда);

Инвестор, вложивший свои денежные средства в ЗПИФ, получает постоянные выплаты, установленные договором, на протяжении всего действия фонда;

Для застройщиков такие фонды являются дополнительными источниками финансирования различных строительных работ на стадии незавершённого строительства [11].

Процесс увеличения количества частных инвесторов ЗПИФов может произойти при изменении законодательства и разрешении неквалифицированным инвесторам инвестировать в более широкий перечень ЗПИФов.

Вывод

ЗПИФы недвижимости являются достаточно перспективными моделями вложения денежных средств, что показывает, с одной стороны, объемы зарубежного рынка паевых фондов недвижимости, с другой стороны, активную динамику развития российских закрытых паевых инвестиционных фондов. Следующим шагом в развитии фондов недвижимости будет выход ряда фондов, которые в настоящее время развиваются как закрытые паевые фонды недвижимости, на биржу и превращение этих фондов в публично торгуемые паевые фонды недвижимости, что даст новый толчок в развитии рынка, так как повысит его ликвидность и привлечет широкий круг неквалифицированных инвесторов в инвестиционные фонды недвижимости.

Литература

1. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изменениями и дополнениями) [электронный ресурс] // URL: https://base.garant.ru/12124999/ (дата обращения: 02.04.2021).
3. Instructions for Form 1120-REIT (2021) // Internal Revenue Service // Electronic resource // URLs: https://www.irs.gov/instructions/i1120rei#idm139967521591968 (дата обращения: 05.05.2021).
2. U.S. Securities and Exchange Commission. «Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs),» Page 1. // Securities Exchange Commission // Electronic resource // URLs: https://www.sec.gov/files/reits.pdf (дата обращения: 05.05.2021).
4. U.S. Securities and Exchange Commission. «Real Estate Investment Trusts (REITs) ». // Securities Exchange Commission // Electronic resource // URLs: https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/real-estate-investment-trusts-reits (дата обращения: 05.05.2021).
5. Number of real estate investment trusts (REITs) in the United States from 1975 to 2020 // Портал Ststista // URLs: https://www.statista.com/statistics/916661/reits-usa-number/ (дата обращения: 05.05.2021).
6. EPRA. Global Real Estate Total Markets Table; European Public Real Estate Association: Brussels, Belgium, 2019.
7. EPRA. EPRA Global REIT Survey 2019; European Public Real Estate Association: Brussels, Belgium, 2019.
8. Real Estate Sustainability Report 2021 // Электронный ресурс, 2021 // URLs: https://www.manulifeim.com/content/dam/mim-real-estate/documents/sustainability-/2021%20Real%20Estate%20Sustainability%20Report.pdf
9. Залко Г. Актуальность и целесообразность использования конструкции ЗПИФов // Ваши личные финансы. 2008. № 1, с. 18–24.
10. Кидуэлл Д. Финансовые институт, рынки и деньги. — СПб,: Питер, 2000. — 752 с.
11. Брейли Ричард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.

REAL ESTATE MUTUAL FUND MARKET: CONCEPT, FEATURES AND REGULATION

Aleshina A. V., Shakhbanov I. M.
Lomonosov Moscow State University, Smainex Asset Management LLC

The article is devoted to the study of the activities of various investment funds, including real estate funds (ZPIFS). The article examines the main types of mutual funds, their functioning features. Special attention is paid to the analysis of the features of the functioning of real estate funds in the United States (REITs) and closed-end real estate mutual funds (ZPIF) in Russia. The limitations of real estate funds in the United States, including the requirements of tax authorities for REITs, are considered. The main types of income received by investors from the real estate investment fund, restrictions imposed by legislation on the investment fund are considered. The list of ZPIF participants in Russia is being considered. Proposals are being made to improve the mutual fund market in order to attract a wider range of private investors.

Keywords: real estate, investment funds, investment units, closed-end real estate mutual funds, regulation of mutual funds, real estate funds in the USA (REIT).

References

1. Federal Law No. 156-FZ of November 29, 2001 «On Investment Funds» (with amendments and additions) [electronic resource] // URL: https://base.garant.ru/12124999 / (accessed: 02.04.2021).
2. U.S. Securities and Exchange Commission. «Investor Bulletin: Real Estate Investment Trusts (REITs),» Page 1. // Securities Exchange Commission // Electronic resource // URL: https://www.sec.gov/files/reits.pdf (дата обращения: 05.05.2021).
3. Instructions for Form 1120-REIT (2021) // Internal Revenue Service // Electronic resource // URL: https://www.irs.gov/instructions/i1120rei#idm139967521591968 (дата обращения: 05.05.2021).
4. U.S. Securities and Exchange Commission. «Real Estate Investment Trusts (REITs) ». // Securities Exchange Commission // Electronic resource // URL: https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/investment-products/real-estate-investment-trusts-reits (дата обращения: 05.05.2021).
5. Number of real estate investment trusts (REITs) in the United States from 1975 to 2020 // Портал Ststista // URL: https://www.statista.com/statistics/916661/reits-usa-number/ (дата обращения: 05.05.2021).
6. EPRA. Global Real Estate Total Markets Table; European Public Real Estate Association: Brussels, Belgium, 2019.
7. EPRA. EPRA Global REIT Survey 2019; European Public Real Estate Association: Brussels, Belgium, 2019.
8. Real Estate Sustainability Report 2021 // Электронный ресурс, 2021 // URL: https://www.manulifeim.com/content/dam/mim-real-estate/documents/sustainability-/2021%20Real%20Estate%20Sustainability%20Report.pdf
9. Zalko G. Relevance and expediency of using the design of ZPIFS // Your personal finance. 2008. No. 1, pp. 18–24.
10. Kidwell D. Financial Institute, Markets and Money. — St. Petersburg: Peter, 2000. — 752 p.
11. Brayley Richard, Myers Stewart. Principles of Corporate Finance. — Moscow: Olymp-Business CJSC, 2008.

