

**СОВРЕМЕННЫЕ ТРЕНДЫ ЭВОЛЮЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРОВ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ (НА ПРИМЕРЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА В ЛЮКСЕМБУРГЕ)\*****Елена Анатольевна ЗВОНОВА**доктор экономических наук, профессор, руководитель департамента мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация  
EAZvonova@fa.ru**История статьи:**Получена 12.12.2016  
Получена в доработанном виде 26.12.2016  
Одобрена 11.01.2017  
Доступна онлайн 30.09.2019**УДК** 336 (075.8)  
**JEL:** E44, F21, G15, G24, K34**Ключевые слова:**

региональный финансовый центр, международный финансовый центр, офшор, оншор, финансовый хаб

**Аннотация****Предмет.** Большинство современных международных финансовых центров прошли эволюцию от региональных до мировых центров. Именно такой путь развития характеризует современный мировой финансовый центр в Люксембурге, опыт формирования и эволюции которого автор предлагает использовать при разработке программы поэтапного создания регионального финансового центра Евразийского экономического союза (ЕАЭС) в Астане как части программы развития единого финансового рынка ЕАЭС.**Цели.** Оценка факторов формирования регионального финансового центра и его последующей эволюции в мировой финансовый центр.**Методология.** С помощью методов сравнительного и статистического анализа исследуются различные факторы формирования регионального финансового центра и его постепенной эволюции от офшорного финансового центра к современному оншорному финансовому хабу.**Результаты.** Проанализированы критерии и показатели создания регионального финансового центра. Осуществлена классификация показателей прозрачности и стабильности его функционирования, выявлены основные направления перехода к оншорной модели. На основе выявленных групп факторов оншорности мирового финансового центра проведен анализ этапов перехода Люксембурга к оншорному финансовому хабу.**Выводы.** Основной проблемой функционирования финансовых центров остается их офшорность, или нетранспарентность финансовых операций. Разработана «дорожная карта» перехода финансового центра, функционирующего на принципах офшорности, к финансовым оншорам. Дано определение оншорного финансового центра. Результаты проведенного исследования могут найти практическое применение в разработке «дорожной карты» создания регионального финансового центра ЕАЭС в Астане.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

**Для цитирования:** Звонova Е.А. Современные тренды эволюции международных финансовых центров: региональный аспект (на примере международного финансового центра в Люксембурге) // Дайджест-Финансы. – 2019. – Т. 24, № 3. – С. 290 – 304.  
<https://doi.org/10.24891/df.24.3.290>**Введение**

В современной глобальной финансовой архитектуре ведущие и во многом определяющие ее дальнейшую эволюцию позиции удерживаются мировыми финансовыми центрами (МФЦ), которые представляют

собой важную институциональную составляющую как мирового финансового рынка (МФР), так и региональных финансовых рынков интеграционных союзов. Россия, несмотря на введенные в 2014 г. экономические санкции, в основном коснувшиеся деятельности российских участников МФР, продолжает оставаться одним из заметных акторов мирового финансового рынка и поэтому ищет новые

\* Статья подготовлена по материалам журнала «Финансы и кредит». 2017. Т. 23. Вып. 3.  
URL: <https://doi.org/10.24891/fc.23.3.128>

пути и перспективы имплементации национального финансового рынка (НФР) в глобальную финансовую архитектуру. В связи с этим становится актуальной проблема участия России в интеграционных финансово-экономических объединениях, таких как Евразийское экономическое сообщество (ЕАЭС), а также создания регионального финансового центра в ЕАЭС [1]. В настоящее время принято решение о создании регионального финансового центра государств – участников ЕАЭС в Астане.

Формирование финансовых центров в интеграционных союзах, ставших в процессе эволюции мировыми финансовыми центрами, представляет собой один из ведущих трендов эволюции мирового финансового рынка [2]. Таким примером, в частности, является мировой финансовый центр Люксембурга, который формировался как региональный для Европейского союза (ЕС), а в процессе эволюции стал одним из ведущих мировых финансовых центров, с которым активно сотрудничают участники российского финансового рынка.

В связи с этим представляется полезным рассмотреть опыт создания и последующего развития Люксембурга от регионального до мирового (глобального) финансового центра, занимающего в 2016 г. в рейтинге глобальных финансовых центров 14-е место среди 86 центров<sup>1</sup>. Люксембург остается одним из немногих европейских государств с наивысшим кредитным рейтингом AAA от всех трех ведущих рейтинговых агентств<sup>2</sup>. Если принимать во внимание перечисленные параметры, можно констатировать, что Люксембург является крупнейшим и стабильным международным финансовым центром, услуги которого сгруппированы вокруг четырех основных сфер деятельности:

- 1) банкинга (розничного, коммерческого и корпоративного);
- 2) управления активами богатых клиентов;

- 3) операций на рынке капитала;
- 4) управления активами инвестиционных фондов.

Таким образом, можно рассматривать Люксембург как ведущий финансовый центр, развившийся из регионального в мировой [3]. Эволюции способствовал комплекс экономических, инвестиционных, налогово-правовых, организационно-банковских и фондовых факторов.

### **Анализ структурных особенностей экономики Люксембурга**

Люксембург является одной из самых экономически развитых стран: он занимает 2-е место в мире по объему ВВП на душу населения (после Катара) с показателем 94,2 млрд долл. США (2015 г.) и 1-е место в Евросоюзе по среднему уровню дохода населения – 27,3 млрд евро (2014 г.). Люксембург демонстрирует опережающие темпы экономического роста среди европейских стран. В 1991–2014 гг. национальный ВВП увеличился более чем в три раза, а в период с 2014 по 2019 г. ожидается его прирост еще на 23%<sup>3</sup>.

