

Особенности регулирования оборота финансовых инструментов в аграрном секторе

Р. В. Чикулаев

кандидат юридических наук, кандидат экономических наук, доцент,
доцент кафедры организации аграрного производства ФГБОУ ВО Пермский ГАТУ;
доцент кафедры предпринимательского права, гражданского
и арбитражного процесса ФГБОУ ВО ПГНИУ.

Адрес: ФГБОУ ВО «Пермский государственный аграрно-технологический университет
имени академика Д. Н. Прянишникова», 614990, Россия, город Пермь, ул. Луначарского, 1,
ФГБОУ ВО «Пермский государственный национальный исследовательский университет»
614990, Россия, город Пермь, ул. Букирева, 15.
E-mail: profur1@ngs.ru

Features of Financial Instruments Regulation in the Agricultural Sector

R.V. Chikulaev

PhD in Law Sciences, PhD in Economic Sciences, Associate Professor
Senior lecturer of Department of Agricultural Production Organization of FSBEI HE Perm SATU,
Senior Lecturer of Department of Business Law, Civil and Arbitrage Procedure of FSBEI HE PSNRU.
Address: Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education «Perm State Agro-Technological
University named after Academician D. N. Pryanishnikov», 1 Lunacharskogo St.,
Perm, 614990, Russian Federation;
Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education « Perm State National Research
University», 15 Bukireva Street, Perm, 614990, Russian Federation.
E-mail: profur1@ngs.ru

Аннотация

В статье реализуется комплексный подход к исследованию процессов выпуска и обращения финансовых инструментов в такой специфической сфере экономики, как агропромышленный комплекс. Задачи совершенствования правовых механизмов финансового рынка и укрепления материальной базы сельского хозяйства можно признать в равной степени актуальными. Тем самым предмет исследования также обнаруживает комплексный характер, включающий особенности методов финансирования экономики и организации аграрного производства в их взаимосвязи с принципами правового регулирования гражданского оборота финансовых инструментов с особенностями их использования в деятельности сельхозпроизводителей. Также представляется комплексной, находящаяся на стыке экономики и права научная проблема выработки эффективных механизмов привлечения инвестиций и повышения капитализации агропроизводителей путем выпуска в обращение широкого спектра ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Решению поставленных задач служат основные научные методы анализа и синтеза, научной абстракции, формально-логический, логико-диалектический, индукции и дедукции, сравнения и аналогии. Не теряют ценности специальные методы экономической науки: позитивный и нормативный анализ, функциональный анализ, равновесный подход, верификация, экономическое моделирование, статистическое наблюдение. Конкретизации научных результатов способствуют частные методы юридической науки: сравнительно-правовой, юридического моделирования, формально-догматический, синергетический. Эмпирическую базу составляют статистические данные, авторские результаты вовлеченного наблюдения, анализа и обобщения фактов с их эконометрической интерпретацией, а также фундаментальные теоретические труды и новейшие научные разработки, содержание нормативных правовых актов. Научная новизна проявляется в результатах комплексного исследования экономических особенностей финансирования субъектов аграрного сектора с использованием соответствующих финансовых инструментов, предусмотренных действующим законодательством, в том числе акций, облигаций, депозитарных расписок, производных инструментов, а также ценных бумаг в хозяйственных комплексах холдингового типа с выявлением их отраслевой специфики.

Ключевые слова: ценные бумаги, производные финансовые инструменты, агропромышленный комплекс, финансирование, регулирование, акции, облигации, опционы, депозитарные расписки, холдинги.

Abstract

The article implements an integrated approach to the study of the processes of issue and circulation of financial instruments in such a specific sphere of the economy as the agro-industrial complex. The tasks of improving the legal mechanisms of the financial market and strengthening the material base of agriculture can be considered equally relevant. Thus, the subject of the study also reveals a complex nature, including the peculiarities of financing of the agricultural production economy in their relationship with the principles of legal regulation of financial instruments civil turnover, with the peculiarities of their use in the agricultural producers activities. The scientific problem of developing effective mechanisms for attracting investments and increasing the capitalization of agricultural producers by issuing and participating in the circulation of a wide range of securities and derivatives also appears to be a complex and at the intersection of economics and law. To the solution of objectives serves the main scientific methods: analysis and synthesis, scientific abstraction, formal and logical, logiko-dialectic, induction and deduction, comparison and analogy. Special methods of economic science do not lose value: positive and normative analysis, functional analysis, equilibrium approach, verification, economic modeling, statistical observation. The specification of scientific results is promoted by private methods of jurisprudence: comparative, legal modeling, formal and dogmatic, synergetic. The empirical base consists of statistical data, author's results of the involved observation, analysis and generalization of facts with their econometric interpretation, as well as fundamental theoretical works and the latest scientific developments, the content of normative legal acts. Scientific novelty is evident in the results of the comprehensive study of economic features of financing of agricultural sector entities using the corresponding financial instruments provided for by the current legislation, including shares, bonds, depositary receipts, derivatives, as well as securities in economic complexes of holding type, with identification of their sectoral specificity.

