

- 2-4 Андрес Вийземанн: важно следить за тем, чтобы средства собственника были бы задействованы в должной мере
- 6-8 Анастасия Коваленко: в законе можно было бы установить право выкупа акций и обязательство по выплате дивидендов
- 9 Экономика Эстонии идет на подъем
- 10-11 Об определении ценности талантливых работников
- 12 Защита прав миноритарных акционеров – самая слабая сторона регулирования бизнеса в Эстонии
- 13 Пять важнейших изменений для предпринимателя в новом постановлении о защите данных
- 14-15 Освобождение опционов участия от налогов будет расширено
- 16-17 Госсуд: В судебном процессе между SEB и Grove Invest истина пока еще не установлена
- 17-20 Госсуд: Налоговый спор химкомбината Кивиыли о сделках 11-летней давности продолжается
- 19-20 Госсуд: Совершение сделки по цене выше рыночной еще не делает ее фиктивной
- 21-22 Календарь курсов

В Эстонии права акционеров не сбалансированы

Согласно весьма распространенному в Эстонии мнению, которое поддерживает, например, присяжный адвокат, доцент кафедры управления EBS и автор справочника о семейном предпринимательстве Урмас Арумяэ, отсутствие полного контроля над предприятием – это бизнес-риск миноритарного акционера. Таковым, по мнению Арумяэ, является и возможность того, что предприятие примет решение не распределять прибыль.

В статье о своих взглядах (Äripäev, 25.4.16) Арумяэ предупредил, что если предприятиям всерьез будут предписывать, как и кому они должны платить дивиденды с чистой прибыли, значит, мы делаем шаг в сторону ограничения свободного предпринимательства, и последствия этого непредсказуемы.

Это слишком радикальный и драматический подход к вопросу. Один из представителей противоположной точки зрения, Анастасия Коваленко, об исследовательской работе которой идет речь в нынешнем номере, предлагает сформулировать в законе обязательство по выплате дивидендов следующим образом: акционерам – при условии, что перенос прибыли в резервы или ее реинвестирование, по оценке разумного предпринимателя, не нужны для обеспечения устойчивости и развития предприятия, – следует выплачивать часть прибыли.

До тех пор, пока в законе нет такого положения, инвесторы не за-

КОММЕНТАРИЙ **Виллу Зирнаск**



редактор инфовыпуска

интересованы в том, чтобы стать миноритарным акционером или пайщиком, и рынок капитала чает. Правда, иногда, как можно прочесть в интервью Андреса Вийземанна, миноритарному акционеру все же удастся преодолеть проблему и совершить инвестицию в предприятие: фонды LHV инвестировали в предприятие, в договор акционеров которого они не смогли включить желаемые условия, посредством облигаций. В случае облигаций всегда зафиксирована процентная ставка и дата погашения.

Такое решение для нуждающегося в капитале предприятия означает, по сути, тоже обязательство по выкупу акций и выплате дивидендов, но в менее гибкой форме, чем если бы в законе были бы положения, защищающие миноритарных акционеров. Так что последствия их включения в закон на самом деле несложно предвидеть – они дали бы позитивный импульс для эстонского рынка капитала и развития культуры управления.

Материалы для инфовыпуска подобрали **БРЕТ МЕТСКЮЛА** и **ВИЛЛУ ЗИРНАСК**

Издатель: **AS Äripäev**
 адрес: Vana-Lõuna 39/1, 19094 Tallinn
 тел.: (372) 667 0195, <http://www.aripaev.ee>
 Заказ и распространение: e-post: tellimiskeskus@aripaev.ee тел.: (372) 667 0099
<http://finantsuudised.ee> e-post: bret@finantsuudised.ee тел.: (372) 667 0178

Вийземанн: важно следить за тем, чтобы средства собственника были бы задействованы в должной мере

Пенсионные фонды LHV в этом году результативно инвестировали в местные облигации – например, предприятия Transpordi Varahaldus, города Тарту, банка Соор Ранк. Руководитель пенсионных фондов LHV Андрус Вийземанн разъяснил принципы, исходя из которых руководимые им фонды инвестируют в Эстонию.

Каким условиям должны соответствовать предприятие или проект, чтобы для него имело смысл прийти к вам и обсудить с вами возможности финансирования с помощью облигаций? Сумма, залог, сроки...?

У предприятия, планирующего эмитировать облигации, должен быть приличный кассовый поток и собственного капитала должно быть достаточно для того, чтобы убедить нас в том, что собственники предприятия реально задействуют и собственные средства.

Сколько именно собственных средств должно быть задействовано, зависит от сферы деятельности. Если собственного капитала сравнительно немного, то облигации по своему характеру будут скорее похожи на акции, и мы прогнозируем их доходность, аналогичную доходности акций. Если рыночная капитализация предприятия на хорошем уровне или в пользу собственников облигаций устанавливается приличный залог, то такая облигация выглядит, скорее, как банковский кредит с невысокой доходностью.

Пенсионные фонды LHV в этом году инвестировали в облигации эмитентов Балтийских стран, доходность которых колеблется в промежутке от 0,5% до 12%. Облигации с более высокой доходностью, как правило, подчинены другим кредиторам и, исходя из этого, несут в себе и более высокий риск.

Если в случае с банковским кредитом не является редкостью, что в течение срока кредита в график обслуживания кредита вносятся изменения,

то в случае с облигациями это в сущности исключено – если графика платежей не придерживаться, то облигация будет отправлена на реструктуризацию и залог – на реализацию. О выпуске облигаций стоит задумываться только тем предприятиям, которые способны точно прогнозировать свои кассовые потоки на длительные сроки.

Что касается сроков, то пенсионным фондам LHV нравятся, скорее, длинные облигации, чем короткие. Облигация города Тарту, например, имеет 15-летний срок. Сроки облигаций коммерческих предприятий могли бы составлять от трех до семи лет. При этом мы на определенных условиях готовы рассматривать и возможность фиксированной процентной ставки.

Инвестируемая сумма находится в зависимости от риска. Если бы Эстонское государство эмитировало облигации, то мы были бы готовы инвестировать в них 10-20% объема пенсионных фондов LHV, на сегодня это составило бы 100-200 млн евро. Если риск предприятия или проекта высок, то инвестируемая сумма будет существенно меньше. В то же время организация эмиссии облигаций объемом менее пяти миллионов евро зачастую для инвесторов неразумна с экономической точки зрения, и мы рекомендуем лучше рассматривать возможность банковского кредита.

Для покупки каких активов, помимо самолетов, есть еще смысл устраивать такие же сделки, как с Transpordi Varahaldus?

Пенсионные фонды в качестве инвесторов в облигации, как правило, конкурируют с банками. Банки подчиняются очень сложной регуляции, и в случае с банковским кредитом процентную ставку зачастую определяет регуляция, а не степень риска проекта.

Например, при кредитовании недвижимости фонды LHV не считают разумным конкурировать с банками и предпочитают оставаться, скорее, в роли собственника, поскольку процентные ставки очень низкие. И низ-

кие они потому, что в силу действия регуляции эти кредиты связывают очень мало банковских капиталов.

Однако в тех сферах, в которых кассовые потоки предприятий сильны, но залогов, исходя из регуляции, банкам не подходят (хотя в реальной жизни их достаточно), у пенсионных фондов есть преимущества.

Что вы, инвестируя в облигации и развивая рынки, сделаете сейчас иначе, чем делалось лет десять назад, когда у инвесторов плохо пошли дела с инвестициями AS Kolle, TR Majad и других?

Важнее всего следить, чтобы собственные средства собственников были задействованы в достаточной мере. Не имеет смысла приходить к нам с проектом, в котором собственник выиграет много, но терять ему почти нечего.

Пенсионные фонды LHV десять лет назад на местном рынке не были особенно крупными деятелями, однако определенный опыт все же имеется, кроме того, мы пытаемся учиться на ошибках других. Следует серьезно оценивать риск рефинансирования облигаций. Важно также смотреть и на то, кто еще является инвестором, и размышлять над тем, как они могли бы себя повести в сложной для предприятия ситуации.

Какие существуют возможности инвестировать на эстонском рынке, помимо облигаций? Как, например, инвестиции рискованного капитала продвигаются посредством соответствующих фондов?

Я рассматриваю облигации как средство, с помощью которого я осуществляю инвестиции, а не как само инвестирование – это все же вложение средств

« Я рассматриваю облигации как средство, с помощью которого я осуществляю инвестиции, а не как само инвестирование.

ФИНАНСИРОВАНИЕ

«Из-за уменьшения потока финансовой помощи из Европы Эстонское государство будет вынуждено в течение следующих пяти лет выйти и на рынок облигаций».

в проект или предприятие. Как я уже упоминал выше, характер облигации вытекает из сути предприятия и структуры его капитала. Также риск инвестиции в недвижимость или в лес можно принять в форме облигации. Зачастую фонды рискованного капитала структурируют свои инвестиции в стартапы в форме конвертируемой облигации.

Благодаря помощи и вкладу Европейского инвестиционного фонда в Эстонии формируется профессиональный и институциональный рынок частного капитала (*Private Equity*) и венчурного капитала (*Venture Capital*). Пенсионные фонды LHV пообещали четырем фондам частного капитала Эстонии инвестировать в течение двух следующих лет до 42 млн евро. 18 млн евро из этой суммы мы уже инвестировали и из этих четырех фондов двоим мы помогли выполнить также и соинвестиции.

Что касается фондов венчурного капитала, которые инвестируют в так называемые стартапы, то на сегодняшний день мы дали одно обещание, однако рассматриваем еще несколько возможных инвестиций.

Европейский инвестиционный фонд решил инвестировать в фонды частного капитала Балтийских стран 130 млн евро и в фонды венчурного капитала Эстонии вместе с фондом Kredex 60 млн евро на условии, что от частных инвесторов, в том числе от пенсионных фондов, будет привлечено по меньшей мере столько же средств. Это очень важная сумма для нашей экономики. Однако еще важнее то, что инициатива Европейского инвестиционного фонда содействует развитию такой отрасли экономики Эстонии, как инвестирование и управление фондами, и дает основания надеяться на то, что эстонские инвесторы в будущем сами будут способны финансировать проекты и предприятия с высоким потенциалом. Эстонцы должны все же уметь сами эффективно распоряжаться и управлять капиталами в своем государстве, не стоит делегировать такую важную роль

управляющим фондами в Стокгольме или Лондоне.

Насколько дороже инвестирование на рынке Эстонии в сравнении с инвестированием на международных рынках? Что можно сделать для того, чтобы это было дешевле (без того, чтобы анализ и качество не пострадали)?

Мы в LHV Varahaldus подсчитали, что подготовка документации одной, не котирующейся на бирже, инвестиции (в форме акций или облигаций) обходится нам как инвестору порядка 50-100 тыс. евро. Это дополнительный расход в дополнение к анализу. В тех случаях, когда мы инвестировали вместе с фондами частного капитала, мы поделили расходы на некоторые закупленные услуги (такие как составление договора акционеров и наем дополнительных аудиторов), однако свой анализ каждый должен выполнить уже сам. При инвестировании в котирующиеся на бирже ценные бумаги расходы ниже, поскольку сделки происходят в биржевой системе, и не нужно заключать особые договоры и подтверждения.

Один мой коллега подсчитал, что в его почтовом ящике собралось 550 электронных писем, связанных со сделкой о покупке самолетов (Transpordi Varahaldus).

В дополнение к более крупным прямым расходам, с отечественными (внутригосударственными) инвестициями связаны также и более высокая ответственность и повышенное внимание прессы/общественности. Инвестиция, которая в конечном итоге принесет высокий доход, в момент ее совершения может многим вовсе не понравиться, может породить необоснованные обвинения и критику. По сути дела, в каждом случае с отечественной инвестицией надо быть готовым к тому, что управляющего фондом обвинят в конфликте интересов. Это важный коммерческий риск для холдингового предприятия, управляющего пенсионными фондами, поскольку клиенты могут уйти, несмотря на то, что инвестиция обладает высоким потенциалом и совершена в интересах собственников паев.

Управляющий портфелем пенсионных фондов LHV Ромет Энок пару месяцев назад писал, что объем пенсионных фондов в пятилетней перспективе обещает вырасти почти до семи миллиардов евро, и

из этого объема на развитие отечественного рынка можно будет прибыльно направить до двух миллиардов евро. Как поведение глобальных рынков может повлиять на исполнение этого прогноза? При каких условиях внешней среды интерес к инвестированию в Эстонию больше, а при каких меньше?

Два миллиарда от семи составляют 27,6%. В портфелях пенсионных фондов LHV почти 17% облигаций государств и государственных предприятий Латвии и Литвы. Эта сумма настолько велика благодаря именно тому, что Эстонское государство не предложило эстонским пенсионным фондам аналогичные возможности инвестирования. Я рассматривал Латвию и Литву как альтернативу Эстонии с несколько более высокой степенью риска.

К счастью, обстоятельства начали меняться, да и мы сами активизировались после того, как пару лет назад был изменен закон, регулирующий инвестиции пенсионных фондов. Например, организованную предприятием Riigi Kinnisvara AS эмиссию облигаций мы выиграли в конкуренции с банками за пределами Эстонии. До сего времени крупнейшие государственные инвестиции в Эстонии финансировались в первую очередь посредством кредитов, взятых в зарубежных банках.

