

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Кафедра ценных бумаг и
финансового инжиниринга
«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой
_____ проф. Рубцов Б.Б.
«__» _____ года

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание степени магистра экономики
по магистерской программе
«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
на тему:
«Секьюритизация нефинансовых активов»

Выполнил:
студент факультета магистерской
подготовки
_____ Аввакумова Анна Николаевна

Научный руководитель:
к.э.н., доцент
_____ Андрианова Людмила Николаевна

Москва – 2010

Содержание

Введение.....	3
1 Формирование института секьюритизации активов.....	6
1.1 Понятие и сущность секьюритизации активов.....	6
1.2 Становление института секьюритизации активов.....	11
1.2.1 Развитие института обеспечения.....	11
1.2.2 Развитие секьюритизации ипотечных активов.....	14
1.2.3 Развитие секьюритизации неипотечных активов.....	17
1.3 Секьюритизация в российской экономике.....	20
1.3.1 Государственное регулирование секьюритизации активов.....	20
1.3.2 Анализ развития секьюритизации российских активов.....	26
2 Инвестиционно-привлекательные нефинансовые активы.....	35
2.1 Произведения искусства как объект инвестирования.....	35
2.1.1 Традиционный рынок предметов искусства.....	36
2.1.2 Рынок искусства и рынок акций.....	41
2.1.2.1 Арт-индексы.....	42
2.1.2.2 Акции арт-компаний.....	49
2.1.2.3 Корреляция между рынком искусства и рынками капитала.....	50
2.2 Особенности инвестирования в драгоценные камни.....	53
2.2.1 Развитие рынка драгоценных камней.....	54
2.2.2 Традиционные способы инвестирования в драгоценные камни.....	61
2.2.3 Оценка стоимости драгоценных камней.....	62
2.2.4 Бриллиантовые индексы.....	67
2.2.5 Алмазные биржи.....	69
2.3 Особенности инвестирования в прочие нефинансовые активы.....	73
2.3.1 Антиквариат как объект инвестирования.....	73
2.3.2 Интеллектуальная собственность и инвестиции.....	77
3 Секьюритизация нефинансовых активов.....	78
3.1 Нетрадиционные способы инвестирования в нефинансовые активы.....	78
3.2 Возможности секьюритизации нефинансовых активов.....	93
Заключение.....	101
Список литературы.....	104
Приложение А.....	107
Приложение Б.....	108
Приложение В.....	109
Приложение Г.....	111
Приложение Д.....	112
Приложение Е.....	113
Приложение Ж.....	114

Введение

Экономический кризис показал, то существующие объекты инвестирования не всегда эффективны и надежны. Участникам рынка необходимы новые способы сохранения капитала.

Инвестиции в нетрадиционные активы могут стать реальной возможностью для сохранения и приумножения капитала в условиях кризиса. Сейчас проблема сбережения средств стоит особенно остро. Игра на курсах валют или котировках акций стала очень ненадежным источником дохода, поскольку фондовый и валютный рынок продолжает лихорадить. Классическая альтернатива этому – недвижимость, но и она перестала быть надежным убежищем для капитала, поскольку цены на нее также подвержены значительным колебаниям. Как полноценную альтернативу традиционным способам вложения капитала, можно рассматривать инвестирование в такие активы, как произведения искусства, антиквариат, драгоценные камни и другие нетрадиционные активы.

Альтернативное инвестирование способно в значительной степени качественно улучшить комбинацию рисков и прибыли современного инвестора, а также способствовать диверсификации.

Стоит также отметить необходимость привлечения широкого круга инвесторов. Опыт зарубежных стран свидетельствует о высокой инвестиционной значимости сбережений населения и необходимости развития массового инвестирования. Так как большинство мелких инвесторов не склонны к риску, объект инвестирования должен отличаться высокой надежностью.

В настоящее время инвестировать в такие нефинансовые активы, как антиквариат, искусство и драгоценные камни могут себе позволить только очень обеспеченные люди. Секьюритизация таких активов и вывод их на фондовый рынок позволит привлечь гораздо большее количество

инвесторов. Секьюритизация – относительно новый финансовый инструмент, развитие которого началось с «переупаковывания» ипотечных кредитов, затем перешло на другие формы займов, вплоть до государственных долгов. В настоящее время сделки секьюритизации с нефинансовыми активами еще не проводятся, но возможность их проведения рассматривается арт-фондами и, скорее всего, в ближайшее время участники рынка смогут приобретать облигации, обеспечением которых служат предметы искусства, антиквариат и драгоценные камни.

Основной целью магистерской диссертации является изучение возможностей создания облигаций, обеспеченных нетрадиционными активами. Задачи исследования – рассмотрение процесса секьюритизации и ее способности создавать новые возможности инвестирования; изучение особенностей выбранных нефинансовых активов, развитости инвестирования в них, а также возможности вывода таких активов на фондовый рынок. В работе будут проанализированы достоинства и недостатки инвестирования в такие активы, а также перспективы развития данного вида инвестирования.

Объект исследования – секьюритизация как таковая, а также некоторые виды нефинансовых активов. Особое внимание уделяется уровню развития секьюритизации в российской экономике. В работе исследуются следующие нетрадиционные активы: предметы искусства, драгоценные камни, антиквариат и интеллектуальная собственность. Выбор именно этих активов обусловлен их относительной надежностью, а также близостью способов исследования этих активов к способам исследования фондового рынка. Предметы искусства и драгоценные камни имеют собственные индексы, такие, как ARTIMX, Skate's Art Stocks Index и другие. Они также имеют централизованные места торговли: биржи для покупки и продажи алмазов и аукционные дома для сделок с антиквариатом и предметами искусства.

Рассматриваемый сегмент рынка достаточно хорошо изучен в западных странах. Материалов на русском языке не много, особенно в сфере практического инвестирования в нефинансовые активы. Поэтому в основе

исследования лежат работы авторов из США и ЕС. Кроме того, во многих странах, в том числе и в России, существуют Форумы секьюритизации, на сайтах которых можно найти большой объем полезной информации. Информационную базу исследования составили данные таких участников арт-рынка, как Skate's Press, Artnet, ArtPrice и ARTIMX, а также данные участников рынка драгоценных камней.

В соответствии с поставленными целями и задачами, структура диссертационной работы отражает наиболее важные моменты, относящиеся к возможности использования рассматриваемых нетрадиционных активов в сделках секьюритизации.

В начале работы рассматривается институт секьюритизации, особенности применения и история развития секьюритизации в России и в мире. Проводится анализ уровня развития российского законодательства в области сделок секьюритизации и приводятся самые крупные и значимые сделки секьюритизации с российскими оригинаторами.

Далее исследуются различные нетрадиционные активы. Проводится анализ зарубежной и российской практики относительно таких объектов, способ их оценки, купли-продажи, а также подробно изучаются существующие индексы и их корреляция с индексами фондовых рынков.

На заключительном этапе исследования анализируются существующие нетрадиционные способы инвестирования в рассматриваемые активы на примере арт-фондов и оцениваются способы вывода таких активов на фондовый рынок.

1 Формирование института секьюритизации активов

1.1 Понятие и сущность секьюритизации активов

Секьюритизация активов - одна из важнейших финансовых инноваций второй половины XX в. Уже более 30 лет этот высокоэффективный инструмент используется крупнейшими корпорациями мира для рефинансирования своих активов и управления рыночными рисками. Развитие рынка секьюритизации началось в сфере ипотечных кредитов в США и затем распространилось по всему миру практически на все виды активов, генерирующих будущие финансовые поступления.

В настоящее время институт секьюритизации является сложившимся рынком с оригинальной терминологией. Приведем некоторые понятия, необходимые для осознания сущности процесса секьюритизации.

Оригинатор - юридическое лицо, осуществляющее уступку прав требования при заключении сделки секьюритизации.

Пул - временное объединение ряда самостоятельных компаний для достижения определенных целей¹.

Биржевой пул - пул, созданный для координации спекулятивных сделок с ценными бумагам².

Пул активов - совокупность однородных активов, на основе которых происходит выпуск ценных бумаг, обеспеченных данными активами. Служит для продажи банком определенного вида активов (например, автокредитов)³.

Pass-through securities - инструменты сквозного погашения - погашение основного долга по этим инструментам полностью зависит от поступлений в счет погашения основного долга по обеспечивающим активам. Пул ценных бумаг с фиксированной доходностью на основе пакета

¹ www.moneyinrussia.ru

² www.investopedia.com

³ www.investopedia.com

активов (т. е. закладных), держатель которых получает основные выплаты и причитающиеся проценты⁴.

Collateralized mortgage obligation (CMO) - обеспеченное ипотечное обязательство. Ценная бумага, обеспеченная пулом ценных бумаг, которые в свою очередь обеспечены закладными. Структура пула предполагает наличие нескольких типов ценных бумаг с различными сроками погашения, называемых траншами. Основные выплаты по обеспечивающему пулу ценных бумаг используются для погашения облигаций на приоритетной основе, как обозначено в проспекте эмиссии⁵.

Что касается термина «секьюритизация», известно несколько формулировок его определения, но суть остается неизменной: секьюритизация – это процесс создания ценных бумаг, в качестве обеспечения которых выступают различные типы активов, приносящих доход.

Секьюритизация - процесс объединения в пулы различных типов долга - ипотеки, ссуд на покупку автомобиля, и т.д. - и оформление долга в облигации, сквозные ценные бумаги, или обеспеченное ипотечное обязательство (CMOs), которые продаются инвесторам⁶.

Секьюритизация – процесс, посредством которого компания преобразует собственные неликвидные активы в ценные бумаги⁷.

Секьюритизация - это замена нерыночных займов или потоков наличности на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов⁸.

Секьюритизация - процесс, посредством которого различные финансовые и нефинансовые активы оформляются в ценные бумаги, которые затем распространяются среди инвесторов⁹.

⁴ www.perfekt.ru/dict/invest/

⁵ www.investopedia.com

⁶ Dictionary of Financial Terms. Copyright © 2008 Lightbulb Press, Inc

⁷ Farlex Financial Dictionary. © 2009 Farlex, Inc.

⁸ www.gaap.ru

Существует несколько возможностей секьюритизации. Например, ее можно достичь путем выделения определенного вида дебиторской задолженности и оформления этой задолженности таким образом, чтобы покупатели ценных бумаг могли обеспечить возврат своих вложений на основании этих конкретных обязательств. Виды задолженности могут быть практически любыми. Наиболее крупная группа - это ипотечные и потребительские кредиты. Но это могут быть корпоративные и лизинговые кредиты, будущие платежи по кредитным картам и т.д. Некрупные по размеру активы должны быть однородными для объединения их в пул. Могут секьюритизироваться и будущие поступления, например, телекоммуникационные компании могут секьюритизировать будущие роуминговые платежи, банки – будущие поступления по расчетам с кредитными картами.

Выделим основные *категории секьюритизируемых активов*¹⁰:

- требования по потребительским и ипотечным активам;
- требования по коммерческим кредитам;
- инновационные активы, в число которых входят и нефинансовые активы.

Все категории секьюритизируемых активов должны соответствовать следующим требованиям:

- денежный поток, генерируемый такими активами, должен быть прогнозируемым по срокам и объемам платежей. Платежи должны быть регулярными.

- секьюритизируемые активы должны иметь возможность (в том числе законодательную) отделяться от originатора.

- активам желательно иметь достаточный объем, достаточную маржу по входящему (процентная ставка по кредиту) и исходящему потоку (доходы по ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации).

⁹ www.fundshub.ru

¹⁰ Ханс Питер Вэр «Секьюритизация активов», Волперс Клувер, 2007 г., с. 111

В общем виде механизм секьюритизации выглядит следующим образом: банк (оригинатор) продает пакет своих однородных активов специально созданному юридическому лицу (SPV), SPV финансирует эту покупку путем выпуска и продажи облигаций инвесторам, при этом поступления по этим кредитам используются для обслуживания процентов и основных платежей по облигациям. У этого актива рейтинг может быть выше, чем рейтинг originатора и даже страновой. Таким образом, активы будут обладать повышенной надежностью, что дает возможность привлекать под них дешевые ресурсы.

Использование механизма секьюритизации выгодно как для originатора, так и для инвестора. И как для originатора, так и для инвестора, секьюритизация имеет свои недостатки.

Преимущества для originатора:

- сделка секьюритизации дает возможность привлечения дополнительного финансирования (продажа секьюритизируемых активов специальной компании (SPV));
- улучшение состояния отчетности (соответствующие активы исключаются из баланса);
- получение доступа к рынкам капитала и, следовательно, диверсификация источников финансирования, расширение круга потенциальных инвесторов;
- улучшение имиджа компании через ее способность создавать и использовать сложные финансовые продукты;
- снижение или устранение кредитных рисков по секьюритизируемым активам.

Недостатки для originатора:

- высокие издержки (секьюритизация дорога из-за управленческих и систематических издержек, судебных издержек, платы за размещение, платы за присвоение рейтинга; сюда же добавим резервы на непредвиденные

расходы, которые всегда являются существенной частью секьюритизации, особенно основанной на нетипичных активах).

- ограничение по размеру (секьюритизация часто требует крупномасштабного структурирования, что делает не выгодным проведение сделок средних размеров).

Преимущества для инвестора:

- возможность обеспечить более высокую доходность своих вложений при сохранении рисков на среднем уровне;

- возможность инвестировать в пул высококачественных активов, что расширяет возможности инвесторов, предпочитающих вкладывать свои средства в активы с высоким рейтингом;

- возможность диверсифицировать свой портфель (многие институциональные инвесторы предпочитают вкладывать средства в ценные бумаги, созданные через секьюритизацию, так как такие ценные бумаги часто не коррелированы с остальными ценными бумагами, имеющимися у инвестора).

Недостатки для инвестора:

- риск невыполнения обязательств по кредиту со стороны первоначальных заемщиков, сюда же отнесем возможность того, что эмитент не создаст достаточных резервов на случай непредвиденных обстоятельств;

- риск колебания ставки процента, если процент является плавающим;

- возможность возникновения риска конфликта интересов, когда менеджер, ответственный за проведение секьюритизации и получающий доход в виде процента от стоимости размещенных ценных бумаг, намеренно завышает их стоимость;

- риск завышения рейтинга ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации (в июле 2009 г. один из крупнейших государственных пенсионных фондов в США подал иск в Калифорнийский суд в связи с потерями в 1 миллиард долларов, которые были вызваны «невероятно

неточными» оценками кредитоспособности, предоставленными тремя ведущими оценочными агентствами)

Несмотря на существующие недостатки и вероятные риски секьюритизации как для инвестора, так и для originатора, этот механизм является в настоящее время очень востребованным на мировом рынке капитала.

1.2 Становление института секьюритизации активов

С термином "секьюритизация" широкая публика впервые познакомилась в колонке "Слухи со Стрит" Wall Street Journal в 1977 г. Именно этот термин Льюис Раниери, глава ипотечного департамента Salomon Brothers, предложил использовать при описании андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Сделка была основана на использовании структуры прямого распределения (pass-through). При такой структуре специальная проектная компания (SPV) распределяет между держателями ценных бумаг все "сгенерированные" пулом кредитов денежные средства на момент очередной выплаты по бумагам. В качестве андеррайтера выступал Salomon Brothers. Сделка получила имя "Bank America issue" (эмиссия Банка Америки).

1.2.1 Развитие института обеспечения

Фактически появление института секьюритизации является одной из вех на пути тысячелетнего процесса поиска обеспечения, начавшегося еще с греческой hypotheca (ипотеки) и получившего развитие в институтах Римского права pignus (залог), fiducia (передача титула) и непосредственно hypotheca.

Римские институты были отражены в законах нового времени, а именно во Французском Гражданском кодексе 1804 г. (Code Civile) и Германском гражданском уложении 1896 г. (Bundes Gesetzbuch)¹¹.

Упомянутые выше институты, являющиеся, по сути, вариациями залога, соответствовали требованиям рынка в обеспечении исполнения обязательств в течение достаточно длительного периода времени. Особенно верным это утверждение является по отношению к наиболее развитым формам залога, не требующим передачи предмета залога обеспеченному кредитору.

Дискуссия о правовой природе залога не прекращается до сих пор. Академические круги разделены на сторонников договорной и вещной природы залога.

В любом случае право залога может быть передано лишь в порядке цессии. Таким образом, передача обеспечения третьим лицам регулируется общими нормами о перемене лиц в обязательстве.

С ускорением экономического оборота в конце XIX в. начало возрастать значение обязательственных прав. Кроме того, рынок начал поиски нового инструмента, позволяющего использовать любые имущественные права в качестве обеспечения обязательства. Рынку также было необходимо, чтобы обращение таких инструментов регулировалось нормами о ценных бумагах. Именно эти две тенденции предопределили процесс развития обеспечения, который в итоге достиг уровня структурированных финансовых инструментов (structured finance).

На примере истории американского права можно выделить следующие этапы процесса развития обеспечения во второй половине XIX и начале XX в.:

1. Залог без передачи предмета залога кредитору (Non-possessory security interest). Этот инструмент впервые появился в США в виде залога скота. Он отвечал интересам сторон в ситуации, когда передача скота

¹¹ en.wikipedia.org

кредитору была невозможна или неудобна. Поскольку право владения оставалось у должника, требовалось соблюдение определенной процедуры, а именно регистрация права залога в публичном регистре. Впоследствии институт преобразовался в современную *Chattel paper* - бумагу, удостоверяющую денежное обязательство и обеспечение в виде движимого имущества либо права аренды такого движимого имущества.

2. Договоры купли/продажи с оставлением права собственности за продавцом до полной оплаты (*Conditional sales contracts*). Такие контракты появились в середине XIX в. Как и следует из названия института, он обеспечивал права продавца на случай неоплаты.

3. Трастовые свидетельства (*Trust receipt*). Появившийся в начале XX в., этот инструмент представлял собой серьезный шаг вперед в области финансов: использование вещей, объединенных родовым признаком в качестве обеспечения. Трастовое свидетельство является подтверждением того, что имущество определенной стоимости находится в трасте в интересах кредитора - бенефициария. При этом в траст могут передаваться ценные бумаги, права требования и др.; обязательством траста будет максимальное увеличение стоимости имущества. До появления трастового свидетельства только индивидуально определенные вещи выступали в качестве предмета залога. Сегодня трастовые свидетельства часто совмещаются с переводным векселем и являются обязательством уплатить определенную сумму, обеспеченную переданным в траст имуществом.

4. Факторинг (*Factoring*). Факторинг — финансовая комиссионная операция по переуступке дебиторской задолженности факторинговой компании. Факторинг появился в начале - середине XX в. Этот инструмент позволил использовать права требования в качестве обеспечения.

5. Поступления в качестве обеспечения (*Security interest in accounts receivable*). Поступления являются абстрактной задолженностью (часто по индивидуально неопределенным договорам) и признаются неосязаемыми

активами. Таким образом, поступления являются неосязаемыми активами, определенными родовым признаком, переданным в качестве обеспечения¹².

Развитие института наглядно демонстрирует постепенное перемещение структуры капитала и объектов инвестирования с недвижимого имущества к движимому и далее к неосязаемым активам.

1.2.2 Развитие секьюритизации ипотечных активов

Ипотечные кредиты стали первым типом активов в сделках секьюритизации. Действительно, ипотечные кредиты благодаря длительному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам, а также благодаря некоторым историческим причинам (например, заинтересованности государства в развитии ипотечного кредитования) являются идеальным активом для секьюритизации.

Со времен Великой депрессии поддержка программ жилищного строительства и ипотечного кредитования была одной из целей политики федеральных властей в США. С этого времени MBS (mortgage backed securities) становится частью политики, направленной на снижение стоимости жилья. Основной целью федеральных программ было придание ипотечным кредитам большей ликвидности путем создания вторичного рынка. Очевидно, что наличие вторичного рынка способствует снижению стоимости кредита.

27 июня 1934 г. в США в качестве одной из мер восстановления экономики был принят Национальный жилищный закон. Он предусматривал создание Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration, ФНА), возглавляемой Федеральным жилищным администратором (Federal Housing Administrator). Одной из основных функций ФНА являлось обеспечение ипотечных кредитов, предоставленных частными заемщиками.

¹² А.А. Казаков, Журнал "Рынок Ценных Бумаг" №19, 2003 г.

Закон также предусматривал создание Национальным жилищным администратором национальных ипотечных ассоциаций. Эти ассоциации создавались в организационно правовой форме частных корпораций (private corporations), управляемых администратором. Главной задачей ассоциаций были операции с ипотечными кредитами, обеспеченными ФНА. В соответствии с приведенными нормами была создана лишь одна ассоциация: 10 февраля 1938 г. была инкорпорирована дочерняя компания Reconstruction Finance Corporation, которая в свою очередь является государственной корпорацией. Изначально эта дочерняя компания именовалась Национальной ипотечной ассоциацией Вашингтона (National Mortgage Association of Washington); однако уже в том же году компания была переименована и стала называться Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association, FNMA, или Fannie Mae). Основная деятельность компании была сосредоточена на создании вторичного рынка для ипотечных кредитов. Fannie Mae была уполномочена покупать и продавать ипотечные кредиты, обеспеченные Федеральной жилищной администрацией (ФНА). Деятельность компании способствовала ускорению оборота активов и притоку средств на рынок ипотечного кредитования.

Поправками 1968 г. Fannie Mae была разделена на два самостоятельных юридических лица. Первое известно как Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA, или Ginnie Mae), вторая сохранила наименование "Федеральная национальная ипотечная ассоциация" (Federal National Mortgage Association).

Ginnie Mae осталась под контролем правительства, а Fannie Mae после приватизации акций, принадлежавших правительственной корпорации, стала компанией, полностью контролируемой частными лицами. Ginnie Mae с 1968 г. оставалась компанией, 100% акций которой контролировались государством. Компания работает на рынке ипотечных кредитов, предоставляемых покупателям жилья с низкими или средними доходами.

Уже в начале 1960-х процентные ставки по ипотечным кредитам значительно изменялись от города к городу. Ипотечный рынок был непредсказуемым, и получить кредит было достаточно трудно. Ни государство, ни частные банки не могли в одиночку удовлетворить потребность в финансировании жилищных программ.

Перед созданной в 1970 г. Федеральной корпорацией ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, или Freddie Mac) были поставлены схожие задачи: стабилизировать национальный рынок ипотечного кредитования и увеличить возможности приобретения жилья.

Три указанные компании не только и не столько непосредственно предоставляют заемщикам ипотечные кредиты, в основном они гарантируют исполнение обязательств по выданным частными компаниями ипотечным кредитам. Действуя в качестве вторичного рынка ипотечных кредитов в начале 1980-х гг., Freddie Mac, Ginnie Mae и Fannie Mae покупали права требования по кредитам у частных заимодавцев, пулировали эти активы и выпускали на рынок ценные бумаги, обеспеченные пулами. Таким образом, секьюритизация стала основным инструментом проведения в жизнь политики правительства, направленной на уменьшение стоимости ипотечного кредитования.

В 1970 г. Ginnie Mae эмитировала первый выпуск ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. В следующем году Freddie Mac осуществила вторую эмиссию. Эти выпуски основывались на достаточно простой структуре. Структура не предполагала дополнительного обеспечения или перераспределения финансовых потоков. В действительности в дополнительном обеспечении не было особой нужды, поскольку ценные бумаги обеспечивались либо прямыми, либо косвенными гарантиями правительства.

Успех рынка MBS, а также наработанный практический опыт послужили основанием для дальнейшего развития института и вовлечения новых классов активов.

1.2.3 Развитие секьюритизации неипотечных активов

Секьюритизация неипотечных активов началась с секьюритизации банковских кредитов в начале 1970-х. Десятилетиями до этого банки в основном были портфельными инвесторами. Они держали выданные кредиты на балансе до их оплаты или наступления сроков платежа. Такие кредиты финансировались в основном за счет депозитов, иных привлеченных средств, которые можно рассматривать как общее обязательство банка (а не право требования в отношении специально обособленного имущества).

Начало эры секьюритизации неипотечных активов обычно датируют мартом 1985 г. Именно тогда First Boston провел андеррайтинг публичного размещения ценных бумаг общей номинальной стоимостью в 192 млн долл., обеспеченных пулом требований к покупателям компьютеров в кредит. Изначальным кредитором выступала Sperry Corporation. Однако еще большее влияние на развитие секьюритизации оказал приход General Motors (в лице General Motors Acceptance Corporation) на рынок ABS.

Первые сделки секьюритизации неипотечных активов основывались на структурах, разработанных на рынке MBS. В качестве андеррайтеров по этим сделкам выступали исключительно инвестиционные банки, которые к тому времени уже приобрели определенный опыт и репутацию с выпусками MBS. В первую очередь андеррайтерами выступали: Salomon Brothers, First Boston и Drexel Burnham Lambert¹³.