Оптимизация налоговых затрат российских организаций с помощью создания иностранной компании

Силкин Илья Владимирович,
генеральный директор ООО «Лугоста Инвест», НИУ «Высшая школа экономики»
E-mail: i.silkin@inbox.ru

В данной статье рассмотрена возможность оптимизации налоговых затрат российских компаний с помощью создания иностранной компании. В российском налоговом законодательстве происходят значительные изменения: увеличение ставки налога на добавленную стоимость на 2% в 2019 году, планомерное увеличение страховых взносов для субъектов малого бизнеса, а также отмена спецрежима «Единого налога на вменённый доход». Это приводит к увеличению налоговой нагрузки на малый и средний бизнес. С помощью международных договоров об избежании двойного налогообложения можно оптимизировать затраты российских компаний по уплате в бюджет. При этом необходимо учитывать риски, связанные с мировой тенденцией к «деоффшоризации» и «Многосторонней конвенцией по противодействию размыванию налогооблагаемой/налоговой базы и выводу доходов/прибыли из-под налогообложения». В результате проведённого исследования выявлены легальные способы уменьшения налоговой нагрузки.

Ключевые слова: международный бизнес, международное право, налоговое право, государственная политика и регулирование, международное управление бизнесом, соглашения об избежании двойного налогообложения.

Введение

Грамотное управление налоговой нагрузкой предприятия является одним из важных вопросов управления современным предприятием. Чрезмерно высокие платежи в бюджет заставляют руководство компании искать пути снижения налоговой нагрузки. В некоторых случаях руководство обращается к консалтинговым фирмам, но такие действия компании могут вызвать вопросы у налоговых органов. Поэтому менеджменту компании стоит самостоятельно тщательно изучать вопросы налогового законодательства своей страны, а также соглашения об избежании двойного обложения (СИДН)[1], чтобы принимать грамотные налоговые решения.

Актуальным становится вопрос: могут ли компании осуществить оптимизацию налогов с использованием соглашений об избежании двойного налогообложения и особенностей законодательства зарубежных юрисдикций в настоящее время. Необходимо также учитывать особенности налоговой правоприменительной практики, которая периодически меняется, и те схемы организации налогообложения, которые были допустимы ранее, в настоящее время могут вызывать у налоговых органов вопросы.

Развитие научной мысли по вопросам оптимизации налогообложения в России и за рубежом

В истории развития экономической мысли встречается немало работ, посвященных проблеме налогообложения, например, работа 1946 года Киршнера Л. и Фримена Х. в журнале Columbia Law Review «An ounce of Prevention, A Study in Corporate tax Avoidance» [1]. В работе было дано юридическое толкование таким терминам, как «избежание» и «уклонение» от налогообложения в целях установления разницы между легальным способом оптимизации налогообложения и неправомерным способом. Первый термин («избежание» («avoidance»)[2])

1 Соглашение об избежании двойного налогообложения (СИДН) — это двухстороннее соглашение между субъектами международного права, которые устанавливают правила налогообложения денежных потоков от страны-источника в страну резиденции субъекта экономики.

2 Избежание налогообложения — это совокупность действий определённого субъекта экономики, целью которого

означает поиск законных путей уменьшения выплаты налогов в бюджет (далее в статье я буду использовать именно этот термин для описания легального способа оптимизации налогообложения). Второй термин («уклонение» («evasion») от налогообложения**)** означает применение незаконных методов для сокращения налоговых платежей [2, 137].

На тему тенденций в области избежания налогообложения писал П. Шварц в своей работе об основных направлениях в сфере уклонения от уплаты налогов в США. Автор этого исследования считает, что глобализация международных предприятий позволит значительно сократить налоги [3] с использованием льготного налогообложения в налоговых гаванях, где ставки налогов могут составлять даже ниже 10%.

Другой автор, Т. Риксен, в своем исследовании [4] приходит к выводу, что существовавшее двойное налогообложение представляло собой преграду для международных инвестиций, так как компании не были готовы платить налоги и в стране инвестиций, и в стране регистрации, так как итоговая сумма налогов могла быть даже более 50% прибыли. Поэтому, по мнению автора, заинтересованность в развитии инвестиций между странами была проявлена как самими корпорациями, так и частными лицами (работниками, которые получали зарплату в другой стране), так и частными лицами с инвестиционными портфелями. При этом, согласен с Т. Риксеном, что активизация действий корпораций по оптимизации двойного налогообложения и принятие соответствующих соглашений об избежании двойного налогообложения между рядом стран привели к появлению эффекта «налоговой конкуренции» между странами, когда страны стали стараться предоставлять более льготное налогообложение для иностранных компаний, чтобы привлечь инвестиции в страну [5]. В итоге сейчас ряд стран вынуждены объединяться, чтобы бороться с избежанием (уклонением) налогообложения.