Я уверен, что из-за уменьшения потока финансовой помощи из Европы Эстонское государство будет вынуждено в течение следующих пяти лет выйти и на рынок облигаций – и в этом случае вероятно, что инвестиции пенсионных фондов Эстонии на местном рынке существенно вырастут.

Кстати, по моей оценке, сейчас по меньшей мере 10% активов пенсионных фондов Эстонии (также и в других регионах Европы) инвестированы в облигации с негативной доходностью. В течение некоторого времени эту сумму можно было бы направить на работу на благо нашей экономики.

Сегодня почти повсюду в мире темпы роста долговой нагрузки опережа-

«Один мой коллега подсчитал, что в его почтовом ящике собралось 550 электронных писем, связанных со сделкой о покупке самолетов».

ФИНАНСИРОВАНИЕ

ют темпы роста экономики. Поскольку стоимость активов росла еще быстрее, то у собственников активов на сегодня бизнес идет в гору. Однако рост кредитной нагрузки не может бесконечно опережать рост доходов. При этом едва ли процентные ставки и расходы на финансирование еще существенно снизятся. В таком глобальном контексте экономическая среда Эстонии обращает на себя внимание именно низкой кредитной нагрузкой. Исходя именно из низкой кредитной нагрузки риск инвестирования в Эстонию в сравнении с международным инвестированием я оцениваю как относительно невысокий.

Я всегда сравниваю риски и доходность местных инвестиций с международными возможностями инвестирования. Если глобальная экономика и инвестиционная среда станут более привлекательными, то мой интерес к местным инвестициям несколько снизится, поскольку альтернативных возможностей прибавится.

Являются ли связанные с защитой прав миноритарных акционе-

ров проблемы фактором, который тормозит инвестиции пенсионных фондов в Эстонию? В какой степени роль и возможности пенсионных фондов защитить свои интересы отличаются от возможностей так называемых обычных миноритарных акционеров?

Пенсионные фонды LHV не совершают ни единой инвестиции без твердой уверенности в том, как и на каких условиях из инвестиции можно выйти. В случае инвестиции в акции важную роль играет договор между акционерами, регулирующий все эти условия.

Один пример из реальной жизни – вступив в инвестиционные отношения, мы стали одной из сторон в договоре акционеров, который защищал как нас, так и один из международных фондов частного капитала. Доля участия пенсионных фондов LHV в предприятии составляла 10% и доля участия этого фонда частного капитала почти 40%. Когда этот фонд вышел из круга акционеров предприятия, потребовалось заново обсудить содержание договора акционеров. Поскольку

ку мы со своей 10%-й долей не смогли достигнуть тех же прав, которые перед этим были у нас двоих, владевших 50% акций, то мы решили также выйти из круга собственников предприятия. Но поскольку мы по-прежнему были уверены в успешности предприятия, то свою инвестицию в акции мы реорганизовали в инвестицию в облигации.

В случае инвестиции в облигации всегда устанавливается срок погашения облигаций – срок, когда инвестор имеет право получить обратно свою инвестицию. Если дела у предприятия идут успешно, то доходность инвестора в облигации хотя и остается менее высокой, чем в случае инвестиции в акции, но и степень риска в первом случае ниже.

«По сути дела, в каждом случае с отечественной инвестицией надо быть готовым к тому, что управляющего фондом обвинят в конфликте интересов».

ПОКУПКА И ПРОДАЖА

Закрытый инвестиционный фонд Януса Отса купил в Пярну производственное здание

Инвестиционный фонд United Real Estate Fund MASF полностью приобрел паевое товарищество OÜ Bradlink, которому в Пярну на улице Кодара принадлежит участок, на котором, в свою очередь, находится офисное и производственное здание. Арендаторами помещений в здании являются OÜ Mесаnova и AS Wendre.

По словам председателя совета United Real Estate Fund MASF Януса Отса, участок является прекрасным дополнением к инвестиционному портфелю фонда, который состоит главным образом из офисных и складских зданий.

Якорный арендатор находящегося на участке здания — фирма Mесаnova — является металлообрабатывающим предприятием, выпускающим изделия из листового металла для промышленных предприятий.

Созданный в прошлом году United

Real Estate Fund MASF является закрытым непубличным инвестиционным фондом с переменным акционерным капиталом, инвестирующим главным образом в коммерческую недвижимость.

Объем консолидированных активов фонда по состоянию на конец сентября составлял 18,1 млн евро и консолидированная чистая стоимость 5,7 млн евро.

Ekspress Grupp купил литовскую рекламную фирму

AS Ekspress Grupp после того, как департамент конкуренции Литвы предоставил ему лицензию, приобрел 51% предприятия UAB Adnet Media.

49-процентная доля предприятия принадлежала AS Ekspress Grupp еще с осени 2014 года, таким образом, на сегодня приобретен полный пакет акций.

UAB Adnet Media занимается продажей рекламы в интернете в Эстонии, Латвии и Литве.

КРИПТОВАЛЮТА

Reset.ee начал принимать криптовалюту

Электронный магазин Reset.ee начал вести расчеты, наряду с евро, еще и в криптовалюте Bitcoin. Причиной послужил быстрый рост интереса клиентов к расчету в криптовалюте, сообщил Reset.ee.

Член правления Ханс Эрих Лийвик сообщил, что в использовании криптовалюты предприятие видит большой потенциал развития.

«Мы понимаем, что криптовалюта делает расчеты для клиентов удобнее, поскольку клиенты не должны менять криптовалюту на евро, за счет этого они экономят на обменном курсе».

Reset.ee является э-магазином, основанном на эстонском капитале, действующим с 2014 года и занимающимся продажей главным образом бытовой техники, электроники, мебели, косметики и товаров для здоровья. В прошлом году оборот предприятия составил менее полумиллиона евро, прогноз оборота на этот год достигает 2 000 000 евро.

ФИНАНСИРОВАНИЕ

На рынке Nasdaq Balti First North начали торговать акциями MADARA Cosmetics

10 ноября на рынке Nasdaq Balti First North начались торги акциями латвийского предприятия MADARA Cosmetics, производящего природную косметику (сокращенное название MDARA). Это уже второе предприятие, которое в этом году вышло на рынок акций Balti First North.

Торги акциями MADARA Cosmetics стали вторым этапом после IPO, которое завершилось 3 ноября 2017 года. Подписка на акции была превышена в 2,6 раза.

IPO MADARA Cosmetics было первым в Латвии на рынке First North. Консультантом предприятия на рынке First North является LHV Pank, который станет также и рыночным менеджером акций предприятия.

Подписка на эмиссию облигаций Mainor Ülemiste превышена

Подписка на непубличное предложение первого этапа эмиссии облигаций Mainor Ülemiste объемом 10 млн евро была превышена в 1,3 раза. Предприятие решило увеличить превышенную сумму первого этапа до 2,65 млн евро.

AS Mainor Ülemiste в октябре сообщило, что намеревается эмитировать в IV квартале этого года и в 2018 году в целом облигаций на общую сумму до 10 млн евро, которые будут погашены в 2023 году. Срок подписки на первое непубличное предложение суммой 2 млн евро истек 6 ноября

51% из подписанных облигаций

остались в Эстонии, 40% отправились в Литву и 9% в Латвию.

Вслед за эмиссией Mainor Ülemiste подало ходатайство о принятии облигаций на торги в список Nadsaq на альтернативную Балтийскую биржу First North.

Второй этап эмиссии облигаций планируется провести в апреле следующего года.

Подписка на эмиссию акций EfTEN Real Estate Fund III была превышена в несколько раз

Подписка в связи с публичным предложением акций альтернативного инвестиционного фонда EfTEN Real Estate Fund III AS была превышена в 5,7 раза. Общий объем эмиссии управляющий определил в 3,5 млн евро. Всего было представлено 1833 поручения о подписке в денежном объеме 21 млн евро.

Всего в ходе эмиссии были предложены 337 272 простые акции. В первую очередь были распределены 87 272 новые акции управляющему фондом – EfTEN Capital AS – в объеме привилегированной подписки. Остальные 250 000 акций фонд решил распределить каждому из инвесторов до 75 акций или количество акций в соответствии с распоряжением/поручением о подписке в случае, если количество подписанных акций было менее 75.

Инвесторам, которые подписались более чем на 714 акций, были распределены в дополнение 10% от подписанных акций. На количество до 75 акций подписались 548 инвесторов и на количество до 714 акций подписа-

лись 1500 инвесторов. Фонд котируется в основном списке Таллиннской биржи Nasdaq.

Birdeye Capital может стать управляющим альтернативным фондом

Финансовая инспекция решила предоставить фирме AS Birdeye Capital лицензию на деятельность управляющего альтернативным фондом. На основании этой лицензии предприятие может управлять альтернативными инвестиционными фондами. Альтернативные фонды в общем случае — это фонды, чья деятельность направлена на профессиональных инвесторов, например фонды венчурного капитала, фонды, инвестирующие во внебиржевые предприятия, сырьевые фонды и фонды недвижимости.

В соответствии со вступившим в силу 10 января этого года Законом об инвестиционных фондах, управляющий, имеющий действительную лицензию на деятельность, должен был в течение шести месяцев с момента вступления в силу закона представить финансовой инспекции извещение о том, в качестве какого из упомянутых в законе фондовых управляющих он в дальнейшем будет работать. Если управляющий пожелал стать таким фондовым управляющим, каким его действующая лицензия на деятельность быть не позволяет, управляющий должен был представить финансовой инспекции, наряду с извещением, еще и ходатайство о получении права на управление упомянутым фондом.

Облигации, зарегистрированные в Эстонском центре ценных бумаг с 21.10.2017 по 20.11.2017

Название ценной бумаги и срок погашения	Облигация Creditstar	Облигация FMLA 2022	Облигация Mainor Ülemiste	Подчиненная облигация UPP Olaines
ISIN	EE3300111368	EE3300111376	EE3300111343	EE3300111350
Номинальная стоимость	1 000	1 000	100	1 000
Валюта	EUR	EUR	EUR	EUR
Кол-во ценных бумаг	7 500	25 000	26 500	6 125
Объем выпуска в номинальной стоимости	7 500 000,00	25 000 000,00	26 500 000,00	6 125 000,00
Дата регистрации	14.11.2017	16.11.2017	08.11.2017	08.11.2017
Срок погашения	01.06.2019	20.11.2022	05.04.2023	10.11.2022
Эмиссионная цена	1 000,00	1 000,00	100,00	1 000,00

Анастасия Коваленко: в законе можно было бы установить право выкупа акций и обязательство по выплате дивидендов

Со стороны государства недальновидно оставлять интересы миноритарных собственников без защиты, поскольку такая ситуация влияет и на экономику в целом – об этом Анастасия Коваленко пишет в защищенной в Тартуском университете магистерской работе «Возможности улучшения защиты инвесторских прав миноритарных акционеров в Эстонии».

Однако для того, чтобы люди не боялись инвестировать, закон должен обеспечить элементарное равновесие между интересами миноритарных и мажоритарных акционеров, отмечает Коваленко и вносит следующие предложения по улучшению защиты инвесторов миноритарных акционеров в Эстонии.

1. Внедрение нормы права требования выкупа акций (паев)

По словам Коваленко, в настоящее время мажоритарный акционер в Эстонии может злоупотребить своей доминирующей позицией и использовать различные тактики для того, чтобы «вытеснить» меньшинство, тогда как у миноритарного акционера нет возможности выйти из числа собственников в обмен на справедливую компенсацию. В первую очередь это связано с тем обстоятельством, что продать не торгуемую на фондовом рынке долю очень сложно, и мажоритарный акционер в общем случае не заинтересован в том, чтобы миноритарный акционер выкупил бы свою долю по справедливой цене.

«Например, если мажоритарный акционер будет знать, что в случае вытеснения миноритария путем невыплаты дивидендов у него может возникнуть обязательство выкупить долю меньшинства, мажоритарный акционер поймет, что с точки зрения экономической эффективности оптимальным будет, если он выплатит дивиденды и не будет дискриминировать миноритарных акционеров, – пишет Коваленко. – Иными словами, выкуп акций (паёв) может стать своего рода превентивной мерой, имеющей упреждающее воздействие на поведение мажоритарного акционера. Также и в случае возникновения конфликтов или расхождения интересов данная норма лучше всего обе-

спечит экономическую устойчивость предприятия, поскольку тогда миноритарные акционеры за свою долю получат справедливую компенсацию, а мажоритарный акционер сможет перейти к единоличному управлению предприятием».

Принуждение к праву выкупа следовало бы разрешить, по словам Коваленко, при наличии двух кумулятивных предпосылок. Во-первых, это должно быть крайней мерой, то есть миноритарный акционер до этого испробовал более мягкие меры для обеспечения своих прав. Во-вторых, если миноритарного акционера в течение длительного времени «вытесняли», то есть у него есть весома причина для того, чтобы выйти из списка собственников коммерческого объединения.

