**Активизация процессов государственно-частного партнерства на основе использования конвертируемых облигаций**

# Activization of the processes of state-private partnership on the base of adopting convertible bonds

**Козлов Артём Андреевич**

**Kozlov Artem Andreevich**

**Аспирант**

**Санкт-Петербургский университет управления и экономики, кафедра государственного и муниципального управления**

**E-mail: queenart@mail.ru**

Аннотация: В статье систематизированы основные проблемы развития государственно-частного партнерства в Российской Федерации. Для решения проблемы недостаточной финансовой активности частного сектора в партнерских проектах предлагается механизм эмиссии и размещения конвертируемых облигаций проекта. Показана выгода корпоративных облигаций как для государства, так и для частных инвесторов.

Ключевые слова: государственно-частное партнерство, проблемы государственно-частного партнерства, механизм государственно-частного партнерства, конвертируемые облигации.

The summary: In article the basic problems of development of state-private partnership in the Russian Federation are systematized. For a solution of a problem of insufficient financial activity of a private sector in partner projects the mechanism of issue and placing of convertible bonds of the project is offered. Benefit of corporate bonds both for the state, and for private investors is shown.

Keywords: state-private partnership, problems of state-private partnership, the mechanism of state-private partnership, convertible bonds.

В настоящее время спектр законодательно закрепленных организационных и финансовых институтов реализации проектов ГЧП в России достаточно обширен (институты развития, Внешэкономбанк, фонд “Сколково”, региональные промышленные кластеры, ОЭЗ и др.). При этом следует отметить, что в 2007 – 2011 г.г. наибольшие объемы финансирования проектов ГЧП реализовывались по линии Инвестиционного Фонда Российской Федерации [1].

Анализ финансирования проектов ГЧП из средств Инвестиционного Фонда РФ позволяет сделать следующие выводы:

- по подавляющему большинству проектов соблюден принцип планируемого паритета финансирования из средств бюджета и средств частного инвестора;

- если средства федерального бюджета поступают на реализацию проектов в большинстве случаев в полном объеме (100% выполнение плана), то средства концессионеров или иных частных инвесторов, как правило, по факту поступают не в полном объеме либо, напротив, существенно (вплоть до 5-7 раз) превышают запланированные объемы, что свидетельствует и о низком качестве финансово-инвестиционнного планирования и о не вполне удовлетворительной реализации механизма ГЧП в целом;

- средний планируемый срок реализации проектов составляет 5,53 года, однако во временном аспекте (2007 – 2011) г.г. налицо тенденция уменьшения среднего срока проектов (с 10-11 лет до 3-4 лет), то есть все большее предпочтение отдается относительно небольшим и, соответственно, быстроокупаемым проектам ГЧП;

- широкая региональная дифференциация проектов ГЧП;

- крайне низкий (в среднем 8,3% от всех выделяемых бюджетных средств) удельный вес объемов финансирования за счет средств региональных бюджетов;

- практическое отсутствие средств муниципальных образований в софинансировании проектов партнерства (так, из 41 проекта только в 11 предусмотрено финансирование из средств местных бюджетов, и то в крайне незначительных объемах и по факту осуществленное не в полном объеме);

- концентрация проектов ГЧП, финансируемых из данного источника, преимущественно на развитии транспорта и подотраслей ЖКХ (практически не представлены проекты в сфере образования и здравоохранения).

В целом, организация и реализация проектов в сфере государственно-частного партнерства в Российской Федерации характеризуется наличием ряда проблем. В частности, А.А. Рябущенко, помимо проблемы недостаточной развитости нормативно-правовой базы, выделяет такие основные ограничения прогрессивного развития инструментария государственно-частного партнерства, как неравноправие сторон, участвующих в проектах ГЧП, высокие издержки частного инвестора от участия в тендерах вследствие необходимости подготовки большого количества документов и необходимости привлечения услуг сторонних консультантов [2, с.12]. В.Ф. Уколов к такого рода факторам добавляет низкий уровень транспарентности и высокую коррумпированность самих конкурсов и тендеров на доступ к наиболее привлекательным для потенциальных инвесторов проектам в сфере государственно-частного партнерства [3, с.129].