Экономический рост Люксембурга начался с открытием крупных месторождений железной руды и развитием черной металлургии. Эти отрасли создали основу для быстрого экономического роста (товары металлургической промышленности составляли 90% экспорта в 1955 г.; 30% ВВП – в 1970 г.). Поэтому не случайно именно Люксембург был выбран местом размещения штаб-квартиры Европейского объединения угля и стали в 1952 г. – институционального предшественника региональной европейской интеграции – Европейского союза. Здесь также расположены штаб-квартиры других важных европейских институтов (Суд аудиторов, Европейский инвестиционный банк (ЕИБ), Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ), секретариат Европейского Парламента), а также крупнейшей в мире металлургической компании Arcelor Mittal,

<sup>1</sup> Global Financial Center Index (GFCI), March, 2016.

<sup>2</sup> Standard & Poors' (S&P), Moody's, Fitch.

<sup>3</sup> Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>

выступающей главным работодателем на рынке трудовых ресурсов страны.

В Отчете о глобальной конкурентоспособности 2015–2016 гг. Люксембург занял 20-е место среди 140 стран, существенно опережая средние значения отчетных показателей в странах ОЭСР по таким индикаторам, как технологическая готовность, развитость институтов и инфраструктуры, макроэкономическая среда и рыночная эффективность.

Основу современной экономики Люксембурга составляет сфера услуг (в основном финансовых), на которую приходится порядка 85% ВВП страны. В настоящее время Люксембург представляет собой крупный международный финансовый центр. Финансовый сектор экономики Люксембурга, в котором занято примерно 47 тыс. чел., составляет порядка 28% ВВП страны. Помимо финансовых услуг, в Люксембурге также развиты транспортные, телекоммуникационные, информационные технологии, а также другие высокотехнологичные, в том числе финансовые (так называемые финтехи), услуги. За последние пять лет доля Люксембурга в мировом экспорте услуг составляла около 1,5%, а в мировом импорте услуг – около 1%<sup>4</sup>.

Люксембург инвестирует 2,6% ВВП в сферу исследований и разработок. Университет Люксембурга является одним из самых интернациональных университетов Европы, где обучается 6 300 студентов из более чем 110 стран мира. По доле инновационных предприятий в общей численности компаний в 2010–2012 гг. Люксембург занимал 2-е место в ЕС после Германии. Инновационные финансовые решения имеют особое значение в сфере деятельности пенсионных фондов, хедж-фондов, секторе недвижимости и секьюритизации [4].

Помимо такого фактора, как достаточно высокий уровень развития национальной экономики, в настоящее время

ориентированной на предоставление инновационных финансовых и прочих услуг, развитию финансового центра в Люксембурге из регионального в мировой также способствовал фактор проводимой инвестиционной политики наибольшего благоприятствования.

### **Инвестиционный климат Люксембурга**

Инвестиционная политика Люксембурга предполагает наличие развитой системы различных мер, направленных на помощь инвесторам.

*Специальные промышленные зоны.* В Люксембурге существует несколько специальных национальных, региональных, или муниципальных промышленных зон, где земля может предоставляться на льготных условиях. При этом такие зоны имеют всю необходимую инфраструктуру, включая доступ к транспортным и телекоммуникационным сетям.

*Бизнес-инкубаторы.* Специальные инновационные деловые центры предлагают современные информационные и технологические платформы для предпринимателей или предприятий, работающих в сфере инноваций. Многочисленные бизнес-инкубаторы предлагают различную помощь и проводят консультирование для новых инновационных проектов, что способствует их развитию и дальнейшему росту.

*Финансовая помощь.* Для ряда проектов возможно финансирование со стороны государства в дополнение к собственным средствам инвесторов и банковскому финансированию. Главным образом такая помощь оказывается предприятиям малого и среднего бизнеса. Она может предоставляться для выполнения научно-исследовательских работ, создания новых видов товаров и услуг. Предприятия могут обратиться к государственным органам и в Национальное общество кредита и инвестиций для предоставления им долгосрочного займа<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>

<sup>5</sup> Places in the Sun. *The Economist*, 2007, Feb. 22, pp. 17–18.

Благоприятный инвестиционный климат в Люксембурге поддерживается особенностями национальной налоговой политики.

### **Налогообложение и налоговая политика Люксембурга**

Становлению и развитию Люксембурга как международного финансового центра во многом способствовал благоприятный налоговый режим и усилия властей страны по его дальнейшему развитию. В Люксембурге действует самая низкая в Европейском союзе ставка налога на добавленную стоимость и одна из самых низких ставок налога на прибыль предприятия. Инвесторы могут также воспользоваться налоговыми кредитами.

*Налог на прибыль.* Базовая ставка налога на прибыль составляет 21%. Помимо него налогоплательщики обязаны уплачивать дополнительный сбор в размере 7% от суммы налога (соответственно эффективная ставка составляет 22,47%). Если доход предприятия не превышает 15 000 евро, базовая ставка налога на прибыль составляет 20% (эффективная ставка – 21,4%). Отдельно уплачивается муниципальный налог на прибыль, если ее размер превышает 17 500 евро. Ставка налога устанавливается каждым муниципалитетом отдельно и колеблется в пределах от 5,4 до 9% к базовой ставке. В столице ставка муниципального налога составляет 6,75%. Таким образом, эффективная ставка налога на прибыль (включая дополнительный сбор и муниципальный налог) составляет в столице 29,22%.

*Налог на добавленную стоимость (НДС).* В Люксембурге, как и в остальных странах Европейского союза, действуют общеевропейские правила исчисления и уплаты косвенных налогов, установленные рядом европейских Директив<sup>6</sup>. Стандартная ставка НДС в Люксембурге составляет 15%. Применение пониженных ставок (12%, 6 и 3%) возможно в отношении вин, поставок газа

и электроэнергии, рекламных услуг, книг и печатных изданий, продуктов и медикаментов. С 2015 г. действует повышенная ставка 17%. Ставка 0% применяется при экспортной реализации и поставках внутри Европейского союза.