Необходимо также упомянуть часто используемые термины в исследовании Риксена: «source country» (страна-источник) — это страна ведения бизнеса и «residence country» (страна резиденции) — это страна, куда идут денежные потоки от страны источника [30].

В работе Хусейнова Ф. и Класса Б. (Huseynov F, Klamm, Bonnie, 2012) [6] отмечается, что для современных международных компаний вопрос налогообложения тесно связан с вопросом корпоративной социальной ответственности. Меры по избежанию налогообложения, которые предпринимают корпорации, могут давать как положительные для общества результаты, так и отрицательные. В работе Кэрролла (так называемая пирамида Кэррола) действия компании, направленные на сокращение расходов на налоги, дают плюс для акционеров компании, у которых растет прибыль, при этом они часть сэкономленной суммы денег могут направить на благотворительность. Однако такие действия компании могут дать обществу минус, так как сокращение налоговых платежей в бюджет приводит к сокращению социальных программ для населения, что является со стороны компании социально безответственным действием [7].

В работе «Tax avoidance, private companies and the family» [8] делается вывод о том, что стремление «убежать» от налогов может отрицательно повлиять на репутацию компании в СМИ, если будут появляться публикации с такими сведениями о компании. Данный вывод подтверждается в статье Governance Directions [9].

Таким образом, действия по оптимизации налогообложения представляют собой сложную систему балансирования между интересами акционеров компании, заинтересованных в снижении затрат на налоги и соответственно в росте прибыли компании и росте дивидендов, с другой стороны, в соблюдении этических принципов корпоративной стратегии управления.

С. Диллон (Dillon S.) [10] пишет о том, что «население с низким доходом платит налоги, а крупные корпорации и богатые люди уклоняются от уплаты налогов». Такая ситуация вызывает возмущение у широких слоев населения.

Австралийские ученые из Технологического университета Сиднея в своих исследованиях [11] сделали вывод о позитивном эффекте политики вмененного исчисления дивидендов, которая представляет собой налоговый кредит, который уменьшает налог на доход акционера после выплаты дивидендов. Так как с финансовой точки зрения уклонение от уплаты налогов и практика выплаты дивидендов с налоговым кредитом могут давать равные результаты, такая схема может быть интересна инвесторам и управляющим компаниями, так как она несет меньшие правовые риски и риски налоговых претензий со стороны налоговых органов.

Немецкие ученые [12] сравнивали опыт ЕС и США по борьбе с избежанием двойного налогообложения. Сделали следующие выводы:

- налоговая конкуренция приводит к снижению ставок по налогу в разных странах, что выгодно бизнесу;
- налоговые ставки в ЕС ниже, чем в США, что приводит к тому, что европейские компании реже уклоняются от уплаты налогов, чем американские;
- необходимо развивать налоговую конкуренцию, так как это способствует развитию свободного общества и уменьшает долю государства в ВВП [12].

В журнале International Journal for Quality Research [13] в 2020 году был представлен систематический обзор налоговой политики в разных странах. Был сделан вывод о том, что действия корпораций по избежанию налогообложения сохраняются и в настоящее время, хотя по ряду стран правительства предпринимали меры по сокращению налогов. Был сделан вывод о том, что, чтобы

является законный способ уменьшить сумму налогов, сборов и других платежей в бюджет государства, резидентом которого этот субъект является.

избежать порочную практику, когда компании придумывают все новые способы уклонения от уплаты налогов в ответ на действия регуляторов, которые пытаются эти «дыры» в законодательстве закрыть, необходимо увеличивать корпоративную социальную ответственность перед обществом.

По каким причинам корпорации осуществляют оптимизацию налогообложения

Среди причин оптимизации налоговых платежей со стороны субъектов предпринимательства можно назвать следующие:

- уменьшение выгодных налоговых режимов в России и повышение ставок налогов;
- стремление к выводу денег из России с использованием зарубежных юрисдикций и зарубежных налоговых режимов;
- использование офшорных зон для сокрытия конечных бенефициаров, которые являются конечными получателями прибыли от компании.

Анализируя последние соглашения об избежании двойного налогообложения [18], которые в последние годы заключала Россия, можно сделать вывод о тенденции повышения налоговых ставок на платежи между Россией и зарубежными странами, а также об ужесточении налогового надзора за сделками российских компаний с зарубежными юрисдикциями. Также необходимо отметить, что Российская Федерация 7 июня 2017 года подписала [19] «Многостороннюю конвенцию по выполнению мер, относящихся к налоговым соглашениям, в целях противодействия размыванию налоговой базы и выводу прибыли из-под налогообложения» [20] и, ратифицировав соответствующим Федеральном законом [21], уведомила ОЭСР 26 ноября 2020 года о готовности применения положений Многосторонней конвенции с 1 января 2021 года относительно 34 из 71 СИДН заключённых с другими юрисдикциями [22]. В последние версии этих соглашений был включен текст, который содержит такие положения: «Намереваясь устранить двойное налогообложение в отношении налогов, на которые распространяется настоящее соглашение, не создавая возможности для неналогообложения или пониженного налогообложения посредством избежания или уклонения от уплаты налогов (в том числе путем использования схем, направленных на получение косвенным образом резидентами третьих юрисдикций льгот и преимуществ, предусмотренных таким соглашением) ». (Официальный перевод Многосторонней конвенции) [23]. По данным на 01 сентября 2021 г. Россия заключила подобные соглашения лишь с 4 странами: Кипр, Финляндия, Индия, Великобритания.