В. Максимов также рассматривает в качестве важнейшего препятствия активизации процессов ГЧП в России высокий уровень коррумпированности [4, с.71], который проявляется в том, что нелегальные формы взаимодействия с отдельными представителями органов государственной власти являются для многих предпринимателей более выгодными (даже с учетом возможных рисков) по сравнению с легальным ГЧП. Сходной точки зрения придерживается и М.В. Курбатова [5].

Н.А. Бердникова в качестве одной из ключевых проблем в исследуемой сфере выделяет отсутствие единых, утвержденных методических подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов, реализуемых на основе

ГЧП [6, с.24]. К.С. Феоктистов в качестве важнейшей проблемы выделяет недостаточную финансово-инвестиционную активность субъектов частного предпринимательства, в значительной мере обусловленную неразвитостью механизмов защиты инвестиций [7, с.18].

По мнению Б.Б. Бицоти, формы ГЧП, развивающиеся в России, не вполне по своей сути являются именно “государственно-частным партнерством” в классическом понимании данного термина. Он, в частности, пишет: “Можно ли считать ОАО «РЖД» тем самым заветным частником, рискующим своим собственным капиталом для развития инфраструктуры, или российское ГЧП — это просто форма перераспределения государственной прибыли?” [8, с.12]. Действительно, часто в проектах ГЧП в качестве “частного” инвестора участвуют корпорации, контрольный пакет которых принадлежит государству. Отнесение такого рода взаимодействия к категории отношений государственно-частного партнерства, по нашему мнению, является проблематичным.

В целом, на основании анализа особенностей реализации проектов ГЧП, нормативно-правовой базы и специальной литературы можно выделить следующие основные проблемы формирования механизмов государственно-частного партнерства в России:

а) Несовершенство нормативно-правовой базы.

б) Крайняя неразвитость механизмов ГЧП в таких социально приоритетных сферах как образование и здравоохранение.

в) Относительно низкая активность региональных органов власти и органов местного самоуправления в организации и софинансировании проектов ГЧП.

г) Низкая транспарентность (информационная прозрачность) процедур отбора и финансирования проектов ГЧП, в значительной мере порождаемая высоким уровнем коррумпированности отечественной экономики в целом.

д) Недостаточная развитость методических подходов к оценке экономической эффективности проектов в сфере государственно-частного партнерства.

е) Низкая финансово-инвестиционная активность субъектов частного предпринимательства в сфере вложения в проекты государственно-частного партнерства.