*Налогообложение доходов физических лиц.* Законодательством Люксембурга предусмотрена прогрессивная шкала исчисления налога с подробным делением (19 ступеней). Ставки налога находятся в пределах от 0% (для доходов ниже 11 265 евро в год) до 40% (в отношении доходов свыше 100 000 евро в год). В ставку налога включены также взносы в социальные фонды, взимаемые по ставке 7% от суммы налога. Таким образом, эффективная ставка может составлять от 0% до 42,8%. Резидентами Люксембурга для целей налогообложения признаются физические лица, имеющие место постоянного проживания или центр жизненных интересов в Люксембурге (например, на практике может использоваться критерий места проживания членов семьи физического лица). Также резидентами со дня въезда в страну считаются лица, пребывающие на территории государства более 6 месяцев подряд [5].

*Налог на недвижимое имущество физических лиц.* Налог на недвижимость в Люксембурге является местным. Муниципалитеты в зависимости от площади, возраста, местоположения и целевого назначения недвижимости самостоятельно определяют порядок оценки стоимости имущества (налоговая база) и ставки уплаты налога (в пределах установленных диапазонов). Базовая ставка может варьироваться на уровне от 0,7% до 1%. К указанной ставке также применяется муниципальная надбавка.

В настоящее время власти Люксембурга реализуют комплексный пакет мер по реформированию местной налоговой системы в целях ее дальнейшей либерализации. Изменения затрагивают как корпоративные налоги, так и налогообложение личного дохода физических лиц.

<sup>6</sup> Directive 2006/112 и Directive 2008/8d.

*Изменения в корпоративном налогообложении.* Реформой предусмотрено двухэтапное снижение ставки налога на прибыль компаний: с января 2017 г. на 3 п.п. – с 21 до 19%, а с января 2018 г. – и до 18%. Для вновь создаваемых «инновационных» компаний, годовой размер доходов которых не превышает 25 тыс. евро, вводится льготная ставка налога на прибыль в размере 15%.

*Налогообложение личного дохода.* С 2017 г. правительство аннулирует так называемую антикризисную надбавку к налогу на личный доход в размере 0,5%. В то же время лица с годовым доходом свыше 150 тыс. евро должны будут платить налог в размере 41%, а для лиц, которые зарабатывают более 200 тыс. евро в год, ставка установлена на уровне 42%. Реформой также предусмотрено увеличение налога на репатриацию прибыли в виде процентов (Withholding Tax on Interest): с 10% до 20%.

*Налоговая амнистия.* В бюджете Люксембурга на 2016 г. предусмотрена схема налоговой амнистии. По словам министра финансов Люксембурга Пьера Граменья, нововведением является то, что налогоплательщики смогут подать заявление «по исправлению» своих налоговых деклараций, чтобы объявить скрытые активы или доходы. Они будут обязаны платить причитающиеся налоги в полном объеме вместе с надбавкой в размере 10%, для деклараций, поданных в 2016 г., или в 20% – для деклараций, поданных в 2017 г. Налоговая амнистия будет действовать в течение трех лет<sup>7</sup> [6].

*Инициативы Люксембурга в сфере международных приоритетов налоговой политики Европейского союза.* Совет ЕС по экономическим и финансовым вопросам (ЭКОФИН) 21.07.2015 одобрил международные приоритеты налоговой политики Евросоюза, установленные в период председательства Люксембурга в ЕС в период с июля по декабрь 2015 г. Целями председательства Люксембурга

стали, по словам министра финансов Люксембурга П. Граменья, реализация инициативы об обмене информацией по налоговым постановлениям, а также содействие продвижению работы, относящейся к консолидации общей корпоративной налоговой базы.

В качестве еще одного приоритета П. Граменья отметил реализацию Плана действий для справедливого и эффективного корпоративного механизма налоговой системы, которая была предложена Европейской комиссией 17.06.2015. По мнению экспертов, заявления руководства Люксембурга о повышении прозрачности налогообложения являются весьма своевременными в свете разразившегося в 2014 г. скандала с разоблачением договоренностей Люксембурга с крупнейшими международными компаниями об уклонении от налогов. Премьер-министр Люксембурга К. Беттель в интервью бельгийским СМИ в ноябре 2014 г. признал, что налогообложение должно быть более прозрачным, но заявил, что единая система налогообложения в ЕС «относительно не является хорошей идеей». По мнению К. Беттеля, «система налогообложения находится под контролем каждой из стран-членов, таков действующий в ЕС механизм» и правительство Люксембурга не станет повышать налоги, чтобы «угодить» другим странам. К. Беттель отметил также, что правительство не намеревается изменять действующую для привлечения транснациональных компаний налоговую систему, поскольку такие же механизмы для привлечения компаний существуют в более чем 20 странах мира<sup>8</sup> [7].

В 2015 г. Люксембург занимал 5-ю позицию в Индексе финансовой секретности неправительственной организации Tax Justice Network. В силу своей повышенной секретности, а следовательно, и привлекательности для проведения теневой деятельности Люксембург был вовлечен во

<sup>7</sup> Записки об офшорах. URL: <http://offshore.su>

<sup>8</sup> Китайский информационный Интернет-центр. URL: <http://russian.china.org.cn>

многие финансовые скандалы. В частности здесь был зарегистрирован Bank of Credit and Commerce International (штаб-квартира которого размещалась в Лондоне), резонансная ликвидация которого произошла в 1998 г. после предъявленного обвинения в отмывании денег и других финансовых преступлениях. В ноябре 2014 г. разразился скандал Luxleaks, в центре которого оказалась компания PricewaterhouseCoopers (PwC), которая обвинялась в проведении через Люксембург налоговых махинаций в пользу крупнейших глобальных ТНК (IKEA, AIG, Deutsche Bank, Walt Disney Co., Pepsi и др.).