Keywords: securities, derivative financial instruments, agro-industrial complex, financing, regulation, shares, bonds, options, depositary receipts, holdings.

Можно утверждать, что агропромышленное производство в России и в других странах мира характеризуется некоторым набором имманентных особенностей, как то: капиталоемкостью, зависимостью от природных условий, сезонностью, нестабильностью рынков сбыта, разнотипной эластичностью спроса на продукцию, транспортно-логистическими факторами. Эти и некоторые другие особенности обуславливают повышенные потребности агропроизводителей и их объединений в источниках финансирования собственной деятельности. Финансовые источники должны быть не только достаточны для обеспечения основной деятельности, но предполагать некоторый страховой запас, позволяющий преодолеть снижение финансовой устойчивости в случаях низкой урожайности, сезонных колебаний спроса и предложения, изменения погодных условий, экспортно-импортных колебаний. В то же время производители сельскохозяйственной продукции и сопутствующих товаров и услуг агроназначения имеют невысокую инвестиционную привлекательность ввиду больших сроков окупаемости, технологической сложности, повышенных рисков деятельности. Не имея достаточных собственных финансовых ресурсов для развития деятельности сельхозпроизводители одновременно сталкиваются с трудностями привлече-

ния долгосрочных инвестиций из внешних источников. В таких условиях важным и эффективным способом обеспечения финансирования и повышения капитализации агропромышленных комплексов могут стать финансовые инструменты.

Сельское хозяйство является важнейшей и крупнейшей отраслью национальной экономики как в России, так и в других странах мира, например, в США, Китае, Испании, Италии и др. Основные показатели аграрного производства в России за последние несколько лет имеют в основном тенденцию к росту.

Так, общий объем производства сельскохозяйственной продукции составил за 2015 г. 5 164,9 млрд рублей (84,7 млрд долл.), за 2016 г. – 5 505,7 млрд рублей (82,1 млрд долл.), за 2017 г. – 5 654 млрд рублей (96,9 млрд долл.). Общие индексы сельскохозяйственного производства по всем категориям производителей составили за 2015 г. 102,6, за 2016 г. – 104,8, за 2017 г. – 102,4. Урожайность зерновых и зернобобовых культур по всем агропроизводителям всех категорий в центнерах с одного гектара убранной площади составила за 2015 г. – 23,7, за 2016 г. – 26,2, за 2017 г. – 29,2 [4]. Одновременно экспорт продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья в 2016 г. по сравнению с 2015 г. увеличился на 5,2% с 16 202 до

17 044 млн долларов, а импорт снизился на 6,3% с 26 584 до 24 902 млн долларов. При этом общий товарооборот снизился на 2% с 42 804,6 до 41 946,1 млн долларов, а сальдо торгового баланса осталось отрицательным [2].

Как положительные тенденции развития сельского хозяйства России, так и негативные явления доказывают необходимость усиления внима-

ния к инструментам финансирования наряду с технологической и организационной модернизацией. Данные об инвестициях в сфере сельского хозяйства, охоты и лесного хозяйства в соотношении со сферой финансовой деятельности за соответствующие периоды в аналитических целях представлены в таблице.