Однако рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, поддерживался правительственными или квазиправительственными агентствами. С целью привлечения низкорисковых инвесторов в структуру сделок секьюритизации неипотечных активов были внесены определенные изменения. Правительственные гарантии, предоставлявшиеся на основании законодательства, были заменены внешним и внутренним обеспечением от

¹³ EEMEA: Evolution of Securitisation and Outlook for 2005 / Special Report Fitch Ratings (14 March 2005)

частных лиц, предоставлявшимся на основании различных договоров. Кроме того, в практику вошло так называемое избыточное обеспечение пула (overcollateralization), в рамках которого стоимость пула выше, чем совокупная номинальная стоимость ценных бумаг, обеспеченных им.

Шаг за шагом различные классы активов вовлекались в процесс секьюритизации. Так, самым популярным после ипотечных кредитов активом стали продажи автомобилей в кредит. Этот актив имеет весьма хорошие характеристики, делающие его привлекательным для структурного финансирования.

Более того, у прав требования к покупателям автомобилей в кредит есть и преимущества перед ипотечными кредитами: ввиду значительно более короткого срока кредита финансовые потоки обладают большей предсказуемостью, а меньшие размеры кредитования и длительная позитивная кредитная история вызывают доверие у инвесторов.

Первой значительной сделкой секьюритизации прав требования банка к владельцам кредитных карт было частное размещение в 1986 г. ценных бумаг общей номинальной стоимостью 50 млн долл. Эта сделка продемонстрировала, что больший доход от активов, составляющих пул, может компенсировать более значительные по сравнению с классическими классами активов ожидаемые потери по кредитам и более высокие административные расходы. Секьюритизация предоставляет банкам не только новый источник средств, но и освобождает значительные объемы собственных средств, скованные требованиями к достаточности капитала банка. Банк также получает дополнительные платежи от SPV, действуя в качестве сервисного агента по бывшим собственным активам.

Следующий этап развития рассматриваемого института вовлек такой класс активов, как потребительские товары. Большинство кредитов потребителям в достаточной степени "секьюритизируемы", поскольку характеризуются предсказуемостью финансовых потоков. Сегодня разработаны математические средства кредитного мониторинга и подсчета

для таких кредитов, а большинство программ розничных продаж приобретают более гомогенные кредитные портфели.

Финансирование коммерческих кредитов, выдаваемых в рамках предпринимательской деятельности, представляет более серьезный вызов теоретикам и практикам секьюритизации. Поскольку портфели коммерческих кредитов в общем менее гомогенны по сравнению с портфелями потребительских кредитов, инвесторы требуют большей информации об индивидуальных активах, входящих в пул, а инструменты менеджмента и измерения портфеля менее эффективны. Тем не менее инвестиционные банки и владельцы активов оказались очень изобретательными в структурировании финансовых потоков и работе с обеспечением. Доказательством тому служит рынок секьюритизации ипотечных кредитов, выдаваемых юридическим лицам. Этот рынок является одним из наиболее динамично развивающихся среди непотребительских активов.

На сегодняшний день секьюритизация является кульминацией двух тенденций, во многом определивших развитие частного права, - поиска обеспечения обязательства и ограничения ответственности. При этом последняя тенденция предстает в оригинальном свете - классические сделки ABS направлены на снижение риска банкротства инициатора сделки и, таким образом, ограничивают негативные последствия для инвесторов, а не для инициатора. Таким образом, секьюритизация является, по мнению экспертов, наиболее значимым достижением в области финансов второй половины прошлого века.

1.3 Секьюритизация в российской экономике

1.3.1 Государственное регулирование секьюритизации

Серьезным препятствием на пути развития секьюритизации является непроработанность соответствующего законодательства.

Первый законопроект относительно введения секьюритизации в России (проект Федерального закона "О внесении дополнений в Федеральный закон "О банках и банковской деятельности") не был поддержан. Данный законопроект содержал определение договора об участии в кредитном риске и определение кредитных сертификатов - нового вида ценных бумаг¹⁴.

Кредитная организация, являющаяся кредитором по кредитному договору, по договору об участии в кредитном риске вправе была передать стороннему инвестору (участнику) права на получение части выплат, производимых заемщиками по кредитным договорам в пользу кредитной организации. Условия и порядок расчетов между кредитной организацией и инвестором устанавливались договором об участии в кредитном риске. В этих условиях инвестор принимал на себя часть рисков, связанных с полным или частичным неисполнением обязательств заемщиком по кредиту, выданному кредитной организацией.

При помощи ценной бумаги – кредитного сертификата – могло быть оформлено заключение договора об участии в кредитном риске. Банки, производя выпуск кредитных сертификатов, получали возможность рефинансировать выданные кредиты и передавать связанные с ними кредитные риски сторонним инвесторам.

Ожидалось, что использование кредитных сертификатов и договоров участия в кредитном риске позволит кредитным организациям расширять ресурсную базу для рефинансирования выданных кредитов, используя при этом механизмы синдицированного кредитования и управляя экономическими рисками. Предполагалось, что снижение концентрации

¹⁴ <http://bankir.ru/technology/article/3668468>

рисков в банковской системе приведет к повышению ее устойчивости и создаст условия для предотвращения системных финансовых кризисов.

Банковская система заинтересована в поиске долгосрочных финансовых ресурсов и новых инструментов рефинансирования выданных кредитов, так как спрос на кредитные ресурсы со стороны реального сектора экономики растет по мере улучшения экономической ситуации в стране. Авторы законопроекта рассчитывали, что кредитные сертификаты станут инвестиционными инструментами, потенциально привлекательными для инвесторов.

Кредитные сертификаты в данном законопроекте не относились к эмиссионным ценным бумагам, порядок их выдачи и особенности обращения должны были устанавливаться Банком России.

Укажем причины, по которым данный законопроект был отклонен¹⁵.

Во-первых, отмечалось, что нет никакой необходимости в особом договоре об участии в кредитном риске. Дело в том, что, согласно статье 421 Гражданского кодекса Российской Федерации (ГК РФ), стороны могут заключить договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами. При этом условия договора определяются по усмотрению сторон, кроме случаев, когда содержание соответствующего условия предписано законом или иными правовыми актами.

Во-вторых, указывалось, что ГК РФ относит к ценным бумагам только те документы, которые перечислены в нем самом, а также иные документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг; тогда как федеральный закон «О банках и банковской деятельности» не относится к законам о ценных бумагах, ибо регламентирует совершенно иную сферу деятельности.

¹⁵ <http://bankir.ru/technology/article/3668468>

В-третьих, законопроект не предусматривает возможность удовлетворения участника за счет обеспечения, предоставленного кредитной организации заемщиком. В связи с этим само наличие этого обеспечения и его качество утрачивают значение для кредитной организации. Другими словами, кредитные организации теряют заинтересованность в контроле за качественным обеспечением кредита, да и репутацией заемщика в целом, поскольку статья 24.3 освобождает кредитную организацию, выдавшую кредит и заключившую с третьим лицом договор об участии в кредитном риске, от ответственности за исполнение заемщиком своих обязательств по кредиту.

Кредитная организация в указанном законопроекте - организатор, который самостоятельно оценивает платежеспособность лица, претендующего на получение кредита - не несет ответственности перед участником за исполнение обязательств заемщика по кредитному договору. Как следствие, участник (которым может являться как физическое, так и юридическое лицо) в случае неисполнения заемщиком своих обязательств по кредитному договору будет вынужден самостоятельно предъявлять требования к заемщику о возврате денежных средств. Известно, что в правоотношениях банка и гражданина последний является экономически слабой стороной, и, следовательно, нуждается в повышенной защите своих интересов. Кредитная организация в обязательном порядке также должна нести определенную ответственность перед участником в случае неисполнения обязательств заемщиком.

В-четвертых, против законопроекта аргумент, связанный с тем, что, поскольку согласно пункту 1 статьи 819 ГК РФ кредитором по кредитному договору может быть только банк или иная кредитная организация, то уступка может совершаться только другому банку или иной кредитной организации, тогда как законопроект не содержит такого условия.

В-пятых, положение части 3 статьи 24.1 в представленной редакции законопроекта предусматривает возможность изменения и расторжения кредитного договора организатором в случае согласия участника, если иное не установлено законом или договором об участии в кредитном риске; заемщик при этом как будто не существует. Данное положение нуждается в согласовании со статьей 450 ГК РФ, в соответствии с которой изменение и расторжение договора возможно по соглашению сторон. Пункт 2 указанной статьи предусматривает, что расторжение и изменение договора по требованию одной из сторон возможно только в судебном порядке и только при существенном нарушении договора другой стороной или в иных случаях, предусмотренных Кодексом, другими законами или договором.

В-шестых, законопроектом не была установлена обязанность выпуска банком кредитных сертификатов с одинаковыми условиями для приобретателей в случае, если указанные сертификаты выпущены для рефинансирования одного и того же банковского кредита. Таким образом, не исключено, что банки могут выдавать кредитные сертификаты различным участникам на различных условиях.

Кроме того, Правительство РФ в официальном отзыве на проект закона «О внесении дополнений в Федеральный закон "О банках и банковской деятельности"» от 10 февраля 2004 г. № 698п-Пб отмечало, что согласно статьям 57 и 62 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» в целях обеспечения устойчивости кредитных организаций Банк России устанавливает обязательные для них правила поведения, а также обязательные нормативы, включая максимальный размер риска на одного заемщика или на группу связанных заемщиков, максимальный размер крупных кредитных рисков, размеров валютного, процентного и иных финансовых рисков. Расчеты данных нормативов установлены статьями 64 и 65 вышеуказанного Федерального закона. В случае нарушения банками обязательных нормативов территориальные учреждения Банка России применяют меры воздействия к банку в

соответствии со статьей 74 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)".

Таким образом, действующим законодательством предусмотрены меры, направленные на снижение рисков, связанных с полным или частичным неисполнением заемщиком обязательств по кредиту, выданному кредитной организацией. Тем самым Правительство РФ как бы констатировало, что существующих мер по обеспечению устойчивости банковской системы вполне достаточно.

По совокупности названных причин законопроект «О внесении дополнений в Федеральный закон "О банках и банковской деятельности"» был отклонен.

В Федеральном законе № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. «Об ипотечных ценных бумагах» впервые дано определение специальной инвестиционной компании и введено два новых вида ценных бумаг - облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия (аналог Mortgage backed securities). В законе, несмотря на его инновационность, были обнаружены существенные недостатки, некоторые из которых впоследствии были устранены принятыми поправками.

В 2009 году Правительство РФ подготовило и внесло в Государственную Думу ФС РФ проекты Федеральных законов "О внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ (в части регулирования секьюритизации финансовых активов)" и "Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств" (распоряжение от 28 августа 2009 года № 1268-р). Оба эти закона, в которых были учтены все недостатки предыдущего законопроекта, были приняты Государственной Думой в первом чтении.

В 2008 году была подготовлена масштабная Концепция развития финансового рынка России до 2020 года, по сути включающая в себя стратегии развития отдельных секторов финансового рынка (банковского, страхового, инвестиционного). По мнению авторов концепции, создание в

России мощного финансового центра возможно лишь при объединении усилий финансистов, экономистов и юристов.

Одним из источников роста названа капитализация нефинансовых активов (залог, права собственности, оформление прав на недра и иные природные ресурсы и вовлечение их финансовый оборот и т.д.).

СРО Национальная фондовая ассоциация реализует проект «Развитие секьюритизации» совместно с Государственной Думой РФ, Федеральной службой по финансовым рынкам России, Банком России и другими заинтересованными структурами.

Важность развития процесса секьюритизации для экономики страны заключается в том, что **секьюритизация – это:**

- эффективное управление активами и финансовыми потоками;
- огромный массив новых финансовых инструментов с различным соотношением основных параметров (надежность-доходность-ликвидность);
- расширение операционных возможностей и снижение рисков для кредитных организаций;
- новый уровень развития российского фондового/финансового рынка;
- значительное расширение возможностей для внутренних и внешних инвесторов;
- повышение странового рейтинга и т.п.

Для развития процессов секьюритизации в России необходимо расширение и создание возможностей для проведения сделок секьюритизации российских активов как внутри страны, так и за рубежом, совершенствование нормативно-правовой базы данного рынка и вовлечение в оборот все новых классов активов, объединение усилий участников рынка секьюритизации.

Кроме того, выделим *конкретные шаги в направлении развития секьюритизации*¹⁶:

- разработка национальных и адаптация международных терминологии и стандартов рынка секьюритизации;
- совершенствование нормативно-правовой базы для проведения локальных и трансграничных сделок секьюритизации;
- информационное обеспечение рынка секьюритизации российских активов, сбор и анализ данных, предоставляемых рейтинговыми агентствами и оригинаторами, формирование банка данных о поведении отдельных классов российских активов;
- изучение международного опыта, исследование возможностей расширения классов активов, компаний-оригинаторов и секторов экономики, для финансирования которых может быть использована секьюритизация;
- организация и проведение образовательных программ с привлечением всех заинтересованных лиц, включая представителей органов государственной власти, компаний реального сектора экономики и средств массовой информации.

В РФ создан Российский форум Секьюритизации (по аналогии с Европейским Форумом Секьюритизации - The European Securitisation Forum (ESF)¹⁷). К сожалению, новостная лента Форума не обновлялась с 2008 г.

1.3.2 Анализ развития секьюритизации российских активов

Первая попытка осуществить полноценную секьюритизацию банковских активов была предпринята в августе 2002 г. банком «Русский Стандарт» путем выпуска облигаций, обеспеченных портфелем из 50 тыс. потребительских кредитов. Эмитентом 3-летних облигаций общей суммой 500 млн. руб. выступила независимая компания ООО «Русский Стандарт-

¹⁶ Национальная Фондовая ассоциация, аналитический доклад «Секьюритизация активов в России», 1,09.2008г.

¹⁷ www.europeansecuritisation.com

Финанс». Несмотря на то, что сделка была объявлена «российским дебютом секьюритизации», ее структура не обеспечивала четкого отделения активов от originатора и не защищала владельцев ценных бумаг в случае его банкротства¹⁸.

Первая в России сделка по секьюритизации будущей экспортной выручки, проведенная ОАО «Газпром», завершилась в июле 2004 г. Сделка была структурирована как выраженный в долларах или евро заем, предоставленный SPV (Gazprom International S.A.) корпорации Газпром¹⁹.

По данным Аналитического обзора РФС²⁰ в 2006 году было проведено в общей сложности 9 сделок секьюритизации с участием российских originаторов. Пять из девяти сделок были закрыты в первые восемь месяцев 2006 года, сделка с участием Росбанка - 24 сентября 2009г. По состоянию на 2006 год общий объем сделок секьюритизации активов составил \$3 116 млн. В сделках в качестве originаторов приняли участие 7 финансовых организаций и 2 организации нефинансового сектора (57% от общего объема сделок). Крупнейшей по объему оказалась сделка с участием ОАО «Газпром», также проводились сделки, где в качестве originаторов выступали Внешторгбанк, банк Союз и Городской ипотечный банк.

В таблице 1 (стр.28) представлены параметры сделок секьюритизации с участием Росбанка и банка Союз. Из таблицы видно, что российские банки осуществляют сделки, различающиеся друг от друга как обеспечением, так и организаторами. Разнообразие форм сделок свидетельствует о непрерывном развитии секьюритизации с российским участием.

Основные классы секьюритизированных активов по типу обеспечения (по мере убывания доли в сделках):

- диверсифицированные будущие платежные потоки (diversified payment rights, 3 сделки)
- однородные пулы потребительских кредитов (2 сделки)

¹⁸ История Российской Секьюритизации Активов, Альберт Ипполитов, ООО "Русипотека"
¹⁹ www.standardandpoors.ru
²⁰ www.russiansecuritisation.ru

- ценные бумаги, обеспеченные лизинговыми платежами, ипотечным кредитованием и автокредитованием.

Таблица 1 - Примеры сделок секьюритизации в РФ.

Сделки секьюритизации в России		
	Эмитент	
Параметр	Росбанк	Банк Союз
Объем выпуска	225 млн. долл.	43,7 млн. долл.
Рейтинг выпуска	Moody's ВА3	Moody's ВАА3 (у старшего транша)
Рейтинг эмитента	Fitch В Moody's В1	S & P ССС (Стабильный)
Ставка купона	9,75 %	Одномесечный LIBOR + 1,75 % (около 15 % годовых)
Структура выпуска	Один транш	Несколько субординированных траншей
Что является обеспечением облигаций	Права требования Росбанка к платежным системам в отношении платежей по банковским картам	Платежи по портфелю автокредитов
Организаторы выпуска	Credit Suisse First Boston, Merril Lynch International	Московский народный банк

Каждой сделке международные рейтинговые агентства присваивают определенный рейтинг (наивысший был присвоен ипотечным ценным бумагам, выпущенным Внешторгбанком).

Были использованы как однотрашевые, так и многотрашевые выпуски (в зависимости от особенностей структурирования сделки). Средняя срочность выпущенных обеспеченных ценных бумаг составляет 4211 дней и значительно различается в зависимости от обеспеченного актива. Специальное юридическое лицо (special purpose vehicle) в сделках секьюритизации активов с участием российских оригинаторов ни разу не регистрировалось на территории РФ (в большинстве случаев SPV регистрировалось под юрисдикцией Люксембурга и Нидерландов). То же самое можно сказать и о торговых площадках, на которых проходил листинг

и обращаются ценные бумаги (Ирландская фондовая биржа и Люксембургская фондовая биржа).

Заметим также, что в сделках с участием российских originаторов ни разу не были привлечены сторонние обеспечители кредитного качества. Использовались внутренние механизмы повышения кредитного качества, такие как субординированные транши и создание резервного счета. Только в четырех из девяти сделок было официально зарегистрировано использование механизма повышения ликвидности и аккумулированы необходимые суммы на резервных счетах.

Отметим особо сделку секьюритизации государственного долга РФ. При расчете по внешним долгам перед Россией, помимо самих масштабов выплат, все более остро встает другая проблема - сложности с реструктуризацией и переводом прямых займов в рыночную форму. Ведь долги в виде ценных бумаг, в отличие от прямых клубных и страновых кредитов, можно выплачивать, самостоятельно выбирая сроки и условия, и часто - с немалой выгодой для себя. Решение проблемы российского долга в 2004 году предложила Германия²¹.

В июне 2004 года Германия обнародовала планы масштабной секьюритизации внешнего долга России на сумму более \$2 млрд. По разным оценкам, это составляет от 10 до 17% всей задолженности нашей страны перед Германией как членом Парижского клуба кредиторов. Разность оценок обусловлена тем, что эксперты из Германии и России, а также самого Парижского клуба до сих пор не сошлись во мнении, сколько и на каких условиях наша страна должна выплатить по долгам бывшего СССР.

Германское Федеральное казначейство по согласованию с российским Министерством финансов организовало выпуск трех видов ценных бумаг - кредитных нот на 3, 5 и 10 лет. Бумаги, выпускаемые в несколько траншей, напрямую привязаны к платежам по долгу России перед Германией в рамках Парижского клуба.

²¹ http://www.spekulant.ru/modules/archive/2004_09_st1.html

Большую долю первого транша составили 10-летние долларовые облигации. Объем ценных бумаг, погашение которых намечено на октябрь 2014 г., составил \$1,6-2,0 млрд., а выплаты по купону – 9,75-10% годовых, что означает спрэд к наиболее популярным на мировых рынках облигациям американской ФРС в 500-525 базовых пунктов. 5-летние ноты, номинированные в евро, выпускаются под 7,75-8%.

Проценты для 3-летних бумаг жестко не устанавливаются, так как они выпускаются на рыночных условиях. Объем выпуска 3-х и 5-летних облигаций германские денежные власти планируют уточнить позднее, в зависимости от успеха 10-летних бумаг. Ведущими менеджерами по проекту выступают Deutsche Bank и Goldman Sachs.

Выгоды немецкой стороны от этой операции очевидны - продавая русский долг, страна, по праву считающаяся лидером ЕС, оперативно решает свои бюджетные проблемы - трехлетний дефицит, никак не соответствующий евро-нормативам. Российская сторона признала, что выпуск Германией облигаций на долг России перед ней облегчит для Минфина РФ управление задолженностью перед Парижским клубом кредиторов.

Рынки, в отличие от правительств стран, имеющих отношение к сделке, отреагировали на германские инициативы довольно жестко. Банк JP Morgan снизил глобальный прогноз по российскому внешнему долгу с нейтрального на негативный. Вслед за банкирами выступили и рейтинговые агентства. Standard&Poor's присвоило облигациям рейтинг BB+, а Moody's - Ba2, что инвесторы расценили примерно как тройку с минусом. Их беспокойство нетрудно понять - все заверения российских и германских официальных лиц об исключительном характере операции воспринимаются с точностью до наоборот - ведь если бумаги первого транша будут пользоваться спросом, продажи продолжат. Это неизбежно снизит доходность, и как следствие - привлекательность бумаг.

В результате котировки бумаг подошли вплотную к номиналам, доходность упала до уровня, когда премия по отношению к американским облигациям снизилась до 200 процентных пунктов. Неоспоримое преимущество только одно - ликвидность на этом рынке близка к абсолютной, что делает любой выход России с предложением взять займы чрезвычайно перспективным.

В итоге эта операция увеличила срок возврата долга РФ, но сделала его дороже.

Докризисное развитие секьюритизации в России связано с бурным развитием банковской системы страны, которой перестало хватать внутренних источников развития. Кроме того, предпосылки для развития секьюритизации дало резкое увеличение кредиторской задолженности экономических агентов и домашних хозяйств перед банковской системой, в том числе рост объемов ипотечного кредитования.

Все же доля секьюритизированных потребительских кредитов от их общего числа по-прежнему мала и составляет около 1%. Доля секьюритизированных ипотечных кредитов от общего объема таких кредитов несколько выше и составляет около 6,5%.

Сравним полученные результаты с показателями секьюритизации в странах ЕС (2006 г.). От общего объема кредитов, выданных в ЕС в 2006 г., 70% составляет ипотечное кредитование и 13% потребительское. Соответственно, большая часть от общего объема секьюритизированных ценных бумаг обеспечено ипотечными кредитами (52,2%). На долю облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, приходится 18,7%, потребительского кредитования – 13,6%, кредиты под коммерческую недвижимость – 11,8% (не используются оригинаторами в РФ). Но в процентном соотношении объем рефинансированного рынка ипотечных ценных бумаг в ЕС составляет всего 5%, что уступает российским показателям. Доля рефинансированных потребительских кредитов составляет 14%, что значительно превышает показатели российского рынка.

Интересно исследование Базельского Комитета по банковскому надзору, проведенное в 2002 г. по результатам деятельности 13 наиболее развитых банковских систем в 2000 г. Были проанализированы объем и характер публичного раскрытия банками информации по различным направлениям своей деятельности, в том числе и в области секьюритизации активов:

- 49% банков, участвовавших в 2000 г. в сделках секьюритизации, раскрыли объем и тип секьюритизируемых активов;
- 44% раскрыли стратегию и цель проведения сделки секьюритизации;
- 45% раскрыли способ выбранного ими способа ведения бухгалтерского учёта операций в сделке и оценки рисков;
- 44% раскрыли свой доход от проведения сделки секьюритизации;
- 32% раскрыли информацию о доле комиссионных платежей, получаемых за сервисное обслуживание секьюритизированных активов.

Обобщая аналитические исследования процесса секьюритизации в России можно сделать вывод о том, что уровень развития секьюритизации активов в российской экономике еще достаточно низок. Так как данный метод рефинансирования типичен для финансовых организаций и востребован ими, основные перспективы развития секьюритизации связаны с расширением круга банков, использующих этот процесс.

Сделки секьюритизации в России уже имеют свои особенности, отличающие их от аналогичных сделок в странах с развитой экономикой.

Выделим наиболее типичные из них²²:

1. Относительно небольшие средние объемы сделок для банков. Объясняются в первую очередь тестовым характером сделок и, соответственно, высокими организационными издержками, не позволяющими добиться реальной экономии на стоимости заемных средств

²² Национальная Фондовая ассоциация, аналитический доклад «Секьюритизация активов в России», 1.09.2008г.

(выход – увеличение пула секьюритизируемых активов). Следует отметить, что сам факт проведения такого рода сделок улучшает имидж банка на международных финансовых рынках.

2. Проведение трансграничной секьюритизации с учреждением спецюрлица за пределами РФ. Действующее Российское законодательство не признает учреждение спецюрлица в форме траста и тем самым не гарантирует защищенности от банкротства. Среди европейских стран лидерами секьюритизации являются Великобритания, Испания, Португалия и Италия. Все они регистрируют спецюрлицо на своей территории.