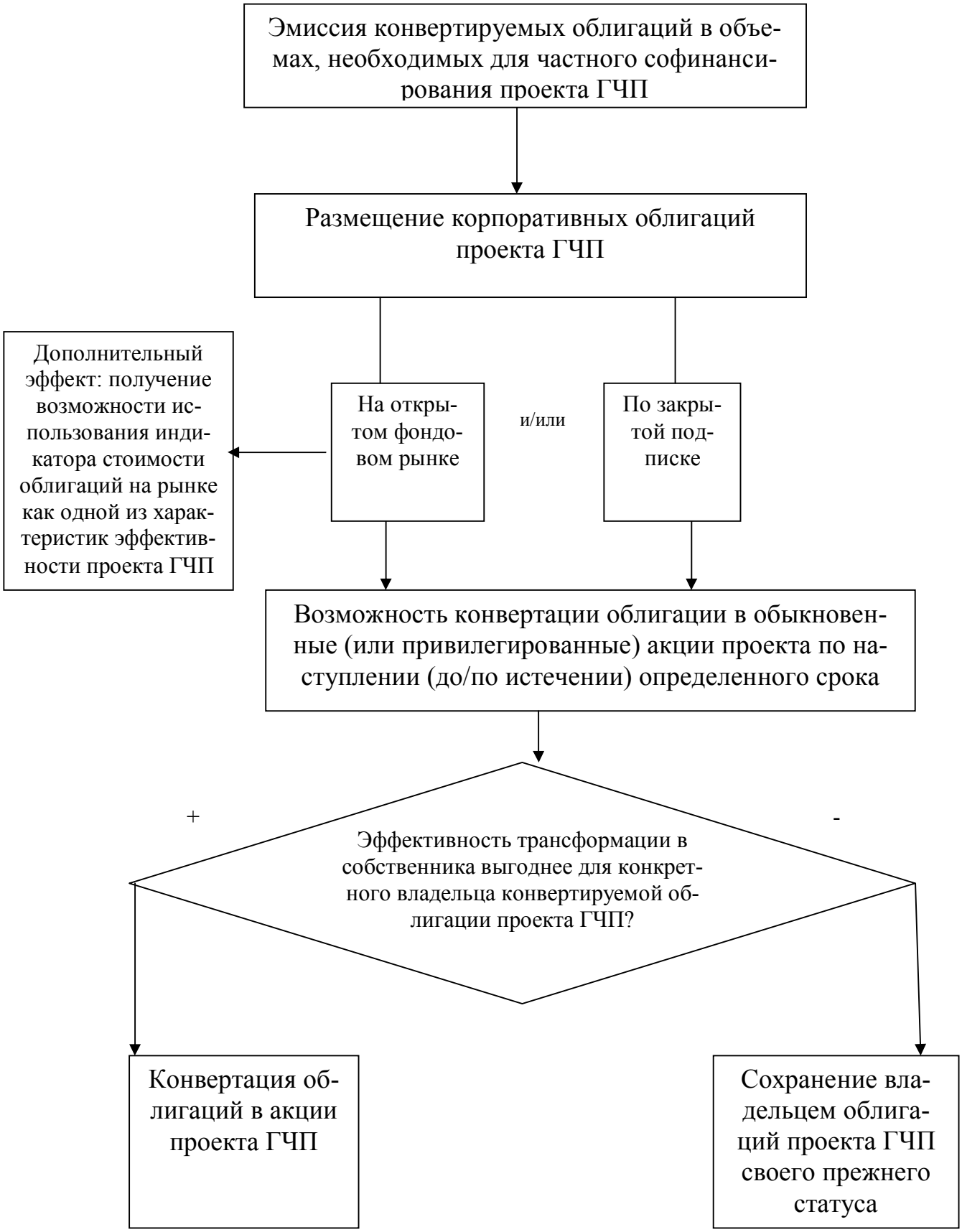



Рис. 1. Предлагаемый механизм организации финансирования проекта ГЧП с использованием конвертируемых облигаций

Для решения последней из выделенных проблем предлагается механизм финансирования проектов государственно-частного партнерства с использованием такого относительно редкого в отечественной финансово-инвестиционной практике инструмента как конвертируемые облигации.

Классическая конвертируемая облигация – это долговая ценная бумага, которая дает инвестору право выбора: рассматривать данную ценную бумагу как чистую облигацию с заложенной в ее условиях доходностью или по достижении оговоренного срока конвертировать ее в определенное число (обыкновенных) акций.

В наиболее общем виде предлагаемый механизм привлечения инвестиций в проекты государственно-частного партнерства, основанный на эмиссии и размещении конвертируемых облигаций, представлен на рис. 1.

На начальном этапе учредитель проекта (орган государственной власти или местного самоуправления – самостоятельно, либо в изначальном партнерстве с частным стратегическим инвестором), осуществляет эмиссию облигаций в объемах, необходимых для полного финансирования потребности проекта ГЧП в инвестиционных ресурсах. Такого рода облигации могут размещаться как на открытом фондовом рынке (например, бирже ММВБ в России или ряде мировых фондовых площадках), так и по закрытой подписке среди заранее определенного круга приобретателей.