Инвестиции в основные фонды и основной капитал в сферах сельского хозяйства и финансовой деятельности*

Отраслевая сфера и показатель	2005	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство</i>						
Основные фонды:						
В денежном выражении,						
млрд руб.	1 440,1	2 859,9	3 127,2	3 335,0	3 671,8	3 886,4
млрд долл.	50,9	94,1	106,4	107,2	115,5	101,2
В процентах к общему итогу по национальной экономике	3,5	3,1	2,9	2,7	2,8	2,7
Индекс физического объема за год	97,9	101,2	101,8	101,6	102,2	101,9
Инвестиции в основной капитал,						
млрд руб.	142,3	303,8	446,9	476,4	516,6	503,0
млрд долл.	5,0	10,0	15,2	15,3	16,2	13,1
В процентах к общему итогу по национальной экономике	3,9	3,3	4,1	3,8	3,8	3,7
Индекс физического объема за год	109,5	89,1	134,8	101,0	103,9	93,8
<i>Финансовая деятельность</i>						
Основные фонды:						
В денежном выражении,						
млрд руб.	493,6	2 154,4	2 070,6	2 518,9	2 603,1	2 673,8
млрд долл.	17,4	70,9	70,4	81,0	81,9	69,6
В процентах к общему итогу по национальной экономике	1,2	2,3	1,9	2,1	1,9	1,8
Индекс физического объема за год	104,5	105,8	107,9	110,4	108,7	105,0
Инвестиции в основной капитал,						
млрд руб.	49,4	119,7	159,2	204,2	186,7	154,5
млрд долл.	1,8	3,9	5,4	6,6	5,9	4,0
В процентах к общему итогу по национальной экономике	1,4	1,3	1,4	1,6	1,4	1,1
Индекс физического объема за год	110,8	112,9	125,1	120,6	87,6	80,2

* Источник: Федеральная служба государственной статистики России.

Примечание: для расчета эквивалента показателей в долларах использовались среднегодовые данные о курсе валют [3].

Таким образом, за период, предшествовавший кризисным явлениям на финансовом рынке в 2014 г., отмечались в целом сопоставимые динамические показатели развития инвестиций как в сельскохозяйственном производстве, так и на финансовом рынке. Инвестиции в основные фонды имели устойчивую тенденцию к росту. Инвестиции в основной капитал в большей степени были подвержены колебаниям, однако в сфере сельского хозяйства они были более стабильными, имели меньшие темпы снижения, увеличение которых стало наблюдаться лишь к 2014 г. Структура инвестиций как в основные фонды, так и в основной капитал изменчива. Она

зависит от множества факторов, а потому ее динамика сама по себе не может быть оценена положительно или отрицательно. При этом в целом наблюдается баланс темпов структурных изменений как в сельском хозяйстве, так и в финансовой сфере.

Есть основания предположить, что финансовый рынок России по своим объемам и структуре в целом корреспондирует инвестиционным потребностям сельскохозяйственной отрасли и может сыграть роль механизма, обеспечивающего приток финансовых инвестиций, трансформируемых в реальные активы организаций-сельхозпроизводителей. Расширение финансово-инстру-

ментарных методов инвестирования в агроиндустрию должно рассматриваться как средство капитализации отдельных сельхозпроизводителей и агрохозяйственных комплексов в масштабах регионов и страны в целом. Рост капитализации, с одной стороны, обеспечивает повышение инвестиционной стоимости агропромышленных единиц, включая курсовой рост их ценных бумаг, а с другой – положительно влияет на рост физических объемов основных и оборотных активов каждого субъекта АПК.

Суммируя многочисленные экономические данные и исходя из мнений специалистов, в современных условиях Россия находится в среднем кластере развивающихся экономик и формирующихся рынков, в том числе страна является лидером по производству нефти, крупнейшим производителем минеральных удобрений, занимает ориентировочно первое место по производству ячменных культур, второе – по производству ржи, пятое – пшеницы, шестое – лесоматериалов [6. – С. 53].

Представляют интерес данные о развитии отечественного финансового рынка на фоне мировых тенденций с учетом серьезных особенностей неоднократного переформатирования российской правовой и хозяйственной систем в исторической ретроспективе. Сведения таких крупнейших агрегаторов информационных ресурсов, как Всемирный банк¹, Всемирная ассоциация бирж², Международный валютный фонд³ показывают, что темпы роста совокупной капитализации финансовых рынков за период 1995–2018 гг. составляли усредненно (с учетом целого ряда допущений, связанных с особенностями перерасчета из национальных валют в доллары): Россия – 4 500%, США – 440%, Китай – 15 000% (данные ориентировочны), Германия – 300%, Испания – 480%, Великобритания – 450% (на протяжении периода неоднократно имела место отрицательная динамика), Бразилия – 620%, Япония – 150%. При этом явно прослеживается тенденция многократно опережающих темпов роста капитализации

развивающихся рынков, прежде всего России и Китая. Росту физических и стоимостных объемов отечественного фондового рынка корреспондировала динамика законодательства о ценных бумагах, ключевые изменения в которое были внесены на рубежах 1995–1996 гг., 1998–1999 гг., 2001–2003 гг., 2010–2011 гг., 2013–2015 гг.