Согласно докладу, опубликованному 05.11.2014 по результатам расследования Международного консорциума журналистов, свыше 300 крупных компаний, включая американскую Pepsi, AIG, Deutsche Bank и др., за счет секретных договоренностей с налоговыми органами Люксембурга значительно уменьшали налоговые выплаты. Масштабы этой деятельности демонстрируют ее «систематичность». Объемы скрытых налогов достигают десятков миллиардов долларов США. Консорциум раскрыл более 500 предварительных налоговых решений, которые принимали налоговые органы Люксембурга в период с 2002 по 2010 г.<sup>9</sup> [8].

Подобные скандалы с другими финансовыми учреждениями стали причиной отставки премьер-министра Люксембурга Ж.К. Юнкера в декабре 2013 г. Ж.К. Юнкер, находившийся на посту премьер-министра Люксембурга с 1995 по 2013 г. и занявший в 2014 г. пост Председателя Комиссии ЕС, отметил, реагируя на публикацию Международного консорциума журналистов, что «мы сталкиваемся с этим в Европе сплошь и рядом». Он заявил журналистам, что «все, что он делал, находилось в соответствии с национальным законодательством и международными правилами, которые применяются в том или ином случае»<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Записки об офшорах. URL: <http://offshore.su>

<sup>10</sup> Там же.

### **Особенности функционирования банковского и фондового секторов финансового рынка Люксембурга**

Люксембург имеет один из самых высоких в мире показателей отношения банковских активов к ВВП (1 866% против 350% в ЕС в 2011 г.). В конце 2015 г. банковский сектор Люксембурга был представлен 143 кредитными учреждениями из 28 стран, в том числе 26 – из Германии; 15 – из Франции; по 12 – из Италии и Швейцарии; 10 – из Китая. Активы банковского сектора Люксембурга составили 757 млрд евро (в 2007 г. – 915 млрд евро). Люксембург занимает 7-е место в рейтинге юрисдикций по управлению частными банковскими активами (private banking), причем 40% клиентов этой индустрии в Люксембурге имеют неевропейское происхождение. Около половины частных банковских активов находятся во владении сверхбогатых собственников с личными активами свыше 20 млн долл. США. Люксембург является одним из основных центров управления международными финансовыми активами; здесь зарегистрировано около 4 000 фондов с активами под управлением в размере более 3,6 трлн евро<sup>11</sup>.

В 1963 г. в США был введен 15-процентный налог на процентные доходы от долларовых облигаций, выпущенных нерезидентами на рынках США. В этом же году итальянская автомобильная компания Autostrade выпустила на Люксембургской фондовой бирже первый в мире офшорный еврооблигационный заем. Структурирование этого займа было осуществлено банкирами Лондонского Сити под руководством С.Г. Варбурга, однако Люксембург был выбран в качестве места эмиссии благодаря отсутствию там какого-либо законодательного регулирования финансового сектора. Заем был выпущен в долларах и основывался на английском праве. С запуском в Люксембурге долларового рынка еврооблигаций (и в более

<sup>11</sup> Хейфец Б.А. Конец синекуры // Эксперт. 2013. № 20. С. 58–64.

широком формате еврозона с использованием других валют) фактически начинается новая эра финансовой глобализации, связанная с высокой волатильностью, экономическими кризисами, галолирующим ростом долгов, низкими темпами роста, возрастающими дисбалансами и социальной поляризацией<sup>12</sup>.

В 2016 г. на фондовой бирже Люксембурга обращалось свыше 40 000 ценных бумаг в 55 валютах более чем 3 000 эмитентов из более чем 100 стран. На эту биржу приходится около 20% всего глобального рынка международных облигаций. Люксембург также выступает в роли ключевого международного клирингового центра через расположенную там организацию Clearstream, выполняющую роль Международного центрального депозитария ценных бумаг.

Параллельно с развитием рынка еврооблигаций Люксембург также расширил спектр своих операций в сфере оказания банковских услуг частным клиентам (private banking) и инвестиционным фондам.

В настоящее время власти Люксембурга демонстрируют большее желание повысить прозрачность финансовой деятельности, приняв глобальные стандарты по раскрытию финансовой информации. Люксембург полностью присоединился к стандарту ОЭСР по обмену информацией по финансовым операциям (Common Reporting Standards), а также к американскому стандарту FATCA (U.S. Foreign Account Tax Compliance Act). Страна является активным участником Плана действий ОЭСР/Группы 20 по противодействию размыванию налогооблагаемой базы и перемещению прибыли (BEPS). Кроме того, Люксембург принимает активное участие в работе органов, разрабатывающих стандарты регулирования финансовой деятельности (FATF, OECD, IOSCO, Basel Committee)<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Кошкиров А.С. Дай банкиру бонус // Эксперт. 2011. № 11. С. 66–68.

<sup>13</sup> Offshore and Beyond the Pale. *The Economist*, 2010, Feb. 25, pp. 17–18.

## Проект формирования в Люксембурге к 2020 г. крупнейшего международного финансового центра

В ноябре 2015 г. компания государственно-частного партнерства Luxemburg for Finance (LFF), учрежденная в 2008 г. Правительством Люксембурга и Федерацией финансовой индустрии (PROFIL), опубликовала Проект развития финансового центра Люксембурга «LUXFIN 2020». По мнению авторов доклада, Люксембург уже сейчас стал преимущественно трансграничным финансовым центром, во многом удовлетворяющим спрос компаний европейских стран на качественные финансовые услуги и тем самым способствующим экономическому росту на глобальном уровне [9]. В начале 2015 г. в Люксембурге было зарегистрировано 13 840 инвестиционных фондов с активами на общую сумму 3,1 трлн евро, что составляет 24% совокупного числа фондов, расположенных на территории ЕС (рис. 1).