3. Признание факта действительной продажи. По Российскому законодательству дебиторская задолженность, проданная оригинатором спецюрлицу, не получает автоматической защиты от банкротства. И хотя регистрация спецюрлица в оффшорной зоне позволяет достичь действительности продаж при секьюритизации, следует учитывать, что такие юридические соглашения могут быть опротестованы в российских судах.

4. Использование зарубежных торговых площадок при размещении акций и листинге. Связано с недостаточным уровнем развития фондового рынка в РФ, который не может предложить эмитентам широкого круга контрагентов - потенциальных инвесторов.

5. Разновидности используемых активов в сделках секьюритизации. Приоритетное направление – сделки, в основе которых лежат пулы потребительских кредитов, что связано с относительно высоким уровнем развития потребительского кредитования в РФ.

6. Использование механизмов повышения кредитного качества и ликвидности. Особенность является невостребованность указанных элементов поддержки сделки. Может объясняться пробным характером сделок, в которых оригинатор старается экономить на привлечении третьих лиц, а также особенностью структурирования, когда сделки осуществляются без управления потоками платежей (автоматически убирает необходимость в механизмах повышения ликвидности).

И все же, несмотря на выделенные трудности, сделки секьюритизации являются высокоэффективным и перспективным источником финансирования деятельности отечественных организаций любых типов. Опираясь на успешный опыт проведения сделок секьюритизации российскими originаторами и разнообразие используемых форм структурирования, можно сделать вывод, что при внесении необходимых дополнений и изменений в законодательство, секьюритизация активов выйдет на ведущие позиции среди существующих техник финансирования. Финансовые институты также начнут проводить сделки и с нефинансовыми активами, когда развитие секьюритизации в России достигнет достаточно высокого уровня.

2 Инвестиционно-привлекательные нефинансовые активы

2.1 Произведения искусства как объект инвестирования

На протяжении многих веков состоятельные люди собирали предметы искусства для эстетического удовольствия. В течение последних десятилетий произведения искусства стали рассматриваться и как объект выгодного и надежного вложения денежных средств. Приобретение картины или скульптуры в наши дни является одним из альтернативных способов инвестирования. Причем самыми доходными приобретениями являются не картины признанных мастеров прошлого столетия, а наших современников. Важно только правильно выбрать автора и произведение, и тогда в тот момент, когда к его творчеству придет широкое признание, ваши вложения многократно окупятся. Кроме того, владение таким активом подчеркивает высокий статус владельца как обеспеченного и интеллигентного человека.

В наши дни, кроме традиционного коллекционирования, стремительно развивается рынок финансовых инструментов, в основе которых лежат произведения искусства. Картины и скульптуры становятся частью инвестиционного портфеля, а за динамикой их цен можно следить по специальным индексам. Инвесторы, не располагающие достаточным количеством средств для покупки предмета искусства, объединяются в инвестиционные фонды, профессиональные управляющие которых формируют портфели необходимого уровня риска и доходности. Одним из наиболее перспективных направлений инвестирования в предметы искусства является секьюритизация. Рассмотрим, что же представляет собой современный рынок картин, скульптур и иных замечательных творений человеческих рук.

2.1.1 Традиционный рынок предметов искусства

Традиционный рынок предметов искусства – это рынок коллекционера-ценителя. Можно выделить следующие сегменты рынка:

- аукционные дома;
- компании, предоставляющие финансовые и страховые услуги;
- информационный бизнес;
- дилерский бизнес (включающий в себя частные галереи и музеи).

Рассмотрим подробно функции каждого из названных участников рынка. Функцию организованного рынка выполняют аукционные дома. Наиболее крупные из них - Sotheby's и Christie's. Christie's является самым крупным аукционным домом в мире. Основан 5 декабря 1766 года в Лондоне антикваром Джеймсом Кристи. Sotheby's основан 11 марта 1744 г. в Лондоне книготорговцем Самюэлем Бейкером и является старейшим аукционным домом. Совместно два знаменитых аукциона занимают 90% мирового рынка аукционных продаж антиквариата и предметов искусства.

На рынке нет финансовых компаний, специализирующихся на обслуживании только арт-бизнеса. Страхование приносит 95% доходов от предоставления финансовых услуг покупателям предметов искусства. Кредитование, которое кажется естественным спутником крупных покупок, также не является значительным по объему бизнесом. Основная причина этого состоит в низкой ликвидности и высокой волатильности цен. При кредитовании под залог покупки возникают дополнительные риски: риск ошибки при оценке базовой стоимости, риск подделки и порчи, риск предыдущих обязательств и обременений, риск претензий к законности вывоза и его перепродажи. Ко всему перечисленному добавляется риск кражи предмета искусства.

Информационный бизнес представлен на рынке такими компаниями, как ArtNet, Artprice, Sotheby's, Christie's и т.д. У аукционных домов доходы

от предоставления информации превышают доходы от оказания финансовых услуг.

Дилерская деятельность – это скупка предметов искусства для последующей перепродажи. Дилеры являются одними из центральных фигур на рынке арт-активов. Преимущества покупки произведения у дилера перед другими вариантами проведения сделки:

1. Преимущества перед покупкой на аукционе - не взимается комиссия с продавца, нет обязательной платы за страхование и за публикацию работы в каталоге, незамедлительность сделки, конфиденциальность.

2. Преимущества перед покупкой на выставке – нет необходимости принимать решение о сделке в короткий промежуток времени, пока идет выставка, достаточно времени для изучения работы до ее покупки, отсутствуют затраты на транспортировку и страхование.

3. Преимущества перед покупкой в студии художника - одновременные сделки с работами многих художников, возможность не только купить но и продать работу, репутация дилера предполагает отсеивание некачественных произведений, соблюдение баланса качества и цены.

Для некоторых групп инвесторов вложения в предметы искусства, в рынок, где отсутствует объективный оценочный инструментарий, кажутся опасными и лишены всякой логики.

Рассмотрим основные **факторы, влияющие на стоимость картины**. На первом месте, разумеется, стоит известность имени художника. Существуют рейтинги, оценивающие среднюю стоимость работ художника, цену одного квадратного сантиметра полотна кисти этого художника и т.д. Также имеет значение национальность автора (французы и итальянцы пользуются наибольшей популярностью) и годы его жизни и творчества. Не меньшее значение имеет и провенанс картины. Провенанс – это история полотна, его владельцев. Как показывает практика, за картину, бывшую в собственности у известных исторических личностей всегда готовы платить

больше. Важен также сюжет картины, здесь наиболее популярны пейзажи и абстракции. По размеру предпочтительней средние картины, не требующие сверхдорогой транспортировки и которые можно выставить в стандартном помещении.

Специалистами разработана специальная *модель оценки стоимости арт-активов – модель МОХА*²³.

Фундаментальный анализ арт-активов не позволяет определить справедливую стоимость предметов искусства. Доходы от выставочной деятельности значительно ниже издержек по хранению и страхованию полотен. Приобретение предмета искусства сходно с приобретением убыточной компании с планируемыми убытками на весь период владения и неясной перспективой возможности перепродать этот актив ни с точки зрения сроков, ни с точки зрения ожидаемой ставки возврата на капитал. МОХА применима только в тех случаях, если цель инвестора – получить прибыль на инвестированный капитал, адекватный риску инвестирования в предметы искусства.

Модель основана на следующей формуле (формула 1):

$$P = (fv + ip) \cdot pf \quad (1)$$

В формуле приняты следующие обозначения:

p - расчетная цена (без комиссии);

fv – справедливая цена согласно МОХА (без комиссии);

ip – премия за иррациональность (цену восприятия);

pf – провенанс-мультипликатор (0-1, по сути является ставкой дискотирования).

Следующая ступень оценки – поиск аналога. В основе – мнение эксперта, которое не всегда бывает объективным. Рынок не в состоянии формировать публично открытую цену. В современной практике используется метод сравнения цен за квадратный сантиметр. Является

²³ Скатерщиков С. "Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства", Альпина Бизнес Букс, 2006г.

грубым приближением с большой погрешностью. МОХА описывает предметы искусства как объекты, определяемые восьмью различными параметрами – цена предмета, имя и национальность автора, ликвидность и ширина рынка работ автора, контекстная стоимость, размер картины, период создания картины, возраст автора в момент создания картины, сюжет картины. По методу статистического анализа определяется вес каждого фактора.

Алгоритм модели МОХА:

- описать предмет искусства семью факторами (кроме цены);
- нанести полученные значения на семь соответствующих шкал стоимости;
- выбрать соответствующую таблицу коэффициентов аналоговой оценки;
- произвести расчет справедливой цены предмета.

Выделяют следующие категории контекстной стоимости – мировой шедевр, национальная гордость, историческая знаменитость, четкий и занимательный контекст, известная работа, известный период, новая история.

Алгоритм определения премии за иррациональность следующий. Это ответ на вопрос – какую дополнительную сумму покупатель готов заплатить сверх справедливой цены. Это радость владения, рг-эффект, патриотический или сентиментальный мотив, цена доступа или цена статуса.

Провенанс мультипликатор отвечает на вопрос – насколько вероятно, что данный предмет искусства окажется поддельным и что ранее совершенные с ним сделки будут признаны ничтожными и покупателю придется расстаться с работой на коммерчески невыгодных условиях.

Применение МОХА – тестирование аукционных сделок, адекватность страхового покрытия, отсутствие злоупотреблений при управлении коллекцией, определение базы для расчета залоговой стоимости.

Рассматриваемый способ вложения денежных средств имеет свои ложности и риски. Во-первых, это сложность правильно оценить стоимость

картины, в которой важное место занимает субъективная составляющая. Во-вторых, это отсутствие закономерности покупательского интереса, что в большей степени относится к современным авторам. В-третьих, это сложности с хранением, транспортировкой и, конечно, с определением подлинности.

Самый высокий риск относится к покупке картин малоизвестных авторов, но и доходность от таких вложений может быть невероятно высокой. Минимальными рисками обладает вложение в признанные шедевры на длительный срок, но такой способ инвестирования доступен только очень обеспеченным слоям населения.

Рассмотрим ***основные достоинства и недостатки инвестирования в предметы искусства.***

Основными недостатками вложений в предметы искусства для индивидуальных инвесторов является необходимость располагать большим объемом свободных денежных средств. В приложении Б приведены средние стоимости картин 30 самых дорогих художников. Кроме того, высокую стоимость имеет не только сама картина, но и ее хранение и транспортировка. Следует учитывать также стоимость экспертиз на подлинность и на определение стоимости, а также комиссии посредникам.

Несомненно, вложения в арт-активы наиболее прибыльны в долгосрочной перспективе.

Основными факторами, влияющими на рынок предметов искусства, являются:

1. Общая экономическая ситуация в мире. Особенности влияния спада и подъема экономики на арт-рынок будут рассмотрены ниже.
2. Крупные публичные покупки на международных аукционах.
3. Либерализация таможенного законодательства стран (главным образом, снижение пошлины на ввоз).

4. Популяризации предметов искусства как объекта инвестирования и появление новых финансовых инструментов, основанных на арт-активах (в том числе секьюритизация таких активов).
5. Становление института страхования произведений искусства.
6. Обще повышение уровня жизни.
7. Вложения в предмет искусства подчеркивает высокий статус их обладателя.

Из всего сказанного можно сделать вывод, что предметы искусства всегда пользовались и будут пользоваться спросом, несмотря на все сложности приобретения и владения. Рынок арт-объектов непрерывно развивается, становится все более открытым и доступным. Появляются модели оценки стоимости работ и совершенствуется аналитический аппарат.

2.1.2 Рынок искусства и рынок акций

Рынок произведений искусства и традиционный финансовый рынок акций и облигаций имеет сходные черты. Информацией об эмитенте на рынке предметов искусства является информация об авторе (художнике или скульпторе), о его работах и их признанности и востребованности. На рынке также существуют свои «голубые фишки» - картины наиболее дорогих художников, доступ к полотнам которых есть на открытом рынке. Это Пикассо, Моне, ван Гог, Сезанн и Ренуар.

Ключевым показателем рынка – капитализацией – является совокупная стоимость всех представленных работ. Глубина рынка - оборот за последние 12 месяцев в процентах от рыночной капитализации. Ширина рынка – число представленных художников. У рынка предметов искусства также есть своя сегментация – совокупная стоимость работ, созданных за определенный исторический период, совокупная стоимость по наиболее популярным сюжетам и т.д.

На рассматриваемом рынке также существуют собственные арт-индексы, особенности которых будут рассмотрены далее.

2.1.2.1 Арт-индексы

Основная масса сделок на рынке произведений искусства происходит «за закрытыми дверями». Не многие состоятельные люди стремятся подчеркнуть свое богатство покупкой дорогой картины известного автора. Тем не менее, доступная статистическая информация по объемам продаж позволяет рассчитывать индексы как для различных сегментов рынка, так и для рынка в целом.

Расчет индексов арт-рынка имеет свои особенности по сравнению с расчетом индексов акций и облигаций. Прежде всего, это связано с нерегулярным характером проведения сделок и различиями в характеристиках объектов. В основе расчетов арт-индексов, как и индексов недвижимости, лежит информация о стоимости покупки (продажи) одного и того же объекта в течении определенного промежутка времени.

Рассмотрим подробно основные арт-индексы. Самым популярным у инвесторов является Mei Moses Annual All Art Index ²⁴. Полный список существующих арт-индексов приведен в Приложении А. Созданный в 2002г. Мейем и Мозесем, All Art Index рассчитывается на основе свыше 13000 пар повторных продаж и примерно 1000 включается дополнительно ежегодно. Индекс охватывает как старых мастеров, импрессионистов, так и современные картины. Индекс используется для того, чтобы понять отличия соотношения риск/доходность инвестиций в искусство и инвестиций в традиционные акции и облигации. На основании работ Мейера и Мозеса в 1993 Уильям Гоецман построил десятилетний индекс искусства, основанный на картинах, проданных два или более раз в период с 1715 по 1986 года. Набор данных Гоецмана содержит 3 329 ценовых пар. Такой

²⁴ «Is art a good investment?», Daniel Gross, June 21, 2006

объем данных позволил исследователям проверить две главные гипотезы эффективности инвестирования в искусство. Первая гипотеза гласит, что наибольшую доходность владельцу принесут дорогие картины старых мастеров²⁵. Но полученные данные о характеристике доходов, полученных от продажи шедевров, являются смешанными и не подтверждают данную закономерность. Вторая гипотеза заключается в том что, цены продажи для идентичных картин в различных местах в то же самое время должны быть одинаковыми. Эта гипотеза полностью подтверждена составителями индекса.

Для составления индекса в основном используются данные, предоставляемые крупнейшими аукционами, такими как Кристи и Sotheby's. Данные собираются с 1925 года и включают в себя цену покупки и цену продажи. В начале января каждого года значение индекса обновляется.

На рисунке 1 приведена динамика ежегодного All Art Index совместно с S&P 500, высокий уровень взаимозависимости которых очевиден.

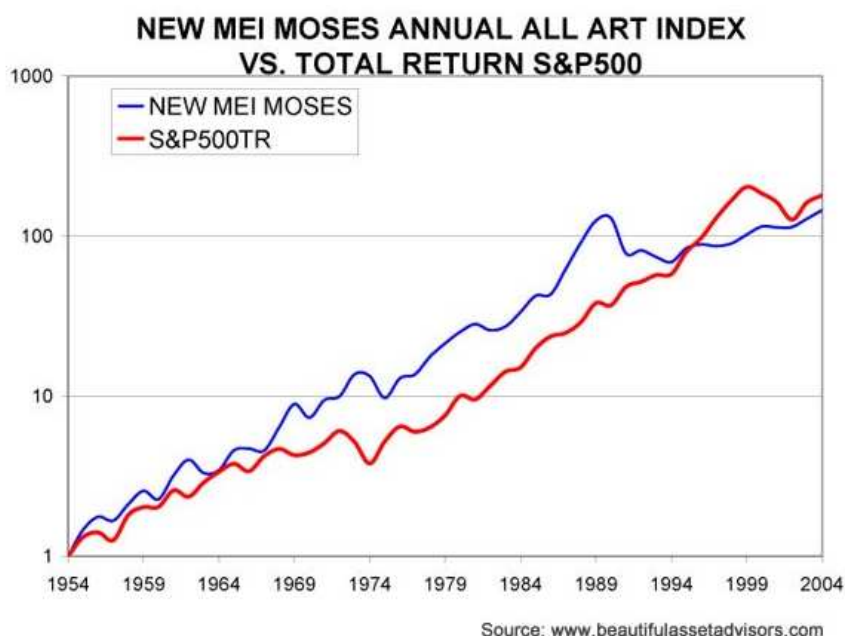


Рисунок 1 - Динамика All Art Index.

²⁵ «Price Estimates and the Future Performance of Artworks», Mei J. and Moses M., 2003

Следующим значимым арт-индексом является индекс, созданный компанией Скейт Пресс. Этот индекс охватывает список 1000 самых дорогих шедевров²⁶. Он составляется и обновляется компанией на основе ряда производных индикаторов и позволяет сориентироваться в ценовом диапазоне картины, узнать о ее ликвидности и оценить доходность по аналогичным работам, представленным на рынке. Компания следит за сделками в основе которых лежат все работы, учитываемые при составлении индекса. За последние 24 года только 255 повторных продаж, т.е. только 25,5% из самых ценных картин были проданы более чем один раз на публичном рынке.

Извлечь информацию об эффективной ставке доходности произведений искусства на основе совершенных сделок позволяет ценовой ряд, состоящий из двух значений, основанных на повторных продажах. Скейт Пресс использует эффективную годовую норму рентабельности (ERR) в качестве метрики фактической инвестиционной доходности инвестиций в искусство, которая отражает фактические доходы - сумму чистых комиссионных, уплаченных аукционным домам - до уплаты налогов и без учета издержек хранения. Все расчеты производятся в номинальных нормах и без учета инфляции.

Приведем информацию по 1000 самым знаменитым произведениям искусства, собранную компанией Скейт Пресс на основании данных по повторным продажам (таблица 2, стр. 45). Кроме приведенных данных, компания рассчитывает также:

- Skate's Top 1000 - общие индикаторы;
- Skate's Top 1000 - по аукционным домам (количество картин, проданных каждым домом);
- Skate's Top 100, Top 300, Top 500 и Top 1000 - исторические обзоры;
- Skate's Top 1000 - художники по странам происхождения;
- Skate's Top 1000 - по размеру полотна.

²⁶ <http://www.skatepress.com/?cat=1>

Таблица 2 – Основные показатели для 1000 самых известных работ, 2010г.

Индикатор	Значение
Рыночная капитализация, млн. долл. С Ш А	13573025435
Средняя цена работы, млн. долл. С Ш А	13573025
Входная цена	5942500
Индекс ширины рынка	181
Индекс глубины рынка	0,067
Индекс повторных продаж	0,264

На российском рынке предметов искусства также существуют свои индексы – семейство индексов ARTIMX (ARTInvestment Market indeX). На сайте представлена линейка инструментов для анализа рынка произведений искусства. В основу расчетов положены аукционные данные с 2000 года о произведениях русских художников XVII — XXI веков. На сайте компании содержатся данные о более чем 95 000 сделок с работами русских художников, в том числе с произведениями представителей русского зарубежья. В базе представлены свыше 4900 художников — как мастеров первой величины, так и авторов, мало известных публике, — чья жизнь и творчество (даже в отдельные периоды) были связаны с Россией.

Сведения, полученные с аукционов США, Великобритании, Франции, Германии, Швеции, Дании, Финляндии, Австрии, России и Израиля, позволяют оценить динамику стоимости работ конкретных художников, получить убедительную аргументацию для сложившихся ценовых уровней и принимать решения на основании достоверной рыночной информации. Особенно полно на сайте представлен наиболее ценный и практический информационный пласт — статистика продаж за 2006–2008 годы. Для большинства работ этого периода в системе публикуются обязательные технические и ценовые параметры и фотографии²⁷.

²⁷ www.artinvestment.ru

Индекс ARTIMX является интегральным показателем, характеризующим относительную величину цены условно усредненного произведения искусства на определенный момент времени. Расчет индексов осуществляется по данным о результатах продаж произведений искусства на основных мировых аукционах. За точку отсчета принята расчетная усредненная цена произведений искусства в 2000 году, приведенная к базовому уровню индекса, составляющему 1000 пунктов²⁸. Это значит, что если сейчас величина ценового индекса ARTIMX составляет, например, 5000 пунктов, то по сравнению с началом 2001 года средние цены на произведения изобразительного искусства выросли к текущему моменту в 5 раз.

На рисунке 1 представлена динамика индекса ARTIMX в период с 2001 по 2009 годы. Максимального значения индекс достиг в 2008 году. Это связано с тем, что в период глобального экономического кризиса состоятельным слоям были необходимы активы-убежища, гарантирующие хотя бы возврат вложенных средств в полном объеме. Одним из таких активов являются предметы искусства.



Рисунок 3 - Динамика индекса ARTIMX.

²⁸ www.smoney.ru/quotes/list.shtml

Далее приведем данные по группам индексов арт-рынка ARTIMX по состоянию на апрель 2010²⁹ (таблица 3). Как видно из таблицы и из графика, в настоящее время на рынке предметов искусства наблюдается спад, связанный с резким увеличением цен в 2008-2009 гг.

Таблица 3 – Значения индексов арт-рынка ARTIMX на 03.04.2010г.

Индекс	Название	Значение	Изм, %	Данные на 03.04.2010	
				Год назад	За год, %
ARTIMX	Мировое изобразительное искусство	▼1162.51	-0.37	1671.82	-30.46
ARTIMX Painting	Мировая живопись	▼1053.67	-0.37	1756.84	-40.02
ARTIMX Graphics	Мировая графика	▼1074.88	-0.42	1394.82	-22.94
ARTIMX-RUS	Русское изобразительное искусство	▲2011.26	0.58	2284.87	-11.97
ARTIMX-RUS Painting	Русская живопись	▲1947.05	0.84	2075.52	-6.19
ARTIMX-RUS Graphics	Русская графика	▼2465.13	-0.01	3183.48	-22.56
ARTIMX Old masters	Старые мастера	▲2109.83	0.2	2321.48	-9.12
ARTIMX Impressionism & Modern Art	Импрессионизм и искусство 20 века	▼1060.00	-3.04	1465.63	-27.68
ARTIMX Contemporary Art	Современное искусство	▼2144.26	-3.01	2341.79	-8.44

При расчете группы индексов ARTIMX из рассмотрения исключаются работы, отмеченные достаточно высокими индикаторами инвестиционного риска.

Индикатор инвестиционного риска (индикатор риска) является уникальным инструментом. Этот инструмент включает следующие категории:

- спрос на произведения данного художника в настоящее время;
- соотношение «цена/качество» представленного произведения;
- ясность в отношении атрибуции работы.

²⁹ <http://www.vedomosti.ru/quotes/list.shtml>

Атрибуция большей части произведений искусства является результатом сложного исследовательского процесса и редко может считаться однозначной. Индикаторы инвестиционного риска основаны на имеющихся в настоящий момент сведениях об экспертизах, проведенных различными экспертными организациями, а также личных знаниях и мнениях известных экспертов, и не являются заключениями о подлинности. На основе индикатора инвестиционного риска работы делятся на следующие группы³⁰:

1. Мнения экспертов в отношении инвестиционной привлекательности данной работы неоднозначны (существуют серьезные разногласия). Инвестиционный риск высокий.

2. Мнения экспертов в отношении инвестиционной привлекательности данной работы расходятся. Для окончательного заключения о целесообразности покупки данной работы требуется проведение дополнительных исследований и экспертиз. Инвестиционный риск средний.

3. Мнения большинства экспертов в отношении инвестиционной привлекательности данной работы совпадают. Инвестиционный риск низкий.

Помимо упомянутой группы индексов, на сайте представлена динамика индекса покупательской активности ARTIMXba (ARTIMX buying activity). Данный индекс представляет собой усредненную величину текущего соотношения количества проданных и количества выставленных на продажу лотов на основных мировых аукционах, выраженную в процентах. Еще одна группа индексов, рассчитываемая компанией, - ARTIMXp (ARTIMX profit). Эти индексы отражают доходность произведений искусства и являются аналогами индексов ARTIMX, скорректированными с учетом инфляции цен на текущий момент времени, отнесенной к базовому уровню по состоянию на 1 января 2001 года. Инфляционная коррекция осуществляется на основе данных индекса CPI, публикуемого аналитическим ресурсом Financial Trend Forecaster .

³⁰ http://artinvestment.ru/about/risk_indicator

2.1.2.2 Акции арт-компаний

Для группы инвесторов, желающих вложить средства в арт-рынок без непосредственной покупки предметов искусства, существуют альтернативные способы инвестирования. Одним из их являются вложения в арт-акции.