2. Установление обязательства выплаты дивидендов

По словам Коваленко, в законе следовало бы предусмотреть, чтобы акционерам – при условии, что перенос прибыли в резервы или ее реинвестирование, по оценке разумного предпринимателя, не нужно для обеспечения устойчивости и развития предприятия, – выплачивалась бы та часть прибыли, которая соответствует ожидаемой средней доходности их инвестиции. В качестве альтернативы можно взвесить выделение минимального размера дивидендов в виде определенного процента от акционерного капитала.

То обстоятельство, что в данный момент коммерческий кодекс не обязывает коммерческое объединение выплачивать дивиденды, привело к ситуации, когда мажоритарные акционеры злонамеренно используют ситуацию в своих интересах, невыплату дивидендов они объясняют необходимостью инвестиций на предприятии. «На основании анализа судебных случаев можно утверждать, что в ситуации, когда миноритарный акционер не получил правомерно ожидавшиеся им дивиденды и обратился в суд, на самом деле у него нет возможности востребовать выплату дивидендов через суд», – пишет Коваленко. Миноритарным акционерам очень сложно доказать в суде, что решением не распределять при-

быль крупный собственник преследует злонамеренную цель, а также что такая политика, при которой дивиденды не выплачиваются на протяжении нескольких десятков лет, неэффективна с экономической точки зрения».

Трудность доказательства, по словам Коваленко, в значительной мере происходит и от того обстоятельства, что зачастую мелкому акционеру сложно получить информацию о предприятии.

Вдобавок действующая в Эстонии система подоходного налога благоприятствует реинвестированию прибыли и в значительной мере определяет предпочтения собственников предприятия при формировании политики распределения прибыли. По этой причине вопрос о принудительных дивидендах следовало бы рассматривать вкупе с действующей в стране налоговой политикой.

По словам Коваленко, распределение прибыли во многих странах является обязательным (например, в Греции и Португалии), а в некоторых (например, в Финляндии и Германии) акционеры могут потребовать его через суд.

3. Уточнение права информирования акционеров

«Нынешнее законодательство напрямую не обеспечивает право акционеров на информацию, поскольку, во-первых, в норме не обозначен объем информации, на который у акционера есть право. Во-вторых, у крупного акционера всегда есть возможность отказать в предоставлении информации, если у него есть основания предполагать, что это может нанести существенный ущерб интересам акционерного общества. В-третьих, в законе не урегулированы точные основания, на которых крупный акционер может отказать предоставлять информацию, и не обозначены также последствия отказа в предоставлении информации», – пишет Коваленко.

По мнению Коваленко, в законодательстве следовало бы уточнить точные объемы предоставляемой акционеру информации и основания, на которых правление имеет право отказать в предоставлении информации.

УПРАВЛЕНИЕ

Следовало бы также определить последствия отказа в предоставлении информации.

Сейчас меньшинству очень сложно ходатайствовать о предоставлении информации. Несовершенство права на информацию влечет за собой неосведомленность миноритарного акционера об экономическом положении предприятия, по этой причине ему сложно оценить стоимость своей доли предприятия или в случае необходимости доказать злонамеренный характер действий крупного акционера, если последний, например, не распределяет прибыль.

4. Установление более точных правил права на вытеснение и права на выкуп относительно методов оценки, служащих основанием для определения величины компенсации, а также введение обязательства по привлечению независимого от мажоритарного и миноритарного акционеров оценщика.

Если компенсация не отражает справедливую стоимость принадлежащей меньшинству акционеров доли уча-

стия, то обе нормы теряют свой смысл с точки зрения защиты инвесторов. По оценке Коваленко, экономический аспект проблемы смещается в значительной степени к применению дисконта за отсутствие контроля и дисконта за неликвидность. По ее словам, с экономической точки зрения нелогично утверждать, что если принадлежащая меньшинству доля выкупается или переходит в собственность контролирующего акционера, то должен быть применен дисконт за отсутствие контроля, исходя из того обстоятельства, что стоимость принадлежащей миноритарии акции меньше в силу ослабленной позиции мелкого акционера.

«Напротив, поскольку в случае с обеими регуляциями принадлежащая меньшинству доля участия приобретает контролирующим акционером, крупный акционер данными сделками укрепляет свою контролируемую позицию, а это означает, что для него эти акции ценны. Например, приобретение доли меньшинства может сократить расходы, связанные с управлением предприятием, кроме того, нет опасности эскалации разногласий, а также у крупного акционера появляется полный контроль над активами предприятия», – поясняет Коваленко.

Почему интересы мелкого акционера нуждаются в защите?

Для того чтобы люди не боялись инвестировать, закон должен обеспечить элементарное равновесие между интересами мелких и крупных акционеров. Иными словами, сильная защита инвесторских прав миноритарного акционера означает не превалирование его прав над правами крупных акционеров, а только то, что законодательные меры обеспечивают равновесие между различными интересами как мелких, так и крупных акционеров, которое, с позиций общества в целом, обеспечивало бы оптимальное решение с точки зрения права, справедливости и экономической эффективности.

В странах с недостаточной защитой прав инвестора контроль фирм обычно более сконцентрирован, чем в странах с сильной защитой инвестора. В странах, где прочно укоренилась культура семейного предпринимательства или преобладает менталитет необходимости контроля за собственностью, крупные акционеры предприятий не заин-

тересованы в привлечении других инвесторов, чем существенно ограничивают возможности роста предприятия. Предприятия, на которых собственность сосредоточена в руках одного человека или одной семьи, могут расти только за счет заемного и внутреннего собственного капиталов, которые совершенно очевидно ограничены.

В странах, где законодательная защита инвесторов сильна, и миноритарные акционеры защищены от несправедливого к ним отношения со стороны ключевых собственников, миноритарные акционеры больше заинтересованы в инвестировании, а предпринимателям проще привлечь инвесторов извне и за счет этого обеспечивать рост фирмы. Кроме того, в случае сильной защиты инвесторов инвесторы готовы больше платить за акции, что повышает заинтересованность предпринимателей эмитировать ценные бумаги.

Источник: магистерская работа Анастасии Коваленко

Дисконт за неликвидность, по ее оценке, может быть таким, какой применяется при оценке мажоритарной доли собственности: как правило, он ниже, чем дисконт за неликвидность, применяемый к оценке миноритарной доли. «В противном случае может случиться так, что ключевой акционер заплатит за акции более высокую цену, которую бы он мог получить, если бы сам их продал».

Анастасия Коваленко

- Изучала в Тартуском университете юриспруденцию и управление бизнесом.
- Занималась спором своего отца Валерия Коваленко и других миноритарных акционеров компании BLRT Grupp по поводу выплаты дивидендов.
- На местных выборах в 2017 году баллотировалась по списку социал-демократов в таллинском районе Ласнамяэ, набрала 392 голоса и прошла в городское собрание.

Магистерская работа Анастасии Коваленко «Vähemusaktionäride investorkaitse parandamise võimalused Eestis» доступна по адресу dspace.ut.ee/handle/10062/57918.

Интервью с экспертами

В рамках магистерской работы Коваленко провела десять интервью с людьми, которые на практике соприкасались с защитой инвесторских прав миноритарных акционеров: с мажоритарными и миноритарными акционерами, адвокатами, инвестиционными консультантами и судьями.

«По оценке практиков к у Эстонии в сфере защиты миноритарных акционеров несомненно есть пространство для развития, однако проблемой может стать поиск равновесия между миноритарными и мажоритарными акционерами», – подвела Коваленко итог общего настроения участников интервью.

По словам Коваленко, ряд практиков указал на то, что современный принцип, в соответствии с которым большинство управляет акционерным обществом и меньшинство должно просто смириться с этим, сам по себе не является неверным. По их словам, гораздо хуже была бы ситуация, когда меньшинство принимало бы решения за большинство по вопросам, например, относительно

УПРАВЛЕНИЕ

но того, должно ли коммерческое объединение инвестировать или выплачивать дивиденды. Если меньшинству будет предоставлено больше прав, логика отношений собственности может очень усложниться.

«Кидок», бизнес и контроль

Многие практики признали, что так называемая тактика «выдавливания» меньшинства со стороны крупных акционеров в Эстонии обусловлена здешней бизнес-культурой и менталитетом. По их словам, в Эстонии в бизнесе доминирующие позиции по-прежнему занимают люди, которые не очень стараются различать между собой «кидок» и бизнес.

Вдобавок предприниматели являются представителями в основном т. н. «жесткого» направления, согласно которому решения принимает большинство, и они не очень заинтересованы в том, чтобы в процессе решения участвовал бы кто-то еще. Предприниматели не свыклись с идеей, что руководить фирмой можно имея и 20-процентную до-

лю участия, договариваясь с другими акционерами, но в соответствии с нынешним менталитетом решения принимают только один или два человека.

Интервьюируемые отметили также, что урегулированию отношений между миноритарными и мажоритарными акционерами могло бы поспособствовать заключение межакционерных договоров, практика которых в Эстонии не особенно распространена в отличие от коммерческих традиций других стран. В то же время, как указали участники интервью, очень трудно вписать в договор требование о выплате дивидендов, если, например, изначально предприятие планировало инвестировать. Кроме того, договор не обеспечивает прямой защиты от возможного «схемачества» со стороны крупного акционера. В то же время было высказано мнение о том, что с помощью межакционерного договора возможно урегулировать требование выкупа акций, а также методы назначения справедливой компенсации и допустить осуществление права выкупа через арбитражный суд, что обеспечило бы закрытое делопроизводство и сэкономило бы расходы.

Ложное использование налогового аргумента

По оценке практиков в сфере экономики, действующая в Эстонии система подоходного налога дала мажоритарным акционерам аргумент, согласно которому дивиденды не выплачиваются, так как налоговая нагрузка наносит предприятию ущерб. Однако подобный аргумент некорректен, поскольку он не связан со стоимостью акции. Выплачивается ли подоходный налог с дивидендов сейчас или через пять лет, не влияет на стоимость акции. Влияние на стоимость акции проявляется посредством того, что делается с прибылью – инвестируют ли ее рентабельно или нет.

Экономисты-практики обратили внимание на то, что в Эстонии возникла абсурдная ситуация на предприятиях с распределением долей участия в соотношении 51% : 49% – на таких предприятиях мажоритарным акционерам выгоднее выплачивать не дивиденды, а высокие зарплаты и трудовую компенсацию ключевому акционеру или связанному с ним лицу, поскольку налог на рабочую силу частично покрывает миноритарный акционер, имеющий долю в 49%.

НАЛОГИ

Эстония – страна с самой конкурентоспособной налоговой системой

Американский аналитический центр Tax Foundation опубликовал ежегодный отчет о конкурентоспособности в налоговой сфере International Tax Competitiveness Index, в соответствии с которым Эстонию уже четвертый год подряд признают государством с наиболее конкурентоспособной налоговой системой среди стран ОЭСР.

Авторы отчета, говоря о преимуществах налоговой системы Эстонии упоминают, что в Эстонии действуют:

- 20%-й подоходный налог с предприятий, который надо платить только при распределении прибыли;
- 20%-й подоходный налог с частного лица, который не применяется в отношении дивидендов, полученных частным лицом от коммерческого объединения;
- земельный налог, который рассчиты-

вается на основании стоимости земли, а не на базе недвижимости;

- налоговая система, которая освобождает отечественные предприятия от налогообложения в Эстонии дохода, полученного ими за рубежом (применяются некоторые исключения).

Налоговая система Эстонии зарекомендовала себя как успешная еще и благодаря тому, что она проста и понятна зарубежным инвесторам.

6 стран с самой конкурентоспособной налоговой системой

Страна	Общая позиция	Общая сумма баллов	Подоходный налог с предприятий	Налог с оборота	Налог на недвижимость	Налоги с физических лиц	Международные налоговые правила
Эстония	1	100,0	1	10	1	7	7
Новая Зеландия	2	88,7	18	7	3	1	15
Швейцария	3	85,2	7	1	33	4	9
Латвия	4	85,0	2	27	7	6	5
Люксембург	5	82,7	26	5	18	13	2
Швеция	6	81,8	6	11	6	22	8

МАКРОЭКОНОМИКА**Финансовые показатели предприятий Эстонии за 2016 год: экономика идет на подъем**

На основании хозяйственных отчетов предприятий можно сделать вывод, что экономическая среда в 2016 году вышла из состояния застоя и вновь начала расти, сообщил портал Creditinfo.

Суммарная прибыль предприятий Эстонии в предыдущем 2016 году в сравнении с предшествующим годом выросла на 14,7 процента, достигнув 5,1 млрд евро. Прибыль была получена во всех секторах и во всех уездах.

Численность предприятий, зарабатывающих прибыль, выросла с 79 037 до 81 740 фирм (прирост составил 3,4%). Доля прибыли от оборота выросла в среднем на 9,3%. Больше всего прибыль в прошлом году выросла в горной промышленности (343%), в профессиональной и в научно-технической сфере (156%) и в секторе электроэнергетики (56%).

Сумма убытков убыточных предприятий в прошлом году сократилась на 16%, остановившись на уровне 1,3 млрд евро (в 2015 году соответствующий показатель вырос на 14%). Также сократилось на 1,8%

количество предприятий, с убытками закончивших год — всего их было 39 872.