При этом 75% инвесторов люксембургских фондов приходятся на региональных резидентов из европейских стран. Рыночная доля фондовой биржи Люксембурга в 2015 г. составила 40% от общего объема международного рынка ценных бумаг, зарегистрированных в Европейском союзе. В 2015 г. объем новых эмиссий облигаций на фондовой бирже Люксембурга составил 1 105 млрд евро. Из 143 банков, зарегистрированных в Люксембурге, 138 являются иностранными, в том числе 102 – из европейских стран<sup>14</sup> [10].

Проект «LUXFIN 2020», опираясь на достигнутые результаты, предусматривает достижение к 2020 г. трех основных целей:

- 1) обеспечить статус Люксембурга как центра передового опыта в области трансграничного финансирования; закрепить и развить опыт Люксембурга в сфере трансграничных финансовых услуг;

<sup>14</sup> Eurostat. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>

- 2) занять в Европейском союзе место базового оншорного финансового хаба – обеспечить растущую роль Люксембурга как площадки для глобальных поставщиков финансовых услуг;
- 3) обеспечить лидирующие позиции Люксембурга в Европейском союзе в сфере финансовых технологий – активно развивать инновационные технологии и стать лидером в предоставлении цифровых финансовых услуг<sup>15</sup> [11].

По мнению Н. Маккала, главы компании Luxembourg for Finance, разработчика проекта «LUXFIN 2020», Люксембургу стратегически предназначена роль одного из европейских лидеров в области финансовых технологий, страна располагает необходимыми материальными условиями, нормами регулирования и инвестиционным климатом для того, чтобы компании, занимающиеся разработкой финансовых технологий, могли предлагать рынку новые продукты и услуги<sup>16</sup> [12].

Ключевую роль в реализации проекта, как считают его авторы, должна сыграть безупречная репутация страны с точки зрения прозрачности ведения бизнеса. К числу достоинств местного делового климата также относят традиции в сфере защиты инвестиций и последовательное противодействие отмыванию преступных доходов.

По мнению Тима Вэлса из британской газеты *The Telegraph*, проект LUXFIN 2020 является открытым вызовом Лондону как главному европейскому финансовому центру с учетом того, что имиджу британской столицы в этом споре сильно повредил Брексит. Кроме того, считает Т. Вэлс, искать альтернативу Лондону глобальные банки, крупнейшие инвестиционные компании и стартапы,

<sup>15</sup> LUXFIN 2020. A Vision for the Development of the Luxembourg Financial Centre/Luxembourg for Finance, p. 5. URL: <http://www.lpea.lu/2016/01/22/luxfin-2020>

<sup>16</sup> Люксембург планирует к 2020 году потеснить Лондон в качестве мирового финансового центра. URL: <http://bankir.ru/publikacii/20151207/lyuksemburg-planiruet-k-2020-godu-potesnit-london-v-kachestve-mirovogo-finansovogo-tsentra-10006970>

занимающиеся финансовыми технологиями, заставляют высокие местные налоги и жесткое посткризисное регулирование, которое с ослаблением напряженности на финансовых рынках не становится мягче. На этом фоне Люксембург выглядит вполне приемлемым вариантом, прежде всего благодаря законодательству и налоговой политике, предельно лояльными по отношению к банковскому сектору<sup>17</sup>. Поэтому значительно повышается роль Люксембурга как не столько мирового, сколько регионального финансового центра европейских стран в планах создания к 2025 г. единого европейского рынка капиталов (Союза рынков капитала в ЕС).

### **Базовые направления создания к 2025 г. Союза рынков капитала в Европейском союзе**

*Задачи и факторы создания Союза рынков капитала.* Под влиянием сложившейся в 2014–2016 гг. в странах ЕС неблагоприятной финансово-экономической ситуации, постепенной утраты регионом конкурентных позиций в мировой экономике Ж.К. Юнкер, назначенный в 2014 г. на пост председателя Европейской комиссии, определил в качестве приоритета своей деятельности на новом посту обеспечение необходимых условий для повышения занятости и экономического роста в ЕС, активизации в регионе трансграничного инвестиционного процесса. Основная роль в реализации этих установок отводится диверсификации и оптимизации финансовых потоков в ЕС через создание Союза рынков капитала (СРК) как ключевого компонента развитого и сбалансированного регионального финансового рынка с региональным финансовым центром в Люксембурге [13].

Практическая задача создания СРК – углубление и диверсификация инструментария европейского финансового рынка, обеспечение надежного и эффективно действующего канала трансмиссии между сбережениями и экономическим ростом.

<sup>17</sup> *The Telegraph*. URL: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/12031340/Luxembourg-plots-to-steal-Londons-financial-crown.html>



Основной акцент сделан на выравнивании финансово-экономических диспропорций, накопившихся на региональном финансовом рынке. Поставлена задача устранить сохраняющиеся барьеры на пути свободного трансграничного движения капитала между странами – членами ЕС, включая различия в процедурах банкротства, национальные особенности урегулирования непогашенных и сомнительных кредитов, а также недостаток информации о транзакционных издержках при осуществлении операций, отрицательно влияющие на развитие финансовой интеграции.