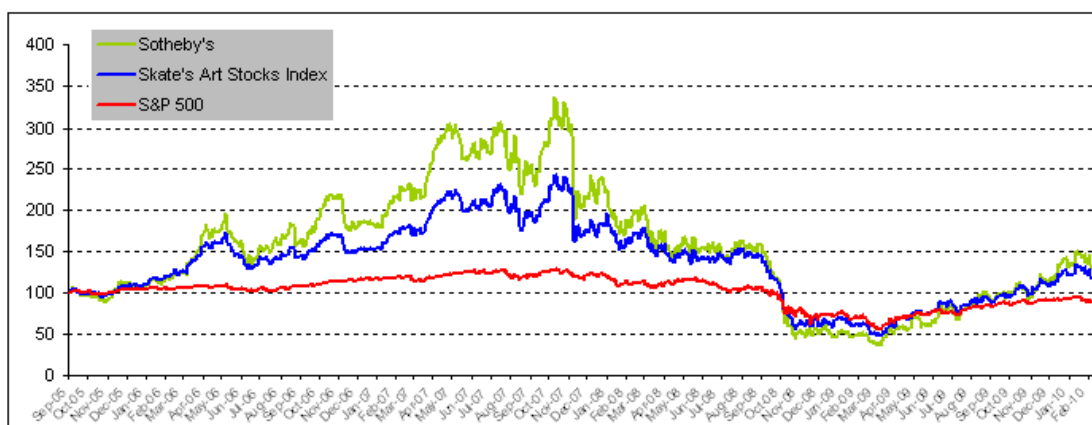
Здесь под арт-акциями понимаются не ценные бумаги, созданные в процессе секьюритизации, а акции компаний, прибыль которых сгенерирована предоставлением продуктов и услуг, связанных с арт-рынком. Размер рассматриваемого сегмента акций является небольшим. На 31 марта 2010 этот сегмент показал объединенную рыночную капитализацию в размере 2.75 млрд. долл. США. 76% от общей капитализации занимает Sotheby's.

В настоящее время только четыре компании рассматриваемой отрасли имеют активную позицию по своим акциям (Sotheby's, Artnet, Artprice и Collectors' Universe)³¹. В Приложении А представлен список компаний арт-рынка, акции которых публично торгуются на биржах.

Приведем график сравнительной динамики цен на акции Sotheby's, Skate's Art Stocks Index и индекс S&P 500 (рисунок 4, стр.50).

Охватывая пятилетний период, диаграмма показывает, что акции Sotheby's могут быть использованы как прокси для рынка акций произведений искусства. Как видно из диаграммы, после кризиса Art Stocks Index был значительно выше индекса S&P 500. высокая волатильность индекса связана с общей изменчивостью цен на произведения искусства и низким уровнем прозрачности рынка.

³¹ <http://www.skatepress.com/?cat=2>



Skate's Art Stocks Index volume, USD mln

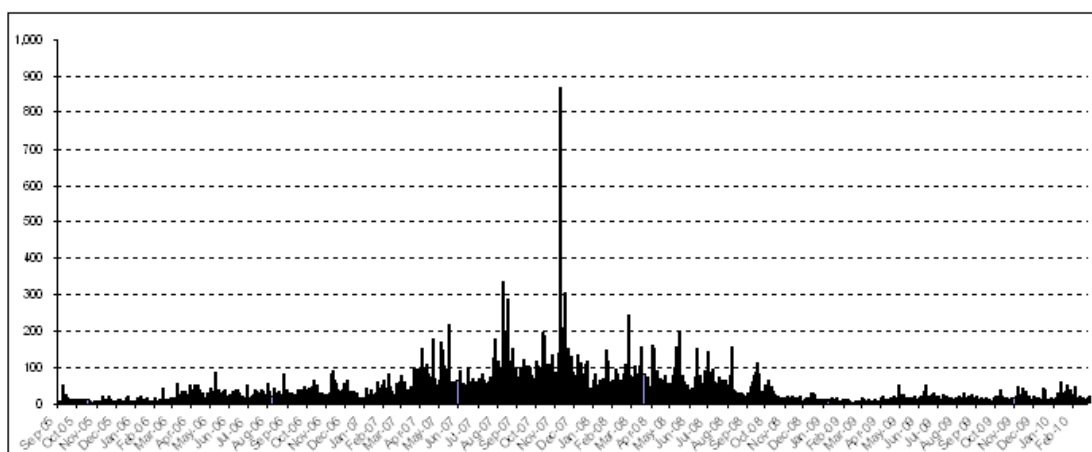


Рисунок 4 – Динамика Skate's Art Stocks Index и объемы торгов, млн \$

2.1.2.3 Корреляция между рынком искусства и рынками капитала

Как уже отмечалось выше, между рынками искусства и капиталов существует взаимная корреляция. Участники обоих рынков часто являются одними и теми же лицами и часто выручку, полученную на одном из рынков, вкладывают в другой. Но в тоже время абсолютной зависимости, особенно в долгосрочной перспективе, между этими рынками может и не быть. Известно, что во времена спада на фондовых рынках предметы искусства начинают расти в цене, так как становятся более надежным активом. Например, работы Сезанна росли в цене даже во времена войн и кризисов³². На Рисунке 5 показана сравнительная динамика индексов цен на

³² <http://www.businessart.ru/expert2.htm>

работы Сезанна и на немецкие акции и облигации – главных конкурентов предметов искусства как низкорисковых и доходных активов. Как видно из графика, картины продолжали дорожать в среднем на 9% в год даже при медвежьем тренде на рынке акций и облигаций.



Рисунок 5 – Индекс цен на картины Сезанна, индексы немецких акций и облигаций

По мнению Вольфганга Вильке, вице-президента группы макро- и отраслевых экономических исследований Dresdner Bank и эксперта по рынку искусства "за рассматриваемый период инвестор также мог получить подобную доходность и от вложений в работы других высококлассных мастеров, таких, как Писсарро, Ван Гог или Тернер"³³.

Но, как правило, во времена экономических кризисов не теряют своей инвестиционной привлекательности только шедевры с большой исторической ценностью. Очевидно, что подобные полотна большинству инвесторов недоступны и редко появляются в продаже.

По мнению Fine Art Wealth Management, «арт-рынок крайне непостоянен и не обеспечивает значительных доходов по сравнению с

³³ <http://www.businessart.ru/expert2.htm>

фондовым рынком. Однако исключительно низкий уровень корреляции с другими рынками превращает арт-инвестиции в крайне удобный инструмент для построения альтернативных и притом весьма плодотворных инвестиционных стратегий. Появление механизмов арт-инвестиций обусловлено тем, что искусство сейчас рассматривают как один из классов основных финансовых средств, обеспечивающий диверсификационные выгоды, а порой и высокую прибыль»³⁴.

Как показывает исследование, проведенное специалистами фонда Fine Art Wealth Management, цены на предметы искусства в большинстве случаев отрицательно коррелируют с различными видами активов, что увеличивает их ценность как активов-убежищ.

³⁴ www.ceo.ru

2.2 Особенности инвестирования в драгоценные камни

Драгоценные камни, наравне с драгоценными металлами, в наше время перестали быть только предметом роскоши, подчеркивающим высокий статус их владельца. В поисках надежных объектов вложения денежных средств все больше инвесторов обращает свое внимание на рынок алмазов и иных драгоценных камней. Основная трудность такого инвестирования заключается в необходимости располагать очень большой суммой денежных средств для покупки камней, что делает их прямое приобретение недоступным рядовым инвесторам. Кроме того, к непосредственной стоимости самого камня нужно добавить также стоимость транспортировки и хранения. Таким образом, сумма затрат достигает внушительных размеров. Для того чтобы и лица, не имеющие значительных капиталов, могли вкладывать свои сбережения в рынок драгоценных камней, необходимо создание и развитие финансовых инструментов, в основу которых положен рассматриваемый актив. Одним из основных способов массового инвестирования в бриллианты представляется секьюритизация актива.

Под инвестированием в драгоценные камни, как правило, понимают рынок бриллиантов. Прежде всего, это связано с тем, что бриллианты легко поддаются стандартизации. Кроме того, оценить стоимость иного драгоценного камня гораздо сложнее. Как считает известный геммолог, профессор МГУ О.В. Кононов, «одно дело, когда цвет зависит от концентрации примесей хрома и ванадия, которые определяют глубину тона, а другое, когда в ведро с зеленкой доливают банку чернил»³⁵. К этому следует добавить, что в последнее время наука достигла высоких успехов в области улучшения качества драгоценных камней, так что в наши дни искусственные камни практически невозможно отличить от натуральных.

³⁵ www.gemology.ru

Рассмотрим, что же представлял и представляет собой рынок драгоценных камней.

2.2.1 Развитие рынка драгоценных камней

В России до революции драгоценные камни в основном были предметом роскоши, доступным только высшим слоям общества. После событий 1917 года и до 90-х годов рынка драгоценных камней в СССР не существовало, так же как и не существовало дорогих бутиков, изысканных ресторанов и фешенебельных гостиниц. Добычу драгоценных камней осуществляли тресты «Уралалмаз», «Якуталмаз» и ВПО «Союзкварцсамоцветы». Огранка производилась на заводах «Кристалл». Централизованное хранение богатства страны осуществлялось в Государственном хранилище ценностей. Торговля камнями проводилась только на экспорт через единственный канал - внешнеэкономическое объединение «Алмазювелирэкспорт». У тех советских граждан, которым не досталось в наследство сокровищ от богатых предков, возможности приобрести драгоценные камни практически не было. Единственным местом продажи были ювелирные секции специализированных магазинов «Березка».

Становление рынка драгоценных камней в России началось в 1991 г. (время преобразования СССР в СНГ) с прямого Указа Президента³⁶.

Крупнейшей компанией, добывающей алмазы в России, является «АЛРОСА»³⁷. АК «АЛРОСА» создана в соответствии с Указом Президента РФ «Об образовании акционерной компании "Алмазы России - Саха"» от 19 февраля 1992 г. № 158С. Основным регионом добычи алмазов является Якутия. Сегодня «АЛРОСА» — единственная алмазодобывающая компания, которая добывает алмазы, обрабатывает их и продает готовую продукцию -

³⁶ Указ Президента РСФСР № 214 от 15 ноября 1991 г. «О добыче и использовании драгоценных металлов и алмазов на территории РСФСР»

³⁷ www.alrosa.ru

бриллианты. «АЛРОСА» проводит международные аукционы по продаже алмазов специальных размеров - массой 10,80 карата и более³⁸.

АЛРОСА и Кимберлийский процесс.

Одним из примеров все увеличивающейся открытости рынков является то, что в конце 2005 года Россия впервые в своей истории рассекретила ряд данных о добыче и торговле алмазами³⁹. Неожиданно для всего мира Россия оказалась мировым лидером по производству природных алмазов. До этого момента аналитики рынка занижали роль России приблизительно в полтора раза.

Внешним фактором, побудившим Россию рассекретить свою статистику по алмазам, являлись общие требования к участникам Кимберлийского процесса, история которого началась в 2000 году. Тогда ряд неправительственных организаций совместно с некоторыми производителями алмазов вышли с предложением к мировому сообществу о введении сертификации необработанных алмазов в международной торговле. Несмотря на частный характер обращения, далее дело приняло такой размах, что даже ООН поддержала инициативу.

С 1 января 2003г. в странах-участниках процесса начала применяться схема сертификации и с 1 августа 2003г. страны-участницы Процесса установили запрет на импортно-экспортные операции с алмазами для государств, которые официально не присоединились к этой платформе. Поскольку в Кимберлийский процесс вошли все крупнейшие участники рынка, оставшиеся страны стали фактически изгоями на алмазном рынке.

В результате процесса возросли объемы официально сертифицированного экспорта алмазного сырья в Сьерра-Леоне с \$26 млн. в 2001 г. до \$76 млн. в 2003 г., а в Конго - с \$395 млн. до \$644 млн.

Официальная цель Кимберлийского процесса - препятствовать поступлению на рынок так называемых «кровавых» камней из стран, где на

³⁸ Указ Президента РФ от 10 октября 2002 г. «Положения о ввозе в Российскую Федерацию и вывозе из Российской Федерации природных алмазов и бриллиантов».

³⁹ http://www.spekulant.ru/archive/2005/66/2005_04_st26.html

средства, полученные от продажи алмазов, финансируются различные военные движения и даже гражданские войны. Главным образом, это относится к странам Африки. Но известно, что доля «кровавых алмазов» составляет не более 4% от мирового предложения. В связи с чем существует мнение, что главной целью процесса, инициированного США, является повышение прозрачности всего алмазного рынка и увеличения американского контроля над ним.

Для России, не имеющей отношения к «кровавым алмазам», особых причин вступать в Кимберлийский процесс не было. Но она все же присоединилась к участникам и в 2005 году к ней перешло право его возглавить. После этого монополист российского рынка компания АПРОСА уже не имела причин не раскрывать данные. Кроме того, плюсов от сокрытия данных было гораздо меньше минусов, главными из которых было недоверие кредитных институтов и партнеров.

До этого Россия раскрывала весьма приблизительные оценки общего количества добытых камней. Информация о физических объемах поставок и объемах запасов была закрыта. О реальном положении дел участники рынка могли судить только на основании таможенной статистики.

Данные о добыче оказались крайне неожиданными. За 2003 год было добыто 33,019 тыс. каратов природных камней. Это больше, чем производил прежний лидер рынка - Ботсвана. Таким образом, Россия оказалась мировым лидером. Примечательно, что, по мировым оценкам, РФ должна была добыть в 2003 г. только 23млн. каратов.

Российские алмазы хотя и очень чистые, но, как правило, небольшие. Поэтому их стоимость ниже, и общая стоимость добываемых алмазов оказалась всего \$1.676 млрд., что ниже объема реализации Ботсваны. Скорее всего, в 2004 г. Россия останется в лидерах, поскольку за I полугодие было добыто почти на 20% больше, чем за I полугодие 2003 г. В частности, это является отражением того факта, что АПРОСА направила в 2003 г. на расширение производства значительную сумму в \$58.8 миллиона.

Стоимость российских алмазов \$51 за карат ниже среднемировой - \$58. При этом цены на экспорт и импорт существенно различаются. Российская граничная промышленность преимущественно ориентирована на огранку качественных ювелирных камней. Поэтому на экспорт идут преимущественно алмазы мелких ситовых классов средней стоимостью около \$23 за карат. А импортирует Россия, наоборот, преимущественно крупные алмазы стоимостью под \$1000 за карат.

После принятого в 2002 г. закона, разрешившего ввоз алмазов, импорт камней в страну стремительно растет (Рисунок 6). Так, в 2003 г. он составлял 33-2 тыс. каратов на общую сумму около \$18 млн. А всего за три квартала 2004 г. была ввезена 131 тыс. каратов на сумму свыше \$59 миллионов.

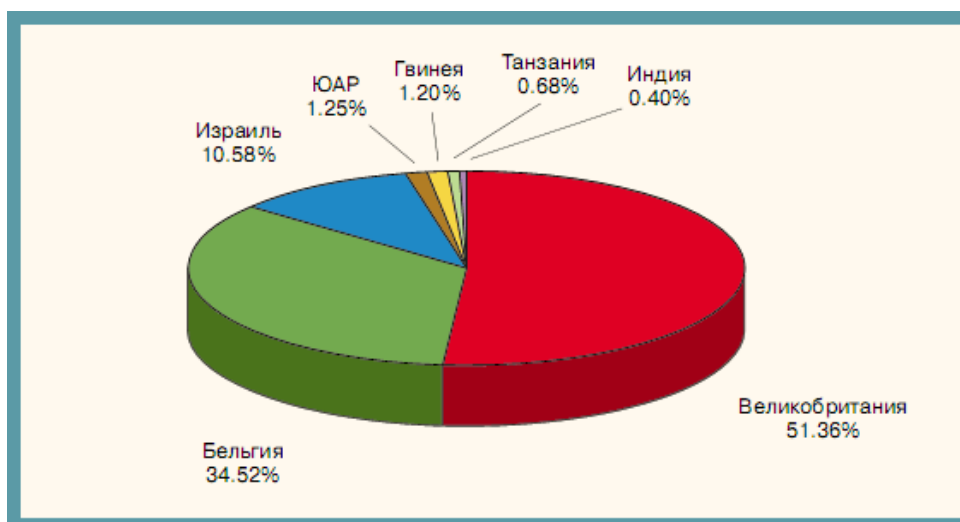


Рисунок 6 - Структура импорта алмазов в Россию

Гораздо выше величина экспорта (Рисунок 7). Так, в 2003 г. только необработанных алмазов было экспортировано 37.8 млн. каратов на сумму \$883 млн., и почти такая же сумма была достигнута за три квартала 2004 г., правда, уже за 23млн. каратов.

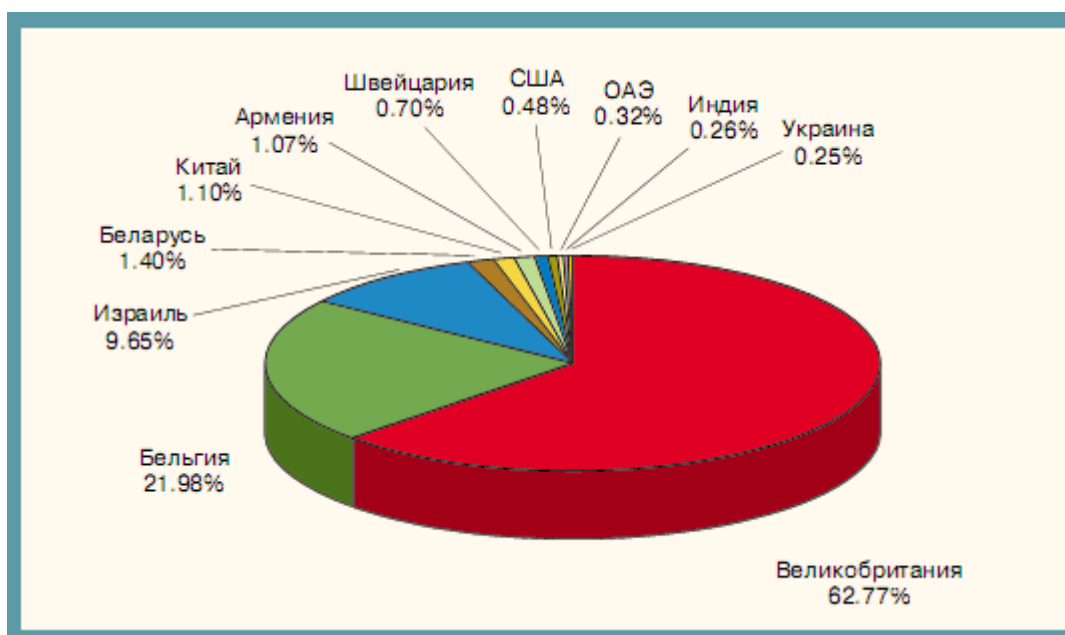


Рисунок 7 - Структура экспорта алмазов из России

Интересно, что в 2003 г. Россия экспортировала алмазов больше, чем добыла. Это говорит о том, что распродавались запасы. Данные об их величине еще пока не раскрыты.

В 2003 г. выручка АЛРОСА составила 60 млрд. руб., чистая прибыль - 6.35 млрд. руб. Компания добывает почти 100% российских алмазов и контролирует более четверти мирового предложения и имеет почти двухмиллиардный оборот за год.

К сожалению, положение АЛРОСА не соответствует ее мощи. Фактически она является обычным поставщиком необработанных алмазов для мирового монополиста De Beers. В результате отечественные гранильщики вынуждены покупать российские алмазы у зарубежных посредников. АЛРОСА продает сырье De Beers, который реализует его своим сайтхолдерам, а те через посредников - российским гранильщикам.

События последних лет со всей очевидностью показали, что прежняя структура рынка рушится, и De Beers в ближайшее время может оказаться не в состоянии удерживать рынок в равновесии. Необходимо формировать запасные варианты выхода на рынок. К тому же большая часть доходов

приходит от торговли бриллиантами и ювелирными изделиями, куда до недавнего времени компанию не допускали. Поэтому АЛРОСА разработала новую стратегию развития.

Основное в этой стратегии - создание вертикально ориентированного холдинга, который одновременно будет заниматься добычей, огранкой и реализацией камней. Фактически это означает выход из соглашений с De Beers и начало формирования собственного пути на рынок, конкурентного по отношению к структурам De Beers.

В настоящее время правительство РФ взяло курс на создание комплекса международных транснациональных корпораций, базирующихся в России. Правительству принадлежат 37% акций АЛРОСА, Якутии - 32%, трудовому коллективу - 23%, улусам (районным образованиям) Якутии - 8%. Поэтому трансформация АЛРОСА в международного игрока активно поддерживается властными структурами. Однако реализовать стратегию будет очень трудно.

На сегодняшний день нельзя сказать, что в России существует свободный оборот драгоценных камней. Необходимо решать множество проблем, связанных с недостатками таможенного и налогового законодательства, а также с бюрократической системой выдачи разрешений, квот и т.д. Для создания цивилизованного рынка бриллиантов необходимо комплексное решение обозначенных проблем.

В этот же самое период времени в мире также происходило изменение отношения к бриллиантам и прочим драгоценным камням. За последнее столетие драгоценные камни стали одним из надежных и прибыльных объектов инвестирования. В 1928 г. вице-президент Tiffany & Company Г. Кунц опубликовал в Saturday Evening Post данные по ценам самых качественных камней. В те годы монополистическая корпорация De Beers контролировала добычу камней, но не рынок сбыта. В 1934 г. Эрнст Оппенгеймер скупил контрольный пакет акций De Beers и заключил многолетние контракты с ведущими производителями алмазов и даже с

правительствами Южной и Юго-Восточной Африки. Став монополистом, он установил квоты добычи алмазов и их поставок из запасников для всех участников рынка. И цены на бриллианты стали неуклонно возрастать. Бриллиант стал королем драгоценных камней, чему способствовала и технологическая революция, существенно изменившая качество огранки. Таким образом последние 80 лет стоимость равноценного камня увеличилась в 25 раз.

Централизованный контроль как над производством, так и над реализацией алмазов, продержался вплоть до недавнего времени, когда под давлением Европейского и Американского антимонопольного законодательства, De Beers пришлось отказаться от контроля за сбытом алмазов. Начало второго тысячелетия совпало с кардинальным изменением структуры мирового алмазного рынка. 12 июля 2000 г. «Де Бирс» официально объявила о своей новой сбытовой политике «предпочитаемый поставщик» (Supplier of Choice, SoC). «Де Бирс» самоустранилась от регулирования предложения алмазов на мировом рынке, а, следовательно, и от формирования рыночных цен на алмазное сырье. В январе 2009 года компания официально прекратила закупку сырья у АК "Алроса". Вклад, который внесла компания Де Бирс в современный рынок алмазов сложно переоценить, во многом благодаря адекватной и дальновидной регулировке рынка алмазного сырья цены на бриллианты неуклонно росли, а на рынке алмазов больше не происходило глубоких кризисов перепроизводства. Поэтому и сегодня, во время экономического кризиса, бриллианты не теряют своей инвестиционной привлекательности.

Конечно, темпы роста цен на бриллианты в последнее время замедляются. Так, за последние 10 лет цена на бриллианты увеличилась только в 1,5 раза.

2.2.2 Традиционные способы инвестирования в драгоценные камни

Начать инвестирование в драгоценные камни можно со стадии поиска и разведки, или со стадии добычи. Сами камни, уже добытые и отсортированные, можно приобрести в неограниченном виде на аукционе. Основная масса инвесторов-непрофессионалов предпочитает покупать хорошо ограненные бриллианты с сертификатами.

Рассмотрим сначала последний упомянутый способ инвестирования. Вложение в драгоценные камни сродни покупке произведений искусства со всеми присущими этому бизнесу преимуществами и недостатками. Основным минусом такого способа вложений – ограниченный спрос, т.е. ограниченная ликвидность. Также как и картину, настоящие драгоценные камни приобретают не только за объективные характеристики, но и за то, что они «пришлись по душе». Тем не менее, главными в ограненном камне являются четыре фундаментальные характеристики, широко известные во всем мире как формула «4C». Она объединяет первые буквы четырех **ключевых характеристик драгоценных камней**:

1. Carat weight. Масса камня в каратах. Карат — единица измерения, принятая для определения веса бриллиантов. Один карат эквивалентен 0,2 граммам.
2. Color. Цвет камня. Чем бесцветнее бриллиант, тем выше его стоимость.
3. Clarity. Чистота камня, то есть наличие и количество вкраплений в камне.
4. Cut. Огранка камня (ее качество). Стоимость бриллиантов старинной огранки на 10-20% ниже.

Разница в подходах к оценке камней различных специалистов – геммологов состоит в нюансах: сколько принимается градаций каждого из параметров и какая методика использована для их определения.

Рассчитанные геммологами характеристики заносятся в личный паспорт каждого камня — сертификат.