Доход предприятий от продаж в 2016 году вырос на 3,4%, достигнув показателя в 54,1 млрд евро. Больше всего объемы продаж выросли в гостиничном секторе и секторе питания (на 10%), а также в секторах здравоохранения и социального попечения (на 9,5%).

В подборке исследования Creditinfo Eesti AS «Финансовые показатели предприятий Эстонии в 2016 году» были использованы данные хозяйственных отчетов 133 351 эстонского предприятия.

Финансовые показатели предприятий Эстонии за 2016 год по секторам

Сектор	Доход от продаж 2016, €	Доход от продаж 2015, €	Изменение дохода от продаж, %	Прибыль 2016, €	Изменение прибыли, %
Сельское хозяйство, лесное хозяйство, рыболовство	1 126 514 806	1 139 017 883	-1,00%	73 212 585	-32%
Горнодобывающая промышленность	463 387 401	465 829 928	-0,50%	45 360 697	343%
Обрабатывающая промышленность	11 157 268 040	10 935 532 448	2,00%	514 467 482	22%
Снабжение электроэнергией, газом, паром и кондиционированным воздухом	1 731 252 203	1 586 543 934	9,10%	264 937 665	56%
Водоснабжение; канализация; обработка отходов	470 977 450	474 021 008	-0,60%	25 707 102	-56%
Строительство	3 946 111 436	3 778 840 559	4,40%	202 020 239	15%
Оптовая и розничная торговля	21 039 993 526	20 647 996 721	1,90%	687 148 630	22%
Перевозки и складское хозяйство	4 471 069 881	4 114 353 893	8,70%	46 697 357	-85%
Гостиничные услуги и питание	852 285 832	775 382 845	9,90%	34 688 409	13%
Информация и связь	1 739 953 913	1 594 913 872	9,10%	203 110 802	4%
Финансовая и страховая деятельность	1 639 689 880	1 527 556 573	7,30%	873 077 789	-12%
Деятельность в сфере недвижимости	1 560 188 141	1 488 733 331	4,80%	821 558 625	12%
Профессиональная и научно-техническая деятельность	1 318 367 823	1 318 801 379	0,00%	931 001 831	156%
Административная и вспомогательная деятельность	1 480 506 516	1 433 715 611	3,30%	185 614 492	32%
Образование	83 513 736	77 367 191	7,90%	14 826 270	49%
Здравоохранение и соцобеспечение	579 724 510	529 270 317	9,50%	39 978 073	-35%
Искусство, шоу-бизнес и досуг	272 416 168	257 469 917	5,80%	49 807 844	33%
Прочая обслуживающая деятельность	203 522 845	210 737 494	-3,40%	43 712 958	43%

222 млн евро за футболиста.

Об определении финансовой ценности талантливых работников

Минувшим летом парижский футбольный клуб «Пари Сен-Жермен» (PSG) купил у футбольного клуба «Барселона» бразильскую звезду футбола Неймара за 222 млн евро. Научный сотрудник Тель-Авивского университета Эран Яшив на портале ученых-экономистов VoxEU.org проанализировал экономическую целесообразность этой сделки.

Не слишком ли высока стоимость футболистов высшего класса? Является ли их покупка хорошей инвестицией? Оправдана ли их стоимость? Подобные вопросы возникают по следам обменов между футбольными клубами последнего времени, особенно после продажи «Барселоной» Неймара клубу PSG за 222 млн евро.

Отвечая на эти вопросы со строго экономической точки зрения, мы должны были бы размышлять в более общем плане: какова взаимосвязь между ценностью предприятия и ценностью его работников? Можно предположить, что в современной экономике ценность предприятия – например, биржевая стоимость Facebook порядка 500 млрд долларов – не складывается в основном из зданий, компьютеров, копировальной техники и прочих материальных ценностей. Скорее, она состоит из человеческого капитала – его работников, их знаний и опыта. Косвенным образом это «биржевая стоимость человеческого капитала». Ценность предприятия, таким образом, приравнивается к сумме ценностей каждого работника. NB! Речь идет не о зарплате работников, а об их ценности для фирмы.

Такой ход мысли может показаться абстрактным. На самом деле ведь у работников нет биржевой цены. Однако есть одна отрасль, в которой такие цены используются, и это футбол. Футболистов можно рассматривать как активы предприятия, а стоимость покупки футболистов – как стоимость активов.

«Футболистов можно рассматривать как актив предприятия и стоимость покупки футболистов – как стоимость активов».

Стоимость покупки Неймара была немислимо огромной и потому служит особо ярким примером.

Сделка с Неймаром породила множество вопросов, в основном этического характера, и много эмоций, в том числе растерянность и негодование. Я рассмотрю в первую очередь экономические стороны сделки, затем этические.

Подумайте, ведь Неймар – это инвестиционный проект. Предприятие (PSG) решает инвестировать в работника (Неймара). Она выплачивает нынешнему собственнику работника (FC Barcelona) рыночную стоимость Неймара. Покупая Неймара, предприятие должно принять такое же решение, как и в случае с прочими инвестициями, например, при строительстве стадиона. Фирма должна прояснить сама для себя расходы и доходы от приема на работу сотрудника. Неймар и стадионы – это крупные инвестиции, однако ту же самую логику можно использовать, нанимая и других работников.

Финансовая составляющая сделки с Неймаром

Какова финансовая составляющая этой сделки объемом 222 млн евро? Стоимость Неймара составляет почти 5% совокупного дохода английской премьер-лиги, имеющей крупнейший в мире доход (PSG играет во французской премьер-лиге, совокупный доход которой меньше – ред.). Неймару 25 лет и он подписал с PSG контракт на пять лет. Годовая нетто-зарплата Неймара составляет 30 млн евро и брутто-зарплата – 45 млн евро. PSG заплатил за трансфер Неймара также 38 млн евро агентских выплат.

Совокупный доход PSG в 2016 году составил 521 млн евро. (305 млн евро из этой суммы, или 58%, пришлось на коммерческий доход (продажа товаров, спонсорские сделки и пр.), 123 млн – на доход от телевизионных трансляций и 93 млн евро – на доход от продажи билетов – ред.). В 2011 году, когда собственником клуба стала компания Qatar Sports Investments, годовой доход составлял всего 100 млн евро, то есть за шесть лет доход увеличился в пять раз.

Возможные доходы и расходы от покупки Неймара просчитать трудно. Да-

«PSG был готов заплатить за Неймара больше, чем составляет предполагаемая экономическая ценность игрока».

же если бы Неймар не играл, он увеличил бы коммерческие доходы PSG. Если он, как надеются, улучшит результаты PSG как футбольной команды, то это может обеспечить клубу PSG больше матчей (увеличив за счет этого доходы от продажи билетов) и принести ему больше побед (увеличив за счет этого коммерческие доходы). Большее количество побед и большее число матчей означало бы и большие доходы от телевизионных трансляций.

Однако точно прогнозировать весь этот рост очень тяжело. Кроме того, есть и риски – Неймар может травмироваться, его спортивная форма – пропасть или он не сможет успешно сыграть с командой.

Дисконтированная стоимость Неймара

Подумаем, сколько должен был бы зарабатывать Неймар, чтоб инвестиция в него была прибыльной. Подставим всем известные цифры в формулу чистой приведенной стоимости (NPV) и установим порог окупаемости – доход такой величины, при котором Неймар не принесет PSG ни прибыли, ни убытков. Сразу предупредим: эти цифры официально не подтверждены, но могут дать общее представление.

В одной части уравнения заплаченная за Неймара сумма, то есть 222 млн евро. В другой его части – предполагаемая прибыль за пять лет, то есть его генерированный доход, от которого отделена его зарплата. Ставку дисконтирования установим на уровне 1% (в реальном учете), ставку подоходного налога в 30% и риск получить травму оценим в 0%. Генерируемый доход Неймара в этом уравнении является неизвестным, которое нужно найти для определения порога окупаемости.

В случае реализации упомянутого сценария Неймар должен зарабатывать для PSG 111 млн евро в год. В случае более реалистичного сценария – налог и риск травмы оценим предположительно в 50%, учтем также агентские выплаты – эта сумма вырастет до 151 млн евро

ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ

ро в год. Эти суммы от доходов клуба за 2016 год составили бы, соответственно, 38% и 52%.

Очень маловероятно, что от сделки с Неймаром доход PSG вырастет столь значительно. Таким образом, PSG понесет от сделки убытки.

Одной из возможностей было бы предложить Неймару зарплату поменьше, однако зарплата – не самый важный фактор. Даже получая зарплату наполовину меньше, Неймар должен принести клубу по 92 млн евро в год, чтобы тот не остался в минусе. Даже если сократить зарплату Неймару на три четверти, он должен зарабатывать для PSG в год по 80 млн евро. В обоих случаях это огромные и нереальные суммы.

Это означает, что PSG был готов заплатить за Неймара больше, чем составляет предполагаемая экономическая ценность игрока. Эту сделку можно рассматривать как пузырь, однако на рынке акций пузыри обычно возникают иным способом и на иных условиях.

Совершенная в 2009 году сделка с Криштиану Роналду с экономической точки зрения была гораздо более своеобразной. Мадридский «Реал» заплатил клубу «Манчестер Юнайтед» за Роналду 94 млн евро. За первые четыре года Роналду заработал почти 11 млн евро нетто-зарплаты и в дальнейшем почти 20 млн евро.

Если мы подставим исходные данные в уравнение, то получится, что Роналду должен был зарабатывать для клуба почти 40 млн евро в год, чтобы сделка не принесла бы клубу убытки. Эта сумма сопоставима с почти 10% тогдашних совокупных доходов «Реала». По всей видимости, «Реал» получил от этой инвестиции прибыль.

Таким образом, не все гигантские сделки с футболистами являются пузырями. Однако большинство крупнейших сделок, таких как трансфер Неймара или переход Кевина де Брейне из «Вольфсбурга» в «Манчестер Сити» в 2015 году, все же похожи на пузыри. Это значит, что уже на момент совершения сделки было видно, что вряд ли она принесет клубу доход. Так почему же такие сделки все же совершаются?

На этот счет существует несколько гипотез. Во-первых, та, что собственники клубов не инвестируют в звездных игроков, они пользуются ими. Они хотят, чтобы звезды футбола представляли бы именно их клуб. Во-вторых, они просчитываются, ожидая более крупной прибыли и позитивного внешнего эффекта, чем на самом деле происходит в результате сделки. В-третьих, речь идет о завышенных предложениях, обусловленных психологическими факторами.

У третьей гипотезы есть и более широкий социальный подтекст. Насколько оправданы зарплаты и суммы сделок, которые на самом деле означают гигантское неравенство? Эти сделки демонстрируют гримасы свободного рынка в условиях, когда алчность встречается с популярностью футбола. Когда отсутствуют верхние ставки зарплаты и цен или проходные барьеры, свободный рынок не в состоянии направлять ресурсы в проекты, имеющие по-настоящему общественную ценность. Не по силам это и рациональным экономическим расчетам. Это ситуация, в которую, используя инструменты регулирования и налогообложения, могли бы вмешаться политики, чтобы движущиеся в футболе деньги использовались разумнее.

© VoxEU.org 2017

20 крупнейших футбольных клубов по коммерческому доходу за сезонный период 2015/2016 года (млн евро)

Manchester United	689,0
FC Barcelona	620,2
Real Madrid	620,1
Bayern Munich	592,0
Manchester City	524,9
Paris Saint-Germain	520,9
Arsenal	468,5
Chelsea	447,4
Liverpool	403,8
Juventus	341,1
Borussia Dortmund	283,9
Tottenham Hotspur	279,7
Atlético de Madrid	228,6
Schalke 04	224,5
AS Roma	218,2
AC Milan	214,7
FC Zenit Saint Petersburg	196,5
West Ham United	192,3
Internazionale	179,2
Leicester City	172,0

Источник: Deloitte Football Money League 2017

«PSG был готов заплатить за Неймара больше, чем составляет предполагаемая экономическая ценность игрока».

ФИНАНСИРОВАНИЕ

TransferWise привлекла 280 млн долларов

Международная фирма финансовых технологий TransferWise, в начале года вышедшая на прибыль, в начале ноября привлекла инвестицию в 280 млн долларов.

Ведущими инвесторами круга инвестирования были холдинговое предприятие Old Mutual Global Investors (OMGI) и фирма венчурного капитала IVP из Силиконовой долины, в портфель которой входят среди прочих

SNAP, Dropbox и Twitter.

В качестве новых инвесторов присоединились связанный также с Силиконовой долиной фонд Sapphire Ventures, японское предприятие Mitsui и совместное американо-японское венчурное предприятие World Innovation Lab. Всего предприятие привлекло от инвесторов 397 млн долларов.

Сейчас TransferWise сосредоточено на развитии виртуального счета borderless и на расширении сферы де-

ятельности на рынках Азиатско-тихоокеанского региона. Планы на будущее включают выход на рынок Индии.

У TransferWise более двух миллионов клиентов, и предприятие обеспечивает переводы в 750 валютных направлениях. Клиенты TransferWise с помощью платформы ежемесячно перемещают более одного миллиарда евро, экономя в сравнении с традиционными видами услуги ежедневно по 1,5 млн евро.

