

Терещенко Н.Н.

*аспирант, кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга,
Финансовый университет при Правительстве РФ. ternick@mail.ru*

N.N. Tereschenko

*PhD student, Dept. of securities markets and financial engineering, Finance
university under the government of Russian Federation, ternick@mail.ru*

МУЛЬТИПЛИКАТИВНЫЙ ЭФФЕКТ ИНФРАСТРУКТУРНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

MULTIPLICATIVE EFFECT OF INFRASTRUCTURE SECURITISATION

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена применению секьюритизации для финансирования инвестиций в инфраструктурные проекты и оценке эффективности такого использования секьюритизации, в терминах мультипликатора инфраструктурной секьюритизации.

ABSTRACT

The article is dedicated to the use of securitization for capital attraction into the infrastructure investment projects and estimation of the effectiveness of such usage in terms of infrastructure securitization multiple.

Ключевые слова: Секьюритизация, инфраструктура, инфраструктурные ценные бумаги, эффективность инвестиций.

Keywords: securitization, infrastructure, infrastructural asset backed securities, investments effectiveness.

Одной из наиболее актуальных задач, стоящих перед отечественной экономикой в настоящее время, является восстановление и развитие инфраструктуры.

По оценкам экспертов, только недостатки транспортной инфраструктуры приводят экономику России к ежегодным потерям до 3% ВВП. При этом инфраструктурные проекты по прежнему недофинансируются: в России на строительство объектов инфраструктуры тратится около 2% ВВП, в то время как, по данным МВФ, в мире в среднем эта цифра составляет 4,5%.

Одним из возможных путей решения комплекса проблем, связанных с финансированием инвестиций в инфраструктуру, является использование инфраструктурных ценных бумаг, или, иными словами инфраструктурной секьюритизации, которой в последнее время уделяется повышенное внимание отечественных исследователей.

Секьюритизация действительно доказала свою эффективность в привлечении капитала в крупные инвестиционные программы (например, программы строительства доступного жилья в США, где, в наиболее стабильные годы, до 60% выданных ипотечных кредитов рефинансировалось с помощью секьюритизации). Вместе с тем, исследователи уделяют сравнительно немного внимания вопросам количественной оценки эффективности применения инфраструктурной секьюритизации. Целью данной статьи является освещение как раз данного аспекта.

Эффективность инфраструктурной секьюритизации может быть оценена в терминах мультипликативного эффекта, возникающего при ее применении.

Предположим, что на этапе $t=0$ государство вложило некоторую сумму S в инфраструктурные проекты. На этапе $t=k$ (где k - момент секьюритизации, совпадающий с моментом окончания строительства объекта) проводится секьюритизация будущих денежных потоков от построенных объектов с целью рефинансирования вложенных средств.

Объем средств, которые удастся привлечь в результате сделок, будет определяться нормой секьюритизации, т.е. общей суммой

секьюритизированных проектов по отношению к стоимости строящихся объектов. Обозначим данную норму как R_s .

В дальнейшем какая-то часть из полученных в результате осуществления сделки секьюритизации фондов может быть реинвестирована в осуществление новых проектов. В реальной жизни она будет менее 100% по причинам наличия транзакционных издержек, а также возможных изменений государственных приоритетов со временем. Обозначим норму реинвестирования, то есть долю секьюритизированных средств, реинвестируемых в инфраструктурные проекты, как R_r .

В этом случае последовательность инвестированной суммы и реинвестируемых средств составит бесконечную геометрическую прогрессию со знаменателем $R_s * R_r$. Таким образом, мультипликативный эффект от секьюритизации может быть рассчитан по следующей формуле:

$$m_s = \frac{1}{(1 - R_s * R_r)}, \text{ где}$$

m_s – мультипликатор сделок секьюритизации;

R_s – норма секьюритизации;

R_r – норма реинвестирования.

Значения мультипликатора для различных значений R_s и R_r представлены в таблице №1.

Норма секьюритизации ограничена значением 90% в связи с широко обсуждаемой на международном уровне нормой, обязывающей инициаторов сделок секьюритизации, оставлять часть выпуска ценных бумаг на собственном балансе.