Вопросы оптимизации налогообложения российских компаний

Для оптимизации налогообложения используются следующие пути:

– юрисдикции, подходящие для выплаты дивидендов конечному бенефициару;

– соглашения об избежании двойного налогообложения;

– одноитерационные и двухитерационные подходы к избежанию налогообложения.

По первому вопросу — **выбора юрисдикций, которые могут быть использованы для выплаты дивидендов конечному бенефициару**, мною было исследовано 161 юрисдикция [30], которые вошли в классификацию ОЭСР по принципу открытости юрисдикций [25].

Для исключения неподходящих юрисдикций было использовано 9 фильтров: принцип открытости юрисдикций (частично соответствующие стандартам открытости ОЭСР и не соблюдающие стандарты) [25], признаны офшорами в России [26], ставка корпоративного налога 5% и ниже (признак офшоров), ставка корпоративного налога 20% и выше (выше, чем в России, следовательно, экономически нецелесообразно), политически рискованные (Украина), наименее развитые [27], страны, с которыми невозможно делать бизнес [28], территориальный критерий (страны, расположенные далеко от России), входят в список синтезированных текстов многосторонней конвенции [24].

В итоговый список вошли 18 юрисдикций, которые можно использовать для выплаты дивидендов конечному бенефициару: Албания, Болгария, Хорватия, Чехия, Грузия, Венгрия, Ирландия, Литва, Северная Македония, Польша, Румыния, Словения, Армения, Босния и Герцеговина, Фарерские острова, Молдавия, Черногория, Сербия.

По второму вопросу — выбора применимого для целей оптимизации налогообложения Соглашения об избежании двойного налогообложения — были проанализированы ряд СИДН. И получены несколько вариантов использования СИДН [14, 15, 16, 17].

Основные варианты избежания налогообложения представлены в следующей таблице (табл. 1).

Таблица 1. Основные варианты избежания налогообложения с использованием соглашений об избежании двойного налогообложения

Вариант	Характеристика
Дивиденды	Выплата налога на прибыль в размере 20% у источника является недостатком данного метода
Проценты	Российская компания выплачивает проценты по займу иностранной фирме
Роялти	Иностранная компания приобретает нематериальный актив, а за вознаграждение предоставляет российской компании

Источник: составлено автором.

Наиболее эффективным оказывается вариант 2 с процентами по займу иностранной компании и с уплатой роялти иностранной компании за нематериальный актив. При использовании данных способов необходимо очень аккуратно учитывать правоприменительную практику, в частности требования к патентованию нематериального актива, чтобы у налоговых органов не возникали претензии к действительному наличию нематериального актива и его стоимости.

Третий вопрос — одноитерационные и двухитерационные подходы к избежанию налогообложения

Здесь мною рассмотрены 2 подхода к избежанию налогообложения: одноитерационный и двухитерационный. С помощью одноитерационного подхода мы проводим средства российской компании за рубеж одной итерацией процентных платежей или роялти, а при двухитерационной модели мы производим дальнейший платёж на компанию в страну второй итерации [30].

Модели проведения данных операций проиллюстрированы ниже (рис. 1):