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ СРЕДА

Защита прав миноритарных акционеров – самая слабая сторона регулирования бизнеса в Эстонии

В аналитическом докладе Всемирного банка о благоприятности предпринимательской среды «Doing Business 2018», в котором рассматривается 190 стран, Эстония занимает в общем 12-е место, однако в области защиты прав миноритарных акционеров она всего лишь на 76-м месте.

Согласно анализу Всемирного банка, защита прав миноритарных акционеров в настоящее время является самой слабой стороной нормативно-

правового регулирования предпринимательской деятельности в Эстонии.

В исследовании Всемирный банк анализирует, насколько просто в той или иной стране можно начать предпринимательскую деятельность, получить разрешения на строительство, подключиться к системе электроснабжения, получить кредит, зарегистрировать имущество, платить налоги, вести международную торговлю, обеспечить исполнение договоров, разрешить вопросы, связанные с неплатежеспособностью, а также в какой степени защищены интересы миноритар-

ных акционеров и пайщиков.

Эстония получила высокую оценку в следующих категориях: основные предприятия, уплата налогов, регистрация недвижимости, получение разрешений на строительство и обеспечение исполнения договоров.

Кроме защиты миноритарных инвесторов, Эстония получила более низкую оценку в следующих категориях: получение кредита, разрешение вопроса неплатежеспособности, подключение к системе электроснабжения. В сравнении с прошлым годом, больших изменений ни в одной области не произошло.

В Эстонии нормативное регулирование бизнеса на 7% лучше, чем в России

Страна	Позиция	DTF
Новая Зеландия	1	86,55
Сингапур	2	84,57
Дания	3	84,06
Корея	4	83,92
Гонконг	5	83,44
США	6	82,54
Великобритания	7	82,22
Норвегия	8	82,16
Грузия	9	82,04
Швеция	10	81,27
Македония	11	81,18
Эстония	12	80,80

Источник: www.doingbusiness.org

Финляндия	13	80,37
Австралия	14	80,14
Тайвань	15	80,07
Литва	16	79,87
Ирландия	17	79,51
Канада	18	79,29
Латвия	19	79,26
Германия	20	79,00
Польша	27	77,30
Россия	35	75,50
Белоруссия	38	75,06
Украина	76	65,75
Китай	79	65,29

Что такое Doing Business?

Инициатором составления ежегодного доклада, сравнивающего предпринимательскую среду в разных странах мира, является Всемирный банк. В докладе по возможности точно и объективно оценивается, насколько эффективны законы и нормы; как быстро и просто можно оформить или ликвидировать предприятие и т. д. Страны сравниваются на основе четко сформулированных гипотетических примеров, например, получение разрешения на строительство складского здания определенных размеров и в определенном месте и т. д. Поэтому при интерпретации результатов доклада следует учесть, что при других условиях последовательность расположения стран в рейтинге может быть иной.

Позиция страны в рейтинге Doing Business характеризует относительную благоприятность условий ведения бизнеса. Дистанция до высшего уровня (DTF, Distance to Frontier) показывает абсолютное качество нормативно-правового регулирования предпринимательской деятельности рассматриваемых стран и разницу между странами.

Общая оценка Эстонии по шкале 0-100 составляет 80,80. Это означает, что Эстония находится в 19,2% от высшего уровня, сконструированного на основе данных, собранных за 12 лет составления доклада. Именно сконструированного, так как в качестве высшего уровня взяты не показатели какой-либо конкретной страны, а совокупность лучших единичных показателей за 12 лет.

Эстония	Позиция в 2018 году	DTF2018	DTF2017
Общая оценка	12	80,80	80,75
Основание предприятия	12	95,15	95,13
Получение разрешений на строительство	8	82,50	82,49
Подключение к системе электроснабжения	41	83,21	83,20
Регистрация недвижимости	6	91,02	91,02
Получение кредитов	42	70,00	70,00
Защита миноритарных инвесторов	76	56,67	56,67
Уплата налогов	14	89,56	89,32
Ведение международной торговли	17	99,92	99,92
Обеспечение исполнения договоров	11	74,34	74,34
Разрешение неплатежеспособности	44	65,62	65,46

Источник: www.doingbusiness.org

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ СРЕДА

Пять важнейших изменений для предпринимателя в новом постановлении о защите данных

Прежде эстонским предпринимателям приходилось выискивать правила защиты данных в Законе о защите персональных данных, однако с 25 мая 2018 года юридические правила придется искать в общем постановлении Европейского Союза о защите данных. Далее приводятся пять важнейших изменений, на которые стоит обратить внимание в свете нового постановления.

1. Новые права

Действующий Закон о защите персональных данных предоставил физическим лицам различные права, связываемые с данными, в том числе право – с определенными исключениями – требовать, чтобы обработка и обновление данных было прекращено, а также, чтобы неверно изложенные данные были исправлены. Эти права сохраняются и после того, как вступит в силу новое постановление.

В то же время новое постановление предоставит лицам гораздо более широкие права, а также права, которых прежде у них совсем не было. Предпринимателям предстоит обратить внимание и продумать такие новые права, как право личности перемещать свои данные между различными работодателями, то есть право переноса с собой персональных данных и право погашения определенных данных, то есть право на забвение. Кроме того, лица получают право потребовать завершения определенных видов обработки в отношении определенных видов данных. Таким образом, вместе с новыми правами у предпринимателей добавится и целый ряд обязанностей.

2. Ответственный за защиту данных

В качестве новой обязанности в постановлении в достаточно сложной формулировке отмечается и то, что следует назначать должностное лицо, ответственное за защиту данных (по-

английски *data protection officer*), если основную деятельность предпринимателя составляют операции по переработке персональных данных, характер которых, масштаб и/или цель предполагают крупномасштабное упорядоченное и систематическое отслеживание субъектов данных.

Составленный Министерством юстиции проект концепции приводит примеры того, что такого рода должностное лицо обязаны назначать, например, бюро недвижимости, гостиницы, финансовые учреждения и предприниматели, работающие в сфере связи. Понятно, что этим список не исчерпывается. Каждому предпринимателю необходимо проанализировать свою деятельность и решить, обязывает ли постановление и его назначать такое должностное лицо.

3. Ответственность уполномоченного обработчика

Сейчас в случае нарушения лицо может выступить с требованиями в адрес уполномоченного обработчика. Однако из постановления следует, что у каждого лица, которое в результате нарушения постановления понесло убытки, есть право получить от ответственного обработчика или от уполномоченного обработчика компенсацию за причиненный ущерб. Таким образом, в отличие от прежнего порядка, возмещения убытка можно требовать не только от ответственного, но и от уполномоченного обработчика. Таким образом, и уполномоченным обработчиком (лицам, которые обрабатывают персональные данные от имени ответственного обработчика) следует считаться с тем, что за ущерб могут спросить и с них.

Это значит, что если, например, данные о клиенте собирает предприниматель А, то есть он является ответственным обработчиком, а облачную услугу использует предприниматель В, чтобы сохранять эти данные в облаке, в случае утечки данных за это нарушение ответственность можно возложить и на услугу В облачного хранилища, то есть на уполномоченного обработчика.

Ответственного обработчика или уполномоченного обработчика можно освободить от ответственности, если он докажет, что никоим образом не несет ответственности за событие, повлекшее за собой ущерб.

4. Большие чем прежде санкции

Больше всего внимание СМИ привлекло то, что постановление о защите данных позволяет назначать неслыханно большие штрафы. Постановления, по большому счету, делит нарушения на два вида.

Во-первых, менее тяжелые нарушения, штраф за которые может достигать 10 000 евро или до 2% общемирового годового совокупного оборота предприятия за предшествующий хозяйственный год. Во-вторых, более тяжелые нарушения, за которые можно получить штраф размером до 20 000 евро или до 4% общемирового годового совокупного оборота предприятия за предшествующий хозяйственный год. Однако это автоматически не означает, что и в Эстонии реально и незамедлительно начнут назначать максимальные штрафы.

5. Широкая сфера применения

Постановление отличается от прежних регуляций и своей широкой сферой применения. В соответствии с постановлением, оно применимо и в случае, если обработка данных связана с предложением товаров и услуг находящихся в Европейском союзе субъектов данных вне зависимости от того, должен ли субъект данных платить плату. Это значит, что если даже предприниматель находится в Китае или в России, либо еще где-то за пределами Европейского союза, но желает продавать свой товар лицам, проживающим в Европейском союзе, правила постановления должны соблюдаться и предприниматели России, и Китая.

Маарья Пильд,
адвокат адвокатского бюро TRINITI,
лектор по теме приватности и защиты
данных, Тартуский университет

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ СРЕДА

С фактического, хотя и не имеющего права на управление предприятием члена правления тоже может удасться взыскать долг

В Эстонии не распространена такая практика, когда ущерб, причиненный предприятию, взыскивается с иного лица, а не с члена правления, управляющего предприятием на законных основаниях. В своей магистерской работе «Äriühingu juhtimisega seotud selleks mitteõigustatud isikud ja nende vastutus äriühingu ees» («Лица, связанные с управлением коммерческого объединения, но не уполномоченные на его управление, и их ответственность перед коммерческим объединением»), защищенной в нынешнем году в Тартуском университете, Майки Виркс рассматривала вопрос, на каких условиях можно привлечь к ответственности лиц, связанных с управлением коммерческого объединения, но не имеющих

оснований на его управление.

Виркс пишет, что, несмотря на то, что в законодательстве Эстонии не сформулировано понятие фактического члена правления, не оспаривается, что фактическим членом правления может являться и дееспособное физическое лицо, и в определенных случаях юридическое лицо. «Таким образом, фактическим членом правления может быть также и лицо, которое формально не подходит в качестве члена правления и которое не избиралось для этой цели. Тем не менее, и в практике суда, и в юридической литературе имеется много противоречий и спорных вопросов, касающихся регуляции фактического члена правления».

Виркс считает, что пока не следует

дефинировать понятие фактического члена правления на уровне закона, а позволить этому понятию принять более ясные очертания в практике суда и юридической литературе. Виркс выявила, что в зависимости от конкретных обстоятельств между коммерческим объединением и фактическим членом правления может возникнуть правовые отношения трех типов:

▷ если между фактическим членом правления и предприятием путем прямого или косвенного волеизъявления заключен договор поручения для исполнения обязанностей члена правления, то речь идет о правоотношениях сделочного типа между предприятием и управляющим им лицом, и в таком случае применяется договорное право;

▷ если между фактическим членом правления и предприятием не был заключен договор поручения, то речь может идти о ведении дел фактическим членом правления без поручения в значении § 1018 Закона об обязательственном праве (Võlaõigusseaduse (VÕS));

▷ в тех единичных случаях, когда условия ведения дел без поручения не выполнены и речь не идет о ведении дел лицом, не имеющим на это права, при причинении коммерческому

Фактический член правления

Лицо, которое формально не является членом правления, но явным образом действует в качестве члена правления при осведомленности акционеров и совета (если таковой имеется).

В отличие от формально избранного члена правления, в случае фактического члена правления не совсем ясно, может ли быть таковым только дееспособное физическое лицо или юридическое лицо тоже может быть фактическим членом правления. Госсуд посчитал, что в определенных случаях юридическое лицо тоже может действовать в качестве фактического руководителя коммерческого объединения.

НАЛОГИ

Освобождение опционов участия от налогов будет расширено

Летом нынешнего года был смягчен порядок выкупа опционов, сопутствующего продаже доли участия коммерческого объединения — было введено исключение, в соответствии с которым при реализации опционов, сохранявшихся менее трех лет, можно применить освобождение от налогов.

Опцион – это производный финансовый инструмент, дающий его собственнику право в будущем в конкретные сроки и по твердой цене приобрести долю участия в коммерческом объединении. В случае опциона участия базовым активом опционного договора является доля в предприятии-работодателе или в коммерческом объ-

единении, которое входит в один концерн с работодателем.

Если работодатель пожелает, чтобы полученный от реализации опциона доход был бы освобожден от налога, ему, в соответствии с Законом о подоходном налоге, следует заключить опционный договор таким образом, чтобы период между предоставлением опциона и его реализацией составил бы по меньшей мере три года.

Если период короче, то доход, полученный от реализации опциона, в общем случае подлежит налогообложению. Стоимостью блага, облагаемого налогом в качестве спекулятивной, станет разница между рыночной стоимостью доли участия и выплаченной работнику зарплаты (в том числе премии по опциону).

С 1 января 2018 года работодатель заключит с работником опционный договор сроком на четыре года, то есть он будет действовать до 1 января 2022 года, вслед за чем работник в соответствии с договором приобретет долю участия, являющуюся базовым активом опциона, 1200 акций.

А 1 января 2020 года инвестор приобретет опционы всего участия в выпущенном коммерческом объединении и, по желанию нового собственника, опционная программа будет завершена.

Поскольку опционный договор продолжался два года вместо четырех, то пропорционально 50% базового актива опционного договора при выплате освобождено от налогов, то есть если новый собственник выплатит работнику всю стоимость доли участия, пред-

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ СРЕДА

объединению ущерба между коммерческим объединением и фактическим членом правления возникают долговые отношения, и причиненный коммерческому объединению ущерб подлежит возмещению на основании деликтного права.