Таблица № 1 значения мультипликатора сделок секьюритизации в зависимости от норм секьюритизации и реинвестирования

		Норма секьюритизации								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
норма реинвестиру емых средств	10%	1,01	1,02	1,03	1,04	1,05	1,06	1,08	1,09	1,10
	20%	1,02	1,04	1,06	1,09	1,11	1,14	1,16	1,19	1,22
	30%	1,03	1,06	1,10	1,14	1,18	1,22	1,27	1,32	1,37
	40%	1,04	1,09	1,14	1,19	1,25	1,32	1,39	1,47	1,56

	50%	1,05	1,11	1,18	1,25	1,33	1,43	1,54	1,67	1,82
	60%	1,06	1,14	1,22	1,32	1,43	1,56	1,72	1,92	2,17
	70%	1,08	1,16	1,27	1,39	1,54	1,72	1,96	2,27	2,70
	80%	1,09	1,19	1,32	1,47	1,67	1,92	2,27	2,78	3,57
	90%	1,10	1,22	1,37	1,56	1,82	2,17	2,70	3,57	5,26
	100%	1,11	1,25	1,43	1,67	2,00	2,50	3,33	5,00	10,00

Источник: собственные расчеты

В качестве ориентира для «идеальной» нормы секьюритизации можно взять норму секьюритизации на рынке ипотечных кредитов США в силу того что а) на данном рынке реализуется целенаправленная политика правительства по привлечению капитала в определенную отрасль (в данном случае жилищное строительство); и б) объем рынка ипотечной секьюритизации США достаточно велик (по данным SIFMA в предкризисном 2007 году только объем новых выпусков бумаг типа RMBS в США составил более 2 млрд. долл.), чтобы быть ориентиром (benchmark) для потенциального объема рынка инфраструктурной секьюритизации в России (3-4% ВВП). Напомним, что в 2008 году такая норма, по данным SIFMA, достигала почти 60%.

«Идеальную» норму рефинансирования мы считаем возможным определить на уровне 90%, что соответствует средневзвешенному (по объему выручки и доле участия государства) значению нормы реинвестирования компаний с государственным участием, приведенных в таблице №2. Расчеты сделаны для показателей компаний за 2007 финансовый год, в силу наличия наиболее благоприятных обстоятельств для выплат дивидендов (стабильно высокий рост экономики на протяжении ряда лет) и отсутствия влияния финансового кризиса.

Таблица №2 значения нормы реинвестирования для компаний с государственным участием в собственности, 2007 г. (млн. руб., %)

Компания	Чистая прибыль	Дивиденды	Доля государства	Норма реинвестирования
ОАО РЖД	84 495	1 418	100%	98%
Аэрофлот	8 007	1 576	51%	80%
Газпром	694 985	68 013	50%	90%
Роснефть	328 624	13 184	75%	96%

Связьинвест	29 965	255	75%	99%
ОАО ТВЭЛ	5 826	843	100%	86%
ФСК ЕЭС	1 612	433	79%	73%
Автоваз	3 669	504	25%	86%
Русгидро	5 417	8	60%	100%
Камаз	7 868	144	37,80%	98%
ВСМПО Ависма	6 216	622	66%	90%
Среднее взвешенное				93%

Источник: данные компаний, собственные расчеты

Таким образом, предварительная оценка потенциальной величины мультипликатора секьюритизации в России составляет 2,17, что достаточно много, учитывая масштабность необходимых инвестиций.

Следует отметить, что данный мультипликатор является номинальным и не учитывает влияние временных лагов (достаточно значительных) между осуществлением инвестиций и проведением секьюритизации, и, как следствие, влияние инфляции на капитал, пущенный в «инвестиционный оборот». Поэтому для придания точности рассчитываемому значению мультипликатора, формула должна быть скорректирована с учетом показателя инфляции, который поможет учесть фактор времени.