К числу основных факторов и мотивов создания современного конкурентоспособного регионального финансового рынка в ЕС относятся:

- потребность в рациональном соединении свободных ресурсов национальных финансовых рынков государств – членов ЕС с реальным сектором экономики с акцентом на более активное развитие инновационных отраслей, малого и среднего бизнеса;
- требование повышения устойчивости регионального финансового рынка ЕС за счет сбалансированного использования трех ресурсных источников: фондового рынка, банковского кредитования и средств государственных финансов для поддержания экономического роста и занятости [14].

Цели, факторы и задачи развития европейского финансового рынка определяют особенности, тенденции и направления его структурной трансформации в современных условиях.

### **Мероприятия по созданию Союза рынков капитала в Евросоюзе и пути их реализации (дорожная карта)**

В целях полного устранения ограничений на свободное трансграничное передвижение капитала в ЕС и консолидации институтов европейского финансового рынка Европейская комиссия разработала План действий по созданию СРК для всех 28 стран – членов ЕС и 30.09.2015 представила его в Европейский

парламент и Европейский совет. План действий нацелен на использование все еще слабо задействованных в ЕС механизмов сбережений и инвестиций, обеспечение их более высокой финансовой отдачей. Одной из практических задач СРК является содействие мобилизации в течение 2015–2017 гг. дополнительных ресурсов на сумму 315 млрд евро для реализации Инвестиционного плана Европейского фонда стратегических инвестиций, из которых 240 млрд евро предназначены для вложений в инфраструктурные и инновационные проекты.

План действий предусматривает реализацию перечня конкретных мероприятий и индикативный временной график их исполнения в период до конца 2018 г. по шести разделам:

- 1) финансирование инноваций, стартапов и компаний, не получивших листинг на бирже;
- 2) создание благоприятных условий для выхода компаний на рынки капитала и увеличения в дальнейшем их капитализации;
- 3) содействие инвестированию в долгосрочные инфраструктурные проекты;
- 4) содействие развитию розничного и институционального инвестирования;
- 5) расширение финансовых возможностей банков в стимулировании экономического роста, включая развитие в ЕС рынков секьюритизированных активов;
- 6) создание более благоприятных условий для трансграничных инвестиций [15].

Европейской комиссии поручено к концу 2017 г. подготовить всеобъемлющий документ с анализом достигнутых результатов и предложениями, а также принять дополнительные меры по завершению формирования Союза рынков капитала.

Реализация Плана действий базируется на решении следующих организационных и институциональных задач по формированию к

2019 г. подлинного европейского финансового рынка. К их числу относятся, в частности:

- подготовка и реализация национальными и региональными органами власти законодательных инициатив по гармонизации национальных режимов банкротства;
- разработка и применение на практике национальными и европейскими институтами макропруденциального надзора во взаимодействии с Европейским советом по системным рискам новых инструментов адекватного реагирования на развитие ситуации на рынках капитала [16].

Конечной приоритетной целью структурной перестройки европейского рынка капитала является формирование конкурентоспособной, рыночно-ориентированной модели фондирования инвестиций на рынках ценных бумаг стран ЕС.

В настоящее время в качестве первых конкретных шагов на пути к СРК Европейская комиссия реализует следующие инициативы. Во-первых, подготовлено законодательное предложение о критериях, позволяющих упростить, стандартизировать и обеспечить прозрачность операций по секьюритизации активов. Во-вторых, в целях привлечения страховых компаний к более активному инвестированию в инфраструктурные проекты Европейская комиссия озвучила законодательное предложение о смягчении требований к размеру капитала страховщика по отношению к его задолженности. В-третьих, в конце 2015 г. Комиссия подготовила обновленный вариант Директивы о проспекте эмиссии (документ, создаваемый компанией – эмитентом ценных бумаг), обеспечивающий единый стандарт такого документа на всем пространстве ЕС по параметрам защиты интересов инвесторов и критериям сопоставления различных вариантов инвестирования.

### **Заключение**

Проведенный анализ позволяет сделать ряд выводов и внести определенные предложения.

Во-первых, большинство современных мировых финансовых центров в процессе формирования и эволюции прошли путь от региональных до мировых финансовых центров (Сингапур, Гонконг, Шанхай, Люксембург и др.). В частности, проведенный в статье анализ исторического опыта Люксембурга, формировавшегося как региональный финансовый центр Европейского союза и постепенно переросшего в мировой финансовый центр, доказывает, что такой опыт исключительно полезен в контексте намерений создать в Астане региональный финансовый центр государств – участников ЕАЭС.

Во-вторых, экономика страны, на территории которой предполагается размещение регионального финансового центра, должна характеризоваться высокими показателями развития. Речь идет о таких показателях, как темпы экономического роста, уровень доходов на душу населения, степень развития обрабатывающей промышленности, степень развитости финансовой архитектуры национального рынка, а также присутствия отдельных международных организаций. В стране размещения регионального финансового центра необходима высокая степень развитости сферы услуг, в том числе так называемых финтехнологий.

В-третьих, инвестиционный климат в стране предполагаемого размещения регионального финансового центра должен обеспечивать максимальную льготность для инвесторов-нерезидентов. Речь в частности идет о наличии развитой системы различных мер, направленных на помощь инвесторам: специальных промышленных зон, поддерживаемых государственными программами финансирования бизнес-инкубаторов, специальных инновационных деловых центров. Инвестиционный климат включает в себя также специальные программы по налоговым льготам и системе налогообложения прибылей инвесторов.

В-четвертых, проведенный в статье анализ показал, что основной тенденцией

современной эволюции и региональных, и мировых финансовых центров является их переход от офшорности к оншорности. В случае последней речь идет о переходе к полной транспарентности всех финансовых операций и региональных, и международных финансовых центров. Парадигма полной транспарентности характеризует программу развития Люксембурга как финансового центра «LUXFIN-2020». Этот проект предусматривает: 1) обеспечение статуса Люксембурга как центра передового опыта в области трансграничного финансирования; 2) создание в Люксембурге базового регионального европейского оншорного финансового хаба; 3) обеспечение лидирующих позиции Люксембурга в ЕС в сфере инновационных финансовых технологий.