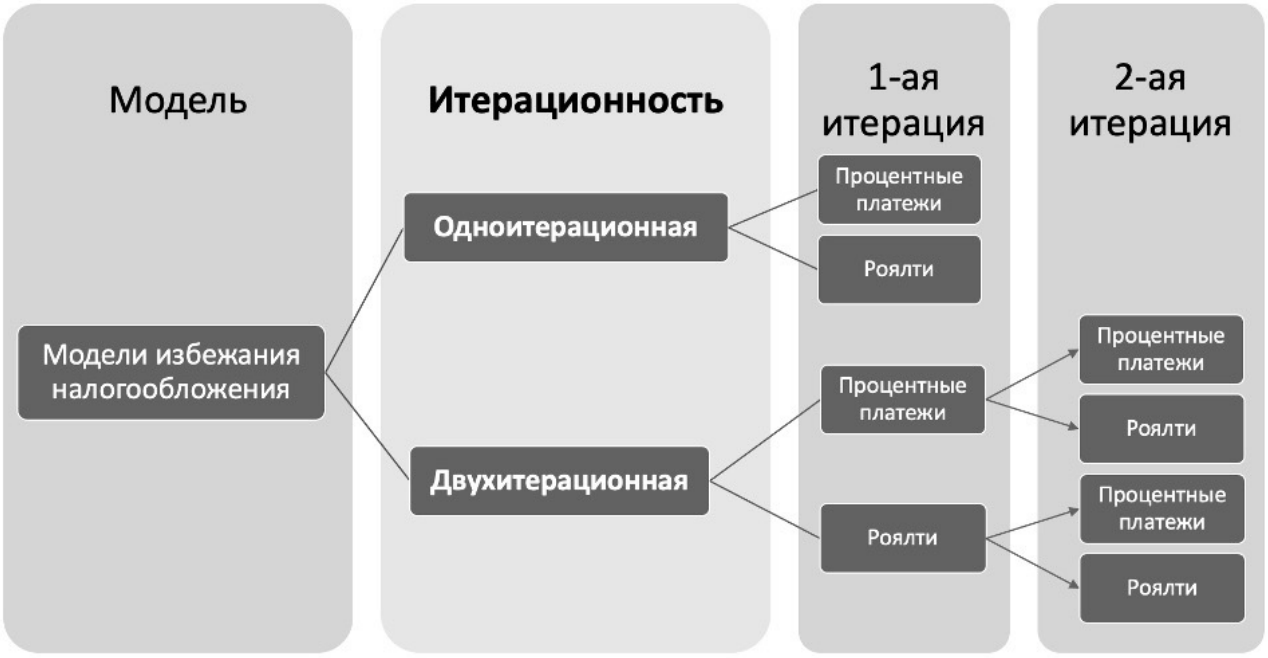

Рис. 1. Модели избежания налогообложения

Источник: составлено автором.

Из схемы 1 мы можем определить, что существует 6 моделей избежания налогообложения: 2 в одноитерационном подходе и 4 — в двухитерационном.

Чтобы определить наилучший способ оптимизации налогообложения, необходимо подсчитать эффективную ставку налога. При расчетах (?) существует ряд неизвестных параметров, которые необходимо определить. Для исследовательских целей мы определим для каждого из них следующие значения:

- отношение процентных платежей к предполагаемой прибыли — 30%;
- отношение процентов к общей сумме процентных платежей — 10%;
- отношение платежей роялти к предполагаемой прибыли — 30%;
- маржинальность прибыли иностранной компании на первой и второй итерации — 50%.

В результате для каждого подхода и моделей внутри этого подхода определяется формула:

- одноитерационный поход — процентные платежи:

$$ETR = STR - (Body + Pr) * STR + \\ + Pr * TaxPr + (Body + Pr) * Marg * FSTR \quad (1)$$

- одноитерационный поход — роялти:

$$ETR = STR - ROY * STR + \\ + ROY * TaxROY + ROY * Marg * FSTR \quad (2)$$

- двухитерационный поход — процентные платежи (1-я итерация), процентные платежи (2-я итерация):

$$ETR = STR - (Body + Pr) * STR + \\ + Pr * TaxPr1 + Pr * Marg1 * TaxPr2 + \\ + (Body + Pr) * Marg1 * Marg2 * FSTR \quad (3)$$

- двухитерационный поход — процентные платежи (1-я итерация), роялти (2-я итерация):

$$ETR = STR - (Body + Pr) * STR + \\ + Pr * TaxPr1 + ROY * Marg1 * TaxROY2 + \\ + ROY * Marg1 * Marg2 * FSTR \quad (4)$$

- двухитерационный поход — роялти (1-я итерация), процентные платежи (2-я итерация):

$$ETR = STR - ROY * STR + ROY * TaxROY1 + \\ + Pr * Marg1 * TaxPr2 + \\ + (Body + Pr) * Marg1 * Marg2 * FSTR \quad (5)$$

- двухитерационный поход — роялти (1-я итерация), роялти (2-я итерация):

$$ETR = STR - ROY * STR + ROY * TaxROY1 + \\ + ROY * Marg1 * TaxROY2 + \\ + ROY * Marg1 * Marg2 * FSTR \quad (6)$$

Условные обозначения.

1 и 2 — индексы, означающие итерацию.

ETR — эффективный налог на прибыль.

STR — установленный налог на прибыль в России.

Body — отношение тела кредита к изначальной прибыли.

Pr — отношение процентов по кредиту к изначальной прибыли.

ROY — отношение платежей роялти к изначальной прибыли.

TaxROY — налог на роялти по СИДН.

TaxPr — налог на проценты по СИДН.

Marg — маржинальность прибыли иностранной компании.

FSTR — установленный налог на прибыль в зарубежной юрисдикции.

Выводы по результатам анализа возможности использования соглашений об избежании двойного налогообложения для целей оптимизации налогообложения

По результатам проведенного анализа можно сделать вывод о том, что существующие соглашения об избежании двойного налогообложения с рядом стран можно эффективно использовать для целей оптимизации налогообложения корпораций.

В таблице ниже представлен набор эффективных юрисдикций, которые могут быть использованы в рамках налогового планирования для целей оптимизации налогообложения корпораций. Сделан вывод о том, что можно выделить 6 одноитерационных и 27 двухитерационных способов оптимизации налогообложения с использованием соглашений об избежании двойного налогообложения с разными странами, указанными в таблице 2.