Необходимо помнить, что когда речь идет о рыночной стоимости ограненных камней, то имеются в виду драгоценные камни с сертификатами. В России розничная торговля драгоценными камнями без сертификатов запрещена⁴⁰. В связи с отсутствием государственного стандарта ни один из существующих центров сертификации РФ не может выдать документы на изумруды, сапфиры и рубины, только на бриллианты. Как следствие, в Российской Федерации гражданам и предприятиям, не имеющим специального удостоверения Центральной инспекции пробирного надзора, есть возможность приобрести отдельно от ювелирного изделия только бриллиантами с сертификатами геммологического центра Пробирной палаты. Изумруды, сапфиры и рубины, как правило, ввозятся из-за рубежа с сертификатами известных геммологических фирм и ассоциаций (в первую очередь GIA — Gemological Institute of America). Чтобы не возникло проблем при повторной реализации, при покупке таких камней желательно спрашивать копии документов об уплате всех таможенных сборов. Наличие сертификата позволяет уберечься от покупки синтетических камней вместо настоящих и от приобретения специально облагороженных камней. Кроме того, этот документ дает возможность выяснить происхождение камня. Вопросу источника драгоценного камня (страны происхождения) в последнее время придается такое значение, что делаются попытки ввести новый фактор «С» (Confidence) в добавление к четырем уже существующим⁴¹.

По инвестиционной привлекательности бриллианты принято разделять на редкие и "обычные". К первым относятся бриллианты от 3 карат, высших характеристик (D-F\IF-VVS2) или бриллианты редких (фантазийных) цветов. Цены на такие бриллианты стабильно растут, по некоторым позициям до 50% в год. Отрицательной стороной такой динамики является минимальный

⁴⁰ Постановление Правительства РФ от 25 ноября 1995 г. № 1157 «О дополнительных мерах по развитию рынка драгоценных металлов и драгоценных камней в Российской Федерации»

⁴¹ www.gemology.ru

порог вложения (на сегодняшний день не менее 100 000\$). Высокая доходность "редких" бриллиантов создает почву для спекуляции, да и приобретение вызывает определенные трудности (поиск, участие в аукционе). Например, бриллианты свыше 10 карат и стоимостью в 500 000\$, получают статус "премиальных" и продаются только в нагрузку к партиям от 2 миллионов долларов. "Обычные" бриллианты - это довольно широкий диапазон камней средних характеристик. В массе своей они показывают весьма скромный годовой рост (в среднем 10-15%), что не позволяет назвать их сверх привлекательными для инвестиций, но, учитывая, сегодняшнее экономическое положение они вполне подходят для сохранения сбережений

42.

2.2.3 Оценка стоимости драгоценных камней

Для среднестатистического покупателя в России узнать рыночную стоимость драгоценного камня достаточно сложно. Профессионалы ориентируются по немногочисленным справочникам–сборникам, в которых, как правило, приводятся оценки специалистов на основании особых опросов.

На российском рынке бриллиантов оценка стоимости камней проводится по двум основным документам: прейскуранту Минфина России «Расчетные цены на бриллианты» и бюллетеню «Rapaport Diamond Report» (Приложение В).

Еженедельный прейскурант Rapaport Diamond Report является старейшим и наиболее популярным индикатором цен на бриллианты. С 1978 он является основой для большинства сделок с участием бриллиантов и алмазного сырья. Rapaport Diamond Report издается в виде двух выпусков цен: на круглые бриллианты и на бриллианты огранки груша (и остальные фантазийные огранки). Цифры, указанные в прейскуранте, основываются на максимальных ценах, которые готовы предложить крупные бриллиантовые

⁴² <http://www.diamanters.ru/investment.htm>

дилеры оптовым покупателям. Необходимо учитывать, что прейскурант Rapaport предоставляет цены на бриллианты в диапазоне от 0.01 карат до 10.99 карат, с качеством огранки не ниже Very Good и характеристиками, определенными в системе GIA. Бриллианты с идеальной огранкой (Ideal Cut) и огранкой Excellent могут быть на 10-20% дороже позиций, обозначенных в прейскуранте. Цены представлены в сотнях долларов США за 1 карат (для бриллиантов любого размера).

Прайслист содержит 18 таблиц (для бриллиантов фантазийной формы - 8 таблиц), данные сгруппированы по традиционным весовым диапазонам (0.9-0.99, 1.00-1.49 и т.д.), переходы между весовыми категориями в среднем увеличивают стоимость бриллианта от 20 до 40%. К примеру, если бриллиант 1 карат G\VS1 стоит 8200\$ за карат, то бриллиант 1.5 карата стоит 11100\$ (общая стоимость - 16650\$). Премия за переход из одной весовой категории в другую составляет 35%.

Очевидно, что диаметр круглого бриллианта весом 0.99 карат не отличим от диаметра каратного камня. А вот цена отличается в несколько раз. Рынком предусмотрен термин "оверсайз" (oversize) - бриллианты, попадающие в весовые категории: 0.6-0.69, 0.8-0.89, 0.95-0.99, 1.25-1.49, 1.70-1.99, 2.50-2.99, 3.50-3.99, 4.50+ карат продаются с наценкой не менее 5%-10%. Для бриллиантов фантазийных форм не существует жестких правил огранки, поэтому бриллиантов "оверсайз", особенно до 1.99 карат (например, 1.25-1.49 и т.д.), на рынке ничтожно мало ⁴³.

Цена бриллианта на международном рынке определяется следующим образом. Определение стоимости бриллианта начинается с алмазного сырья и основана, прежде всего, на редкости. В среднем на алмаз весом в 1 карат приходится 250 тонн переработанной руды. С учетом того, что при огранке круглый бриллиант теряет не менее 55% процентов своей массы и для нее пригодна лишь четверть от общей суммы добычи, количество просеянной руды превышает 1 млн тонн. В настоящее время, цены на алмазное сырье в

⁴³ www.rapaportdiamondreport.com

большой степени привязаны к тенденциям на рынке ограненных бриллиантов, чем к номинальным издержкам добычи. Рынок необработанных алмазов можно условно разделить на два уровня. Первый уровень - это крупные компании, которые имеют доступ к лотам алмазного сырья горнодобывающих активов De Beers (DTC), Rio Tinto и BHP Billiton. Второй уровень представлен основной массой гранильных предприятий, которые при расчете закупочной цены на алмазное сырье, используют дисконтирование от прејскуранта Rapaport Diamond Report. В среднем, цена алмаза составляет 40-50% от цены бриллианта ⁴⁴.

Дисконт от продажной цены готового бриллианта должен покрыть не только расходы на огранку, но и вероятность того, что при огранке бриллиант может быть поврежден или окажется худших характеристик, чем те, для которых был сделан расчет. Во время финансового кризиса 2008 года цены на алмазное сырье при учете всех издержек, сравнялись с ценами на готовые бриллианты. Определенная часть ответственности за это можно возложить на прејскурант Rapaport, который весьма вяло реагировал на изменение конъюнктуры на рынке бриллиантов в 2008-2009 гг.

После огранки бриллиант либо продается дилеру, либо после сертификации в лаборатории Геммологического Института Америки (GIA) добавляется огранщиком в биржевой листинг (с примером сертификата GIA можно ознакомиться в Приложении Г) .

Цена для конечного потребителя определяется исходя из количества промежуточных наценок. Заметим, что цена может быть ниже рыночной если продавец является одновременно владельцем алмазного сырья и готов к продаже на грани себестоимости (встречает очень редко), а так же если сертификат на бриллиант не совпадает с эталонной оценкой по GIA.

Рассмотрим особенности определения цены драгоценных камней в России.

⁴⁴ <http://www.diams.ru/cena-brillianta>

Прейскурант «Расчетные цены на бриллианты» вводится приказом Министерства финансов России в качестве обязательного инструмента: «расчетные цены настоящего преЙскуранта применяются перерабатывающими и иными предприятиями независимо от их организационно-правовых форм и форм собственности при осуществлении разрешенных законодательством Российской Федерации сделок с бриллиантами». В России торг идет на проценты наценки к преЙскуранту МинФина. ПреЙскурант Минфина обновляется довольно редко, например, в 2010 году отрасль работает по преЙскуранту на бриллианты от 2006 года.

ПреЙскурант и бюллетень представляют собой таблицы, в которых цены приводятся для разных весовых групп, а внутри весовых групп — в зависимости от цвета и чистоты. Отличия в стоимости существуют не только между камнями с разными характеристиками. Существенный разрыв в стоимости наблюдается и у практически одинаковых камней. Например, самый лучший бриллиант весом в 1 карат по оценке преЙскуранта стоит 12 100 долл., а по Раппорту (на тот же год) — 17 000 долл. Практика показывает, что российские рыночные цены находятся примерно посередине: выше стоимости, указанной в преЙскуранте, и ниже цен Раппорта на несколько десятков процентов. В 2010 году Алроса заключила долгосрочные контракты с несколькими крупными международными компаниями на поставку алмазного сырья по ценам преЙскуранта МинФина + 17%. Внутри России оптовых покупателей бриллиантов ожидает наценка, которая уравнивает цены с листом Rapaport (например, оптовые прайсы ОАО "ПО Кристалл"). А розничные покупатели обречены на 200-300% наценки на преЙскурант Минфина. Например, стоимость бриллианта в 1 карат б\7 в российском преЙскуранте на бриллианты - 3000\$, в интернет-магазине ОАО "ПО Кристалл" - 10750\$ (курс 1:30, 10.03.2010)⁴⁵. Такая разница свидетельствует о крайней удаленности от реальных рыночных цен преЙскуранта Министерства финансов. Кроме этого на конечные цены

⁴⁵ <http://www.diams.ru/ceni-na-brillianty-v-Rossii>

российских бриллиантов влияет колоссальная коррупционная и административная нагрузка.

В Западной Европе и Америке цена редко превышает оценку Rapaport'a, причем, либо на исключительно редкие и качественные экземпляры, либо при расчете на дилетанта или туриста.

При оценке изумрудов можно ориентироваться на прейскурант Гохрана РФ «Отпускные цены на изумруды природные совершенной огранки», принятый в феврале 1997 г., и справочник Michelsen Gemstone Index. Приведенными названиями весь спектр специализированных изданий не исчерпывается. Существуют также Palmier's GAA Market Monitor и др.

2.2.4 Бриллиантовые индексы

Как и на рынке предметов искусства, так и на рынке бриллиантов – наиболее популярных драгоценных камней у инвесторов – существуют свои индексы.

Наиболее цитируемым индексом цен на бриллианты является DIADEX. Индекс отражает изменение цен на бриллианты начиная с 1991 года. В группу DIADEX входит 5 видов индексов: DIADEX, DIADEX Small Round, DIADEX Large Round, DIADEX Small Fancy и DIADEX Large Fancy. С динамикой всех индексов группы можно ознакомиться в Приложении Д. На рисунке 1 представлена динамика цен на бриллианты за последние 15 лет. Как видно из графика, несмотря на небольшие снижения цены в некоторые промежутки времени, общий тренд цен на бриллианты является возрастающим.



Рисунок 6 – Динамика индекса DIADEX

В России существует свой индекс. В качестве индикатора цен используется индекс цен ФГУП «В/О «Алмазювелирэкспорт», базирующийся на ценах сделок с алмазным сырьем на мировом рынке, приведенных к представительному ассортименту мировой алмазодобычи. Рассчитав среднегодовые значения индекса можно получить общую картину движения цен, из которой следует, что выраженный рост цен стал наблюдаться на рынке, начиная с 2003 года, а в 2006 году произошло падение цен (Рисунок 2).

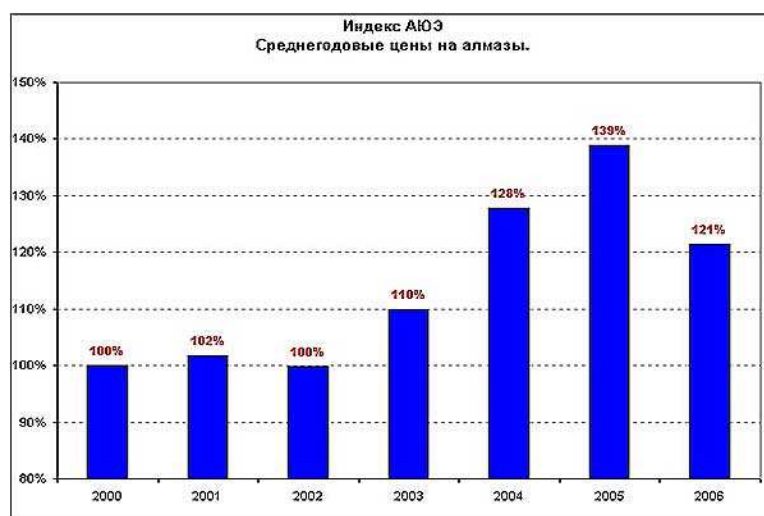


Рисунок 7 – Динамика индекса АЮЭ.

Всего с сентября 2000 года по ноябрь 2006 года рыночные цены на алмазы возросли на 30%. Характерной их особенностью оказалась высокая волатильность, т.е. способность изменяться в довольно широких пределах (на 4-6%) в течение коротких промежутков времени (одного месяца). Как правило, такие движения цен имеют колебательный характер, т.е. за снижением непосредственно следует повышение, что видно на графике.

2.2.5 Алмазные биржи

Практически все алмазные биржи мира в настоящее время объединены во Всемирную федерацию алмазных бирж - World Federation of Diamond Bourses (WFDB). WFDB была создана в 1907 г четырьмя клубами – Антверпена, Парижа, Амстердама и Вены. В декларации об учреждении указывалось, что целью организации являются защита интересов учредителей, заинтересованных в стабильном развитии рынка, гранильной промышленности, всемерное утверждение в торговле алмазами и бриллиантами духа доброй воли, поддержка установившихся обычаев и традиций ⁴⁶. Федерация распалась с началом Первой мировой войны и воссоединилась в 1928г. К перечисленным клубам добавилась организация из Германии. В этом же году федерация приняла унифицированный свод правил, регулирующий торговлю между индивидуальными членами. Вторая мировая война разрушила организованную торговлю алмазами и бриллиантами практически полностью. После ее окончания, в 1947 г. в Антверпене состоялся конгресс представителей алмазно-бриллиантового бизнеса, на котором были учреждены WFDB и Международная ассоциация производителей бриллиантов.

Первоначально в федерацию вошли организации из Бельгии, Нидерландов, Франции, Австрии, ЮАР, Израиля, США и Великобритании. В

⁴⁶ www.wfdb.com

настоящее время Всемирная федерация алмазных бирж насчитывает 28 членов (полный список представлен в Приложении Е). Алмазная Палата России стала членом WFDB в 2000 г.

Бриллианты, как и предметы искусства, являются штучным товаром и по индивидуальности своих характеристик не могут быть отнесены к биржевым товарам, торговые операции по которым проводятся на базе унифицированных образцов и прейскурантов. В торговле алмазами и бриллиантами каждая сделка возможна лишь после физического просмотра товара.

Если на фондовых биржах, с учетом складывающейся конъюнктуры, проводится котировка ценных бумаг и сделки с ними, а на товарных с учетом рыночного спроса и предложения складываются цены на различные унифицированные группы товаров, заключаются фактические и «фьючерсные» сделки, то аналогичных операций с алмазами и бриллиантами на бирже не проводится⁴⁷.

По своей сути алмазные биржи и клубы представляют собой объединения по профессиональному признаку, а не биржи, аналогичные товарным и фондовым. Такие биржи являются важным информационным центром, способствующим установлению коммерческих связей.

Алмазные биржи расположены, в основном, в отдельных зданиях. Они имеют большой торговый зал, сейфовые комнаты и административные офисы. Биржи надежно охраняются и, как правило, соседствуют с офисами специализирующихся на торговле алмазами и бриллиантами фирм, страховых компаний, филиалов банков и фирм-перевозчиков ценных грузов.

Функции бирж не сводятся только к обеспечению своих членов безопасным местом встреч для переговоров по купле-продаже и для обмена информацией. Уставы бирж предусматривают сохранение накопленных практикой торговли алмазами и бриллиантами традиций, равенство прав и обязанностей всех без исключения своих членов, порядок урегулирования

⁴⁷ www.diamond-chamber.ru

возникающих в бизнесе разногласий и порядок применения дисциплинарных санкций к нарушителям принятой профессиональной этики. Согласно принятым правилам любой предъявленный иск или жалоба, касающийся имущественных споров или профессиональной этики, первоначально рассматривается в комитете по урегулированию долговых обязательств и на примирительном совете. Членами комитета и совета являются выбранные в директорат биржи наиболее уважаемые ее члены. В том случае, если в этих инстанциях стороны конфликта не смогут его решить дружеским образом, их спор может быть передан в арбитражный комитет. Решение последнего для члена биржи является обязательным.

Если член биржи не подчинился решению арбитражного комитета, он подлежит публичному исключению. В бизнесе, где доверие зарабатывается годами, это является сеемым строгим приговором. Международная федерация алмазных бирж, следит за тем, чтобы ее правил строго придерживались.

Российская алмазная биржа (Российская алмазная палата) открылась в 1996г. в целях развития в нашей стране цивилизованного, открытого, отвечающего современным мировым требованиям и внутренним потребностям рынка алмазов и бриллиантов. В 2003 году Алмазная Палата вступила в члены Торгово-промышленной палаты Российской Федерации и участвует в работе Комитета по поддержке предпринимательства в сфере добычи, производства, переработки и торговли драгоценными металлами и драгоценными камнями и изделиями из них. Основное направление деятельности Алмазной Палаты России - содействие участникам российского АБК при организации торговых операций с алмазами и бриллиантами на внутреннем и внешнем рынках. В Алмазной Палате действует оборудованный торговый зал, где участники торговых операций могут вести переговоры и совершать сделки. Покупатели и продавцы направляют в Палату заявки на покупку и спецификации на продажу драгоценных камней. На основании этих данных АПР формирует базу данных «спрос-

предложение» и информирует потенциальных продавцов и покупателей о ситуации спроса и предложения как при непосредственном обращении в АПР, так и с помощью своего Интернет-сайта, где размещаются краткие сведения о предложениях на продажу и заявках на покупку⁴⁸.

В приложении Ж представлена структура Алмазной палаты России. Как видно из приведенной в приложении схемы, биржа включает в себя четыре комитета: дисциплинарный, нормативный, внешних связей и экономический. У биржи также есть филиалы в Калининграде, Якутске и Екатеринбурге.

В мире существует несколько крупных алмазных бирж. Прочные контакты, налаженные между ними, позволяют заказать и получить подходящий бриллиант в течении нескольких дней. Глобальные цены на бриллианты (или уровень дисконта от прейскуранта Rapaport) равнозначны на той или иной бирже.

Бриллиант одинаковых характеристик в разное время может обладать разной стоимостью в зависимости от того, сколько камней данного класса представлено в листинге и какое настроение установилось на бирже (это особенно актуально в кризис). Бриллиантовые дилеры реагируют на изменение рынка быстрее, чем прейскурант Рапопорт, что в принципе соответствует биржевому стилю торговли.

Рынок алмазов и других драгоценных камней становится все более и более открытым. И все больше приобретает признаков фондового рынка, таких как существование индексов и централизованной торговли. Ценообразование на рынке алмазов более объективное, чем на рынке предметов искусства. Но в тоже время этот рынок гораздо более закрытый. Тем не менее, в общей своей структуре эти рынка сходны и имеют одинаковые перспективы стать одним из видов обеспечения в сделках секьюритизации.

⁴⁸ <http://www.diamond-chamber.ru/rus/chamber.htm>

2.3 Особенности инвестирования в прочие нефинансовые активы

2.3.1 Антиквариат как объект инвестирования

Под инвестированием в предметы искусства обычно понимают не только картины, но также прочие произведения и предметы, через века дошедшие до нашего времени. Ранее рассматривалось инвестирование в искусство, как инвестирование в живопись. Именно этот актив наиболее распространен как объект анализа, его стоимость и свойства можно четче классифицировать, а изменение цен полотен, по сути, отражает динамику цен как рынка произведений искусства, так и антиквариата. Таким образом, когда далее будет оцениваться возможность секьюритизации нефинансовых активов, под арт-объектами будет приниматься не только картины и скульптуры, но и антикварные вазы, мебель, музыкальные инструменты и т.д.

Каковы же общие размеры рынка антиквариата? Отдельные эксперты высказывают мнение о том, что 90% произведений искусства в России находится в фондах государства, а на рынке обращается не более 10%. А оборот (включая неофициальный) российского антикварного рынка составляет 80–100 млн. долл. в год. Впрочем, обе цифры являются, скорее, оценочными и не подтверждены каким-либо фундаментальным исследованием. По оценкам экспертов, потенциальная емкость российского рынка страхования предметов искусства составляет порядка 1,5 млрд. долл. Стоимость же московских частных коллекций оценивается в 500 млн. долл.

Российский рынок антиквариата, а это и реставрация старинных вещей, реставрация фарфора, реставрация мрамора, реставрация картин, - чрезвычайно емкий: по самым скромным оценкам, его годовой оборот составляет десятки, если не сотни миллионов долларов. Инвестиции на нем невероятно прибыльны - даже в самые малые по антикварным меркам промежутки времени (от двух до пяти лет) они обеспечивают доходность

вложений в сотни процентов годовых. Одновременно этот рынок - один из самых закрытых и непрозрачных инвестиционных секторов: с одной стороны, законодательство препятствует прямому экспорту антикварных произведений, с другой - существует целая армия профессиональных изготовителей подделок. В итоге репутация рынка не самая привлекательная для инвесторов. Отсюда же окутывающий антикварный бизнес ореол секретности.

Инвестор, покупающий антиквариат, должен быть абсолютно уверен в том, что он покупает вазу, например, именно Императорского фарфорового завода. Для того, чтобы у инвестора не возникало сомнений в подлинности произведения, проводится экспертиза. В России сложилась собственная практика экспертизы - её проводят в Третьяковской галерее, Институте реставрации, Центре имени Грабаря. В США и ЕС существует другая система оценки. Для французов оценивать вазу в Лувре все равно, что лечиться в Министерстве здравоохранения. На Западе принята личная экспертиза и личная материальная ответственность эксперта. Если Третьяковская галерея поставит случайно неточный экспертный диагноз, то в суде иск у пострадавшего от этого инвестора даже не примут. Таким образом, у российского института экспертизы антиквариата есть существенный потенциал к развитию.

Ценообразование на рынке антиквариата имеет свои особенности. На стоимость подлинного предмета старины влияет, прежде всего, декоративная (часто это сопряжено с именем автора), историческая и культурная ценность, а также степень сохранности вещи (особенно в последнее время).

Кроме того, большое влияние имеет и конъюнктура рынка - количество аналогичных вещей в продаже. Причем следует учитывать, что к снижению стоимости предмета приведет как обилие на рынке работ того же автора, так и наличие всего двух-трех: для стабильного роста и высокой оценки необходима золотая середина.

Кроме того, важную роль играет повышение или снижение интереса аудитории к тому или иному направлению или отдельной отрасли внутри него. Возникновение и исчезновение интереса часто бывает предсказуемо. Например, о перспективности восточного искусства эксперты говорили давно, связывая ее с растущим благосостоянием населения стран Востока, а также масштабным увлечением европейцев его культурой — древней и современной. Предсказывают аналитики и рост цен на медные монеты — спрос на них повысится, так как они сегодня наиболее доступны по цене во всей нумизматике, что провоцирует спрос и, соответственно, рост стоимости.

Рассмотрим отдельно *рынок антикварных книг*. Российские антиквары прогнозируют рост интереса к коллекционированию старинных книг⁴⁹. Объем тиража здесь - один из основных показателей ценности: изданные в советское время в огромных количествах тома не являются привлекательными для инвесторов даже по достижении 50 лет (согласно закону Президента от 1994 года вещь становится антикварной, преодолев полувековой барьер). Учебники и различные пособия также не имеют коллекционного интереса, даже если изданы в наиболее значимый для антикварной книги период - с начала книгопечатания и до середины XIX века.

В настоящее время наибольший интерес для российских инвесторов представляют редкие тематические издания (про охоту, строительство магистралей, нефтедобычу, домоводство), сочинения русских классиков, а также западная литература о России. Главный закон - «чем старше, тем дороже» - в этом направлении коллекционирования проявлен достаточно ярко. Особенно ценятся первые и прижизненные издания авторов, подарочные иллюстрированные книги в эксклюзивных суперобложках, с выполненными по специальному заказу экслибрисами. Даже то, что считалось в XIX веке не самым дорогим книжным оформлением, например, издания Сытина, сегодня ценятся высоко. Отдельный сегмент дорогостоящих

⁴⁹ www.book-hunter.com

антикварных книг - издания с пометками и дарственными надписями, сделанными рукой автора. Такие книги встречаются довольно редко.

Не стоит забывать, что возраст книги должен быть помножен на малый тираж выпуска. Например, книга XIX века, выпущенная в ограниченном количестве экземпляров, скорее всего, будет стоить дороже в полтора-два раза академического издания XVIII века.