В-пятых, к числу основных факторов и мотивов создания современного конкурентоспособного регионального финансового рынка в ЕС относятся: потребность в рациональном соединении свободных ресурсов национальных финансовых рынков государств – членов ЕС с реальным сектором экономики с акцентом на

более активное развитие инновационных отраслей, малого и среднего бизнеса; требование повышения устойчивости регионального финансового рынка ЕС за счет сбалансированного использования трех ресурсных источников: фондового рынка, банковского кредитования и средств государственных финансов для поддержания экономического роста и занятости.

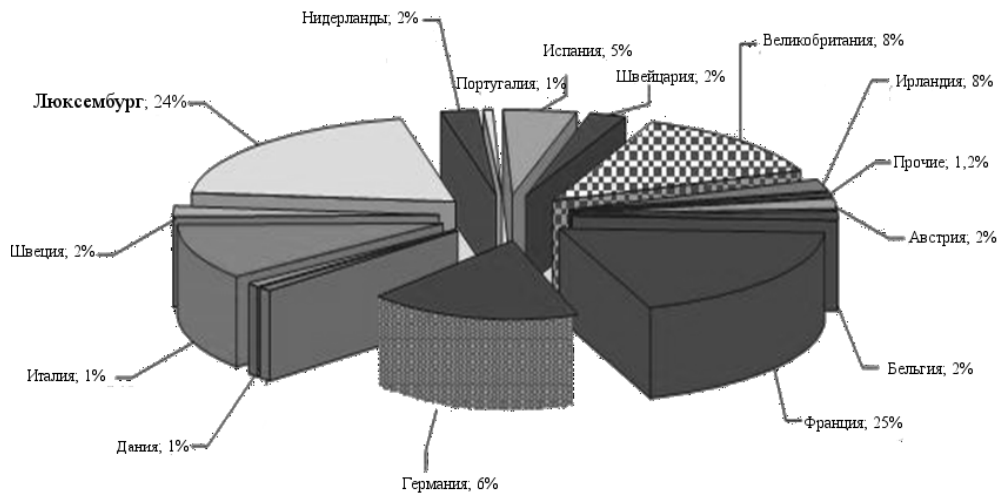
В-шестых, с учетом перспектив создания в Астане (Казахстан) регионального финансового центра необходимо принимать во внимание разработанный в Люксембурге план действий. Этот план предусматривает реализацию перечня конкретных мероприятий и индикативный временной график их исполнения в период до конца 2018 г.: финансирование инноваций и стартапов; создание благоприятных условий для выхода компаний на финансовый рынок; содействие инвестированию в долгосрочные инфраструктурные проекты и развитию розничного и институционального инвестирования; расширение финансовых возможностей банков в стимулировании экономического роста, включая развитие в ЕС рынков секьюритизированных активов.

**Рисунок 1**

**Структура активов инвестиционных фондов по национальной принадлежности в управлении в Европейском союзе, %**

**Figure 1**

**Investment funds' asset structure by national identity in management in the European Union, percentage**



Источник: Статистическое бюро Европейского союза. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>

Source: Statistical Office of the European Communities (EUROSTAT). URL: <http://ec.europa.eu/eurostat>

**Список литературы**

1. Хейфец Б.А. Трансрегиональное переформатирование глобального экономического пространства. Вызовы для России. М.: Институт экономики РАН, 2016. 86 с.
2. Худякова Л.С., Сидорова Е.А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. 2014. № 4. С. 28–34.
3. Пищик В.Я., Алексеев П.В. О концептуальных подходах к валютной унификации в процессе создания Евразийского экономического союза // Деньги и кредит. 2015. № 9. С. 20–26.
4. Павлов П.В. Офшорная деятельность: вопросы правовой регламентации // Журнал российского права. 2011. № 5. С. 31–39.
5. Туруев И.Б. Офшоры – тормоз развития или экономическая необходимость // Вестник МГИМО (Университета). 2014. № 1. С. 136–140.
6. Хейфец Б.А. Офшорные финансовые сети российского бизнеса // Вопросы экономики. 2009. № 1. С. 52–67.
7. Петров Ю.А. Деофшоризация экономики – противодействие «минимизации налогов» и пресечение утечки капитала // Российский экономический журнал. 2013. № 6. С. 15–35.
8. Губанов Р.М. Деофшоризация экономики: реалии, возможности и риски // Проблемы теории и практики управления. 2014. № 10. С. 58–64.
9. Хейфец Б.А. Антиофшорное наступление мирового сообщества и российская практика // Финансы. 2010. № 2. С. 12–17.

10. Хейфец Б.А. Деофшоризация экономики: мировой опыт и российская практика // Вопросы экономики. 2013. № 7. С. 29–48.
11. Булатов А.С. Офшорная деятельность российских резидентов // Вопросы экономики. 2015. № 2. С. 149–160.
12. Канашевский В.А. О праве, применимом к офшорным трастам, и об их признании // Закон. 2013. № 4. С. 63–67.
13. Пищик В.Я. Региональное валютно-финансовое сотрудничество в рамках формируемого Евразийского экономического союза // Финансы, деньги, инвестиции. 2014. № 4. С. 12–16.
14. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. и др. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок. М.: РУСАЙНС, 2016. 430 с.
15. Пищик В.Я., Звонова Е.А. Институциональные аспекты регулирования валютно-финансовых отношений в ЕАЭС // Вестник Финансового университета. 2014. № 6. С. 92–100.
16. Навой А.В. Валютно-финансовые критерии интеграции в ЕАЭС // Деньги и кредит. 2015. № 6. С. 6–12.

