
УДК 336.761
ББК 65.264.12
Т 49

Л.Т. Тлехурай-Берзегова

Доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой управления персоналом Адыгейского государственного университета, г. Майкоп. Тел. (903) 465 39 47, e-mail: Tlekhuraj@rambler.ru

**Эмиссионные инструменты интенсификации
интеграционного взаимодействия региональных систем**
(Рецензирована)

Аннотация. Устойчивое и эффективное функционирование инфраструктуры является необходимым условием высоких темпов экономического роста, обеспечения целостности, национальной безопасности и обороноспособности страны, повышения качества жизни населения, рациональной интеграции Российской Федерации в мировую экономику. Одним из ключевых инструментов развития региональной и муниципальной инфраструктуры могут стать инфраструктурные облигации. Статья посвящена проблеме эффективного использования потенциала эмиссионного инструмента инфраструктурных облигаций в целях интенсификации интеграционного взаимодействия региональных систем.

Ключевые слова: эмиссионные инструменты, инфраструктурные облигации, интеграционное взаимодействие, государственно-частное партнерство, взаимодействие регионов.

L.T. Tlekhuray-Berzegova

Doctor of Economics, Professor, Head of Human Resource Management Department of Adyghe State University, Maykop. Ph.: (903) 465 39 47, e-mail: Tlekhuraj@rambler.ru

**Emission tools to intensify the integration
interaction of regional systems**

Abstract. Sustainable and efficient operation of infrastructure is a prerequisite to provide high economic growth, integrity, national security and high national defensive capacity, as well as to improve quality of life and effective integration of Russia into the world economy. Infrastructure bonds can become one of the key instruments for the development of regional and municipal infrastructure. The paper discusses the effective use of the emission tool capacity of infrastructure bonds in order to intensify integration interaction of regional systems.

Keywords: emission tools, infrastructure bonds, integration cooperation, state-private partnership, the interaction regions.

В условиях динамичного развития отношений финансового рынка эмиссионные инструменты раскрывают заложенный в них потенциал гибкого и эффективного регулирования различными пространственными системами, поскольку в их природе заложена возможность широкого привлечения финансовых ресурсов, принадлежащих разным собственникам, в целях инвестирования развития социально-экономических отношений.

Вместе с тем данный потенциал может быть адекватно реализован в целях развития региональной системы лишь при выполнении следующих условий эмиссии, обращения, доходного использования и погашения эмитированных ценных бумаг:

— корректного выбора эмитентов и активов, обеспечивающих эмиссию;

— согласования интересов собственников финансовых ресурсов, эмитентов ценных бумаг и собственников

инвестиционных товаров, нуждающихся в привлечении ресурсов развития;

— эффективного размещения выпущенных бумаг на рынке;

— соблюдения нормативов финансовой прозрачности деятельности эмитентов и других участников обращения эмитированных ценных бумаг.

Условия интеграционного взаимодействия региональных систем, а также условия реализации глобальных инвестиционных проектов дополняют приведенный перечень следующими дополнительными требованиями:

— соблюдения международных нормативов учета и финансовой прозрачности (МСФО, МСА, листинга и др.);

— наличия высоких и устойчивых инвестиционного, кредитного, страхового и других рейтингов у всех участников финансово-инвестиционных отношений, складывающихся на основе эмиссии, регистрации, обращения, страхования, доходного использования и погашения эмитированных ценных бумаг;

— согласования интересов регионов, участвующих в эмиссии;

— эффективного межрегионального контроля над использованием полученных от реализации ценных бумаг средств.

В структуре российского финансового рынка отсутствует ряд важных инструментов, известных развитым финансовым рынкам. Это ограничивает возможности привлечения капитала при создании и развитии объектов транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и иной инфраструктуры. Между тем, потребность в инвестициях оценивается как колоссальная и она не может быть удовлетворена в полном объеме исключительно за счет государства [1].

В таких обстоятельствах одним из важных и ожидаемых направлений совершенствования рынка представляется расширение перечня финансовых инструментов путем введения в оборот инфраструктурных облигаций.