Для расчета фактора инфляции нам необходимо значение средней продолжительности возведения инфраструктурных проектов (3-5 лет по существующим ГЧП-проектам). Прогнозируемую ставку инфляции возьмем на уровне 8,8%, то есть, предположим, что уровень 2009 года не измениться. Расчет мультипликатора с учетом инфляции можно провести по следующей формуле:

$$m_s = \frac{1}{\left(1 - R_s * R_r * \frac{1}{(1 + \pi)^n}\right)}, \text{ где}$$

π - норма инфляции,

n – средний срок возведения проекта: среднее значение временного лага от старта инвестирования до осуществления секьюритизации.

Приняв значения инфляции и срока возведения проекта 8,8% и 3 года соответственно, мы получим результаты для значений мультипликатора, показанные в таблице №3.

Таблица №3 Значения мультипликатора сделок секьюритизации с учетом инфляции (8,8%) и срока возведения (3 года)

		Норма секьюритизации								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Норма реинвестирования	10%	1,01	1,02	1,02	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08
	20%	1,02	1,03	1,05	1,07	1,08	1,10	1,12	1,14	1,16
	30%	1,02	1,05	1,08	1,10	1,13	1,16	1,19	1,23	1,27
	40%	1,03	1,07	1,10	1,14	1,18	1,23	1,28	1,33	1,39
	50%	1,04	1,08	1,13	1,18	1,24	1,30	1,37	1,45	1,54
	60%	1,05	1,10	1,16	1,23	1,30	1,39	1,48	1,59	1,72
	70%	1,06	1,12	1,19	1,28	1,37	1,48	1,61	1,77	1,96
	80%	1,07	1,14	1,23	1,33	1,45	1,59	1,77	1,99	2,27
	90%	1,08	1,16	1,27	1,39	1,54	1,72	1,96	2,27	2,69
	100%	1,08	1,18	1,30	1,45	1,63	1,87	2,19	2,64	3,32

Источник: собственные расчеты

Из таблицы видно критическое влияние инфляции на мультипликатор: так, значение «идеального» мультипликатора при принятых ранее допущениях сократился до значения 1,72 (снижение более чем на 20%).

В следующей матрице приведены результаты анализа чувствительности рассчитанного «идеального» значения мультипликатора к изменению параметров инфляции и сроков возведения проекта.

Таблица №4 анализ чувствительности значений мультипликатора к параметрам инфляция и средний срок возведения

		Средний срок возведения проекта								
		2	3	4	5	6	7	8	9	10
Уровень инфляции	2%	2,08	2,04	2,00	1,96	1,92	1,89	1,85	1,82	1,80
	3%	2,04	1,98	1,92	1,87	1,83	1,78	1,74	1,71	1,67
	4%	2,00	1,92	1,86	1,80	1,74	1,70	1,65	1,61	1,57
	5%	1,96	1,87	1,80	1,73	1,67	1,62	1,58	1,53	1,50
	7%	1,89	1,79	1,70	1,63	1,56	1,51	1,46	1,42	1,38
	8%	1,86	1,75	1,66	1,58	1,52	1,46	1,41	1,37	1,33
	9%	1,83	1,72	1,62	1,54	1,47	1,42	1,37	1,33	1,30
	10%	1,81	1,68	1,58	1,50	1,44	1,38	1,34	1,30	1,26

Источник: собственные расчеты

Приведенные выше расчеты подчеркивают критичность факторов инфляции и сроков возведения объектов для эффективности осуществления инфраструктурной секьюритизации, а значит, в конечном счете, инфраструктурного строительства. Так, изменение среднего срока возведения с трех до пяти лет сокращает значение мультипликатора до 1,58, что весьма существенно (-8%), а наличие в экономике «долгостроев» объектов со сроками возведения 10 и более лет, может еще больше снизить мультипликативный эффект. Вместе с тем, снижение уровня инфляции до 2-4% в год (уровень характерный для ряда развитых стран, например, для Германии, где по данным Центрального европейского банка значение инфляции в период с 1996 по 2009 годы не превышало 2,75%) позволяет рассчитывать на значение мультипликатора, близкое к двум.