Сохранность играет одну из центральных ролей в оценке книги. Поврежденный переплет, мятые корешки, рваные и отсутствующие страницы снизят стоимость книги на 100-200%.

Основной минус рассматриваемого направления инвестирования - малое количество специалистов и, как следствие, отсутствие прогнозов. Зато есть существенный плюс - подделывать книги трудно и экономически нецелесообразно. Стоит также отметить низкую ликвидность этого вида антиквариата. Имея на руках редчайший экземпляр, аналогов которому нет на свободном рынке, вы будете, возможно, долго искать покупателя. Ведь для поддержания коллекции необходимо соблюдать ее концепцию: покупать книги определенного автора, издательства, периода, вида.

В ходе торгов книги нередко существенно превышают стартовую стоимость. Это еще одно свидетельство растущей популярности этого направления.

Фотография также представляет собой интересный антикварный объект. Основные факторы, влияющие на стоимость фотографии - известность автора или персоны, изображенной на снимке, и редкость.

В России традиционно больше всего ценится русское - XIX век в пожелтевших кадрах фотохроники. Самая большая сложность рынка - контроль тиража снимков, так как цена кадра обратно пропорциональна количеству сделанных отпечатков.

Итак, были рассмотрены некоторые группы антикварных активов. Стоит заметить, что особенности ценообразования и спроса на различные предметы, будь то картины или книги, во многом сходны между собой.

Рынок антиквариата дополняет и расширяет рынок арт-объектов, наиболее ликвидными активами которого по-прежнему остаются картины.

2.3.2 Интеллектуальная собственность и инвестиции

Одним из нетрадиционных активов, с участием которого уже проводятся сделки секьюритизации, механизм которых будет рассмотрен далее, является интеллектуальная собственность. Конечно, свойства интеллектуальной собственности как нетрадиционного актива существенно отличаются от рассмотренных ранее. Но все же нельзя не упомянуть про этот актив, являющийся одним из самых быстроразвивающихся среди нефинансовых активов.

Интеллектуальная собственность - это творения человеческого разума: изобретения, литературные, художественные и музыкальные произведения, изображения и образцы, используемые в торговле и т.д.

Интеллектуальную собственность можно разделить на следующие категории:

1. Промышленная собственность. Включает изобретения (патенты), товарные знаки, промышленные образцы и т.д.
2. Авторское право. Включает литературные, художественные произведения, архитектурные сооружения и т.д.

Для того чтобы донести свои изобретения (произведения) до массового потребителя многие авторы продают права на свои произведения специальным компаниям. Размер получаемого вознаграждения зачастую напрямую зависит от объема фактического использования произведения. Само вознаграждение называется роялти.

Руководство большинства стран поддерживают вновь создаваемые и существующие предприятия в сфере высоких технологий с помощью грантов, субсидий и программ льготных займов, чем прямо или косвенно признает важность активов интеллектуальной собственности.

3 Секьюритизация нефинансовых активов

3.1 Нетрадиционные способы инвестирования в нефинансовые активы

Помимо традиционных способов инвестирования в предметы искусства, антиквариат и драгоценные камни, подробно описанных выше, в современном мире существуют и иные способы вложений в такие активы. Самыми распространенными являются арт-фонды. Рядовому инвестору этот рынок в настоящее время недоступен, но ситуация изменится, когда произведения искусства, как и другие нефинансовые активы, будут участвовать в сделках секьюритизации в качестве обеспечения. Рассмотрим подробнее структуру и принципы работы арт – фондов, на основе которых и возможно создание компаний, выпускающих облигации с нетрадиционным обеспечением, таким, как антиквариат, искусство и драгоценные камни.

Арт-фонды

Инвестиции в искусство всегда были особой формой финансовых вложений, привлекая больше внимания академических кругов и средств массовой информации, чем практичных инвесторов.

В течение многих лет отдельные люди и арт-дилеры вели активную торговлю картинами старых мастеров, классическими скульптурами, керамикой, монетами, рисунками, старинной мебелью и т.д. Однако со стороны организованных инвесторов особого спроса на произведения искусства, аналогичного спросу на акции, облигации и недвижимость, не возникало, что давало возможность отдельным игрокам получать высокие прибыли, перепродавая арт-объекты.

Такая незаинтересованность отражала существующие вопросы статуса и ценностей, по которым социальная элита выделялась своим игнорированием возможностей получения прибылей от спекулирования акциями и предпочтением вкладывать средства в предметы роскоши. Титулованные слои общества приобретали картины и мрамор вместо таких

активов, как земля и угольные шахты. Это было своего рода меткой, отличающей джентельмена от богатого торговца (торговцы в те времена - люди другого сорта, стремящиеся заработать как можно больше и как можно быстрее).

Незаинтересованность также отражала незрелость художественного рынка по сравнению с другими возможностями инвестиций.

Инвестиции на фондовом рынке могли обеспечить богатым людям и страховым компаниям, а также другим институциональным инвесторам, желаемую ликвидность и доходность (в форме дивидендов или маржи).

Однако уже в 1850-х годах некоторые участники рынков капитала предположили возможность создания фонда для инвестирования в изобразительное искусство и некоторые энтузиасты начали формировать клубы для покупки и продажи 'признанных' картин, а также новых интересных работ.

Одним из первых таких клубов был французский синдикат La Peau de l'Ours, скупающий картины импрессионистов в то время, когда их творчество еще не стало признанным цветком французской культуры.

Современные арт - фонды, так называемые art investment vehicles (AIVs), появились после 2000-х годов. Их появление было обусловлено успехом "легендарных" инвестиций в искусство британского дорожного пенсионного фонда (British Rail Pension Fund (BRPF)) в период с 1974 по 1989г. Появлению таких фондов способствовали следующие факторы.

Первым фактором была все возрастающая "изошренность" способов инвестирования, появление и широкое распространение широкого круга производных финансовых инструментов. Инвесторы искали все новые способы вложения средств и начали обращать все больше внимания на художественные произведения и антиквариат как на ценный актив, который может быть точно оценен и продан на специальном рынке.

Другим фактором было сосредоточение большого количества свободных финансовых средств в руках группы институциональных

инвесторов и некоторых физических лиц (что впоследствии привело к возникновению хедж-фондов). Указанные участники рынка имели возможность рисковать и стремились разнообразить традиционный инвестиционный портфель, состоящий из казначейских векселей и акций ведущих компаний.

Третьим фактором была все возрастающая инфляция, снижающая доходность инвестиционных портфелей. Кроме того, важную роль сыграло ограниченное количество значимых произведений искусства в открытой продаже, так как большинство работ, особенно старых мастеров, находилось в распоряжении музеев. Ну и конечно, наиболее важным было то, что стоимость практически всех шедевров неуклонно росла, редко стагнировала на одном уровне и практически никогда не снижалась.

Все это было подкреплено все более открытым доступом к информации о ценах произведений, созданием ряда арт-индексов и проведением анализа, который показал, что устойчивое увеличение цен на произведения искусства и антиквариат не всегда зависит от качества произведения или признанности работы или мастера.

Заключительным фактором, практически не обсуждаемым на ранних стадиях возникновения арт-фондов, было то, что инвестирование в предметы искусства с эстетической стороны гораздо более привлекательно, нежели вложения в мясные заводы или фьючерсы.

И все же на практике, например, в результатах работы BRPF, рынок акций при грамотном инвестировании продолжал приносить большой доход. Но, конечно, обычное инвестирование не имело такого широкого общественного резонанса и такого количества обсуждений в прессе.

Стоит также отметить отсутствие государственных фондов, специализирующихся на изобразительном искусстве как на объекте вложения средств, в отличие от существования таких фондов в области недвижимости или других активов.

Подъем экономики в начале тысячелетия, совпавший с значительным увеличением цен на работы старых и новых мастеров, спровоцировал новый подъем интереса к инвестированию в арт-объекты. Результатом стало появление арт-фондов в Европе и США.

И все же, в наше время рано говорить, что арт-фонды приобрели черты отдельной индустрии с собственным определенным кругом игроков, ясной системой определения цен и открытостью продаж.

Художественные фонды остаются в большей степени любопытством. И это вряд ли изменится в ближайшем будущем несмотря на объявления в 2008г., как и в в 1970-ых, 1980-ые и 1990-ые - что "искусство - самый новый класс актива" и что "цены этого рынка имеют только одно направление - все время вверх".

Структура арт-фондов.

Арт-фонды, как и хедж-фонды, существуют для того, чтобы обеспечить доход двум категориям людей: тем, кто имеет достаточно средств на покупку произведений искусства и тем, кто управляет фондом. На практике большинство управляющих фондом привлекают сторонних специалистов - поставщиков и оценщиков, чьи интересы не всегда совпадают.

Хотя арт-фонды и имеют дело с, фактически, духовными ценностями, с уникальными художественными творениями, которые могут быть признаны бесценными, основная цель их деятельности - получить доход. Фонды стремятся максимизировать доходность работ из их коллекции.

Разумеется, они не стремятся хранить эти работы в течении слишком долгого времени. Период хранения работ зависит от баланса между:

- давлением инвесторов (одно более терпеливы, чем другие);
- способов начисления доходов управляющим (иногда, помимо стандартной комиссии, взимают процент от прироста стоимости);
- пониманием того, когда наступит наилучшее время продавать активы, чтобы обеспечить максимальную доходность всем заинтересованным лицам.

Продажа работ, принадлежащих фонду, может происходить постепенно в течении жизни фонда, с повторной покупкой, если таковая будет выгодна фонду. Такие фонды меняют части коллекции в зависимости от видения рынка и от вхождения в фонд новых инвесторов. Существуют также фонды, которые удерживают коллекцию некоторое время, затем распродают и закрываются.

Государственное регулирование арт-фондов аналогично хедж-фондам. В настоящее время арт-фонды не ориентированы на инвесторов, предпочитающих низкий уровень риска из-за низких требований к созданию резервов.

Это также обусловлено стремлением снизить административные издержки. Легче получить капитал от небольшого количества богатых инвесторов, чем от большого количества бедных инвесторов. Богатые инвесторы более терпеливы и с меньшей вероятностью станут обременять управляющих фонда дополнительными издержками, связанными с преждевременным выходом из фонда. как следствие, такие фонды создаются единственным юридическим лицом (модель BRPF) или малым количеством инвесторов.

Основным преимуществом инвестирования в искусство является низкая корреляция цен на арт-объекты с ценами на другие инвестиционно привлекательные активы. В отличие от акций, стоимость ценных произведений фактически изолирована от изменчивости инвестиционных рынков и обеспечивает необходимую диверсификацию рисков в случае падения рынка.

Художественный рынок значительно менее изменчив и менее чувствителен к экономическим кризисам и политическим событиям. По сравнению со многими альтернативными инвестициями искусство также зачастую имеет более низкие транзакционные издержки.

Инвестирование в предметы искусства имеет как своих сторонников, так и противников. По мнению Эйлин Ченин, «утверждение, что 'Искусство -

хорошие инвестиции' обычно, означает: 'Некоторые произведения искусства были очень выгодным средством спекуляции'⁵⁰. Еще одно ее высказывание: «Одним из главных мифов, поддерживающих арт-рынок, является миф о том, что искусство непрерывно растет в цене. В 17 веке жил и творил итальянец по имени Гуидо Рени. Сейчас не много людей слышало о нем, но в конце 18-го столетия множество знатоков придерживалось мнения, что двумя выдающимися художниками Италии были Микеланджело и Рени. Но уже в 1950 году вы могли купить картину Рени за 500 долларов. Таким образом, идея неприкосновенности современного арт-рынка – фантазия».

И все же большинство коллекционеров ожидают, что покупатели, пришедшие на рынок после них, заплатят за аналогичные арт-объекты значительно больше. Ожидание увеличения цены в десятки и сотни раз весьма обычно для этого рынка.

Однако очевидно, что:

- не все работы будут оценены одинаково верно;
- стоимость даже общепризнанных шедевров может как расти, так и падать в короткое время, как, например, упали в цене картины импрессионистов в 1980-х после того, как в Японии лопнул пузырь на арт-рынке и кризиса на фондовом рынке Австралии;
- падение и подъем цен на картины в долгосрочной перспективе зависят от того, входит ли произведение в число общепризнанных шедевров или уже нет, например, цены на картины мастеров периода до Рафаэля начали терять стоимость по 1900 года и несмотря на все усилия коллекционеров так и не достигли значений, аналогичных 1890-м;
- спрос на некоторые работы зависит от географического положения рынка, т.е. степени его насыщенности и национальной культуры (например, в Японии наибольшим спросом пользуется французское искусство);
- приобретение предметов искусства и их обслуживание и хранение предполагает существенные финансовые затраты (экспертиза дорога и

⁵⁰ Eileen Chanin, *Collecting Art* (Roseville: Craftsman House 1990)

необходима из-за невысокой прозрачности рынка, аукционные дома и дилеры берут 10 % или больше от цены картины, не существует фиксированного потока дивидендов и т.д.);

- вероятность приобретения подделки все еще очень высока;
- хотя рыночная стоимость большинства произведений искусства действительно растет, стоимость других активов в то же самое время может также увеличиваться, причем гораздо более высокими темпами. Например, покупка картин Пикассо или Лендера в 1950-ых годах принесла бы значительную прибыль, если бы ее продали тридцать или пятьдесят лет спустя. Однако гораздо большую прибыль принесла бы покупка акций Ксерокс или IBM. Хотя, конечно, в последнем случае инвестору было бы необходимо проявлять гораздо большую активность и вовремя выйти из этих активов.

Согласно исследованиям Мозеса и Мея, за прошлую половину столетия американские акции (в соответствии с индексом S&P 500) имели среднюю доходность 10.9 % годовых. За тот же промежуток времени доходность вложений в произведения искусства составила 10.5% годовых с учетом того, что исследователи не учитывали различные дополнительные затраты, которые могут составлять до 20% от цены.

Управление арт-фондами.

Рассмотрим принципы работы арт-фондов. ***Управление фондом включает в себя решение ряда следующих задач, а именно:***

- привлечение капитала (проблема, решение которой является одной из самых сложных для некоторых фондов);
- регулярное общение с инвесторами;
- определение потенциальных приобретений;
- покупка работ над аукционом, в частной продаже или от коммерческой галереи;
- надзор за приобретенными работами (хранение, транспорт, страховка и безопасность);

- ведение переговоров с кураторами музеев и галерей, если работы будут выставляться;
- соответствие законодательству;
- определение времени продажи работ;
- непосредственная продажа и распределение доходов инвесторам (и другим юридическим лицам, таким как аукционный дом и налоговое агентство).

Отношения между менеджерами и инвесторами в арт-фондах аналогичны отношениям в хедж-фондах.

Инвесторы платят менеджерам за предоставленные услуги. Такие услуги включают: сбор капитала, покупку, хранение и выгодную продажу работ и другие задачи, рассмотренные выше. Некоторые фонды в своем уставе указывают, что менеджеры также обязаны вкладывать свои средства в фонд, чтобы разделить с инвесторами как прибыли, так и убытки.

Фонд Изобразительного искусства Филипа Хоффмэна (Philip Hoffman's Fine Art Fund), например, взыскивает ежегодную плату за управление фондом, эквивалентную 2% активов фонда, кроме того, фонду принадлежит 20% прибыли от продажи работ.

Функция инвесторов в таких фондах заключается в предоставлении капитала, достаточного для приобретения значимых работ или расширенного портфеля произведений. Инвесторы должны, в идеале, находиться в фонде в течение 5-10 лет. Доли в таком фонде не торгуются на вторичном рынке. Как и в хедж-фондах, деятельность арт-фондов не поддается огласке, вся информация имеет закрытый характер.

Ключевой трудностью, с которой сталкиваются создатели арт-фондов, является недостаточное количество капитала. На рынке нет массового инвестирования и его появление откладывается до того времени, пока арт-фонды не перестанут быть просто "игрушкой", а докажут свою способность быть действительно выгодным и надежным способом вложения средств.

Специалистов, работающих в художественных инвестиционных фондах условно можно разделить на три категории.

Первая категория - профессиональные инвестиционные советники - люди в дорогих костюмах, работающие в центральных финансовых институтах и советующие обеспеченным инвесторам способы можно сохранения и увеличения капитала.

Такие люди никак не связаны с рынком произведений искусства, для них это просто товар, покупка или продажа которого может принести прибыль.

Второй поток - специалисты, непосредственно связанные с искусством, бывшие кураторы галерей или сотрудники аукционных домов. Эта категория - своего рода связующее звено между первой категорией и техническими специалистами, функции которых будут обсуждаться далее. Это люди имеют расширенную сеть контактов в мире искусства, среди их знакомых множество ученых, хранителей, художников и журналистов. Такие сотрудники способны убедить клиента, что покупка картины какого-нибудь малознамого художника - не только выгодное вложение средств, но и способ приобщения к высшим духовным ценностям.

Третий поток - технические специалисты - проводят экспертизы полотен, обеспечивают им необходимые условия хранения, страхование и охрану. Данная категория наименее оплачиваемая, хотя множество дипломированных искусствоведов работают на подобных должностях. Эта работа позволяет им заниматься любимым делом и предоставляет возможность дальнейшего развития в арт-индустрии.

Индустрия арт-фондов.

В отличие от индустрии хедж-фондов, в которой действуют несколько тысяч фондов, проводятся многочисленные исследования и имеется достаточный уровень открытости, арт-фонды еще не достигли такого размаха.

Начинание BRPF не получило широкого продолжения среди других институциональных инвесторов. Многие финансовые учреждения рассматривали возможность создания таких фондов и многие отказывались от этой идеи, столкнувшись с трудностями привлечения финансирования или посчитав задачу создания такого фонда слишком трудоемкой.

Довольно часто некоторые частные сообщества объединяются для покупки отдельных работ и даже создают небольшой портфель.

Такие содружества - иногда называемые художественными клубами - создаются и для традиционного инвестирования в недвижимое имущество или другие активы. Такими клубами были клуб Peau de L'ours в 1890-х годах и Léon Lambert's art club в 1970-х (известный работам Джизэкометти и де Кунига, проданным через Искусство Артемиды, дилерскую компанию, открытую в 1970 Ламбертом и Дэвидом Карриттом), который объединял друзей и не имел профессионального управляющего.

В настоящее время довольно сложно определить, имеет ли место такая торговля, так как собственники знаменитых и не очень работ редко раскрываются аукционными домами и дилерами. Редко в средствах массовой информации появляются сообщения, по которым можно судить о наличии и объемах такой торговли и о масштабе сделок (например, сообщения в связи с разводами, мошенничеством и другими спорами).

Такие инвесторы, вероятно, руководствуются советами специалистов арт-рынка и не стремятся поместить средства в арт-фонды для профессионального и платного управления.

Стратегии арт-рынка.

Стратегии, используемые художественными фондами, имеют две основные формы.

Первая стратегия - это приобретение признанных шедевров, например, картин работы Пабло Пикассо, Френсиса Бэкона или Винсента Ван Гога. Фонды, придерживающиеся данной стратегии, приобретают картины, которые уже признаны выдающимися, не имеют сомнительного

происхождения (т.е. их вряд ли придется депортировать), прошли профессиональную экспертизу и имеют широкую известность (обеспеченную, в том числе, музеями, часто выставляющими частные картины). Такие произведения увеличивают свою стоимость быстрее, чем работы, не имеющие аналогичных качеств.

Например, предложение работ Бенкона ограничено и, как следствие, можно ожидать стабильный рост цен на его полотна. Но в то же время различные арт-индексы демонстрируют, что последние 30 лет динамика цен на полотна даже признанных мастеров, как Моне, не была стабильной. Цены то росли, то опускались и редко коррелировали с ценами на полотна других художников.

Вторая стратегия состоит в том, чтобы приобретать, хранить и затем продавать работы, стоимость которых предположительно сильно недооценена. Это работы тех художников, которые уже признаны стоящими, однако это не работы "первого ранга". Эти работы еще не перешли из частных галерей в государственные и не получили признания академических кругов (например, фотография в 1980-ых).

Это более опасная стратегия, потому что такие сделки основаны на умении сделать прогноз, что будет востребовано на рынке через пять, десять или двадцать лет. Несомненно, что в случае правильного прогноза такие работы покажут гораздо больший прирост стоимости за счет возрастающего спроса, чем "раскрученные" шедевры.

Вторая стратегия аналогична покупке акций только что вышедшей на рынок небольшой, но перспективной компании по сравнению с покупкой бумаг гиганта IBM. То есть, по аналогии, покупка такой "голубой фишки", как картины Ван Гога, конечно, обеспечит определенный доход, но не покажет такого увеличения стоимости, как работы менее видных художников, в случае повышения признания последних.

Некоторые фонды получают прибыль от предоставления своей коллекции в аренду. Например, арт-фонд Австралии (Australian unit trust

marketed (PDF)) в феврале 2008 года для оплаты услуг управляющих предоставлял свою коллекция в аренду собственным инвесторам, а также предоставлял им возможность при желании выкупить полотна.

Арт-фонду было также необходимо 25 миллионов долларов для приобретения коллекции Australian Art Investment Pty Ltd (учрежденным в 1997 году), которая состояла из 958 работ 119 художников. Главной причиной такого приобретения было ожидание значительного увеличения стоимости этих работ в будущем.

Арендная плата имеет размер от 15 до 20% от стоимости работы.

Издержки арт-фондов.

Вопреки существующим убеждениям, что управление арт-фондом имеет довольно низкие издержки, работа с произведениями искусства сопровождается довольно высокими издержками. Такие издержки могут лишить возможности инвесторов вернуть вложенные средства в случае, если выбор картины был неудачным.

Некоторые виды издержек специалисты арт-рынка стараются не разглашать.

Перечислим основные затраты арт-фонда. Это оплата труда менеджеров, советчиков и ряда других необходимых людей, от секретаря до журналиста и юриста. Часть средств уходит на рекламу фонда и отдельную рекламу картин, принадлежащих фонду, а также на поддержание отношений с клиентами (обеда и приемы).

Отдельную группу затрат представляют собой издержки на хранение, транспортировку и страховку картин. Не все инвесторы хотели бы видеть свой капитал висящим на стене офиса фонда или в доме управляющего. Хотя многие фонды, как уже отмечалось выше, предоставляют своим инвесторам возможность взять произведение искусства в аренду. В основном же картины хранятся в специальных хранилищах или выставляются в музеях и галереях.

Транзакционные издержки также занимают значительную долю затрат арт-фондов. Дилеры и аукционные дома взимают значительные комиссии,

доходящие иногда до 20% от цены работы. Кроме того, необходимо оплачивать национальные и местные налоги с продаж.

Примеры арт-фондов.

Инвестирование в искусство - это не легкий и надежный способ приумножить капитал. Это гораздо сложнее и интереснее инвестирования в акции или недвижимость.

Создание арт-фондов всегда привлекает внимание средств массовой информации, их работа (если, конечно, фонд афиширует свою деятельность) всегда широко обсуждается. Но, тем не менее, не многие фонды переходят от концепции к реальной работе.

Рассмотрим успехи и потери арт-фондов на примере компаний, реально работающих на рынке предметов искусства.

Пенсионный фонд British Rail (BRPF).

Исторически первым примером создания арт-фонда считается Клуб искусства По де Лура (Peau de L'ours art club), действующий в 1900-х годах. Но действительным предшественником современных арт-фондов можно назвать деятельность на рынке предметов искусства BRPF, пенсионного фонда, ответственного за обеспечение старости сотрудников одного из крупнейших работодателей Великобритании.

Итак, первой компанией, выступившей как арт-фонд, был Пенсионный фонд British Rail (BRPF) ⁵¹.

В 1974 году на фоне все возрастающей инфляции и роста цен на картины, скульптуры и прочего антиквариата, управляющие фондом решили рискнуть и инвестировали небольшую часть капитала в покупку предметов искусства. Эти инвестиции планировались как долгосрочные, на срок не менее десяти лет. Фонд скупал объекты на аукционах и через дилеров с точным намерением последующей продажи активов.

Опекуны фонда одобрили вложение сорока миллионов фунтов стерлингов арт-объекты для диверсификации инвестиционного портфеля

⁵¹ <http://www.caslton.com.au/artfundsnote2.htm>

фонда. Аукционный дом Sotheby's был выбран в качестве советчика фонда (спорное решение, способствующие развитию возможности конфликта интересов, подкрепленное примерами недостойного поведения аукционных домов).