В Российской Федерации как социально ориентированном государстве уделяется особое внимание обеспечению продовольственной безопасности в целях защиты населения от возможных неблагоприятных факторов, присущих сельскохозяйственному производству, а также в целях минимизации влияния геополитических и геоэкономических факторов, таких как международные санкции, колебания мировых рынков, урожайность импортируемых продуктов и др. Нормативно-правовой основой служат Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 гг., Федеральный закон «О развитии сельского хозяйства», Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г., Доктрина продовольственной безопасности Российской Федерации, Стратегия устойчивого развития сельских территорий Российской Федерации на период до 2030 г. и некоторые другие федеральные и ведомственные нормативные акты и целевые программы развития агропромышленного комплекса и обеспечения продовольственной безопасности страны.

В то же время основой для применения в практике хозяйствования и финансирования служат акты законодательства Российской Федерации о финансовых инструментах и ценных бумагах, в том числе Гражданский кодекс РФ, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Указание Банка России «О видах производных финансовых инструментов» и др.

Качественные изменения в системе регулирования выпуска и обращения финансовых инструментов происходят с 2013 г., когда в ключевые законодательные акты были введены нормы о корпорациях, а также существенным образом модернизированы положения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах. Еще в 2009 г. в российском законодательстве, а именно в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», появилось комплексное родовое понятие «финансовый инструмент», которое включило в себя

¹ Всемирный банк. – URL: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/global-financial-development> (дата обращения: 08.11.2019).

² Всемирная ассоциация бирж. – URL: <https://statistics.world-exchanges.org/ReportGenerator/Generator> (дата обращения: 08.11.2019).

³ Международный валютный фонд. – URL: <https://www.imf.org/external/> (дата обращения: 10.11.2019).

два видовых подкласса: ценные бумаги и производные финансовые инструменты. За десять лет динамичного развития нормативной базы понятие финансового инструмента стало приобретать более определенные очертания, наполняться практической значимостью.

В части ценных бумаг появился целый ряд новых объектов, был уточнен режим и порядок выпуска и обращения многих имеющихся ценных бумаг, а некоторые бумаги исключены из закона ввиду их не востребоваемости в хозяйственной практике. Что же касается производных финансовых инструментов, то к 2015 г. во исполнение норм закона, Банк России установил конкретные виды, определил общий порядок применения таких инструментов на финансовых рынках. Кроме того, производные инструменты вошли в устойчивую практику деятельности институциональных и индивидуальных инвесторов, стали одним из основных способов сохранения инвестированных средств от инфляции с возможностью извлечения инвестиционного дохода, превышающего инфляционный процент, в том числе с гарантией защиты капитала от рыночных флуктуаций и волатильности, сохранением первичной величины инвестиций.

В последние годы эффективными средствами развития оборота финансовых инструментов, ранее существовавших преимущественно в бумажной форме, стали компьютеризированная обработка информации, закрепление прав и обязанностей в электронном виде. Цифровизация такой информации привела к новому интегративному результату, а именно не только к облегчению и удешевлению транзакционной деятельности на фондовом рынке, но и к существенному росту капитализации, качественному росту объемов выпуска и обращения, а также расширению видового многообразия фондовых ценностей.

Для целей капитализации и финансирования основной деятельности агропромышленных комплексов могут применяться те же виды финансовых инструментов, что и для других хозяйствующих субъектов, однако отраслевой характер может обуславливать ряд особенностей. В числе основных финансовых инструментов, служащих экономическим целям агропроизводителей, можно выделить облигации, акции, опционы эмитента, депозитарные расписки, производные финансовые инструменты, а также инструменты, условно обозначаемые как холдинговые. В упо-

мянутом контексте рассмотрим соответствующие объекты подробнее.