#### **Информация о конфликте интересов**

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## MODERN TRENDS IN THE EVOLUTION OF WORLD FINANCIAL CENTERS: A REGIONAL PERSPECTIVE (EVIDENCE FROM THE INTERNATIONAL FINANCIAL CENTER IN LUXEMBOURG)

Elena A. ZVONOVA

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
EAZvonova@fa.ru

### Article history:

Received 12 December 2016  
Received in revised form  
26 December 2016  
Accepted 11 January 2017  
Available online  
30 September 2019

**JEL classification:** E44, F21,  
G15, G24, K34

**Keywords:** regional financial  
center, world finance center,  
offshore, onshore, financial  
hub

### Abstract

**Subject** The article considers formation and evolution of the international financial center in Luxembourg, and possible use of the experience when developing a phased creation of a regional financial center of the Eurasian Economic Union (EAEU) in Astana.

**Objectives** The purpose of the study is to evaluate factors of formation of the regional financial center and its subsequent evolution into the world financial center.

**Methods** I employ methods of comparative and statistical analysis to examine various factors of regional financial center formation, and its stage-by-stage evolution from an offshore financial center to an onshore financial hub.

**Results** I analyzed criteria and indicators of the regional financial center creation, classified indicators of transparency and stability of the financial center, identified major areas in the transition to the offshore financial center model. The paper reviews the stages of Luxembourg international financial center's transition to an onshore financial hub.

**Conclusions and Relevance** The main problem in the functioning of regional and world financial centers is the lack of transparency and offshore nature of financial operations. The paper presents a specific road map for transition of a financial center that functions based on offshore principles to financial onshore centers, gives a definition of the onshore financial center. The findings may find practical application in the elaboration of the road map for creation of a regional financial center of EAEU in Astana.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

**Please cite this article as:** Zvonova E.A. Modern Trends in the Evolution of World Financial Centers: A Regional Perspective (Evidence from the International Financial Center in Luxembourg).

*Digest Finance*, 2019, vol. 24, iss. 3, pp. 290–304.

<https://doi.org/10.24891/df.24.3.290>

### Acknowledgments

The article was supported by the Russian Foundation for Humanities, grant No. 15-02-00669.

The article was adapted from the *Finance and Credit* journal, 2017, vol. 23, iss. 3, pp. 128–142.

(In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/fc.23.3.128>

### References

1. Kheifets B.A. *Transregional'noe pereformatirovanie global'nogo ekonomicheskogo prostranstva. Vyzovy dlya Rossii* [Transregional global economic space reformatting. Challenges for Russia]. Moscow, Institute of Economics of RAS Publ., 2016, 86 p.
2. Khudyakova L.S., Sidorova E.A. [The reform of financial sector regulation in the European Union]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2014, no. 4, pp. 28–34. (In Russ.)
3. Pishchik V.Ya., Alekseev P.V. [On conceptual approaches to monetary unification in the process of the Eurasian Economic Union creation]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2015, no. 9, pp. 20–26. (In Russ.)

4. Pavlov P.V. [Offshore activities: Legal regulation issues]. *Zhurnal rossiiskogo prava = Journal of Russian Law*, 2011, no. 5, pp. 31–39. (In Russ.)
5. Turuev I.B. [Offshore: A deterrent or economic necessity]. *Vestnik MGIMO Universiteta = Vestnik MGIMO-University*, 2014, no. 1, pp. 136–140. (In Russ.)
6. Kheifets B.A. [Offshore financial networks of Russian business]. *Voprosy Ekonomiki*, 2009, no. 1, pp. 52–67. (In Russ.)
7. Petrov Yu.A. [Deoffshorization of economy: Counteracting ‘tax avoidance’ and curbing capital flight]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economics Journal*, 2013, no. 6, pp. 15–35. (In Russ.)
8. Gubanov R.M. [Deoffshorization of economy: Realities, opportunities and risks]. *Problemy teorii i praktiki upravleniya = Problems of Theory and Practice of Management*, 2014, no. 10, pp. 58–64. (In Russ.)
9. Kheifets B.A. [Anti-offshore mood of the international community and the Russian practice]. *Finansy = Finance*, 2010, no. 2, pp. 12–17. (In Russ.)
10. Kheifets B.A. [Deoffshorization of economy: International experience and Russian practice]. *Voprosy Ekonomiki*, 2013, no. 7, pp. 29–48. (In Russ.)
11. Bulatov A.S. [Offshore activities of Russian residents]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 2, pp. 149–160. (In Russ.)
12. Kanashevskii V.A. [On the law applicable to offshore trusts and their recognition]. *Zakon = Law*, 2013, no. 4, pp. 63–67. (In Russ.)
13. Pishchik V.Ya. [Regional monetary and financial cooperation in the framework of the formed Eurasian Economic Union]. *Finansy, den'gi, investitsii = Finance, Money, Investment*, 2014, no. 4, pp. 12–16. (In Russ.)
14. Zvonova E.A., Ershov M.V., Kuznetsov A.V. et al. *Reformirovanie mirovoi finansovoi arkhitektury i rossiiskii finansovyi rynek* [Reforming the international financial architecture and the Russian financial market]. Moscow, RUSAINS Publ., 2016, 430 p.
15. Pishchik V.Ya., Zvonova E.A. [Institutional aspects of monetary relations regulation in the EAEU]. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2014, no. 6, pp. 92–100. (In Russ.)
16. Navoi A.V. [Monetary criteria for integration into the EAEU]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2015, no. 6, pp. 6–12. (In Russ.)

#### **Conflict-of-interest notification**

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.