В ходе анализа вероятности присуждения возмещения за ущерб и его размера Виркс выявила, что, согласно положениям о ведении дел без поручения, размер ущерба, подлежащего возмещению фактическим членом правления, и возможность исключения ответственности зависят от того, имело ли лицо право вести дела коммерческого объединения, а также от добросовестности/недобросовестности лица, если у него не было права на управление предприятием.

В заключение Виркс отмечает, что ответственность фактического, но не имеющего права на управление предприятием члена правления за причиненный предприятию ущерб все же не исключена. Тем не менее, важно пересмотреть ряд нюансов применения законов, чтобы и нижестоящие суды одинаково понимали применение правовых норм, касающихся фактического члена правления и лица, оказывающего влияние на члена правления.

Магистерская работа Майки Виркс доступна по адресу dspace.ut.ee/handle/10062/56667.

Кто и когда назначил ее членом правления?

31 декабря 2014 года фирма Coffee Truck OÜ (ликвидируется, истец) подала против Евгении Корольковой (ответчик) иск с просьбой обязать ее выплатить фирме возмещение ущерба в размере 50 000 евро. Фирма приобрела требования предприятий OÜ Amberstar и OÜ Goldstar против Корольковой.

До 23 сентября 2010 года Королькова являлась единственным членом правления обоих предприятий. 4 августа 2010 года в ходе банкротного производства собственника Goldstar и Amberstar Сергея Биндеса доли предприятий были отчуждены Яанусу Силму. 22 сентября 2010 года новый собственник отозвал ответчика с должности члена правления. 23 сентября 2010 года новый член правления Goldstar и Amberstar потребовал от ответчика, чтобы она передала ему документы бухгалтерского учета и имущество обоих предприятий, однако она этого не сделала, причинив тем самым ущерб в размере 1,05 млн евро.

Королькова возразила против иска, утверждая, что она покинула должность члена правления 23 июля 2010 года. Документы и имущество предприятий она передала единственному пайщику-должнику, так как в то время у предприятий не было ни одного члена правления.

Уездный и окружной суды приняли решение оставить иск без удовлетворе-

ния, так как Королькова ушла из правления Goldstar и Amberstar 23 июля 2010 года, подав соответствующее заявление единственному собственнику предприятий Биндесу, и в тот же день она передала ему имущество предприятий.

Госсуд вернул дело в уездный суд на новое рассмотрение, так как необходимо установить, кто и когда назначил Королькову членом правления Goldstar и Amberstar. «От того, было ли назначение ответчика членом правления Goldstar и Amberstar действительным, зависит то, на каких правовых основаниях ответчик несет ответственность перед указанными выше предприятиями. /---/ Если ответчик был назначен членом правления Goldstar и Amberstar Биндесом после объявления о банкротстве их единственного собственника, и банкротный управляющий не одобрил деятельность ответчика в качестве члена правления, то ответчик несет ответственность как фактический руководитель предприятия. /---/ Ответственность фактического руководителя перед предприятием зависит от того, были ли у лица основания для ведения дел без поручения или нет, и если у него отсутствовали основания для ведения дел без поручения, то от того, был ли фактический руководитель предприятия добросовестным или недобросовестным.

Решение госсуда 3-2-1-65-16

НАЛОГИ

усмотренную опционным договором, освобождение от налогов будет пропорционально применено по отношению к той части, когда опцион участия еще действовал, то есть в данном примере по отношению к 600 акциям.

Если бы продолжительность действия заключенного опционного договора была короче, чем три года, то освобождение от налога не применялось бы, поскольку работодатель, при заключении договора с более коротким сроком действия уже учел, что по окончании срока договора следует реализацию опционов рассматривать как спекуляцию.

Исключение, при котором в случае продажи всей доли участия налогом облагаются только не заработанные на момент продажи, но реализованные опционы, действует и в ситуациях, когда у имеющего опцион участия работника устанавливается пол-

ная нетрудоспособность или работник умирает. Например, если работник на момент потери трудоспособности являлся держателем трехлетнего опциона в течение двух лет, при реализации опциона свободными от налога будут 2/3 объема опционного договора, вне зависимости от количества опций, заработанных на основании опционного договора.

Ранее у налогоплательщика не было обязанности регистрировать заключенные опционные договоры или представлять их, и по этой причине в достаточной мере не был заземлен риск того, что опционные договоры могут быть заключены задним числом, чтобы получить выгоду от налоговой льготы, вытекающей из трехлетнего срока.

С внесением поправки в закон, таким образом, для выписывающего опцион лица для получения права использовать освобождение от налога

добавилась обязанность представить Налогово-таможенному департаменту подписанную копию опционного договора не позднее пяти рабочих дней с момента его заключения, если опционный договор не подписан в цифровом виде или не заверен нотариально.

Поскольку в подписанных в цифровом виде и заверенных нотариально договорах дата начала опциона участия доказуема, к ним применить дополнительное освобождение от налога можно вне зависимости от того, был ли опционный договор заключен до или после 1 июля.

Если опционные договоры подписаны собственноручно, то предпосылкой дополнительного освобождения от налога является то, что в течение пяти рабочих дней налоговому управляющему предоставляется копия договора.

Эвелин Лийвамяги
заведующая отделом налогов НТД

Извлечение из Закона об обязательственном праве

§ 29. Толкование договора

- (1) При толковании договора следует исходить из действительной общей воли сторон договора. Если названная воля отличается от общераспространенного значения употребленных в договоре слов, то определяющей является общая воля сторон договора
- (2) При толковании договора за основу не могут быть приняты неверные обозначения или способ выражения, которыми стороны договора пользовались ошибочно или из желания скрыть свои действительные намерения.
- (3) Если одна из сторон договора истолковала условие договора в определенном значении и другая сторона во время заключения договора знала или должна была знать таковое значение, то условие договора истолковывается таким образом, как его поняла первая сторона.
- (4) Если действительная общая воля сторон договора не может быть установлена, то договор истолковывается так, как подобное сторонам договора разумное лицо должно было понимать его при тех же обстоятельствах.
- (5) При толковании договора в первую очередь следует учитывать:
 - 1) обстоятельства заключения договора, в т.ч. преддоговорные переговоры;
 - 2) толкование, которое стороны договора ранее давали этому же условию договора;
 - 3) поведение сторон договора до и после заключения договора;
 - 4) существо и цель договора;
 - 5) значение, обычно придаваемое понятиям и выражениям в соответствующей сфере деятельности или профессиональной сфере;
 - 6) обычаи и сложившуюся между сторонами договора практику
- (6) Условие договора должно истолковываться вместе с другими условиями договора, придавая ему значения, вытекающие из существа и цели договора как единого целого.
- (7) Если слово или выражение имеет несколько значений, то они должны истолковываться наиболее соответствующим существом и цели договора образом.

В судебном процессе между SEB и Grove Invest относительно кредитной гарантии истина пока еще не установлена

Дело 2-10-4395

28 января 2010 года AS SEB Pank (истец) подал в Харьковский уездный суд иск против фирмы OÜ Grove Invest (ответчик), в котором просил обязать фирму выплатить ему 65,1 млн крон и пеню в размере 8% от суммы основного долга в год начиная со дня подачи искового заявления до дня погашения основного долга (56 млн крон).

Согласно исковому заявлению, в 2006 году стороны заключили гарантийный договор, согласно которому ответчик Grove предоставил безотзывную гарантию на сумму 12 млн крон для обеспечения исполнения обязательств по кредитным договорам, заключенным между SEB и OÜ Baltic Panel Group (BPG). 5 января 2007 года стороны подписали приложение к гарантийному договору об увеличении ответственности Grove до 56 млн крон. 6 июля 2007 года стороны заключили второе приложение к гарантийному договору, согласно которому гарантией обеспечивается и исполнение заключенного между истцом и BPG гарантийного договора. В 2008 году SEB потребовал исполнения гарантийного обязательства, так как BPG обанкротился и не погасил долг перед SEB. Grove не исполнил своего обязательства, и SEB обратился в суд.

Grove не признал иск, утверждая, что он исполнил обязательство, вытекающее из гарантийного договора – в рамках инициированного в 2008 году Handelsbanken исполнительного производства, в ходе которого были отчуждены обремененные ипотекой объекты недвижимости Grove, согласно утвержденному плану распределения SEB получил 60 млн евро.

Уездный и окружной суды удовлетворили иск SEB, однако госсуд в 2012 году аннулировал их решения (гражданское дело nr 3-2-1-49-12), так как суды оставили без внимания возражение Grove о том, что обеспечиваемое гарантийным договором обязательство было исполнено. Нельзя опираться исключительно на гарантийный договор, если это будет означать злоупотребление правами и нарушит принцип добросовестности.

«Принятие решения относительно того, имело ли место злоупотребление правами, означает оценку того, использует ли бенефициар гарантии злостно свою правовую позицию для того, чтобы получить материальное преимущество, которое ему не принадлежит. Принципу добросовестности не соответствует поведение бенефициара гарантийного письма, например, в таком случае, если он опирается исключительно на свое официальное правовое положение и требует оплаты от гаранта, несмотря на то, что он знает, что обязательства, обеспеченного гарантией на самом деле нет», - отметил госсуд и отправил дело на новое рассмотрение в уездный суд.

При повторном рассмотрении, опираясь на дополнительные доказательства, уездный суд оставил иск SEB без удовлетворения. Уездный суд обосновал свое решение тем, что, согласно доказательствам, начиная с 5 января 2007 года гарантия была предназначена только для снижения риска, связанного с изменением очередности удовлетворения требований залогодержателей, и обеспеченное гарантией обязательство было прекращено в ходе исполнительного производства путем совершения истцу платежа в размере суммы ипотеки.

Уездный суд установил, что стороны не вели переговоры и не планировали заключить ни одно соглашение, согласно которому ответчик взял бы на себя дополнительное гарантийное обязательство в размере 56 млн крон, которое обеспечило бы обязательства, вытекающие из кредитного договора, заключенного между OÜ BPG и истцом, за пределами риска, связанного с изменением очередности удовлетворения требований залогодержателей.

Окружной суд принял позицию, что уездный суд в своем решении учел инструкции госсуда. «Согласно решению кредитной комиссии истца от 29 декабря 2006 года ипотека первой очереди была заменена тремя новыми залогами, одним из которых была являющаяся объектом данного спора гарантия. В решении было отмечено, что при освобождении ипотеки первой очереди кре-

ГОССУД

дитная комиссия руководствуется тем, что возникающий риск рассеивает предоставленная ответчиком гарантия. В кредитном отчете от 20 апреля 2007 года нет записи о том, что предоставленная истцом в качестве доказательства гарантия была бы отдельным дополнительным залогом. Такое истолкование самим истцом исключает его позицию, согласно которой рассматриваемая гарантия была установлена с целью увеличить ответственность ответчика в дополнение к ипотеке второй очереди в размере 32 млн крон еще одной гарантией на сумму 32 млн крон», - отметил окружной суд.

SEB возразил против этого решения: «Доказательства не были оценены надлежащим образом, так как при толковании гарантийного договора и его первого приложения были оставлены без внимания установленное в этих документах, второе приложение к гарантийному договору, требование, выдвинутое 13 ноября 2008 года истцом против ответчика на основании гарантийного договора, и банкротное заявление от 13 января 2009 года. Кроме того, суды не ответили на утверждение истца, согласно которому толкование судами первого приложения к гарантийному договору означает то, что истец сам существенно ухудшил свою залоговую позицию».

Госсуд тоже не согласился с мнением судов. «Из решений судов неясно, из каких правил толкования, установленных в § 29 Закона об обязательственном праве (VÕS), суды исходили при толковании гарантийных отношений между сторонами».

Госсуд пояснил: «Если невозможно установить общую волю сторон, то, согласно ч. 3 § 29 VÕS, если одна из сторон договора истолковала условие договора в определенном значении и другая сторона во время заключения договора знала или должна была знать таковое значение, то условие договора истолковывается таким образом, как его поняла первая сторона. Таким образом, та сторона договора, которая при толковании договора опирается на ч. 3 § 29 VÕS, должна доказать, что вторая сторона при заключении договора знала или должна была знать понимаемое ею значение условия договора. Если договор нельзя истолковать, опираясь на ч. 1 или ч. 3 § 29 VÕS, то следует применить ч. 4 § 29 VÕS, согласно которой договор следует истолковать так, как подобное сторонам договора разумное лицо должно было понимать его при тех же обстоятельствах».

Также, Госсуд согласился с утверждением в кассационной жалобе SEB относительно того, что при истолковании гарантийных отношений между сто-

ронами договора окружной суд оставил часть доказательств без внимания. В своем заключении окружной суд не проанализировал сущность и цель предоставленного истцом в качестве доказательства гарантийного договора в целом. [...] Окружной суд также не проанализировал утверждение истца о том, что данное ответчиком истолкование гарантийных отношений между сторонами означает ухудшение залоговой позиции истца.

«При новом рассмотрении дела окружной суд, учитывая установленные в § 29 VÕS правила толкования, должен установить, о каком содержании гарантии стороны договорились в первом приложении к гарантийному договору, и на основании этого оценить, были ли прекращены обязательства ответчика перед истцом путем исполнения или нет», - отметил госсуд.