Таблица 2. Классификация способов избежания налогообложения в России и результаты исследования

Подход	Модель	Способ (схема) избежания налогообложения	Диапазон ERP
Одноитерационные	Процентные платежи	Россия-Венгрия, Россия-Ирландия и Россия-Чехия	15,35–15,88%
	Роялти	Россия-Венгрия, Россия-Ирландия и Россия-Армения	15,35–16,85%
Двухитерационные	Процентные платежи-процентные платежи	Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Чехия-Венгрия, Россия-Венгрия-Черногория, Россия-Венгрия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Черногория, Россия-Ирландия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Босния и Герцеговина, Россия-Чехия-Черногория, Россия-Чехия-Северная Македония и Россия-Чехия-Босния и Герцеговина	14,68–14,75%
	Процентные платежи-роялти	Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Венгрия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Северная Македония и Россия-Ирландия-Босния и Герцеговина	14,68–14,75%
	Роялти-процентные платежи	Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Венгрия-Черногория, Россия-Венгрия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Черногория, Россия-Ирландия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Босния и Герцеговина и Россия-Армения-Венгрия	14,68–14,75%
	Роялти-роялти	Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Ирландия-Венгрия, Россия-Венгрия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Северная Македония, Россия-Ирландия-Босния и Герцеговина	14,68–14,75%

Источник: составлено автором на основе [18], [29], (1), (2), (3), (4), (5), (6).

Литература

1. Freeman, Harrop A.; Kirshner, Lewis H. An Ounce of Prevention. A Study in Corporate Tax Avoidance. // Columbia Law Review. — 1946. — № 6, vol 46. pp. 951–974.
2. Hanlon, Michelle; Heitzman, Shane. A review of tax research. // Journal of accounting and Economics. — 2010. — № 2–3, vol 50. pp. 127–178.
3. Schwarz, Peter. Tax-Avoidance Strategies of American Multinationals: An Empirical Analysis. // Managerial and Decision Economics. — 2009. — № 8, vol 30. pp. 539–549.
4. Rixen, Thomas. From double tax avoidance to tax competition: Explaining the institutional trajectory of international tax governance. // Review of International Political Economy. — 2011. — № 2, vol 18. pp. 197–227.
5. Eggera, Peter H.; Merlog, Valeria; Wamserg, Georg. Unobserved tax avoidance and the tax elasticity of FDI. // Journal of Economic Behavior & Organization. — 2014. — vol 108. pp. 1–18.
6. Huseynov, Fariz; Klamm, Bonnie K. Tax avoidance, tax management and corporate social responsibility. // Journal of Corporate Finance. — 2012. — № 4, vol 18. pp. 804–827.

7. Carroll, Archie B. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. // Business Horizons. — 1991. — № 4, vol 34. pp. 39–48.
8. Loutzenhiser, Glen. Tax avoidance, private companies and the family. // Economic and Political Weekly. — 2013. — № 9, vol 47. pp. 37–40.
9. Kohn, Michael; Saccardo, Jake. Is tax avoidance worth the cost? // Governance Directions. — 2015. — № 3, vol 67. pp. 149–152.
10. Dillon, Sara. Tax Avoidance, Revenue Starvation and the Age of the Multinational Corporation. // The International Lawyer. — 2017. — № 2, vol 50. pp. 275–328.
11. McClure, Ross; Lanis, Roman; Wells, Peter; Govendir, Brett. The impact of dividend imputation on corporate tax avoidance: The case of shareholder value. // Journal of Corporate Finance. — 2018. — vol 48. pp. 492–514.
12. Thomsen, Martin; Watrin, Christoph. Tax avoidance over time: A comparison of European and U.S. firms. // Journal of Corporate Finance. — 2018. — vol 33. pp. 40–63.
13. Rabbi, Fazle; Almutairi, Saad S. Corporate tax avoidance practices of multinationals and country responses to improve quality of compliance. // International Journal for Quality Research. — 2020. — № 1, vol 15. pp. 21–44.
14. Федеральный закон от 03 августа 2018 г. № 303-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации о налогах и сборах». [ФЗ-303 от 03.08.2018].
15. Федеральный закон от 27 ноября 2017 г. № 335-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». [ФЗ-335 от 27.11.2017].
16. Федеральный закон от 29 июня 2012 г. № 97-ФЗ «О внесении изменений в часть первую и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и статью 26 Федерального закона «О банках и банковской деятельности». [ФЗ-97 от 29.06.2012].
17. Property Rights Alliance, отчет. International Property Right Index 2020. // 20 октября 2020 г. // https://atr-ipri2017.s3.amazonaws.com/uploads/IPRI+2020+Full+Report.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
18. Список международных договоров об избежании двойного налогообложения между Российской Федерацией и другими государствами. Портал Консультант Плюс (http://www.consultant.ru/) // 01 января 2021 г. // http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_376715/#dst0 (дата обращения: 04.09.2021).
19. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), отчет. Russian Federation. Status of List of Reservations and Notifications at the Time of Signature. // 18 июня 2019 г. // https://www.oecd.org/tax/treaties/beps-mli-position-russian-federation-instrument-deposit.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
20. Министерство финансов Российской Федерации. Информация о применении многосторонней конвенции по выполнению мер, относящихся к налоговым соглашениям, в целях противодействия размыванию налоговой базы и выводу прибыли из-под налогообложения. Портал Консультант Плюс (http://www.consultant.ru/) // 24 ноября 2016 года // http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_341336/#dst100013 (дата обращения: 04.09.2021).
21. Федеральный закон от 01 мая 2019 г. № 79-ФЗ «О ратификации многосторонней конвенции по выполнению мер, относящихся к налоговым соглашениям, в целях противодействия размыванию налоговой базы и выводу прибыли из-под налогообложения». [ФЗ-79 от 01.05.2019].
22. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), отчет. This document contains the notifications made by the Russian Federation confirming the completion of its internal procedures for the Covered Tax Agreements identified in this document pursuant to Article 35(7)(b) of the Convention. // 30 апреля 2020 г. // https://www.oecd.org/tax/treaties/beps-mli-notification-article-35–7-b-russian-federation.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
23. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), отчет. Multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting. // 24 ноября 2016 г. // https://www.oecd.org/tax/treaties/multilateral-convention-to-implement-tax-treaty-related-measures-to-prevent-BEPS.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
24. Министерство финансов Российской Федерации. Список синтезированных текстов многосторонней Конвенции по выполнению мер, относящихся к налоговым соглашениям, в целях противодействия размыванию налоговой базы и выводу прибыли из-под налогообложения (MLI) и международных договоров об избежании двойного налогообложения между Российской Федерацией и другими государствами. Официальный сайт Минфина России (https://minfin.gov.ru/ru/) // 23 августа 2021 г. // URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=132752-spisok_sintezirovannykh_tekstov_mnogostoronnei_konventsii_po_vypolneniyu_mer_otnosyashchikhsya_k_nalogovym_soglasheniyam_v_tselyakh_protivodeistviya_razmyvaniyu_nalogovoi_baz (дата обращения: 04.09.2021).
25. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), отчет. Compliance ratings following peer reviews against the standard of EOIR. // 11 декабря 2020 г. // URL: https://www.oecd.org/tax/transparency/documents/exchange-