Облигации. Правовой режим облигации установлен Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» довольно кратко и предполагает, что облигация есть ценная бумага, предоставляющая право владельцу на получение от эмитента номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента, а также процента от стоимости или иных имущественных благ. Режим этого инструмента изменился в 2018 г. в сторону расширения инвестиционных возможностей, в том числе прав облигационера, в зависимости от особенностей выпуска ценной бумаги. Так, обновленная облигация может погашаться не только в заранее установленный срок, но и в любой другой срок в зависимости от установленных при ее выпуске обстоятельств. Доходом по облигации закон традиционно определяет процент или дисконт, также традиционно не раскрывая юридическое значение этих понятий и отсылая этот вопрос к сфере правоприменительной и хозяйственной практики. Процентом обычно считается установленная и указанная при выпуске ценной бумаги доля единицы номинальной стоимости, умноженная на сто. Однако нормы закона позволяют определять проценты не только исходя из номинала. В то же время помимо процентов, владелец облигации может иметь любые иные имущественные права, прямо не указанные в законе. Такие права устанавливаются эмитентом облигации при выпуске и указываются в самой облигации (решение о выпуске). Понятие дисконта относится сугубо к сфере экономики инвестиций, а поскольку оно не раскрыто нормативно, может быть определено как разница между ценой продажи (размещения) ценной бумаги инвестору и ценой ее выкупа (погашения) эмитентом. При этом необходимо учитывать, что экономическое значение дисконта шире и может включать разницу цен (скидку-надбавку), сложившихся на рынке.

Характеристика облигации указывает на расширенные возможности использования такого инструмента хозяйствующими субъектами, нуждающимися в инвестициях, в том числе агропроизводителями. Так, облигационный заем может стать эффективной экономической альтернативой другим заемным источникам финансирования, особенно если условия выпуска облигаций будут предусматривать баланс интересов инвесторов и эмитента, позволять привлечь финансирование под разумный показатель платности

использования средств. При этом могут предусматриваться выплаты дохода по облигации не в денежной, а, например, в натуральной форме, в том числе произведенной продукцией, выплата (выдача) имущественного дохода периодически, сообразно фактору сезонности, а также с учетом такого обстоятельства-фактора, как урожайность.

В специальной литературе имеется довольно обширная, но разрозненная информация о выпуске облигаций агропроизводителями, в том числе в российских регионах. Средняя доходность по таким инструментам составляла 5–10%. Очевидно, облигационный инструмент инвестиционного финансирования пытались использовать многие субъекты, однако устойчивая практика его широкого применения сельхозкомпаниями еще должна сложиться. В настоящее время крупнейшим эмитентом как корпоративных, так и биржевых облигаций является АО «Россельхозбанк». По данным Московской биржи, к открытому обращению допущены облигации АО «Авангард-Агро», ООО «АгроКомплекс», ООО «Агронова-Л», ООО «Агрофирма «Рубеж», ООО «Объединение АгроЭлита», ООО «ФЭС-Агро»¹. Как видно, существенным инвестиционным преимуществом облигаций является возможность их выпуска корпорациями неакционерной формы (обществами с ограниченной ответственностью), чем активно пользуются агропромышленные компании. Характерно и то, что объемы биржевых торгов акциями на Московской бирже за ближайшие годы (2016–2017 гг.) неизменны и составляют около 9 трлн рублей (около 140 млрд долл.) В свою очередь торговый оборот облигаций увеличился за 2017 г. на 25% и составил 16,6 трлн рублей (около 250 млрд долл.)

Акции. Правовой режим данной ценной бумаги в общем виде установлен Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и конкретизирован в Федеральном законе «Об акционерных обществах». С позиции организации-агропроизводителя акции представляют интерес прежде всего в тех случаях, когда в акционерной форме создается новое или в такую форму преобразуется действующее хозяйственное общество (корпорация). Учитывая, что членами агрокорпорации могут выступать множество лиц, в том числе бывших членов или работников других сельскохозяй-