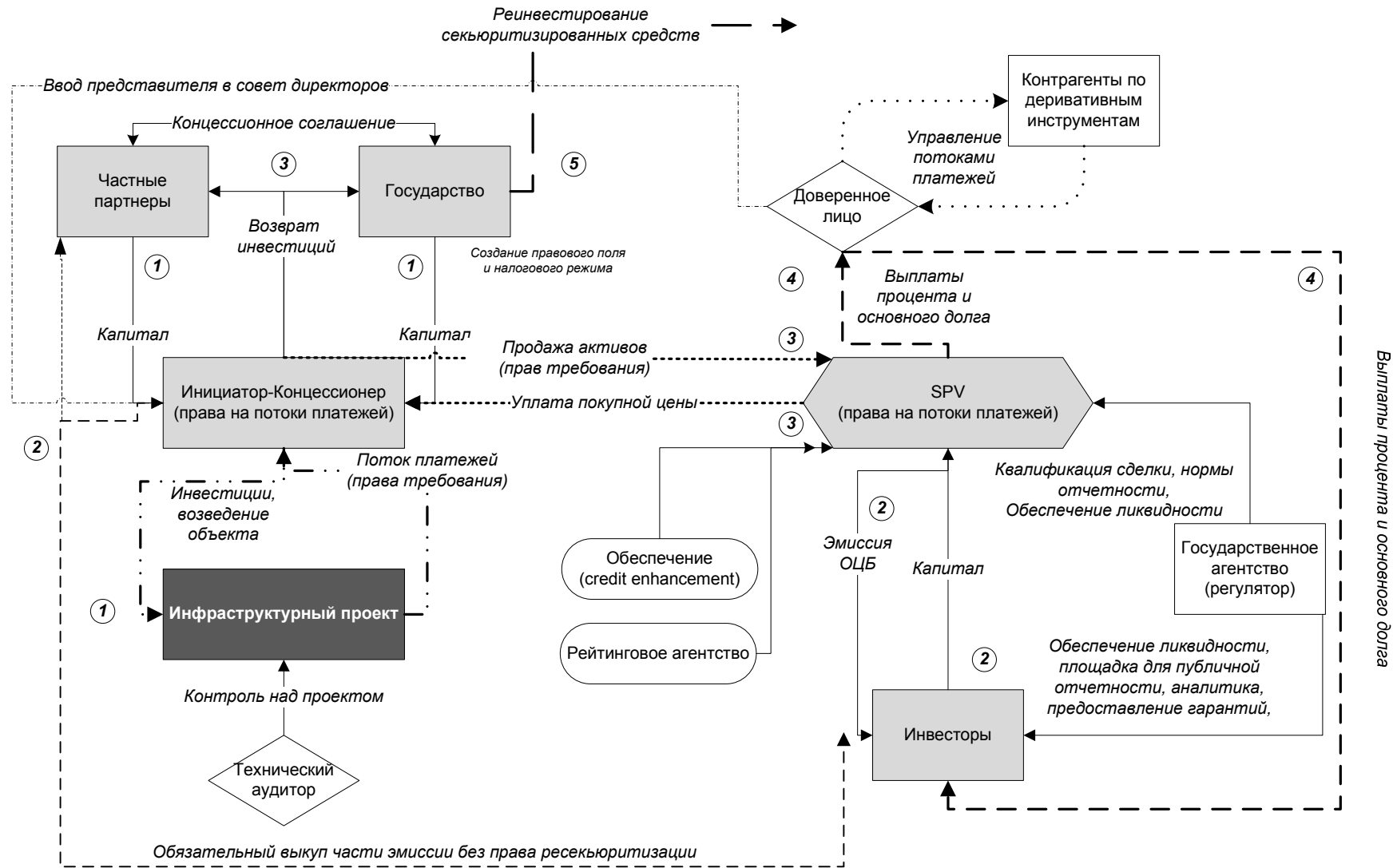
Таким образом, эффективная инфраструктурная секьюритизация невозможна в отсутствии привлекательного инвестиционного климата, а возникновение мультипликативного эффекта – без выстроенной «инфраструктуры» сделок секьюритизации.

В качестве возможной принципиальной схемы организации сделок инфраструктурной секьюритизации мы предлагаем схему, представленную на рисунке 1.