of-information-on-request-ratings.htm (дата обращения: 04.09.2021).
26. Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 13 ноября 2007 г. № 108н. «Об утверждении перечня государств и территорий, предоставляющих льготный налоговый режим налогообложения и (или) не предусматривающих раскрытия и предоставления информации при проведении финансовых операций (офшорные зоны) » (ред. от 02.11.2017) [Приказ Минфина России-108н от 13.11.2007]
27. United Nations. Committee for Development Policy, отчет. List of Least Developed Countries. // 11 февраля 2021 г. // URL: https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/publication/ldc_list.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
28. World Bank Group, отчет. Doing Business 2020. // 21 ноября 2019 г. // URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/688761571934946384/pdf/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies.pdf (дата обращения: 04.09.2021).
29. Ernst &Young, отчет. World Corporate Tax Guide 2021. // 17 августа 2021 г. // URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/tax/tax-guides/2021/ey-worldwide-corporate-taxguide-01sept2021.pdf?download (дата обращения: 04.09.2021).
30. Силкин И. В. «Оптимизация налоговых затрат российских организаций с помощью создания иностранной компании»» // Выпускная квалификационная работа, 2021 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: https://on.econ.msu.ru

OPTIMISING TAX COSTS OF RUSSIAN ORGANISATIONS BY SETTING UP A COMPANY WITH FOREIGN CAPITAL

Silkin I. V.
National Research University Higher School of Economics

This article reviewed the possibility of optimizing the tax costs of Russian companies by setting up a foreign company. Significant changes are taking place in Russian tax legislation: an increase in the value added tax rate by 2% in 2019, a systematic increase in insurance premiums for small businesses, as well as the abolition of the special regime «Single tax on imputed income». This leads to an increase in the tax burden on small and medium-sized businesses. It is possible to optimize the tax costs of Russian companies with double taxation agreements. At the same time, it is necessary to take into account the risks associated with the global trend towards «deoffshorization» and the «Multilateral Convention to Implement Tax Treaty Related Measures to Prevent Base Erosion and Profit Shifting». The result of the study is legal ways to reduce the tax burden.

Keywords: international business, international law, tax law, public policy and regulation, international business management.