«Окружной суд должен установить, о каком содержании гарантии стороны договорились в первом приложении к гарантийному договору»

Налоговый спор химкомбината Кивиыли по поводу сделок 11-летней давности продолжается

Судебное дело 3-12-1360

Налогово-таможенный департамент (НТД) налоговым решением от 2012 года обязал предприятие Kiviõli Keemiatööstuse OÜ уплатить налог с оборота за 2005 и 2006 годы в размере 170 240 евро 56 центов и подоходный налог в размере 151 271 евро 46 центов. Согласно налоговому решению, в бухгалтерии Kiviõli Keemiatööstuse OÜ не отражены сделки, в реальности произошедшие на счетах фирм OÜ Deltamark, Malereen Invest OÜ и OÜ Vetek. На счетах фирмы OÜ Deltamark не отражено оказание услуг экскаваторных работ. Фирмы Malereen Invest OÜ и OÜ Vetek не продали подателю жалобы товар, предприятие Kiviõli Keemiatööstus само приобрело товар и организовало его доставку из Германии в Эстонию.

В 2012 году Kiviõli Keemiatööstus подало жалобу, требуя аннулировать налоговое решение, однако Тартуский административный суд не удовлетворил ее. «Следует согласиться с выводом НТД о том, что член правления жалобщика Р. Тамм договорился с членом правления OÜ Deltamark И. Соомом о составлении счетов с заведомо неверным содержанием об использовании экскаватора CAT, а также, что то же самое лицо выступило посредником в предоставлении подложных счетов еще и паевых товариществ Malereen Invest и Vetek», - решил административный суд.

Тартуский окружной суд также оставил решение административного суда без изменений, однако Госсуд его аннулировал и направил на новое рассмотрение в ту же судебную

инстанцию. «Уездный суд не вынес решения, которое могло бы быть использовано в качестве доказательства в судебно-административном делопроизводстве. Таким образом, для использования в налоговом делопроизводстве информации следственного характера, собранной в ходе уголовного расследования, не было законного основания».

В ходе нового рассмотрения окружной суд аннулировал решение административного суда и оспорил налоговое решение. Но и на этот раз Государственный суд аннулировал решение окружного суда и вернул его на новое рассмотрение: окружному суду следует проверить, знало ли предприятие Kiviõli Keemiatööstus, что указанные в данных счетах коммерческие объединения на самом деле услуги не оказывали и товары не продавали.

Какие признаки указали на налоговое мошенничество?

НТД сообщил, что истинное отсутствие экономической деятельности коммерческих объединений, якобы бывших коммерческими партнерами Kiviõli Keemiatööstus, подтверждает совокупность следующих обстоятельств:

1) алгоритм перемещения денег на банковских счетах коммерческих объединений;

2) оставленное невыполненным требование налогового ведомства доказать наличие экономической деятельности, за которым следует погашение упоминания коммерческого объединения в регистре лиц, обязанных выплачивать налог с оборота;

3) все оспариваемые коммерческие объединения на самом деле находились под контролем И. Соома;

4) у коммерческих объединений не было работников;

5) упоминаемые в счете представители продавцов и член правления жалобщика Р. Тамм были взаимосвязаны — они поддерживали между собой длительные отношения.

Осведомленность предприятия Kiviõli Keemiatööstus о том, что продавцом товара и лицом, предлагавшим услугу, не были указанные в счете коммерческие объединения, подтвердила, по мнению НТД, совокупность следующих обстоятельств:

1) в распоряжении Р. Тамма были документы, связанные с приобретением автомобилей (счета за приобретение импортных автомобилей, счета, подтверждающие оплату услуги технического осмотра);

2) лица, связанные с коммерческими объединениями, причастными к цепочке сделок, были взаимосвязаны посредством семейных отношений или знакомств коммерческого характера;

3) документы, связанные с регистрацией автомобилей, составило одно лицо, скорее всего Р. Тамм;

4) не вызывает доверия, что Р. Тамм

в качестве члена правления одного коммерческого объединения (НТД сослался на свой судебный спор с Euro Kinnisvaraarendus OÜ, в котором выяснилось, что член правления коммерческого объединения Р. Тамм знал о том, что на самом деле сделки между Malereen Invest OÜ и OÜ Vetek не было) знал об обстоятельстве, что речь идет не о настоящем продавце, а в качестве члена правления Kiviõli Keemiatööstus об этом не был осведомлен;

5) в качестве работников OÜ Deltamark были оформлены два ранее работавших на Kiviõli Keemiatööstus лица;

6) договор об аренде экскаватора не содержит указания на то, что техника сдается в аренду вместе с водителями, что договор составлял работник химического комбината, в то же время представитель комбината не смог объяснить, кто же работал на экскаваторе;

7) с чисто житейской точки зрения, не вызывает доверия, что коммерческое предприятие, которое ежедневно занимается горными работами и обычно покупает для этого и необходимую технику, способно совершить невыгодную для себя сделку и на короткий срок взять в аренду необходимую технику за такую сумму, которая превысит стоимость арендованной техники;

8) объем услуги аренды, будучи поделенным на количество рабочих часов, был таков, что взятое в аренду устройство должно было работать почти все время.

Второе судебное дело

Несмотря на эти аргументы, окружной суд удовлетворил решением от 28 марта 2017 года апелляционную жалобу предприятия Kiviõli Keemiatööstus OÜ, аннулировал решение административного суда и налоговое решение. Окружной суд не счел представленные налоговым ведомством судебные решения по другим административным делам относящимися к делу доказательствами, поскольку, хотя эти решения увязывались с Malereen Invest OÜ и OÜ Vetek, эти доказательства не были основанием для вынесения налогового решения, а также при «оценке доказательства суд в данном деле не может опираться на заключения, сделанные при оценке доказательств по другому налоговому делу, тем самым сам отказываясь от оценивания доказательства».

Окружной суд отметил, что в показаниях, данных в ходе уголовного расследования, стороны сделки подтвердили, что в сланцевом карьере работал экскаватор. «Хотя систематическое снятие наличности с расчетного счета коммерческого объединения в ситуации, когда для этого отсутствует четко обоснованная хозяйственной деятельностью потребность, может указывать на то, что коммерческое объединение действует как полочная фирма, отсутствие экономической деятельности нельзя предполагать только основываясь на выписках со счетов OÜ Deltamark. Фирма OÜ Deltamark периодически осуществляла и такие перечисления, которые увязываются с оказанием услуг жалобщнику, например ежемесячные выплаты заработной платы».

Среди прочего окружной суд добавил, что даже если предположить, что OÜ Deltamark не оказывал услуги выполнения горных работ, нельзя сделать обоснованный вывод о том, что жалобщик сам осуществлял оспариваемые работы или знал о том, что фирмой, осуществлявшей услугу, не является OÜ Deltamark. Также в случае круглосуточного поддержания рабочего цикла карьера нельзя исключить, что взятое в аренду устройство ежемесячно могло работать в среднем около 18 часов или больше в сутки.

Возвращено в третий раз

Госсуд и в третьем решении окружного суда нашел ошибки и отправил дело на новое рассмотрение.

По оценке Госсуда, решение окружного суда не обсуждать доказательства второго судебного дела могло существенно повлиять на оценку совокупности доказательств.

«Налоговый департамент ходатайствовал перед окружным судом о принятии в качестве доказательства вступившего в силу решения по судебному делу номер 3-12-1363, чтобы показать, как член правления предприятия-жалобщика в качестве члена правления другого коммерческого общества использовал аналогичную схему и те же самые коммерческие объединения для уклонения от налогов. Хотя речь идет о судебном решении, вынесенном по другому налоговому делу, и требующие доказательства обстоятельства в различных случаях уклонения от уплаты налогов в общем случае различны, данное судебное решение в данном случае является имеющим отношение к делу».

«Поскольку все выступавшие по другому судебному делу лица являются фигурантами и по данному делу, то упомянутое решение суда является сейчас уместным доказательством».

Госсуд

ГОССУД

доказательством», — обосновал Госсуд. Поскольку все выступавшие по тому судебному делу лица, в соответствии с налоговым решением, являются фигурантами и по данному делу, то доказанная в предыдущем деле схема уклонения от налогов и осведомленность об использовании фальшивых счетов являются той информацией, которая может позволить суду сделать вывод и по текущему делу.

В ответ на мнение предприятия Kiviõli Keemiakombinaat, что разумное время проведения делопроизводства превышено (при принятии нало-

гового решения во многом исходили из доказательств, собранных в рамках начатого 11 лет назад уголовного расследования), Госсуд отметил: «Податель жалобы не утверждает, что делопроизводство в некоторых судебных инстанциях могло бы затормозиться без уважительной причины. /---/ Хотя, учитывая позицию Госсуда, протоколы, составленные относительно следственных действий, в данном случае не являются разрешенными доказательствами, налоговое ведомство при составлении налогового решения опиралось вовсе не на них.

Вдобавок налоговое ведомство представило дополнительные доказательства, оценка которых в совокупности с уже ранее представленными материалами может содействовать разрешению дела. Кроме того, следует учесть, что последствием нарушения сроков разумного делопроизводства в судебном расследовании не может быть аннулирование проверяемого налогового решения. Основание для аннулирования административного акта может вытекать только из административного нарушения, а не противозаконной деятельности суда».

Совершение сделки по цене выше рыночной еще не делает ее фиктивной

Судебное дело 3-15-1303

Налогово-таможенный департамент (НТД) провел проверку у фирмы Eesti Taastuvenergia OÜ (податель жалобы) учета, декларирования и уплаты налога с оборота и подоходного налога за период с января по июль 2014 года.

Согласно налоговому решению, причиной назначения налога с оборота и подоходного налога стал тот факт, что податель жалобы приобрел сушильную установку по более низкой цене, чем было указано в счете. Таким образом податель жалобы получил налоговое преимущество – выведение из предпринимательской деятельности денег без обложения налогом и очень большую сумму переплаты налога с оборота. По оценке налогового управляющего, цена сделки не отражала рыночную стоимость сушильной установки, и сделка в той части цены, которая превышает рыночную стоимость, является фиктивной; она была совершена с целью скрыть сделку, совершенную по более низкой цене. В связи с этим счет покупки сушильной установки тоже не соответствовал установленным законом правилам. По оценке налогового управляющего, на фиктивность сделки указывают изменения цены сушильной установки, произошедшие в разное время в ходе сделок купли-продажи; связи, вытекающие из финансово-правовых отношений сторон; особенности финансирования сделки и движения денежных средств (в т.ч. податель жалобы частично заплатил по-

давцу: из 457 800 евро 267 050 евро, эта сумма равна сумме возвращаемого государством налога с оборота и пособия Департамента сельскохозяйственных регистров и информации (PRIA)) и недостоверные пояснения участников сделки.

НТД при обложении налогом не принял к учету ту часть сделки, которая превышает 96 000 евро, так как, по его мнению, она является фиктивной сделкой, и посчитал ее не связанным с предпринимательством расходом, с которого не был декларирован и уплачен подоходный налог. Кроме того, налоговый управляющий уменьшил входной налог с оборота предприятия, опираясь на фактическую стоимость сделки.

Фирма Eesti Taastuvenergia утверждала, что назначенная НТД цена сушильной установки не является разумной и не соответствует экономической логике – не были приняты во внимание ни совершенные продавцом улучшения сушильной установки, ни маржа прибыли. Из представленного суду доказательства (ценовое предложение Maskinservice ApS) явствует, что если податель жалобы приобретет у Maskinservice ApS новую сушильную установку, то ценой старой сушильной установки будет считаться 235 000 евро. Таким образом, цена сушильной установки никак не может быть 96 000 евро, как определил налоговый управляющий.

Кроме того, фирма отметила, что она реально заплатила за сушильную

установку 267 050 евро на расчетный счет DK Data Nordic. Она утверждала, что не полностью заплатила за сушильную установку, так как кредитор посчитал долгом длящийся налоговый контроль риском, который может существенно ухудшить возможности кредитора получить обратно инвестицию.

Относительно введения в заблуждение PRIA фирма сообщила, что «в момент подачи ходатайства в PRIA членами правления и собственниками подателя жалобы были другие лица, поэтому обоснованно говорить о фиктивной сделке, связях участников сделки и согласованной деятельности в целях получения пособия PRIA». Тем более, что PRIA «в отличие от налогового управляющего не обвинил подателя жалобы в мошенничестве».

Таллиннский административный суд на основании решения от 15 декабря 2015 года оставил жалобу без удовлетворения: «Налоговое решение мотивировано в достаточной степени и правомерно, податель жалобы не смог доказать, что сумма налога была назначена неверно. Ни одно из доказательств не подтверждает, что податель

«Получение от PRIA большего пособия могло быть целью сделки, однако это нельзя считать налоговым преимуществом.»

Госсуд

ГОССУД

жалобы в ходе налогового производства говорил о существенном улучшении сушильной установки и влиянии улучшения на цену сушильной установки и не представил соответствующие доказательства.» Таллиннский окружной суд на основании решения от 15 декабря 2016 года тоже оставил жалобу без удовлетворения.

Госсуд, напротив, вынес решение, что установленных судами оснований для того, чтобы считать сделку продажи сушильной установки фиктивной, а сокрытую сделку совершенной по цене, определенной налоговым управляющим. Обстоятельства, на которые ссылается налоговый управляющий, в первую очередь показывают, что указанная в счете цена не соответствует рыночной цене, стороны сделки знали об этом, и целью совершения сделки по более высокой цене было получить большее пособие от PRIA.