ственных структур (колхозов, совхозов, кооперативов), именно для них акционерная форма может стать наиболее удобным способом реализации их корпоративных прав на участие в сельскохозяйственном производстве, в финансировании деятельности корпорации и распределении прибыли через участие в акционерном капитале. В случаях, когда число потенциальных участников подобного рода корпоративных отношений превышает пятьдесят, акционерная форма становится единственно возможной в силу требований закона. Целям внешнего привлечения инвестиционного акционерного капитала в наибольшей степени соответствует форма публичного акционерного общества. Минимальный размер уставного капитала в 100 000 рублей в современном масштабе цен не может стать препятствием для создания такого общества и первичного выпуска акций. Акционерная агрокорпорация позволяет в наибольшей степени реализовать принцип сочетания личного и корпоративного участия в деятельности сельхозпроизводителя, установить баланс экономического и правового статуса акционера-собственника и акционера-работника, обеспечить дополнительные стимулы повышения производительности труда за счет реального участия в управлении корпорацией и распределении прибыли в виде дивидендов. Сохраняет свое значение инструмент привилегированных акций с возможностью выпуска различных типов таких акций. Это позволяет дифференцировать объем прав владельцев разных типов привилегированных акций, в том числе гарантированный размер дивиденда.

В то же время выпуск акций сопряжен с выполнением целого ряда формальностей, таких как регистрация выпуска, отчет о выпуске проспекта ценных бумаг в случаях объемных эмиссий, преимущественно направленных на привлечение большого числа новых инвесторов и крупных инвестиций, раскрытие информации. Практика выполнения формальных процедур, в том числе административного закрепления их основных этапов с регистрацией в Центральном банке РФ, указывает на длительный и затруднительный характер их прохождения для сельскохозяйственных организаций. Не вполне удобными такие процедуры могут стать уже в силу территориальной удаленности региональных агропроизводителей от регистрирующего органа, а также усложненного характера оформления юридически значимых документов, что требует привлече-

¹ Московская биржа. – URL: <https://www.moex.com/ru/spot/issues.aspx> (дата обращения: 22.10.2019).

ния узкопрофильных специалистов. В качестве дополнительного препятствия использования акционерной формы агробизнеса для многих эмитентов может стать обязательная передача функции ведения реестра акционеров специализированному лицу – регистратору – на договорной, т. е. платной основе.

Возможно, что в качестве перспективных направлений динамики акционерного законодательства следует рассматривать установление специального правового режима акций агропромышленных корпораций. При этом не исключается упрощенный порядок эмиссии акций, в том числе без регистрации выпуска и отчета о выпуске, особенно в тех случаях, когда эмиссия не сопровождается проспектом ценных бумаг. По аналогии с некоторыми другими инструментами, эмиссия акций агрокорпораций могла бы осуществляться в уведомительном порядке с присвоением выпущенным бумагам идентификационного, а не регистрационного номера. Не исключается установление особого режима обращения таких акций, в том числе с некоторым ограничением круга инвесторов. В частности, такие акции или их отдельные типы с определенными условиями (например, повышенные доходность и риск) могут признаваться финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, статус которых на настоящий момент специально определен в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг». Тем самым акция агрокорпорации может приобрести значение отдельной разновидности ценной бумаги – финансового инструмента, что также не исключает возврат к возможности ведения реестра таких акций самим сельскохозяйственным акционерным обществом в особом нормативно определенном порядке, но без привлечения регистратора.

На настоящее время российский сервис раскрытия корпоративной информации «Интерфакс» содержит информацию о 2 941 акционерной компании, относящейся к сельскохозяйственной отрасли¹. Среди них такие крупные товаропроизводители-корпорации, как АО АПК «Белореченский», АО АПК «Космодемьянский», АО АПК «Русь», АО АП «Михайловское», АО «АК Горки-2», АО АК «Отрадное», АО АПО «Аврора»,

АО «АПХ», АО «АгроИнвест», АО «Агрофирма «Феникс», АО «Агрокомбинат «Московский», АО «Агрокомплекс «Рассвет», АО «Агрообъединение «Кубань», АО «Агрофирма», АО «Волга», АО «КСП «Волна», АО «Кубань» и др. Среди наиболее крупных агропроизводителей, акции которых свободно обращаются на российском фондовом рынке, можно назвать АО «Группа Черкизово», АО «Русагро», АО «Разгуляй», АО «Агрофирма Мценская», АО «ФОС-Агро» и др.