Инфраструктурные облигации могут стать одним из ключевых инструментов развития региональной и

муниципальной инфраструктуры. Инструмент инфраструктурных облигаций носит долгосрочный стратегический характер в рамках реализации проектов государственно-частного партнерства и направлен на решение задач по укреплению национальной экономики. Развитие государственно-частного партнерства и инфраструктуры в отраслях российской экономики является приоритетом государственной политики и предметом государственной поддержки.

Целью размещения инфраструктурных облигаций является привлечение финансирования на реализацию проектов инфраструктурного развития. Иными словами, эмиссионный доход, полученный при размещении облигаций, должен быть направлен на финансирование реализации указанных проектов.

Современная действительность диктует необходимость разработки новых и совершенствования действующих инструментов инфраструктурного финансирования.

Экономика многих стран построена на принципе допустимости участия частного капитала в развитии инфраструктуры. Данная концепция получила развитие и в Российской Федерации (приватизация, реформа электроэнергетической отрасли, концессионные соглашения и пр.).

В целом, в международной практике выпуска и обращения инфраструктурных облигаций по сравнению с традиционными корпоративными облигациями выделяются следующие особенности:

— целевое использование средств, полученных от размещения, для реализации долгосрочных инвестиционных инфраструктурных проектов (автомобильные и железные дороги, порты аэропорты, линии электропередач, трубо- и нефтегазопроводы);

— осуществление выпуска инфраструктурных облигаций, преимущественно в рамках реализации концессионных соглашений между государством или местными органами власти и компанией-концессионером, которая выступает эмитентом облигаций;

— основными инвесторами, осуществляющими вложения в инфраструктурные облигации, являются институциональные (пенсионные фонды, страховые компании) и другие консервативные инвесторы;

— долгосрочный период обращения инфраструктурных облигаций, привязанный к сроку строительства (реконструкции) инфраструктурного объекта и к периоду его эксплуатации, в среднем составляющий 15—25 лет;

— обеспечение облигационного выпуска государственными гарантиями, страхованием рисков, банковскими гарантиями и поручительствами, а также иными обеспечительными гарантиями.

С учетом этих особенностей возможности, связанные с применением инфраструктурных облигаций, могут быть реализованы в рамках государственно-частного партнерства.

Основным механизмом для реализации инфраструктурных проектов на условиях государственно-частного партнерства в международной практике являются концессии.

В России государственно-частное партнерство, помимо концессий, осуществляется в следующих формах:

— использование средств Инвестиционного фонда РФ и других источников государственного финансирования для поддержки реализуемых частным бизнесом крупных проектов в стратегических направлениях;

— создание особых экономических зон (опытно-внедренческих, производственных, туристско-рекреационных, портовых), стимулирующих за счет мер государственной поддержки развитие бизнес-проектов;

— создание корпораций со смешанным государственным и частным капиталом для развития приоритетных отраслей экономики [2].

Инфраструктурные облигации как самостоятельный институт не регламентированы российским законодательством и представляют собой в настоящее время корпоративные облигации, выпускаемые эмитентом-концессионером с целью привлечения финансирования для реализации кон-

цессионного соглашения (строительство или реконструкция объектов инфраструктуры). Выплата процентного (купонного) дохода по инфраструктурным облигациям обеспечивается доходом эмитента-концессионера от эксплуатации инфраструктурного объекта, т.е. будущим денежным потоком, что позволяет рассматривать инфраструктурные облигации как разновидность секьюритизации. Под **эмитентом-концессионером** понимается российское юридическое лицо, заключившее концессионное соглашение в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 21 июля 2005 г. №115-ФЗ «О концессионных соглашениях», концедентом по которому является Российская Федерация или субъект Российской Федерации.

Учитывая, что принципы бюджетного законодательства РФ не допускают привязку конкретных государственных расходов к конкретным доходам, выпуск целевых инфраструктурных облигаций для финансирования конкретного проекта от имени Российской Федерации, субъектов Российской Федерации или муниципальных образований невозможен. В этой связи далее будет оцениваться возможность и условия выпуска инфраструктурных облигаций только юридическими лицами.

Таким образом, с одной стороны, инфраструктурные облигации следует рассматривать как инвестиционный инструмент, являющийся составной частью иных институтов государственно-частного партнерства, с другой стороны, учитывая анализ зарубежного опыта и высокий интерес потенциальных эмитентов к данному инструменту, можно говорить об инфраструктурных облигациях как самостоятельном инструменте государственно-частного партнерства и, соответственно, необходимости законодательного «подстраивания» действующих норм для решения проблемных вопросов и устранения коллизий, которые могут возникнуть при внедрении института инфраструктурных облигаций.