Очевидно, что при размещении конвертируемых облигаций проекта ГЧП на открытом фондовом рынке первоначальный объем эмиссии должен быть достаточно велик. Так, например, для выхода на наиболее динамично на сегодняшний день развивающийся сегмент фондовой биржи ММВБ “Рынок инвестиций и инноваций” минимальный объем первоначальной эмиссии ценных бумаг должен составлять не менее 50 млн. руб. Вообще, при относительно небольшом объеме потребности проекта государственно-частного партнерства в частных инвестициях прибегать к предлагаемому механизму, по нашему мнению, нецелесообразно – проще найти стратегического инве-

стора.

Как показано на рис. 1, при размещении конвертируемых облигаций на открытом фондовом рынке буде иметь место и дополнительный информационный эффект для собственника (ов) проекта ГЧП. Рост котировок облигаций на бирже относительно динамики среднего биржевого индекса (средневзвешенной цены всех котируемых ценных бумаг сходного типа) будет являться одним из наиболее общих индикаторов повышения эффективности проекта ГЧП, по крайней мере, в восприятии инвесторов, осуществляющих операции на фондовом рынке.

Соответственно, владелец облигации имеет право на получение фиксированного дохода на данный фондовый инструмент (который входит в состав себестоимости продукции или услуг, предоставляемых проектом ГЧП), но не имеет права на участие в управлении проектом.

Далее, по наступлении определенного срока (или в течение срока, или до его истечения – конкретный вариант срока конвертации может быть различным, в зависимости от индивидуальных особенностей проекта ГЧП) каждый владелец облигации может принять индивидуальное инвестиционное решение – остаться ли ему по отношению к проекту в качестве кредитора (облигационера) или трансформироваться в собственника, то есть реализовать свое право на конвертацию (изменение формы инвестиционного инструмента) из облигации в обыкновенные или привилегированные акции проекта в определенной, заранее установленной пропорции.

В случае трансформации в собственника инвестор теряет право на фиксированный гарантированный процент, но приобретает возможность получения дивидендов из чистой прибыли, генерируемой проектом государственно-частного партнерства. Положение акционера является более рискованным, чем положение владельца облигаций, поскольку чистой прибыли у проекта может и не быть, и даже при наличии таковой общее собрание акционеров может принять решение о реинвестировании всей прибыли или большей ее части. Вместе с тем, в случае получения существенного экономического эф-

фекта потенциальный размер дивидендов по проекту ГЧП также ничем не ограничен. Кроме того, собственники проекта получают часть его имущества в случае банкротства проекта в самую последнюю очередь – в этом смысле финансовые интересы держателей облигаций также в большей мере защищены. Наконец, собственники обыкновенных акций получают право на участие в управлении проектом ГЧП в форме участия в общих собраниях акционеров.

Наиболее значимыми критериями принятия решения о конвертации акций в облигации для конкретного держателя облигаций инвестиционного проекта государственно-частного партнерства, по нашему мнению, могут быть:

а) тип частного инвестора – так, для агрессивного инвестора более предпочтительной является конвертация облигаций в акции, а для консервативного, напротив, сохранение инвестиций в проект в форме облигаций как более надежного финансового инструмента;

б) перспективы проекта – очевидно, что если в будущем с высокой долей вероятности ожидается существенный рост доходов и прибыли проекта, конвертация облигаций в акции целесообразна; если же перспективы доходности проекта ГЧП неопределенны, то частный инвестор имеет больше стимулов к страхованию возможных рисков посредством принятия решения об отказе от конвертации;

в) состояние рынка ценных бумаг в целом – в том случае, если и акции, и облигации проекта ГЧП обращаются на фондовом рынке и на рынке имеет место устойчивая тенденция роста котировок биржевого индекса, то решение о конвертации является целесообразным (в особенности, если инвестор не является излишне консервативным), поскольку обычно в условиях устойчивого долгосрочного подъема рынка ценных бумаг цена акций растет более быстрыми темпами, чем цена облигаций [9, с.34];

г) размер инвестиций – в том случае, если объем приобретенных частным инвестором облигаций является существенным, решение о конвертации более целесообразно, поскольку больший объем конвертированных в обли-

гации обыкновенных акций дает инвестору больше возможности (больший объем голосов) при принятии решений в процессе управления проектом государственно-частного партнерства.