«На волю сторон совершить сделку в сумме, отмеченной в счете, указывает и то, что хотя податель жалобы как покупатель сушильной установки не полностью оплатил счет, стороны сделки декларировали налог с оборота в размере, указанном в счете. При этом продавец выплатил государству налог с оборота в размере, указанном в счете, - отметил Госсуд. - В налоговом решении не уделено достаточно внимания установлению фактов и обстоя-

тельств, отражающих действительную волю сторон сделки».

Кроме того, НТД и суды не показали, как в ходе данной сделки из предпринимательской деятельности были выведены деньги без обложения налогом. «Поскольку продавец декларировал и уплатил налог с оборота государству в указанной в счете сумме, то нет причин подозревать мошенничество с налогом с оборота. Получение от PRIA большего пособия могло быть целью сделки, однако это нельзя считать налоговым преимуществом».

Госсуд добавил, что в налоговом решении также отсутствуют понятные обоснования того, почему стороны должны были совершить сокрытую сделку именно по цене 96 000 евро (цена, по которой продавец сам ранее купил сушильную установку и которую налоговый управляющий считает соответствующим рыночной цене).

«Окружной суд установил, что налоговый управляющий знал еще в ходе налогового производства, что продавец сушильной установки при ее покупке в дополнение к цене покупки заплатил за ее демонтаж, перевозку, реновацию и покраску. Эти расходы были совершены после составления фирмой Value Expert OÜ акта оценки, ставшего основой при определении налоговым управляющим фактической цены сделки, и согласно § 38 Закона о подоходном налоге (TuMS), они

« В ситуации, когда стороны действительно желали совершить сделку и именно по этой более высокой цене, не идет речь о фиктивной сделке.

Госсуд

являются стоимостью приобретения. В своем решении налоговый управляющий не обосновал, почему он при определении стоимости сделки не учел эти расходы и сумму, реально выплаченную за сушильную установку, или почему продавец сушильной установки должен был хотеть продать ее по цене, значительно ниже стоимости приобретения», - указал Госсуд на недостатки вынесенных решений.

«В ситуации, когда стороны действительно желали совершить сделку и именно по этой более высокой цене, не идет речь о фиктивной сделке, и налоговый управляющий по своему усмотрению не может изменить на основании ч. 4 § 83 Закона о налогообложении (MKS) цену сделки и налоговое обязательство сторон. Поскольку сделка не являлась фиктивной, то не имеет значения, что налоговый управляющий на основании другого налогового решения уменьшил у продавца обязательство по уплате налога с оборота», - вынес решение Госсуд.

Finantsuudised.ee
soovitab!



22.02.2018



Kristjan Sakk



Sooduskood "Excel"

369 € (km-ga 442,80 €)

kehtib kuni 20.12.2017

Tavahind: 399 € (km-ga 478,80 €)

Exceli meistrikläss
finantsjuhtidele

Praktilised
töövõtted
finantside
efektiivsemaks
juhtimiseks



Aimi Kändmaa / e-post: aimi.kandmaa@aripaev.ee / akadeemia.aripaev.ee

КАЛЕНДАРЬ КУРСОВ**11 декабря****Налоги ПФЛ и бухгалтерский учет**

Где: Таллинн

Лектор: Тийна Пихо

Информация: www.reiting.ee**12 декабря****Мастер-класс по Excel для финансовых руководителей**

Где: Таллинн

Лектор: Кристьян Сакк

Организатор: Finantsuudised

Информация: pood.aripaev.ee**14 декабря****Учет собственных средств в бухгалтерском учете**

Где: Таллинн

Лектор: Рита Иллисон

Информация: www.excellence.ee**14 декабря****Курс по составлению годового бухгалтерского отчета. Обзор налоговых изменений**

Где: Таллинн

Лектор: Тоомас Виллемс

Информация: www.juunika.ee**15 декабря****Бухгалтерский учет и ревизия квартирного товарищества в свете нового закона**

Где: Таллинн

Лектор: Хеле Моор

Информация: rup.ee**18 декабря****Курс по составлению годового бухгалтерского отчета. Обзор налоговых изменений**

Где: Тарту

Лектор: Тоомас Виллемс

Информация: www.juunika.ee**9 января****Бухгалтерский учет, управленческий учет, финансовое прогнозирование и финансовый менеджмент для руководителей**

Где: Таллинн

Лектор: Сандер Кару

Информация: www.finantskoolitused.ee**10 – 11 января****Учет себестоимости, себестоимость и распределение общих расходов**

Где: Таллинн

Лектор: Сандер Кару

Информация: www.finantskoolitused.ee**10 – 12 января****Управление затратами, учет себестоимости и остаточного дохода, функциональный учет затрат**

Где: Таллинн

Лектор: Сандер Кару

Информация: www.finantskoolitused.ee**11 января****Учет собственных средств для финансовых специалистов местного самоуправления**

Где: Тарту

Лектор: Моника Карниол

Информация: www.juunika.ee**16 – 17 января****Правильно составляем годовой отчет в соответствии со стандартом финансовой отчетности Эстонии**

Где: Таллинн

Лектор: Рита Иллисон

Информация: rup.ee**19 января****Учет не облагаемого налогом дохода в 2018 году (на русском языке)**

Где: Таллинн

Информация: pood.aripaev.ee**20 января – 4 февраля****Мастер-класс по инвестированию в акции**

Где: Таллинн

Лектор: Тынн Талпсепп

Информация: pood.aripaev.ee**23 – 24 января****Правильно составляем годовой отчет в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности**

Где: Таллинн

Лектор: Рита Иллисон

Информация: rup.ee

КАЛЕНДАРЬ КУРСОВ

1 февраля

Подробно о норвежской налоговой системе для эстонских предприятий

Где: Таллинн
Лектор: Кристель Финстад
Информация: www.eestikonverentsikeskus.ee

6 – 7 февраля

Бюджетирование по методу начисления и функциональное бюджетирование

Где: Таллинн
Лектор: Сандер Кару
Информация: www.finantskoolitused.ee

6 – 8 февраля

Бюджетирование, ценообразование и анализ

Где: Таллинн
Лектор: Сандер Кару
Информация: www.finantskoolitused.ee

7 февраля

Рентабельность деятельности / продукта / услуги / инвестиции

Где: Таллинн
Лектор: Рита Иллисон
Информация: www.hansakonverentsid.ee

12 – 13 февраля

Прогнозирование, управление и анализ денежного оборота (денежных потоков)

Где: Таллинн
Лектор: Сандер Кару
Информация: www.finantskoolitused.ee

13 февраля – 17 апреля

Школа финансовых знаний для руководителей

Где: Таллинн
Лектор: Маргус Тинитс
Информация: pood.aripaev.ee

22 февраля

Мастер-класс по Excel для финансовых руководителей

Где: Таллинн
Лектор: Кристьян Сакк
Информация: pood.aripaev.ee

27 февраля – 24 апреля

Школа налога с оборота Äripäev

Где: Таллинн
Лектор: Тынис Эллинг
Информация: pood.aripaev.ee

14 марта

Функциональный учет затрат и планирование

Где: Таллинн
Лектор: Рейн Парело
Информация: pood.aripaev.ee

28 марта – 30 мая

Налоговая школа Äripäev

Где: Таллинн
Лектор: Марко Саар
Информация: pood.aripaev.ee

3 апреля – 5 июня

Школа финансовых знаний для руководителей

Где: Таллинн
Лектор: Маргус Тинитс
Информация: pood.aripaev.ee

Finantsuudised.ee
soovitab!

14.03.2018

Rein Parelo

379 € (km-ga 454,80 €)
Kehtib kuni 20.12.2017

€ Tavahind: 449 € (km-ga 538,80 €)
Sooduskood "Plaan"

Tegevuspõhine
kuluarvestus
ja planeerimine

Äripäeva
Akadeemia



Info ja registreerimine: Aimi Kändmaa tel: 667 0442 e-post: aimi.kandmaa@aripaev.ee akadeemia.aripaev.ee

РАБОТА**Работа в сфере финансов и бухгалтерского учета 20.11.2017****Главный бухгалтер**

- Manpower
- Starship Technologies OÜ
- Gunvor Services AS
- Estanc AS
- Tencm Estonia OÜ
- Morrison Invest OÜ

Бухгалтер

- LeapIN
- Eesti Kalatootjate Keskühistu TÜH
- Tavrida Electric Export AS
- Saint-Gobain Ehitustooted AS
- Barona Eesti OÜ
- Taxify OÜ
- Taisto Bussid AS
- Freselle Logistics OÜ
- Timbeco Woodhouse OÜ

Практикант по бухгалтерскому учету

- ABB AS

Помощник бухгалтера – секретарь

- Conectra OÜ

Помощник руководителя – бухгалтер

- Uusmägi OÜ

Бухгалтер – специалист по вводу данных

- Esperan OÜ Reval Cafe

Специалист по финансовому контроллингу

- Coop Eesti Keskühistu
- Eesti Energia AS

Финансовый аналитик

- Таллиннский технический университет

Финансовый специалист

- Министерство социальных дел

Специалист по составлению бюджета

- Parmeron AS
- Mapri Ehitus OÜ
- Hiieko AS
- Savekate OÜ
- Kateks Sisustus AS
- Metus-Est AS

Практикант в отдел бюджета и планирования

- Министерство окружающей среды

Риск-менеджер

- Bigbank AS

Аналитик

- Swedbank AS

Специалист по контроллингу производных финансовых инструментов

- Gunvor Services AS

Специалист по страхованию

- ERGO Insurance SE

Аналитик коммерческой информации

- Eesti Energia AS

Специалист по развитию бизнеса

- Runway International OÜ

Специалист по обработке данных и рассмотрению ущерба

- Support Services AS

Консультант по экономическому программному обеспечению

- BCS Itera AS

Практикант по управлению документацией

- ABB AS

Налоговый эксперт

- Luminor

Ассистент менеджера по кредитам

- Credit.ee OÜ

Аналитик данных

- Creditstar Group AS
- Omniva

Кредитный специалист

- Ramirent Shared Services AS
(владение норвежским или шведским языком)

СТАТИСТИКА

Уровень безработицы

октябрь 2017, %



Инфляция

Годовое изменение индекса потребительских цен по состоянию на октябрь 2017 г., %



Рост экономики

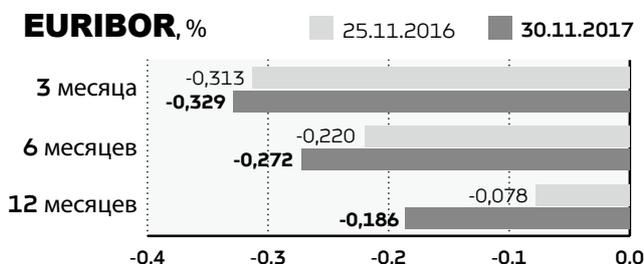
III квартал 2017 г. в сравнении с тем же кварталом 2016 г., %



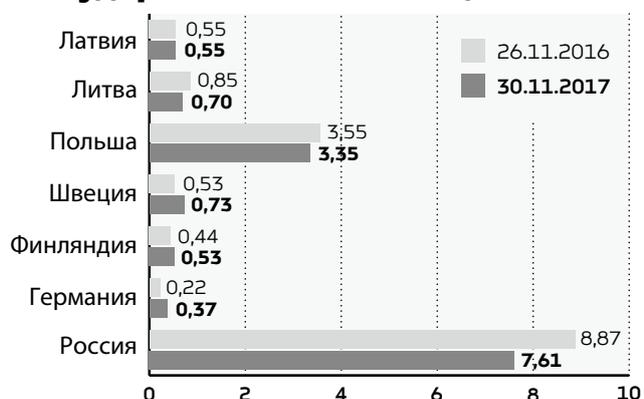
Процентные ставки центробанков, %



EURIBOR, %

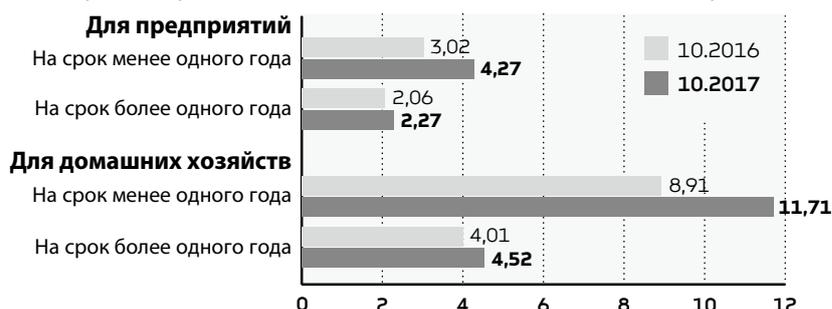


Доходность 10-летних государственных облигаций, %



Процентные ставки по кредитам в действующих в Эстонии банках

Средняя процентная ставка по выданным в течение месяца кредитам, %



Источники: Eurostat, Euroopa Keskpank, Eesti Pank, www.global-rates.com, www.tradingeconomics.com