Приведенную схему осуществления сделок секьюритизации от «традиционной» – отличает ряд принципиальных моментов:

1. В качестве активного участника сделки выступает Государство. На него возложено несколько основных функций. Во-первых, Государство выступает в качестве соинвестора в инфраструктурные проекты, что делает более безопасным и привлекательным участие в них частного капитала. Во-вторых, Государство создает благоприятный для проведения сделок секьюритизации налоговый режим: например, налоговые льготы на доходы от инвестиций в инфраструктурные ценные бумаги (ИЦБ), что расширит круг потенциальных инвесторов.

Рисунок. 1 Принципиальная схема осуществление сделок секьюритизации инфраструктурных проектов



В-третьих, Государство предоставляет гарантии под выпускаемые ИЦБ. Наконец, Государство, в обязательном порядке, реинвестирует полученные в ходе секьюритизации средства в новые инфраструктурные проекты, обеспечивая тем самым возникновение мультипликативного эффекта от секьюритизации.

2. В схеме участвует специальное государственное агентство, выполняющее от лица Государства функции надзорного органа на рынке ИЦБ. Агентство будет обеспечивать проведение государственной политики в области инфраструктурных инвестиций; обеспечивать ликвидность вторичного рынка ИЦБ; предоставлять инвесторам публичную информацию о новых и находящихся в обращении выпусках ИЦБ, статистику и аналитику по рынку; предоставлять гарантии по выпускаемым ИЦБ (как по собственным, так и, за определенную комиссию, по ИЦБ частных эмитентов). Еще одной немаловажной функцией агентства должно стать осуществление квалификации сделок, которая ограничит возможности недобросовестного использования внебалансового финансирования, как, например, в случае с корпорацией Enron. Квалификация (подобно заключению ФАС для сделок слияния и поглощения) поможет снять часть вопросов, требующих в настоящее время отдельного юридического заключения и риски, связанные с ними (в частности, это должно решить проблему действительной продажи).
3. Также на борьбу с негативными факторами и недобросовестным использованием секьюритизации направлено предложение об обязательном выкупе части эмиссии первичными инвесторами в проект (инициаторами).
4. В схему введен технический аудитор – сторона, обеспечивающая инвесторов и надзорный орган независимым профессиональным

суждением о состоянии инфраструктурного объекта, эффективности его использования и возникающих рисков, связанных с его эксплуатацией. Данная мера позволит минимизировать для инвесторов часть рисков, связанных с деятельностью по эксплуатации инфраструктурного объекта, а значит, снизить стоимость заимствований при выпуске ОЦБ.

Конечно, данная схема может дополняться прочими участниками (например, страховыми компаниями) и не является идеальной. Вместе с тем, предлагаемые нововведения должны помочь снять основные фундаментальные риски, связанные со сделками секьюритизации.

Рассмотрим возможный эффект от применения секьюритизации на примере проекта «Сочи-2014». Данные по общему объему инвестиций, требующихся для осуществления проекта весьма неоднозначны и постоянно обновляются, в своих расчетах мы полагались исключительно на цифры, приведенные в утвержденной федеральной целевой программе.

Таблица №5 Планируемые инвестиции по проекту Сочи-2014.

Направление инвестиций	Всего (млн. руб.)	Бюджетные средства	Внебюджетн. средства	Доля направленн я в общем объеме инвестиций
Олимпийские объекты	31 250 087	18 917 297	12 332 790	10%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	31 250 087	18 917 297	12 332 790	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	100%	100%	100%	
Транспортная инфраструктура	115 975 781	111 596 801	4 378 980	37%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	99 553 280	95 226 780	4 326 500	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	86%	85%	99%	
Инженерная инфраструктура	9 530 394	8 985 394	545 000	3%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	7 896 384	7 351 384	545 000	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	83%	82%	100%	
Телекоммуникации	15 031 350	4 163 300	10 868 050	5%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	14 041 350	3 173 300	10 868 050	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	93%	76%	100%	
Энергоснабжение	48 814 390	33 739 390	15 075 000	16%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	47 643 990	32 568 990	15 075 000	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	98%	97%	100%	