В 1974 году BRPF инвестировал часть своих активов в небольшой портфель предметов искусства. В 1980 Фонд объявил, что он не будет делать дальнейшие покупки предметов искусства, приобретя приблизительно 2 500 объектов. (Некоторые наименования, такие, как рукопись за 105 600 US\$, проданная Библиотекой Фолджера Шекспира, были куплены после указанной даты, чтобы "закруглить коллекцию".) Его активы включали импрессионистов и современные картины, серебро, мебель, рукописи и восточную керамику. Хотя вложения предполагались долгосрочными, BRPF последовательно ликвидировал активы в течение 1980-ых, отражая изменения состава менеджеров Фонда, растущих цен и критики, что вложение в искусство было несоответствующим. Начальные продажи приблизительно 1 000 предметов в общей сумме составили US\$24 миллиона. Доходность составила приблизительно 11 % в год, менее чем от торговли акции. Однако, в 1989 в разгаре художественного бума того десятилетия BRPF продал 25 картин за £34,8 миллиона, обеспечив доходность в 20%. Оставшиеся активы были проданы в течение следующего десятилетия, обеспечив совокупный доход 11.3 % с 1974 до 1999. По оценке экспертов, столь низкая общая доходность была связана с неудачным выбором времени продажи предметов искусства.

Низкая доходность инвестиций BRPF была удовлетворительным результатом работы арт-фонда по сравнению с катастрофическими потерями другого крупного инвестора.

Фонд банка крупнейшего французского банка БНП Парибас (BNP Paribas Fund (BNPPF)) потерял более 40% своих инвестиций в произведения искусства (общий размер которых составлял 8 миллионов долларов). Эти потери аналогичны потерям хедж-фондов в 2007 году. Причиной

неэффективности работы фонда эксперты называют слишком высокие цены покупки картин и антиквариата и плохое планирование продаж.

В 2000-х годах известно о более чем 50 сделок с предметами искусства как небольших арт-фондов, так и отдельных клиентов крупных банков.

Фонд на острове Джерси.

В настоящее время в мире известен единственный фонд, специализирующийся на операциях с предметами искусства. Фонд зарегистрирован на острове Джерси и управляется специализированной компанией Artistic Investment Advisers Ltd.

Фонд, который имеет сумму минимальных инвестиций в размере £100К и нацелен на людей очень богатых и институциональных инвесторов, стремится бросить вызов традиционной модели 'купить и держать' предыдущих поколений инвестиционных фондов. Фонд предлагает инвесторам возможность вероятного, высокого дохода, за трехлетний закрытый период. Фонд нацелен на доходность 30 % в год⁵².

У фонда есть обширная база данных художников, продавцов и покупателей предметов искусства. По словам руководителей фонда, оценка объектов инвестирования осуществляется по стандартным объективным принципам. Принципы получения дохода такие же, как и у художественных галерей и аукционов, без присущих им накладных расходов. Дополнительные доходы инвесторы получают благодаря опыту инвестиционных управляющих, которые подбирают для инвестиций высококачественные недооцененные объекты.

Полученная таким образом дополнительная прибыль в конечном итоге достается инвесторам фонда. Снижение рисков, характерное для инвестиций в предметы искусства достигается благодаря синтетическому хеджированию. Обычно инвестиционные фонды, покупающие предметы искусства, не используют современные технологии активной торговли и методики

52

http://www.bobsguide.com/guide/news/2007/May/21/ARTISTIC_INVESTMENT_ADVISERS_LAUNCHES_FIRST_ART_FUND_WITH_A_HEDGING_MECHANISM.html

определения удачных моментов для продажи товара. Запуская первый фонд с механизмами хеджирования, управляющая компания надеется удовлетворить желание инвесторов вкладывать средства в инструменты, не зависящие от состояния традиционных рынков акций и облигаций.

На момент создания фонда рынок предметов искусства переживал настоящий бум. Всемирно известный аукцион Sotheby's установил новый рекорд, продав за вечер предметов искусства на сумму более четверти миллиарда долларов⁵³.

Арт-фонды могут иметь в составе своих активов не только произведения искусства и антиквариат, но и драгоценные камни и поэтому являются прекрасным примером новых возможностей инвестирования. Арт-фонды можно считать следующей ступенью после традиционного инвестирования на пути к секьюритизации рассматриваемой группы нефинансовых активов.

3.2 Нефинансовые активы и секьюритизация

Одним из способов вывода нефинансовых активов на биржу является секьюритизация. В последнее время появляется все больше и больше информации о функционировании арт-рынков и рынков драгоценных камней, информация о покупателях и продавцах становится все более доступной, что способствует новому витку развития этих рынков.

Рассмотрим возможные механизмы секьюритизации с участием нетрадиционных активов.

Ценные бумаги, созданные на основе будущих поступлений от продаж нефинансовых активов, необходимо объединять в пулы. В структуре пула выделяют группы бумаг с различным сроком погашения (транши). Сроки погашения для таких активов, как предметы искусства, драгоценные камни и антиквариат, определяются сроками ориентировочной продажи актива.

⁵³ http://www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp?content_id=185762

Получается, что ценные бумаги, созданные на основе рассматриваемой группы нефинансовых активов, будут представлять собой долгосрочные облигации с нулевым купоном (аналогичные казначейским облигациям США).

Можно предположить создание и другого варианта ценной бумаги, в основе которой лежат нефинансовые активы. Например, собрать в пул активы с разными сроками погашения (то есть с различными сроками продажи), и после очередной сделки из полученной прибыли выплачивать купон владельцу облигации. Получается, например, что это облигация ни на одну картину (например, бумага, подтверждающая владение одним квадратным сантиметром картины Пабло Пикассо), а на совокупность активов, среди которых могут быть и драгоценные камни, и старинная керамика, и антикварная мебель, и полотна известных художников. Разумеется, желательно, что стоимость отдельных работ в пуле была примерно одинаковой.

Таким образом, в общих чертах процесс секьюритизации рассматриваемых нефинансовых активов можно представить следующим образом. Компания выбирает активы для приобретения и считает их совокупную стоимость, затем решает, какое количество бумаг ей выпускать, делит совокупную стоимость активов на предполагаемое число ценных бумаг и получает стоимость одной бумаги. Затем эти бумаги предлагаются для покупки инвесторам. Чем меньше стоимость бумаги, тем больший круг потенциальных инвесторов можно охватить.

Затем компания рассчитывает потоки платежей от продажи отдельных предметов таким образом, чтобы полученную прибыль распределять среди инвесторов (конечно, за вычетом комиссии управляющим), а полученные назад денежные средства вкладывать в следующий актив.

Таким образом, этот процесс будет удовлетворять основным требованиям к секьюритизированным активам, а именно:

- потоки платежей по облигациям будут регулярными и прогнозируемыми с определенной точностью;

- активы будут иметь достаточную маржу по входящему и исходящему потоку.

Подобную финансовую операцию способна провести только крупная финансовая компания, имеющая широкий список клиентов и прочную репутацию на рынке. Такая компания будет внушать доверие инвесторам и привлечет гораздо большее количество денежных средств, ведь не стоит забывать, что, как показывает опыт, секьюритизация выгодна только при проведении ее в больших масштабах. Но у компании, не имеющей достаточно высокого уровня деловой репутации, также есть возможность проводить подобные операции через, ставшей классической, схему создания специального юридического лица. Рейтинг у вновь созданной компании, как и в случае секьюритизации долгов, может быть значительно выше рейтинга «материнской».

Условия конечной продажи бумаг могут быть аналогичны условиям существующих инвестиционных фондов. Как известно, существуют закрытые, открытые и интервальные инвестиционные фонды.

- **Открытые.** В открытых инвестиционных фондах инвестор вправе в любой рабочий день требовать от управляющей компании возврата вложенных средств с установленным доходом и прекращения тем самым отношений между ним и управляющей компанией или возврата только части денежных средств.

- **Закрытые.** В закрытых инвестиционных фондах, владелец не вправе требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления инвестиционным фондом до истечения срока его действия.

- **Интервальные.** В интервальных инвестиционных фондах владелец вправе в течение установленного срока требовать от управляющей компании возврата вложенных денежных средств и прекращения тем самым договора

доверительного управления между ним и управляющей компанией или возврата части денежных средств.

Наиболее удобным с точки зрения управляющей компании является закрытая форма. Это позволит менеджерам строить наиболее вероятные долгосрочные прогнозы по продаже и приобретению активов.

В 2009г. ФСФР выпустила приказ о внесении изменений в Положение о составе и структуре активов ПИФов. Теперь у управляющих компаний появилась возможность привлекать средства пайщиков для вложений в предметы искусства и антиквариат. На средства ПИФов, занимающихся инвестициями в антиквариат, предполагается покупать картины, скульптуру, почтовые марки, иконы, гравюры, предметы декоративно-прикладного искусства, антикварные книги, рукописи, старинные монеты, исторические документы, медали, ордена и другие предметы коллекционирования. Помимо перечисленного антикварные ПИФы могут вкладывать средства в покупку уникальных музыкальных инструментов, киноматериалы, редкие и ценные фотографии, видеоархивы.

Одним из условий является то, что в течение определённого календарного года средства, которые находятся в виде вкладов одной кредитной организации, имеют право составлять не более 25 процентов общей стоимости фондовых активов. Что касается художественных богатств, то их справедливая оценочная стоимость не должна быть меньше 40 процентов от общей стоимости активов.

При этом необходимо наличие письменного заключения по итогам проведения технико-технологической экспертизы и искусствоведческой экспертизы. Кроме того, художественная ценность должна быть застрахована страховщиком, обязательства по страховым выплатам которого перестрахованы иностранной страховой организацией, имеющей международный рейтинг долгосрочной кредитоспособности не ниже уровня «BBB-» по классификации Fitch Ratings или Standard & Poor's, либо не ниже уровня «Baa3» по классификации Moody's Investors Service.

При инвестировании в антиквариат и предметы искусства для управляющей компании есть важное уточнение – приобретаемые вещи должны находиться на территории РФ и быть движимым имуществом. Также предполагается проводить ежеквартальную экспертизу и переоценку ценностей фондов. Принятие соответствующих изменений свидетельствует о том, что интерес к инвестированию в арт-активы увеличивается.

Преимущества инвесторов при вложении денежных средств в бумаги, созданные на основе секьюритизации рассмотренных нефинансовых активов, следующие.

1. Снижение риска, достигаемое путем диверсификации (вложение в большое число различных активов), которая уменьшает или сводит на нет специфические риски инвестиций.

2. Новые возможности. Инвестор получает возможность стать участником рынка, который был бы ему недоступен из-за недостаточности денежных средств.

3. Профессиональное управление. Обладание доступной информацией и ее анализ — это ключ к выбору инвестиций и управлению ими. Объем и сложность доступной информации таковы, что мелкий инвестор-любитель все в меньшей мере способен ее осмыслить. Большинство людей не имеют достаточно времени, желания и профессиональных знаний для того, чтобы заниматься этим.

4. Регулирование. Если подобный финансовый институт будет иметь место, его деятельность будет регулироваться соответствующим законодательством. Как показывает практика, государственное регулирование коллективных инвестиций гораздо серьезней регулирования отдельных сделок (то есть при покупке облигации, в основе которой лежит художественная ценность, инвестор гораздо более защищен, чем при покупке самой ценности).

Таким образом, на фоне нехватки надежных и прибыльных предметов инвестирования и с целью разнообразия инвестиционного портфеля все

больше и больше инвесторов стремится выйти на рынок нетрадиционных активов. Этот процесс способствует развитию института секьюритизации нефинансовых активов.

Секьюритизация активов интеллектуальной собственности.

Активы интеллектуальной собственности, как и многие другие виды активов, могут быть превращены в товар. Для этого существует множество разнообразных способов. Например, интеллектуальная собственность может быть продана, сдана во временное пользование через продажу лицензии, может быть использована как залог для получения финансирования.

Таким образом, в интеллектуальной собственности можно видеть не только правовой актив, но и финансовый инструмент.

Одна из новейших тенденций в сфере секьюритизации - секьюритизация активов интеллектуальной собственности. Даже в развитых странах это достаточно новое явление – частичное или полное кредитование под активы интеллектуальной собственности. В то же время в сфере музыкального бизнеса, в секторе высоких технологий и среди малых и средних интернет-компаний залоговое обеспечение коммерческих кредитов в виде права на владение долей в интеллектуальной собственности становится все более широкой практикой.

Как отмечалось ранее, по сути, секьюритизация – объединение различных финансовых активов и выпуск на основе этих активов новых ценных бумаг. Такими активами могут быть любые претензии, подразумевающие предсказуемые потоки наличности. Получается, что секьюритизация возможна для будущей уплаты роялти от лицензированного товарного знака, патента, музыкальных сочинений и т.д. Одной из самых известных подобных секьюритизаций связана с выплатой роялти Дэвидом Боуи (David Bowie), рок-музыкантом из США. В 1997 г. музыкант выпустил облигации на общую сумму в 55 млн. долл, обеспеченные будущими доходами от изданных песен. Упомянем также компанию Marvel - издателя популярных комиксов, финансирующую свои фильмы за счет средств,

полученных от секьюритизации будущих доходов. В сентябре 2002г. сеть магазинов одежды Candies выпустила облигации, обеспеченные доходом от их логотипа и лицензий.

После кризиса 2008 года почти исчезнувший рынок облигаций, обеспеченных нефинансовыми активами, быстро возрождается – правда, пока только на Западе.

Летом 2009г. Morgan Stanley приступил к секьюритизации интеллектуальной собственности американской биотехнологической компании Vertex Pharmaceuticals, которой необходимо \$250 млн на продвижение нового препарата против гепатита С. Это уже 18-ая подобная сделка Morgan Stanley с производителями лекарств: банку удалось совершить пять аналогичных сделок в 2008 году, которые были завершены до банкротства Lehman Brothers и обвала долговых рынков. Как сообщает Fitch, практически все сделки по секьюритизации интеллектуальной собственности проводились в частном порядке и, следовательно, информация по таким сделкам закрыта для третьих лиц.

В настоящее время из-за ограниченности сферы продавцов и покупателей размеры рынка ценных бумаг, основанных на активах интеллектуальной собственности, являются весьма ограниченными. Основным источником получения средств предприятиями рассматриваемой сферы все еще остаются обычные виды кредитования. Практика предоставления кредитов на основе только интеллектуальной собственности чаще используется венчурными инвесторами, чем банками. Такие активы должны иметь доказанную ликвидность, долговечность (как минимум на период выплат) и возможность продажи на рынке в случае утраты права пользования или банкротства. Кроме того, активы интеллектуальной собственности должны получить отдельную от бизнеса оценку. По мнению Всемирной организации интеллектуальной собственности, учитывая все увеличивающиеся масштабы обмена интеллектуальной собственностью через Интернет, можно ожидать, что со временем заинтересованные лица

будут обращать все больше внимания на возможности использования активов интеллектуальной собственности в финансировании создания и расширения предприятий. И, как следствие, по мере расширения финансовых потоков, порождаемых интеллектуальной собственностью, будет возникать все больше возможностей для секьюритизации⁵⁴.

⁵⁴ www.wipo.int

Заключение

Основной целью магистерской диссертации было изучение возможности использования нефинансовых активов в качестве обеспечения облигаций, то есть изучение процесса секьюритизации, в основе которой лежат нетрадиционные активы.

В основе работы - глубокое исследование сущности процессов секьюритизации, уровня развития секьюритизации в российской и мировой экономике. Секьюритизация начала свою историю с ипотечных активов. Основные преимущества сделок секьюритизации, а именно, возможность диверсификации источников финансирования для originаторов и разнообразие портфеля для инвесторов, снижение кредитных рисков по секьюритизируемым активам и т.д., были оценены как инвесторами, так и originаторами и секьюритизация получала все большее и большее развитие. Сделки стали проводиться и с неипотечными активами, такими, как государственные долги, автокредиты и т.д. Таким образом, секьюритизация превратилась в один из высокоэффективных инструментов финансового рынка. В России, не смотря на некоторое количество сделок, уровень развития секьюритизации не высок и имеет существенный потенциал к росту. Объемы сделок секьюритизации в США и ЕС значительно превышают российские показатели.

Центральное место занимает рассмотрение таких нефинансовых активов, как предметы искусства и драгоценные камни. Эти активы как предмет инвестирования еще не до конца изучены, их ценообразование и условия купли-продажи не устоялись.

Наиболее изученным из рассматриваемых активов являются предметы искусства, под которыми, в основном, понимают картины. Именно на стоимости полотен основываются исследователи рынка. В работе рассмотрены такие методы анализа рынка предметов искусства, как арт-

индексы и математическая модель оценки стоимости картины. Главный вывод – индекс цен на акции и индекс цен на картины имеют отрицательную корреляцию, что подтверждает важность вложений в арт-объекты для диверсификации портфеля.

Драгоценные камни также имеют существенную ценность как объект инвестирования. Рынок драгоценных камней – это, прежде всего, рынок алмазов. В настоящее время рынок алмазов остается, большей частью, закрытым. Как показало данное исследование, именно информационная замкнутость данного рынка тормозит его развитие. Тем не менее, уже сейчас существуют способы анализа рынка драгоценных камней через индексы и информацию и ценах купли-продажи.

Антиквариат, хоть и рассматривался отдельно в рамках данной работы, все же имеет многие сходные черты с таким активом, как предметы искусства и отделить один актив от другого часто очень сложно. Старинная мебель, фарфор и книги также могут быть причислены к предметам искусства. Но, как показало данное исследование, способы оценки предметов антиквариата не так хорошо разработаны, как способы оценки картин.

Особое место занимает секьюритизация такого актива, как интеллектуальная собственность. Сделки секьюритизации с этим активом уже проводились и проводятся. Интеллектуальная собственность доказала свою привлекательность для инвесторов как высокодоходный объект капиталовложений.

В третьей главе диссертации уделено большое внимание такому способу инвестирования в нефинансовые объекты, как арт-фонды. Такие фонды до кризиса имели достаточно широкое распространение в США и ЕС и, ожидается, что с восстановлением мировой экономики продолжат свое развитие и станут основой для последующей секьюритизации рассматриваемых нефинансовых активов. Одним из недостатков арт-фондов является необходимость располагать большим количеством денежных

средств для участия в фонде, но ожидается, что в дальнейшем эта проблема будет решена, в том числе, путем секьюритизации.

Стоит заметить, что одной из важнейших проблем, стоящих сегодня перед выходящей из кризиса Россией, является обеспечение экономического роста. Мировой опыт показывает, что достижение этой цели в значительной степени зависит от процесса привлечения свободных денежных средств широких слоев населения, их аккумуляции и использования в качестве инвестиций с целью дальнейшего направления их в производственную и социальную сферу.

Опыт зарубежных стран свидетельствует о высокой инвестиционной значимости сбережений населения и необходимости развития массового инвестирования. Так как большинство мелких инвесторов не склонны к риску, объект инвестирования должен отличаться высокой надежностью. Перспективы у рассматриваемых нефинансовых активов стать таким объектом очень велики, а включение данных активов в процесс секьюритизации поможет им стать доступным для широкого круга инвесторов. Конечно, такое инвестирование фактически лишит их эстетического удовольствия от обладания ценным предметом, зато даст возможность участникам рынка, не владеющим значительными объемами денежных средств, диверсифицировать свой портфель путем вложений в нетрадиционные активы.

Научная новизна работы состоит предложении новых способов эффективного инвестирования. Результаты проведенного исследования говорят о высокой перспективности инвестирования в такие нефинансовые активы, как предметы искусства, драгоценные камни, антиквариат и интеллектуальная собственность.

Список литературы

1. Указ Президента РСФСР №214 от 15 ноября 1991 г. «О добыче и использовании драгоценных металлов и алмазов на территории РСФСР»
2. Постановление Правительства РФ №1157 от 25 ноября 1995 г. «О дополнительных мерах по развитию рынка драгоценных металлов и драгоценных камней в Российской Федерации»
3. Федеральный закон от 10 июля 2002г. №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»
4. Указ Президента РФ от 10 октября 2002 г. «Положения о ввозе в Российскую Федерацию и вывозе из Российской Федерации природных алмазов и бриллиантов».
5. Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. N 152-ФЗ "Об ипотечных ценных бумагах"
6. Федеральный закон от 28 августа 2009 года № 1268-р «Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств»
7. Бэр Ханс Питер. Секьюритизация активов, Волтерс Клувер, 2007.- 628 стр.
8. Ван Хорн Дж. Основы управления финансами. -М.: Финансы и статистика, 1996.- 456 стр.
9. Воронцовский А.В. Инвестиции и финансирование. - СПб.: СПб. ун-т, 1998. – 345 стр.
10. Гусаков В., Еропкин Д. Применение секьюритизации при реструктуризации банков. Опыт реструктуризации банка «Российский кредит» //РЦБ. 2001. № 4. С. 8—10.
11. Демушкина Е. Концептуальные подходы к определению правового статуса ипотечных ценных бумаг // РЦБ. 2004. № 1—2. С. 67—72.
12. Денисов Д., «Бином оффшора», «Бизнес-журнал» № 23, 2005
13. Мамай П. Облигации ООО «Русский Стандарт-Финанс» – российский дебют обеспечения активами // РЦБ. 2002. № 17. С. 36-40.
14. Меньшикова А., Развитие секьюритизации в России // Корпоративный юрист, №7, 2006 г.
15. Мельникас М., Сушкова Е. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России //РЦБ. 2003. № 3. С. 42—47.
16. Альтернативные инвестиции: Пикассо бросает вызов S&P // К2Капитал, 2005.
17. Завьялова В., Инвестиции в искусство: прибыль для терпеливых // One 2 one magazine, 2008, №1
18. Национальная Фондовая ассоциация, аналитический доклад «Секьюритизация активов в России», 1.09.2006 г.
19. Национальная Фондовая ассоциация, аналитический доклад «Секьюритизация активов в России», 1.09.2008г.

20. Павлов Ш., 2004, Заговор на Арт-рынке // Сообщение, №5.
21. Панкова А., Искусство инвестирования в искусство // One 2 one magazine, 2007, №4.
22. Суворов Г. И еще раз об ипотечных ценных бумагах // One 2 one magazine, 2007, №4.
23. www.alrosa.ru
24. www.alglib.sources.ru/statistics/correlation.php
25. www.artasanasset.com/main/computation.php
26. www.artinvestment.ru
27. www.americansecuritization.com
28. www.artscouncil.org.uk
29. www.bobsguide.com/guide/news/2007/May/21/ARTISTIC_INVESTMENT_ADVISERS_LAUNCHES_FIRST_ART_FUND_WITH_A_HEDGING_MECHANISM.html
30. www.book-hunter.com
31. www.businessart.ru
32. www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm
33. www.ceo.ru
34. www.diamanters.ru/investment.htm
35. www.diamond-chamber.ru
36. www.diams.ru/cena-brillianta
37. www.diams.ru/ceni-na-brillianti-v-Rossii
38. www.directorinfo.ru
39. www.europeansecuritisation.com
40. www.en.wikipedia.org
41. www.skatepress.com/?cat=2
42. www.investopedia.com/terms/c/cml.asp#
43. www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp?content_id=185762
44. www.investopedia.com
45. www.smoney.ru/quotes/list.shtml
46. www.spekulant.ru/modules/archive/2004_09_st1.html
47. www.moneyinrussia.ru
48. www.k2kapital.com:81/news/
49. www.financial-dictionary.thefreedictionary.com/Securitisation
50. www.fundshub.ru
51. www.GIF.ru
52. www.gemology.ru
53. www.gaap.ru
54. www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp?content_id=185762
55. www.perfekt.ru/dict/invest/
56. www.raexpert.ru
57. www.rapaportdiamondreport.com
58. www.russiansecuritisation.ru
59. www.skatepress.com/?cat=1
60. www.skatepress.com/?cat=2

61. www.standardandpoors.ru
62. www.smoney.ru/quotes/list.shtml
63. www.securitization.net
64. www.theartfund.co.uk
65. www.vedomosti.ru/quotes/list.shtml
66. www.wipo.int
67. www.wfdb.com
68. Ackerman S. (1986), *Smart Money and Art: Investing in Fine Art*, New York: Station Hill Press.
69. Art Research Digest Collection (2000), *Investing in Arts: How to Carry out a School Arts and Compile an Arts Statement*, London: Royal Society of Arts.
70. Bolger J. (2006), *Is It Just Art, or Is t Investment?*, The Times, April, 17.
71. Campbell M. (2004), *The Art of Portfolio Diversification*, Maastricht University.
72. Gross D. (2006), *Is Art a Good Investment?*
73. Lacey R. (1998) "Sotheby's: Bidding For Class", Little Brown & Co.
74. Mei J. and Moses M. (2005), *Beautiful assets, Art as an investment*, Art focus.
75. Opdyke J. (2005), *Funds Target Art as New Asset Class*, Wall Street Journal, November, 10.
76. Pesando J. (1993), *Art as an Investment: The Market for Mordern Prints*, American Economic Review, December, 83, pp. 1075-1089.
77. Spiegler M. (2006), *Five Theories on Why the Art Market Can't Crash*, New York Magazine, March, 27.