Поэтапная схема инфраструктурного облигационного займа может быть представлена следующим образом:

— создание специального юридического лица с целью участия в конкурсе на заключение концессионного соглашения;

— участие в конкурсе на заключение концессионного соглашения;

— заключение концессионного соглашения;

— размещение инфраструктурных облигаций со сроком обращения не менее срока строительства и последующего периода окупаемости проекта;

— направление денежных средств, полученных от размещения инфраструктурных облигаций, на строительство, реконструкцию инфраструктурного объекта;

— государственная приемка инфраструктурного проекта;

— сбор платежей от пользователей реконструированного или законченного строительства объекта и направление денежных средств на выплаты облигационерам по погашению номинальной стоимости и накопленного купонного дохода по облигациям.

Инфраструктурные облигации позволяют частному капиталу участвовать во взаимовыгодных проектах с государством, снижая бремя последнего по несению расходов, однако этот инструмент практически не востребован на российском рынке ценных бумаг ввиду недостатков отечественного правового регулирования [3].

Следует обратить внимание на основные барьеры применения института инфраструктурных облигаций, который мог бы стать весьма действенным инструментом в современных российских реалиях. Такими препятствиями являются:

— невозможность залога денежных средств на счете;

— отсутствие института номинальных счетов;

— отсутствие законодательно регламентированной процедуры секьюритизации денежных потоков, не являющихся платежами по ипотечным кредитам;

— недопустимость залога прав требования по концессионному соглашению;

— исчерпывающий круг объектов инвестирования крупных потенциальных инвесторов (например, средства пенсионных накоплений могут быть вложены в специально предусмотренные Правительством Российской Федерации ценные бумаги);

— отсутствие органа, уполномоченного осуществлять контроль за реализацией эмитентом инфраструктурного проекта, и обязательств по инфраструктурным облигациям;

— отсутствие специальной правоспособности эмитента инфраструктурных облигаций;

— отсутствие института соглашений акционеров;

— отсутствие института собрания или представителя облигационеров;

— ничтожность отказа акционера от отдельных прав в отношении эмитента инфраструктурных облигаций с целью недопущения добровольной ликвидации или банкротства эмитента до исполнения им всех обязательств по инфраструктурным облигациям;

— отсутствие налоговых льгот для владельцев инфраструктурных облигаций как на федеральном, так и на местном уровнях, в том числе применительно к ОЭЗ;

— отсутствие налоговых льгот для эмитента-концессионера;

— ограничения возможностей выпуска облигаций хозяйственными обществами.

Следует также отметить, что действующим законодательством установлено императивное правило: номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества и (или) величину обеспечения, предоставленного обществу для этих целей третьими лицами. При отсутствии обеспечения, предоставленного третьими лицами, выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершённых финансовых года. Указанные ограничения не применяются для выпусков облигаций с ипотечным покрытием

и в иных случаях, установленных федеральными законами о ценных бумагах. Аналогичные требования действуют и в отношении акционерных обществ.

Принимая во внимание, что эмитентом-концессионером инфраструктурных облигаций может быть специально созданное юридическое лицо (SPV), представляется необходимым расширить перечень исключений из обозначенного правила.

С учетом приведенных выше требований могут быть определены следующие эмиссионные инструменты интенсификации интеграционного взаимодействия региональных систем, относящиеся к типу инфраструктурных облигаций:

— облигации, эмитируемые концессионерами объектов хозяйственной инфраструктуры;

— облигации, эмитируемые межрегиональными фондами развития объектов социальной инфраструктуры.

При этом необходимо, чтобы в качестве эмитента данного инструмента выступали следующие субъекты:

— держатели прав концессии соответствующих объектов инфраструктуры, стратегически заинтересованные в развитии данных объектов, то есть обладающие необходимым горизонтом своей деятельности (правами концессии на срок окупаемости вложений) — при возможности коммерческой эксплуатации объектов инфраструктуры;

— специальные фондовые организации, уполномоченные региональными участниками интеграционного взаимодействия, обладающие необходимыми бюджетными гарантиями предоставления средств для доходного обеспечения и погашения ценных бумаг — при возможности коммерческой эксплуатации объектов инфраструктуры.