Природоохранная инфраструктура	2 650 750	2 430 750	220 000	1%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	1 918 500	1 698 500	220 000	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	72%	70%	100%	
Объекты здравоохранения	1 159 000	1 159 000	0	0%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	1 159 000	1 159 000	0	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	100%	100%		
Мероприятия, связанные с градостроительством	456 200	456 200	0	0,1%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	0	0	0	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	0%	0%	0%	
Мероприятия, связанные с организацией паралимпийских игр	38 259 580	13 609 580	24 650 000	12%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	0	0	0	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	0%	0%	0%	
Туристические объекты	50 760 000	0	50 760 000	16%
в т.ч. пригодные для секьюритизации	50 760 000	0	50 760 000	
% инвестиций пригодных к секьюритизации	100%	0%	100%	
ИТОГО инвестиции	313 887 532	195 057 712	118 829 820	
Итого инвестиции пригодные для секьюритизации	254 222 591	160 095 251	94 127 340	
% пригодных для секьюритизации активов	81%	82%	79%	

Источник: ФЦП, собственные расчеты

Из приведенных в таблице данных и сделанных ранее расчетов можно сделать несколько основных выводов:

1. Для осуществления сочинского проекта требуется значительный объем бюджетных средств: более 60% инвестиций или около 195 млрд. руб. Таким образом, на государственный бюджет ложится достаточно тяжелое финансовое бремя и Правительству необходимы механизмы рефинансирования;
2. Наибольший объем предполагаемых инвестиций (53%) приходится на транспортную и туристическую инфраструктуру (наиболее привлекательны для проведения секьюритизации), из объектов которой, по нашим оценкам, 90% пригодны для проведения секьюритизации. Иными словами, секьюритизация с высокой долей вероятности может обеспечить рефинансирование более 45% требующихся инвестиций;
3. Во всех случаях кроме «Мероприятий по организации паралимпиады» инвестиции, вкладываемые частным капиталом,

- практически на 100% пригодны для осуществления секьюритизации: создание правового поля, делающего возможным эффективное проведение таких сделок, смогло бы создать дополнительные стимулы для участия в проекте частного капитала;
4. Для того чтобы осуществить финансирование за государственный счет объектов, непригодных для секьюритизации, необходимо вложить только объем, требуемый для возведения «секьюритизируемых» объектов: мультипликативный эффект позволит профинансировать оставшуюся часть инвестиций из фондов, привлеченных в процессе секьюритизации, при значении мультипликатора всего 1,21. Данный уровень мультипликатора достигается при уровнях инфляции, средних сроков возведения, норм секьюритизации и реинвестирования 8,8% (уровень 2009 года), 3 года, 30% (низкий уровень секьюритизации) и 80%, соответственно. Такие показатели, на наш взгляд, являются достаточно реалистичными и достижимыми.
 5. При уровне мультипликатора принятого нами ранее за теоретически идеальный в российских условиях (1,72) государству потребуются первично инвестировать около 113 млрд. руб. (или на 72% меньше запланированного) для того, чтобы обеспечить всю государственную часть инвестиций в проект.
 6. При теоретически «идеальном» мультипликаторе государственные инвестиции в размере 160 млрд. руб. («секьюритизируемая» часть инвестиций) позволят обеспечить финансирование инфраструктурных проектов на сумму более 270 млрд. руб.

Приведенные выше выводы на примере конкретного проекта доказывают эффективность применения секьюритизации как способа привлечения капитала в инфраструктурные проекты.

Таким образом, сделки секьюритизации организованные в соответствии с предложенной схемой, смогли бы стать основой масштабного рынка ИЦБ, способных стать значимым источником капитала для инвестиций в отечественную инфраструктуру. При этом развитие эффективного рынка секьюритизации позволило бы рассчитывать на мультипликативный эффект, весьма значительный уже в современных экономических условиях и имеющий заметный потенциал роста при улучшении макроэкономических условий и инвестиционного климата в России.