Приложение А

Публичные компании арт-рынка

Компания	Биржа и валюта	Доходность на март 2010г.	Среднегодовая доходность за 2010г.	Цена на 31.03.2010г.	Рыночная капитализация на 31.03.2010г. (млн. \$)
Sotheby's	NYSE/USD	7.4%	48.6%	33.40	10.01
Artprice.com	Paris/EUR	6.4%	-7.6%	12.15	6.61
Artnet	Frankfurt/EUR	2.7%	-10.6%	6.35	4.48
Collectors Universe	NASDAQ/USD	24.5%	50.5%	14.07	3.85
Mallett	London/GBP	-4.2%	-13.0%	1.88	1.58
Finarte Casa d'Astre	Milan/EUR	0.6%	-21.5%	0.23	0.21
Camera Work	Frankfurt/EUR	-1.6%	-7.6%	6,619.00	5,814.81
Art Vivant	Tokyo/JPY	1.4%	12.1%	3.06	2.26
Seoul Auction	Seoul/WON	26.7%	68.0%	4.04	1.96
Stanley Gibbons	London/GBP	33.0%	23.9%	315.83	207.95
Skate's Art Stocks Index		21,5%	24,9%	143,4	2,752

Приложение Б

Список 30 самых дорогих художников по версии Skatepress

Rank	Artist	№ of works in Skate's Top 1000	Average price, USD	Total value, USD
1	Pablo Picasso	119	17,877,312	2,127,400,064
2	Claude Monet	74	14,604,713	1,080,748,800
3	Vincent van Gogh	25	30,328,886	758,222,144
4	Paul Cézanne	35	17,711,990	619,919,680
5	Francis Bacon	27	21,799,620	588,589,760
6	Andy Warhol	44	12,362,550	543,952,192
7	Pierre-Auguste Renoir	30	16,967,096	509,012,896
8	Henri Matisse	31	14,293,645	443,103,008
9	Amedeo Modigliani	28	14,562,088	407,738,464
10	Mark Rothko	22	17,454,994	384,009,856
11	Edgar Degas	27	12,488,934	337,201,216
12	Alberto Giacometti	22	15,298,260	336,561,728
13	Gustav Klimt	9	35,004,008	315,036,064
14	Paul Gauguin	17	17,591,144	299,049,472
15	Willem de Kooning	21	12,982,187	272,625,920
16	Fernand Léger	19	13,190,034	250,610,656
17	Edouard Manet	7	24,535,400	171,747,792
18	Joan Miró	16	10,083,512	161,336,192
19	Rembrandt Harmensz van Rijn	8	18,869,626	150,957,008
20	Canaletto	10	14,438,379	144,383,792
21	Egon Schiele	11	12,983,459	142,818,048
22	Constantin Brancusi	8	16,779,526	134,236,208
23	Piet Mondrian	9	14,084,903	126,764,128
24	Lucian Freud	10	12,577,722	125,777,216
25	Jean-Michel Basquiat	11	9,760,561	107,366,176
26	Jasper Johns	8	12,802,213	102,417,704
27	Gerhard Richter	9	11,153,148	100,378,336
28	Edvard Munch	7	14,233,101	99,631,712
29	Sir Peter Paul Rubens	3	32,728,424	98,185,272
30	Roy Lichtenstein	11	8,748,092	96,229,008

Приложение В

Шкала Раппорта

RAPAPORT DIAMOND REPORT

Tel: 877-987-3400 www.RAPAPORT.com Info@RAPAPORT.com

November 6, 2009 : Volume 32 No.43: APPROXIMATE HIGH CASH ASKING PRICE INDICATIONS : Page 1

NEW YORK ASKING PRICES: Round Brilliant Cut Diamonds per "Rapaport Spec 2" in hundreds US\$ per carat.

News: U.S. pre-holiday demand weak and problematic as Oct. retail sales come in flat for the majors. Jewelers keep inventories tight and promote competitive discounts to entice early shopping. Gold sets record (\$1,099/oz) as dollar remains weak. Stable demand for caratats in Far East with shortages in G-I goods. Demand weakens for 2cts+. Strong domestic Indian demand for melee/stars with shortages in lower qualities. Signet 3Q sales -2.5% to \$614 mil. same-store sales -1.9%. Belgium Oct. polished exports -13% to \$786 mil., rough imports +11% to \$747 mil. ALROSA narrows FY09 loss 40% to \$303 mil. in 3Q. Kimberley Process keeps Zimbabwe and pledges to monitor Marange diamonds. Israel to hold KP chair with DRC as vice chair in 2010.

RAPAPORT : (.01 - .03 CT.) : 11/06/09										ROUNDS			RAPAPORT : (.04 - .07 CT.) : 11/06/09									
	IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3					
D-F	8.5	7.4	6.1	5.5	4.9	4.2	3.9	2.7		D-F	8.9	7.7	6.3	5.8	5.1	4.5	4.1	3.0				
G-H	7.4	6.6	5.5	4.9	4.3	3.8	3.4	2.5		G-H	8.0	7.0	5.7	5.2	4.6	4.1	3.7	2.6				
I-J	6.7	6.0	5.0	4.4	3.9	3.5	3.1	2.1		I-J	7.0	6.2	5.2	4.7	4.2	3.8	3.4	2.3				
K-L	5.0	4.3	3.6	3.3	2.8	2.2	1.8	1.4		K-L	5.3	4.6	4.0	3.6	3.1	2.6	2.3	1.6				
M-N	3.7	2.9	2.3	2.0	1.6	1.3	1.1	0.9		M-N	3.9	3.4	2.6	2.4	2.0	1.8	1.4	1.0				

RAPAPORT : (.08 - .14 CT.) : 11/06/09										ROUNDS			RAPAPORT : (.15 - .17 CT.) : 11/06/09									
	IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3					
D-F	11.3	9.8	8.2	7.3	6.6	5.5	4.6	3.5		D-F	15.3	13.2	10.2	8.7	7.2	5.9	4.8	3.7				
G-H	10.2	8.4	7.3	6.6	6.0	4.9	4.0	3.1		G-H	13.7	11.4	9.2	7.4	6.4	5.2	4.3	3.3				
I-J	9.0	7.2	6.5	5.9	5.2	4.3	3.6	2.7		I-J	11.2	9.7	7.9	6.7	5.7	4.6	3.9	3.0				
K-L	6.8	5.8	4.9	4.3	3.6	3.0	2.4	1.8		K-L	8.6	7.2	5.9	5.2	4.2	3.3	2.6	1.9				
M-N	4.8	4.0	3.5	3.1	2.8	2.3	1.7	1.3		M-N	5.7	4.8	4.0	3.5	3.2	2.6	1.8	1.4				

*It is illegal and unethical to reproduce this price sheet. Please do not make copies. © 2009

RAPAPORT : (.18 - .22 CT.) : 11/06/09										ROUNDS			RAPAPORT : (.23 - .29 CT.) : 11/06/09									
	IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3		IF-VVS	VS	S11	S12	S13	I1	I2	I3					
D-F	16.0	13.6	11.5	10.0	8.9	6.7	5.6	4.0		D-F	23.2	17.5	14.0	11.5	10.0	8.1	6.7	4.8				
G-H	14.5	12.5	10.6	9.3	7.9	6.0	5.1	3.5		G-H	18.1	14.8	12.5	10.7	9.5	7.8	6.5	4.2				
I-J	12.0	10.5	9.0	8.0	6.8	5.3	4.3	3.1		I-J	14.1	11.6	10.5	9.5	8.5	6.7	5.2	3.3				
K-L	10.0	8.2	7.4	6.3	5.6	4.3	3.3	2.2		K-L	11.5	10.0	8.6	8.1	7.2	5.5	4.2	2.8				
M-N	8.3	6.6	5.9	5.1	4.5	3.2	2.5	1.6		M-N	9.5	8.5	7.1	6.1	5.6	4.2	3.0	2.1				

Very Fine Ideal and Excellent Cuts in 0.30 and larger sizes may trade at 10% to 20% premiums over normal cuts.

RAPAPORT : (.30 - .39 CT.) : 11/06/09													ROUNDS			RAPAPORT : (.40 - .49 CT.) : 11/06/09												
	IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	S11	S12	S13	I1	I2	I3		IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	S11	S12	S13	I1	I2	I3					
D	45	37	32	28	26	20	17	15	13	10	7		D	52	44	38	34	28	22	20	18	14	11	8				
E	38	34	29	26	24	19	16	15	12	9	6		E	44	39	34	32	27	21	18	17	13	10	7				
F	36	33	27	24	22	18	15	14	11	8	6		F	42	38	33	30	25	20	17	16	13	10	7				
G	33	29	25	22	19	16	14	13	10	8	5		G	38	33	29	26	22	19	16	15	12	9	6				
H	29	26	23	20	17	15	13	12	9	7	5		H	34	31	27	24	20	18	15	14	11	9	6				
I	24	21	20	18	15	14	12	11	9	7	5		I	29	26	24	21	18	16	14	13	10	8	6				
J	18	17	16	14	13	12	11	10	8	7	4		J	23	21	20	17	15	14	13	12	9	8	5				
K	16	15	14	12	11	10	9	9	8	6	4		K	21	19	18	15	14	12	11	10	8	7	5				
L	13	12	12	11	11	10	9	7	6	5	3		L	18	17	16	14	13	11	10	9	7	6	4				
M	11	11	10	9	9	8	7	6	5	4	3		M	15	14	13	12	11	10	9	8	6	5	3				

W: 28.16 = 0.00% T: 14.95 = 0.00%

W: 32.95 = 0.00% T: 17.72 = 0.00%

0.60 - 0.69 may trade at 7% to 10% premiums over 0.50

0.80-0.89 may trade at 7% to 12% premiums over 0.70

RAPAPORT : (.50 - .69 CT.) : 11/06/09													ROUNDS			RAPAPORT : (.70 - .89 CT.) : 11/06/09												
	IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	S11	S12	S13	I1	I2	I3		IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	S11	S12	S13	I1	I2	I3					
D	82	63	55	44	41	34	27	25	20	16	11		D	103	79	68	59	54	46	41	34	29	19	12				
E	61	55	51	42	37	31	25	23	19	15	10		E	76	68	61	56	50	44	39	32	28	18	12				
F	55	51	47	40	35	28	23	21	18	14	10		F	68	62	57	52	47	41	36	31	27	17	11				
G	49	45	42	37	31	25	20	19	17	13	9		G	61	55	51	46	42	37	33	30	26	17	10				
H	44	41	37	32	27	23	19	18	16	12	9		H	55	50	45	41	38	34	31	28	24	16	10				
I	36	34	31	26	23	20	18	17	15	12	9		I	45	42	40	37	34	31	27	25	23	15	10				
J	28	27	25	21	20	18	16	15	14	12	8		J	34	33	32	29	28	27	25	22	21	14	9				
K	24	23	22	19	18	16	15	14	13	11	8		K	30	29	28	25	24	22	20	19	17	13	9				
L	21	20	19	18	17	15	14	13	11	10	7		L	25	24	23	22	21	20	18	17	13	11	8				
M	18	17	16	15	15	13	12	11	10	9	6		M	23	22	21	20	19	18	17	16	12	10	7				

W: 45.76 = 0.00% T: 24.08 = 0.00%

W: 57.76 = 0.00% T: 31.66 = 0.00%

Prices in this report reflect our opinion of HIGH CASH NEW YORK ASKING PRICES. These prices may be substantially higher than actual transaction prices. No guarantees are made and no liabilities are assumed as to the accuracy or validity of the information in this report. © 2009 by Martin Rapaport. All rights reserved. Reproduction in any form is strictly prohibited.

RAPAPORT DIAMOND REPORT

Tel: 877-987-3400

www.RAPAPORT.com

Info@RAPAPORT.com



March 5, 2010 : Volume 33 No. 10: APPROXIMATE HIGH CASH ASKING PRICE INDICATIONS : Page 2
 NEW YORK ASKING PRICES: Round Diamonds in hundreds US\$ Per Carat: THIS IS NOT AN OFFERING TO SELL

We grade SI3 as a split SI2/I1 clarity. Price changes are in **Bold**. Price decreases are in **Italics**.

Rapaport welcomes confidential price information and comments. Please email prices@Diamonds.Net.

0.95-0.99 may trade at 5% to 10% premiums over 0.90

1.25 to 1.49 Ct. may trade at 5% to 10% premiums over 4/4 prices.

RAPAPORT : (.90 - .99 CT.) : 03/05/10										RAPAPORT : (1.00 - 1.49 CT.) : 03/05/10													
ROUNDS										ROUNDS													
	IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3		IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3
D	135	111	97	73	66	62	53	41	33	23	14	D	238	175	149	115	90	73	61	48	41	28	16
E	107	99	84	68	63	58	51	39	32	22	13	E	165	154	128	105	85	68	58	45	39	27	15
F	99	94	78	64	60	55	49	38	31	21	13	F	144	131	116	95	80	65	55	43	37	26	14
G	84	77	66	59	55	51	45	36	30	20	12	G	107	101	95	82	73	61	53	41	36	25	13
H	68	64	60	56	52	47	43	34	28	19	12	H	87	83	78	70	63	58	51	40	34	24	13
I	57	54	50	48	44	42	38	31	26	18	11	I	74	71	66	59	55	52	46	37	31	22	12
J	47	45	43	41	38	37	34	28	24	17	11	J	60	58	56	53	48	46	43	33	27	20	12
K	39	38	36	34	32	31	28	24	19	15	10	K	54	52	50	48	41	40	36	30	25	18	11
L	33	32	31	29	28	27	25	22	18	14	9	L	48	46	45	43	38	36	32	28	23	16	10
M	30	29	28	27	26	25	23	20	17	13	9	M	40	39	37	35	31	29	26	22	20	15	10

W: 77.56 = 0.00%



T: 41.54 = 0.00%

W: 112.36 = 0.00%



T: 55.20 = 0.00%

1.70 to 1.99 may trade at 7% to 12% premiums over 6/4.

2.50+ may trade at 5% to 10% premium over 2 ct.

RAPAPORT : (1.50 - 1.99 CT.) : 03/05/10										RAPAPORT : (2.00 - 2.99 CT.) : 03/05/10													
ROUNDS										ROUNDS													
	IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3		IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	SI1	SI2	SI3	I1	I2	I3
D	281	228	210	158	127	99	81	62	49	31	18	D	412	333	300	238	173	132	108	74	58	34	19
E	218	209	175	148	121	95	77	59	47	30	17	E	313	293	250	213	166	129	105	72	56	33	18
F	186	173	165	136	115	90	72	57	45	29	16	F	275	248	223	188	159	122	98	69	54	32	17
G	133	128	122	111	100	82	67	53	43	28	15	G	203	187	171	152	139	114	94	65	51	31	17
H	108	104	100	91	85	76	64	49	41	27	15	H	160	148	138	127	118	102	88	60	48	30	16
I	95	91	88	78	72	67	57	45	39	25	14	I	125	121	114	105	97	88	80	55	46	28	15
J	77	75	72	65	59	57	50	40	33	23	14	J	100	96	92	86	80	73	68	50	42	25	15
K	62	60	58	57	51	47	43	36	30	21	13	K	90	87	84	78	73	66	61	48	36	24	14
L	56	54	52	49	45	43	39	33	27	20	12	L	70	68	66	63	57	52	47	40	31	23	13
M	47	46	44	43	38	36	33	28	24	18	12	M	60	59	58	57	49	44	40	35	26	21	13

W: 149.28 = 0.00%



T: 70.72 = 0.00%

W: 213.08 = 0.00%



T: 95.70 = 0.00%

Приложение Г

Сертификат Геммологического института США (GIA)



GIA
GEMOLOGICAL INSTITUTE OF AMERICA®

New York Laboratory Headquarters
580 Fifth Avenue | New York, NY 10036-4794
T: 212-221-5858 | F: 212-675-3095

Carlsbad
5355 Armada Drive | Carlsbad, CA 92008-4699
T: 760-603-4500 | F: 760-603-1814
www.gia.edu

DIAMOND GRADING REPORT

GIA REPORT 14896427

January 4, 2006

Laser Inscription Registry **GIA 14896427**
Shape and Cutting Style **Round Brilliant**
Measurements **8.21 - 8.31 x 4.99 mm**

GRADING RESULTS - GIA 4CS

Carat Weight **2.06 carat**
Color Grade **F**
Clarity Grade **VS1**
Cut Grade **Excellent**

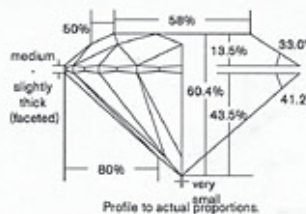
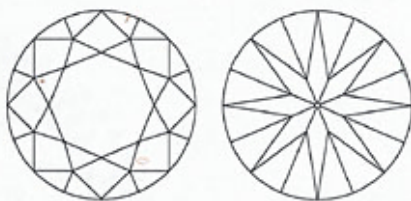
ADDITIONAL GRADING INFORMATION

Finish
Polish **Very Good**
Symmetry **Excellent**
Fluorescence **None**

Comments:
*SAMPLE***SAMPLE***SAMPLE***SAMPLE***SAMPLE*

Additional Inscription:
**YOUR STORE NAME OR PERSONAL MESSAGE
HERE**

REFERENCE DIAGRAM



GIA COLOR SCALE	GIA CLARITY SCALE	GIA CUT SCALE
D	FLAWLESS	EXCELLENT
E	INTERNAL FLAWLESS	VERY GOOD
F	VS1	GOOD
G	VS2	FAIR
H	VS1	POOR
I	VS2	
J	I1	
K	I2	
L	SI1	POOR
M		
N	SI2	POOR
O		
P	I3	POOR
Q		
R	I3	POOR
S		
T	I3	POOR
U		
V	I3	POOR
W		
X	I3	POOR
Y		
Z	I3	POOR

KEY TO SYMBOLS

- Crystal
- Cloud
- ~ Feather
- ▲ Natural

Red symbols denote internal characteristics (inclusions). Green or black symbols denote external characteristics (blemishes). Diagram is an approximate representation of the diamond, and symbols shown indicate type, position, and approximate size of clarity characteristics. All clarity characteristics may not be shown. Details of finish are not shown.

This Report is not a guarantee, valuation or appraisal and contains only the characteristics of the diamond described herein after it has been graded, tested, examined and analyzed by the GIA Laboratory and/or has been inscribed using the techniques and equipment used by the GIA Laboratory at the time of the examination and/or inscription. The recipient of this Report may wish to consult a credentialed jeweler or gemologist about the information contained herein.

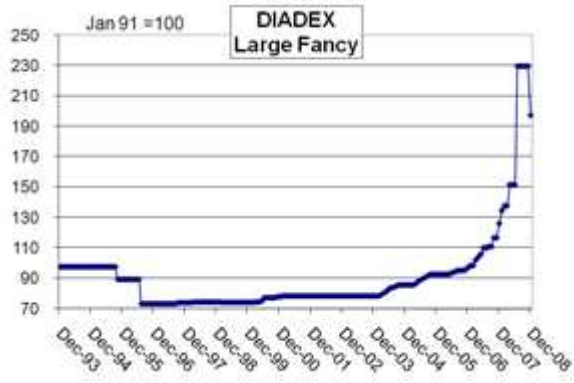


IMPORTANT LIMITATIONS ON BACK

©2006 GEMOLOGICAL INSTITUTE OF AMERICA, INC.

Приложение Д

Группа индексов цен на бриллианты семейства DIADEX



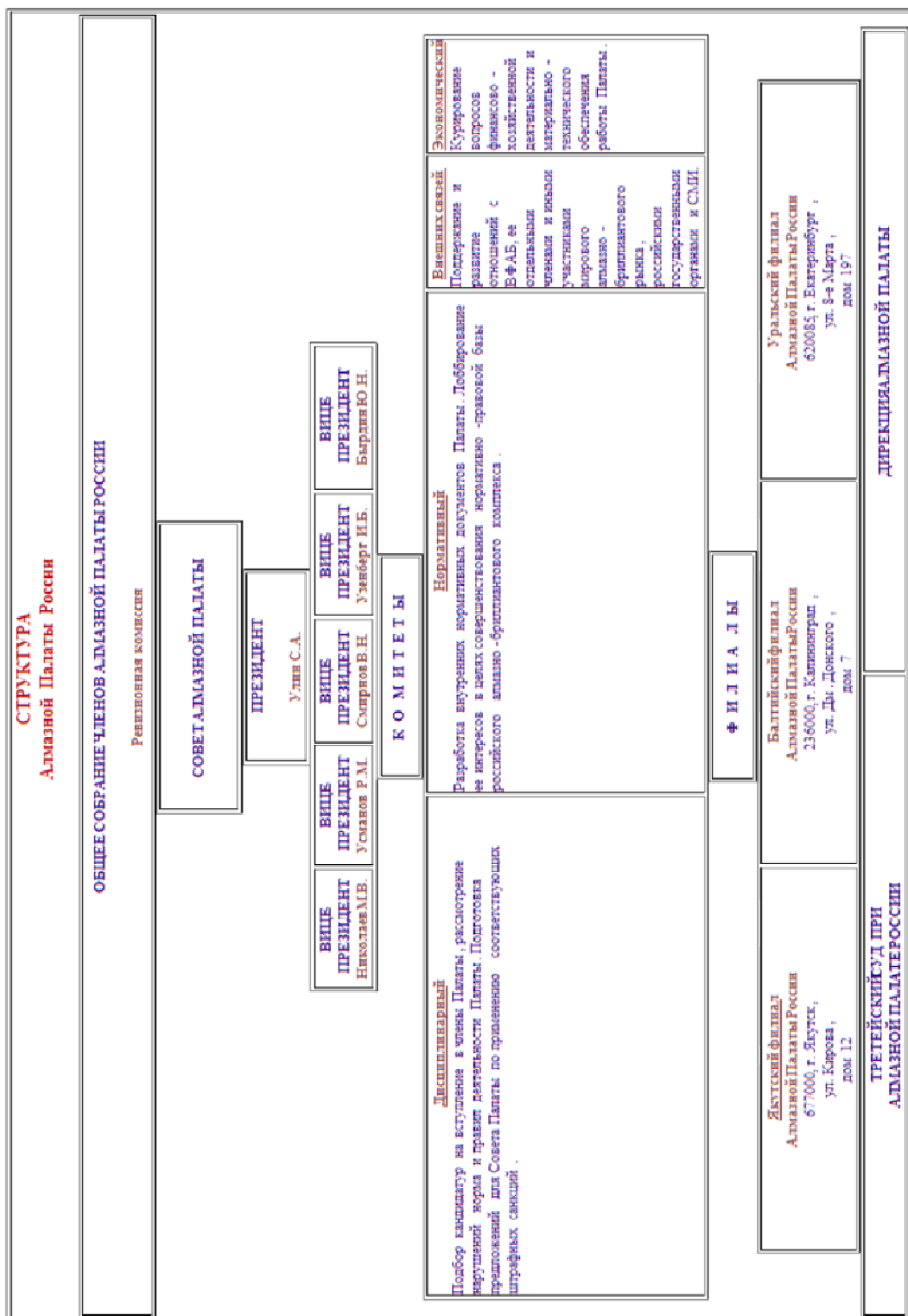
Приложение Е

Члены Всемирной федерации алмазных бирж

- 1 Antwerpsche Diamantkring Cvba
- 2 Bangkok Diamonds And Precious Stones Exchange
- 3 Beurs Voor Diamanthandel Cvba
- 4 Bharat Diamond Bourse
- 5 Borsa Diamanti D'italia
- 6 Diamant- Und Edelsteinbörse Idar-Oberstein E.V.
- 7 Diamant-Club Wien
- 8 Diamantclub Van Antwerpen Cvba
- 9 Diamond Bourse Of Southeast United States, Inc.
- 10 Diamond Chamber Of Russia
- 11 Diamond Club West Coast, Inc.
- 12 Diamond Dealers Club
- 13 Diamond Dealers Club Of Australia
- 14 Diamond Dealers Club Of South Africa
- 15 Diamond Exchange Of Singapore
- 16 Dubai Diamond Exchange
- 17 Hong Kong Diamond Bourse Ltd.
- 18 Israel Diamond Exchange Ltd.
- 19 Israel Precious Stones And Diamonds Exchange Ltd.
- 20 Istanbul Gold And Diamond Exchange
- 21 London Diamond Bourse
- 22 Moscow Diamond Bourse
- 23 New Israel Club For Commerce In Diamonds Ltd.
- 24 Panama Diamond Exchange
- 25 Shanghai Diamond Exchange
- 26 Tokyo Diamond Exchange Inc.
- 27 Vereniging Beurs Voor Den Diamanthandel
- 28 Vrije Diamanthandel Nv

Приложение Ж

Структура Алмазной палаты России



Данная магистерская диссертация выполнена мною самостоятельно

«___» _____ 2010г.

(дата сдачи работы на кафедру)

(подпись автора)