Необходимо отметить, что в мировой практике конвертируемые облигации конвертируются обычно именно в обыкновенные акции. На наш взгляд, в зависимости от специфики конкретного проекта необходимо предоставить возможность конвертации их и в привилегированные акции. Привилегированные акции представляют своего рода промежуточный инструмент между обыкновенными акциями и корпоративными облигациями: они дают право на получение дивиденда, но не дают возможности участия в управлении проектом ГЧП. Вероятно, способ конвертации облигаций в привилегированные акции может быть интересен для определенных групп частных инвесторов, с учетом того, что колеблемость котировок привилегированных акций на бирже обычно ниже, чем колеблемость котировок обыкновенных акций.

Вопрос о сроках конвертации, в соответствии с предлагаемой схемой, тоже должен решаться индивидуально, в зависимости от специфики конкретного проекта ГЧП. Очевидно, что для инновационных проектов, по которым, при высоком уровне риска, возможны в будущем крайне существенные доходы, должен быть установлен срок конвертации по принципу “до определенной даты” (например, в течение нескольких лет с начала реализации проекта ГЧП), поскольку, когда уже будет очевидно, что инновационный проект способен генерировать существенную рентабельность, подавляющее большинство облигаций будут конвертированы, что уже не вполне выгодно для государства как первоначального инициатора проекта. Напротив, если государство или муниципалитет не хотят, чтобы частные инвесторы в течение первых лет существенно вмешивались в управление проектом (например, исходя из тех или иных соображений социального плана), то срок возможной конвертации следует установить “после определенной даты”.

Кроме того, вероятно, что чем дольше возможный период конвертации,

тем ниже, при прочих равных условиях, должен быть процент по облигациям.

В целом, предлагаемый механизм позволит государству привлечь дополнительные инвестиционные ресурсы для реализации масштабных проектов ГЧП. Для частных инвесторов привлекательность такого рода механизма заключается в следующем: существенно увеличивается диапазон возможностей в сфере оптимизации параметров доходности и риска инвестиций; появляется возможность участия в управлении проектом ГЧП в случае принятия положительного решения о конвертации облигаций в акции; мелкие частные инвесторы получают возможность участия в финансировании проектов государственно-частного партнерства, поскольку обычно номинал корпоративных облигаций является довольно небольшим.

**Библиография**

1. Материалы Инвестиционного фонда Российской Федерации. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.minregion.ru/invest_phound (дата обращения 28.01.2012).

2. Рябущенко А.А. Оценка эффективности государственно-частного партнерства для развития транспортной инфраструктуры Сибири: Автореф. дис.к.э.н. – Новосибирск, 2011. – с.12.

3. Уколов В.Ф. Взаимодействие власти, бизнеса и общества. Учебник / В.Ф. Уколов. – М.: Экономика, 2007. – с.129.

4. Максимов В. Государственно-частное партнерство в транспортной инфраструктуре. – М.: Альбина Паблишер, 2011. – с.71.

5. Курбатова М.В. Преобладание иерархического типа взаимодействия власти и бизнеса как проявление зависимости от предшествующего развития / М. В. Курбатова, С.Н. Левин // Экономика. Социология. Менеджмент / – Режим доступа: http://ecsocman.edu.ru.

6. Бердникова Н.А. Оценка эффективности инвестиционно-инновационных проектов, реализуемых на основе государственно-частного партнерства: Автореф. дис.к.э.н. – Спб., 2011. – 24 с.

7. Феоктистов К.С. Тенденции взаимодействия власти и бизнеса в отечественной экономике // Экономика и бизнес: материалы 4 межд. научн.-практ. конф. – Новосибирск, 2011. – С.18

8. Бицоти Б.Б. Государственно-частное партнерство: перспектива и ретроспектива // Издательский дом “Бюджет”. – 2011. - №2. – С.12.

9. Балакирев Н.Н., Давиденко Л.П. Облигации в системе рыночных отношений Российской Федерации. – М.: Знание, 2008. – С.34