Наиболее перспективны следующие схемы выпуска инфраструктурных облигаций.

Облигации выпускаются правообладателем на инфраструктурные объекты концессионером или собственником такого объекта (например, корпорацией развития территории). Их выкупают банки или пенсионные фонды. Второй

стадией (после ввода объекта в эксплуатацию) является продажа облигаций банком инвестору и их вывод на свободный рынок. Инвестор при этом получает доход от погашения инфраструктурных облигаций.

Существует также вариант выпуска инфраструктурных облигаций в целях секьюритизации инфраструктурных кредитов. Эмитентом инфраструктурных облигаций в таком случае выступает кредитная организация, предоставляющая концессионеру кредит на строительство инфраструктурного объекта.

В процессе ввода инфраструктурных облигаций на российский рынок особую роль может сыграть Внешэкономбанк. Он может выступать:

— обеспечителем банковской гарантии по инфраструктурным облигациям;

— андеррайтером (организатором эмиссии инфраструктурных облигаций);

— институциональным инвестором (приобретателем инфраструктурных облигаций на средства «молчунов»);

— выступать во всех трех названных качествах.

Представляется, что чем меньше посредников между лицом, непосредственно реализующим проект, и лицом, привлекающим финансирование через выпуск инфраструктурных облигаций, тем проще и понятнее будут механизмы распределения привлеченных ресурсов для потенциальных инвесторов — приобретателей облигаций и для структур, контролирующих целевое использование привлеченных средств.

В связи с этим наиболее оптимальным видится совпадение в одном лице эмитента инфраструктурных облигаций и лица, непосредственно реализующего инфраструктурный проект. Таким лицом может быть, в частности, концессионер по концессионному соглашению.

Обсуждаются иные варианты выпуска инфраструктурных облигаций, в частности, выпуск облигаций специально созданной для этого компанией (SPV, special purpose vehicle), в том числе контролируемой концессионером.

Создание SPV рассматривается не только в рамках концессионных проектов, но также в рамках иных форм ГЧП-контрактов, например, администрациями для привлечения финансирования публичной инфраструктуры, эксплуатация которой не приносит коммерческих доходов. Но такой подход к реализации схемы выпуска инфраструктурных облигаций потребует поиска решений, как минимум, для следующих вопросов:

Каким образом будет гарантировано исполнение эмитентом вновь созданной SPV обязательств перед держателями облигаций?

На каком правовом основании эмиссионный доход будет направляться эмитентом лицу, непосредственно реализующему инфраструктурный проект?

Каким будет механизм обеспечения целевого использования денежных средств, полученных от эмитента?

Каким образом SPV будет погашать облигационный заем [4]?

Вследствие этого, не отклоняя вариант выпуска облигаций специально созданной для этого компанией, вариант с эмитентом-концессионером следует признать более подходящим.

Обобщение результатов анализа опыта реализации глобальных инвестиционных проектов в других странах мира (в частности, опыта проведения Олимпийских игр в Гренобле и Турине) с учетом специфики национальной социально-экономической системы России позволяет сделать вывод о том, что в целях интенсификации интеграционного взаимодействия региональных систем конструктивно использование такого эмиссионного инструмента, как инфраструктурные облигации.

При этом необходимо, чтобы в качестве эмитента данного инструмента выступали следующие субъекты:

держатели прав концессии соответствующих объектов инфраструктуры, стратегически заинтересованные в развитии данных объектов, то есть, обладающие необходимым горизонтом своей деятельности (правами концессии на срок окупаемости вложений) — при

возможности коммерческой эксплуатации объектов инфраструктуры;

специальные фондовые организации, уполномоченные региональными участниками интеграционного взаимодействия, обладающие необходимыми бюджетными гарантиями предоставления средств для доходного обеспечения и погашения ценных бумаг — при возможности коммерческой эксплуатации объектов инфраструктуры.

С учетом приведенных выше требований могут быть определены следующие эмиссионные инструменты интенсификации интеграционного взаимодействия региональных систем, относящиеся к типу инфраструктурных облигаций:

облигации, эмитируемые концессионерами объектов хозяйственной инфраструктуры;

облигации, эмитируемые межрегиональными фондами развития объектов социальной инфраструктуры.