References

1. Freeman, Harrop A.; Kirshner, Lewis H. An Ounce of Prevention. A Study in Corporate Tax Avoidance. // Columbia Law Review. — 1946. — № 6, vol 46. pp. 951–974.
2. Hanlon, Michelle; Heitzman, Shane. A review of tax research. // Journal of accounting and Economics. — 2010. — № 2–3, vol 50. pp. 127–178.
3. Schwarz, Peter. Tax-Avoidance Strategies of American Multinationals: An Empirical Analysis. // Managerial and Decision Economics. — 2009. — № 8, vol 30. pp. 539–549.
4. Rixen, Thomas. From double tax avoidance to tax competition: Explaining the institutional trajectory of international tax governance. // Review of International Political Economy. — 2011. — № 2, vol 18. pp. 197–227.
5. Eggera, Peter H.; Merlog, Valeria; Wamserg, Georg. Unobserved tax avoidance and the tax elasticity of FDI. // Journal of Economic Behavior & Organization. — 2014. — vol 108. pp. 1–18.
6. Huseynov, Fariz; Klamm, Bonnie K. Tax avoidance, tax management and corporate social responsibility. // Journal of Corporate Finance. — 2012. — № 4, vol 18. pp. 804–827.
7. Carroll, Archie B. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. // Business Horizons. — 1991. — № 4, vol 34. pp. 39–48.
8. Loutzenhiser, Glen. Tax avoidance, private companies and the family. // Economic and Political Weekly. — 2013. — № 9, vol 47. pp. 37–40.
9. Kohn, Michael; Saccardo, Jake. Is tax avoidance worth the cost? // Governance Directions. — 2015. — № 3, vol 67. pp. 149–152.
10. Dillon, Sara. Tax Avoidance, Revenue Starvation and the Age of the Multinational Corporation. // The International Lawyer. — 2017. — № 2, vol 50. pp. 275–328.
11. McClure, Ross; Lanis, Roman; Wells, Peter; Govendir, Brett. The impact of dividend imputation on corporate tax avoidance: The case of shareholder value. // Journal of Corporate Finance. — 2018. — vol 48. pp. 492–514.
12. Thomsen, Martin; Watrin, Christoph. Tax avoidance over time: A comparison of European and U.S. firms. // Journal of Corporate Finance. — 2018. — vol 33. pp. 40–63.
13. Rabbi, Fazle; Almutairi, Saad S. Corporate tax avoidance practices of multinationals and country responses to improve quality of compliance. // International Journal for Quality Research. — 2020. — № 1, vol 15. pp. 21–44.
14. Federal Law of August 3, 2018 No. 303-FZ «On amendments to certain legislative acts of the Russian Federation on taxes and fees.» [FZ-303 dated 03.08.2018].
15. Federal Law of November 27, 2017 No. 335-FZ «On amendments to Parts One and Two of the Tax Code of the Russian Federation and certain legislative acts of the Russian Federation.» [FZ-335 dated 27.11.2017].
16. Federal Law of June 29, 2012 No. 97-FZ «On amending Part One and Part Two of the Tax Code of the Russian Federation and Article 26 of the Federal Law «On Banks and Banking Activities.» [FZ-97 dated 29.06.2012].
17. Property Rights Alliance, report. International Property Right Index 2020. // October 20, 2020 // URL: https://atr-ipri2017.s3.amazonaws.com/uploads/IPRI+2020+Full+Report.pdf (accessed: 04.09.2021).
18. List of double taxation agreements between the Russian Federation and other states. Consultant Plus Portal (http://www.consultant.ru/) // January 1, 2021 // URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_376715/#dst0 (accessed: 04.09.2021).
19. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), report. Russian Federation. Status of List of Reservations and Notifications at the Time of Signature. // June 18, 2019 // URL: https://www.oecd.org/tax/treaties/beps-mli-position-russian-federation-instrument-deposit.pdf (accessed: 04.09.2021).
20. Ministry of Finance of the Russian Federation. Information on the application of the multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting. Consultant Plus Portal (http://www.consultant.ru/) // November 24, 2016 // URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_341336/#dst100013 (accessed: 04.09.2021).
21. Federal Law of May 1, 2019 No. 79-FZ «On the ratification of the multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting.» [FZ-79 dated 01.05.2019].
22. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), report. This document contains the notifications made by the Russian Federation confirming the completion of its in-

ternal procedures for the Covered Tax Agreements identified in this document pursuant to Article 35(7)(b) of the Convention. // April 30, 2020 // URL: https://www.oecd.org/tax/treaties/beps-mli-notification-article-35–7-b-russian-federation.pdf (accessed: 04.09.2021).
23. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), report. Multilateral convention to implement tax treaty related measures to prevent base erosion and profit shifting. // November 24, 2016 // URL: https://www.oecd.org/tax/treaties/multilateral-convention-to-implement-tax-treaty-related-measures-to-prevent-BEPS.pdf (accessed: 04.09.2021).
24. Ministry of Finance of the Russian Federation. List of synthesized texts of the multilateral Convention on the implementation of measures related to tax treaties in order to counter the erosion of the tax base and the withdrawal of profits from taxation (MLI) and international treaties for the avoidance of double taxation between the Russian Federation and other states. The official website of the Ministry of Finance of Russia (https://minfin.gov.ru/ru/) // August 23, 2021 // URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=132752-spisok_sintezirovannykh_tekstov_mnogostoronnei_konventsii_po_vypolneniyu_mer_otnosyashchikhsya_k_nalogovym_soglasheniyam_v_tselyakh_protivodeistviya_razmyvaniyu_nalogovoi_baz (accessed: 04.09.2021).
25. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), report. Compliance ratings following peer reviews against the standard of EOIR. // December 11, 2020 // https://www.oecd.org/tax/transparency/documents/exchange-of-information-on-request-ratings.htm (accessed: 04.09.2021).
26. Order of the Ministry of Finance of the Russian Federation of November 13, 2007 No. 108n. «On approval of the list of states and territories that provide a preferential tax regime for taxation and (or) do not provide for the disclosure and provision of information when conducting financial transactions (offshore zones)» (edition of 02.11.2017) [Order of the Ministry of Finance of Russia-108n от 13.11.2007].
27. United Nations. Committee for Development Policy, report. List of Least Developed Countries. // February 11, 2021 // URL: https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/publication/ldc_list.pdf (accessed: 04.09.2021).
28. World Bank Group, report. Doing Business 2020. // November 21, 2019 // URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/688761571934946384/pdf/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies.pdf (accessed: 04.09.2021).
29. Ernst &Young, report. World Corporate Tax Guide 2021. // August 17, 2021 // URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/tax/tax-guides/2021/ey-worldwide-corporate-tax-guide-01sept2021.pdf?download (accessed: 04.09.2021).
30. Silkin I. V. «Optimization of tax costs of Russian organizations by creating a foreign company» // Final qualifying work, 2021, // Faculty of Economics of Lomonosov Moscow State University // URL: https://on.econ.msu.ru