Список литературы:

1. Программа строительства олимпийских объектов и развития г. Сочи как горноклиматического курорта (в ред. Постановлений Правительства РФ от 27.07.2009 №613, от 19.01.2010 №10);
2. Батуева А. Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации и облигации, обеспеченные поступлениями // Рынок ценных бумаг. – 2009 – №9-10 – С. 25-27;
3. Качалина Т., Лебедева Н. Инфраструктурные облигации быть или не быть в России // Рынок ценных бумаг. – 2009 - №6 - С. 18-24;
4. Колини Г., Те И., Инфраструктурные облигации амбиции и реальность // Корпоративный юрист – 2009 - № 12 - С. 13;
5. Средин Д. Инфраструктурные облигации – новое слово на рынке // РИА ФедералПрес [Электронный ресурс]. - Режим доступа: www.fedpress.ru/federal/banks/banks/id_131310.html;
6. Туктаров Ю. Секьюритизация прав требования в инфраструктурных проектах // CBONDS REVIEW – 2009 – №№1,2, С. 80;
7. Fender, Ingo and Mitchell, Janet, The Future of Securitisation: How to Align Incentives? // BIS Quarterly Review - 2009 - №3 – p. 25-50;

8. Jordan, Cally E., Prospects for Securitisation in Transition Economies // Companies & Securities Law Journal. – 2010 - Vol. 27 – p. 13-33;
9. Kettering, C., Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development. // Cardozo Law Review. – 2008 - Vol. 29, - p. 1553 – 1570;
10. Schwarcz, S., Securitization Post-Enron. // Cardozo Law Review – 2003 - Vol. 25, -p. 1230 – 1257;
11. Сценарные условия функционирования экономики Российской Федерации, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2011 год и плановый период 2012 и 2013 годов. – М: Минэкономразвития России, июнь 2010 // [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20100923_07;
12. Официальный сайт Европейского центрального банка // [Электронный ресурс]. - Режим доступа: www.ecb.int;
13. Официальный сайт Securities Industry and Financial Markets Association (США) // [Электронный ресурс]. - Режим доступа: www.sifma.org.

References:

1. The Program of the Olympic objects construction and Sochi area development as a touristic territory (the Government of Russian federation Act #613, от 19.01.2010 Vol. 10, with amendments dated 27.07.2009 №613);
2. Batueva A. Infrastructure project financing: project bonds, backed by inflows// Rynok Tsennykh Bumag. – 2009 – Vol. 9-10 – p. 25-27;
3. Kachalina T., Lebedeva N. Infrastructure bonds to be or not to be in Russia // Rynok Tsennykh Bumag. – 2009 – Vol. 6 - p. 18-24;

4. Kolini G., Te I., Infrastructure bonds ambitions and the reality // Korporativnyj Yurist – 2009 – Vol. 12 - p. 13;
5. Sredin D. Infrastructure bonds – new term on the market // FederalPress [Internet source]. - available at: www.fedpress.ru/federal/banks/banks/id_131310.html;
6. Tuktarov U. Securitization in infrastructure projects // CBONDS REVIEW – 2009 – Vol. 1,2, p. 80;
7. Fender, Ingo and Mitchell, Janet, The Future of Securitisation: How to Align Incentives? // BIS Quarterly Review - 2009 – Vol. 3 – p. 25-50;
8. Jordan, Cally E., Prospects for Securitisation in Transition Economies // Companies & Securities Law Journal. – 2010 - Vol. 27 – p. 13-33;
9. Kettering, C., Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development. // Cardozo Law Review. – 2008 - Vol. 29, - p. 1553 – 1570;
10. Schwarcz, S., Securitization Post-Enron. // Cardozo Law Review – 2003 - Vol. 25, -p. 1230 – 1257;
11. The scenarios of Russian Federation Economy Development, key parameters of Russian Federation social and economic development forecast for 2011 and the planning period of 2012-2013: The Ministry of Economic Development of Russia, September 2010 // [Internet source]. - available at: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/>;
12. ECB official web page // [Internet source]. - available at: www.ecb.int;
13. Securities Industry and Financial Markets Association official web page // [Internet source]. - available at: www.sifma.org.