Российское законодательство не свободно от отдельных и весьма существенных запретов и пробелов, препятствующих в настоящее время широкому использованию института инфраструктурных облигаций, апробированного мировой практикой и демонстрирующего один из лучших механизмов государственно-частного партнерства. Вместе с тем инфраструктурные облигации имеют право на существование при текущем правовом регулировании и окажутся весьма востребованными при доработке отечественного законодательства, несколько отстающего от нужд экономики, ориентированной на развитие инфраструктуры. В этой связи представляется необходимым разработать концепцию изменений российского законодательства, базируясь на опыте сделок секьюритизации ипотечных активов и зарубежных юрисдикциях. Поскольку инфраструктурные облигации представляют собой вид секьюритизации, особо важным видится доработка широко обсуждаемого в настоящее время законопроекта о секьюритизации без введения отдельного термина «инфраструктурные облигации» и самостоятельного специального

закона. При этом отдельные конструкции и подходы зарубежного права относительно способов обеспечения исполнения обязательств по облигациям, в частности залог имущественных прав и (или) денежных средств на депозите, уступка имущественных прав, страхование могут быть заимствованы [1].

Выделим первоочередные меры, которые необходимы для подготовки к использованию инфраструктурных облигаций:

1. Разработка концепции правового обеспечения оборота инфраструктурных облигаций с определением следующих основных вопросов:

— описание круга правоотношений, которые должны быть урегулированы в рамках института инфраструктурных облигаций;

— формирование перечня рисков, как со стороны эмитента, так и с позиции государства (главным образом, как гаранта по облигациям для создания правового механизма государственных гарантий);

— подтверждение возможности регулирования института инфраструктурных облигаций в рамках существующих правовых норм, а также пределы корректировки действующего законодательства.

2. Разработка проектов изменений нормативно-правовых актов, необходимых для развития института инфраструктурных облигаций.

3. Принятие необходимых нормативных и подзаконных актов.

Параллельно с разработкой законодательной базы для технического выпуска инфраструктурных облигаций необходимо также подготовить целевой рынок — долгосрочных инвесторов и спекулянтов, которые создают волатильность и обеспечивают ликвидность рынка, что является важной предпосылкой для успеха инфраструктурных облигаций как нового перспективного инструмента на финансовом рынке России.

Итак, устойчивое и эффективное функционирование инфраструктуры — необходимое условие высоких темпов экономического роста, обеспечения целостности, национальной безопасности и обороноспособности страны, повышения качества жизни населения, рациональной интеграции Российской Федерации в мировую экономику. Строительство и модернизация инфраструктурных проектов в настоящее время нуждается в объединении государственного и частного капитала, и одним из вариантов этого является размещение инфраструктурных облигаций концессионером.

Примечания:

1. Тлехурай-Берзегова Л.Т. Функциональное содержание, формы и инструменты интенсификации интеграционного взаимодействия регионов России в условиях реализации глобальных инвестиционных проектов: монография. Майкоп: Изд-во АГУ, 2009.

2. Макаревич К.А. Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно-правовое регулирование в России // Вопросы экономики и права. 2012. №2.

3. Шарапов М.В. Функциональное содержание отношений, факторы формирования и стратегии развития финансового рынка макрорегиона. Ростов н/Д: СКНЦ ВШ, 2008.

4. Зембатова А.Х. Финансовые аспекты развития воспроизводственного процесса // Научная мысль Кавказа. 2006. Спец. вып. №1.

References:

1. Tlekhuray-Berzegova L.T. The functional contents, forms and tools of an intensification of Russian regions integration interaction in the conditions of implementation of global investment projects. Monograph. Maikop: AGU Publishing House, 2009.

2. Makarevich K.A. Infrastructure bonds: foreign experience and standard and legal regulation in Russia // Questions of Economy and Law. 2012. No. 2.

3. Sharapov M.V. Functional contents of the relations, factors of formation and strategy of the financial market development in the macroregion. Rostov-on-Don: SKNTs VSh, 2008.

4. Zematova A.Kh. Financial aspects of development of reproduction process // Scientific Thought of the Caucasus. 2006. Special issue No. 1.