С учетом того, что в 2017–2018 гг. совокупные инвестиции в сельскохозяйственную отрасль увеличивались в среднем на 10–15%, агропромышленные акционерные общества следует признать одним из наиболее перспективных объектов, сочетающих в себе инвестиционный интерес и социальную значимость. Капитализацию таких акционерных обществ, прежде всего за счет увеличения объемов эмиссии и оборота их финансовых инструментов (акций, но не только), можно рассматривать как одну из важнейших организационно-экономических задач. Финансирование агропромышленного комплекса осуществляется опосредованно через специальные финансовые институты, такие как АО «Россельхозбанк» и АО «Росагролизинг». Основным методом выступает формирование акционерного капитала через финансовый инструмент – акции. Согласно сведениям Росстата, дополнительная капитализация АО «Россельхозбанк» в 2015 г. составила 10 млрд рублей или 0,16 млрд долларов, в 2016 г. – 8 млрд рублей или 0,12 млрд долларов. Взнос в акционерный капитал АО «Росагролизинг» был произведен в 2015 г. и составил 2 млрд рублей или 0,03 млрд долларов. АО «Россельхозбанк» реализует стратегические цели государства в агропромышленном комплексе и занимает лидирующие позиции в кредитовании агропромышленного комплекса. Так, удельный вес АО «Россельхозбанк» в общем объеме кредитования агропромышленного комплекса в 2016 г. составил 66,6%, в том числе краткосрочного кредитования – 66%, инвестиционного кредитования – 68,3%. Дополнительная капитализация АО «Россельхозбанк» позволяет закрепить положительную динамику кредитования агропромышленного комплекса в целях ускоренного импортозамещения и развития экспортного потенциала отечественных производителей путем упрощения доступа сельскохозяйственных товаропроизводителей к кредитным средствам [2].

¹ Интерфакс. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/poisk-po-kompaniyam> (дата обращения: 22.10.2019).

Опционы эмитента представляют собой разновидность ценных бумаг, внедренных в российское законодательство для расширения инвестиционного инструментария, пока не нашедших широкого применения в этих целях. Современное нормативно-правовое регулирование оборота финансовых инструментов в целом сосредоточено на установлении набора норм, правил, описании правового режима каждого инструмента с той или иной степенью детализации, однако не рассматривает в качестве главной цели обеспечение инвестиционных потребностей, не уделяет достаточного внимания конструкции финансовых инструментов как объектов, опосредующих финансирование и капитализацию. Теоретически опцион эмитента по своей конструкции является классической производной ценной бумагой, основанной на других первичных ценных бумагах, а именно акциях корпоративного эмитента, закрепляющей право опционера купить заранее определенное количество акций этого же эмитента и стать его акционером при наступлении определенных событий. Вместе с тем российское законодательство не приняло идею подразделения ценных бумаг на первичные и производные, а сосредоточило внимание на развитии иных деривативов – производных финансовых инструментов, основанных на иных базисных активах и не относящихся к ценным бумагам. Тем не менее при реализации идеи о выделении самостоятельной группы ценных бумаг агропромышленных корпораций опцион эмитента может стать средством повышения инвестиционной активности и способом дополнительного привлечения финансирования, в том числе обеспечивать право на получение дополнительных акций агрокорпорации при наступлении особых условий, характерных для сферы сельского хозяйства. В практике российского финансового рынка выпуск опционов имел место лишь единожды – крупными компаниями неаграрного сектора, такими как ПАО «ЛУКОЙЛ», АО «Вымпелком», АО «РусГидро», с целью решения узкопрофильных задач кадрового менеджмента.

Депозитарные расписки также могут быть отнесены к производным ценным бумагам, т. е. выпускаемым лишь при наличии иных ценных бумаг, имеющих такие финансово-стоимостные показатели, без которых невозможно сформировать конструкцию производной бумаги. С позиций инвестиционной доступности в условиях современных финансовых рынков можно говорить о

российских депозитарных расписках (РДР), предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», а также об иностранных расписках – американских (АДР) и европейских (глобальных – ГДР). Как и в случае с опционом эмитента, российские депозитарные расписки не выделены законом в качестве производных ценных бумаг и могут быть охарактеризованы как инструменты особого рода, выпускаемые в установленном порядке. Эмитентом РДР вправе выступать российский депозитарий, отвечающий особым требованиям. При эмиссии РДР закрепляются основные права владельца такой ценной бумаги, в том числе право собственности на определенное количество акций, облигаций или иных ценных бумаг иностранного эмитента (представляемые ценные бумаги), право требовать обмена самой расписки на представляемые бумаги, право требовать от депозитария-эмитента содействия в реализации прав, закрепленных иностранными (представляемыми) ценными бумагами. Тем самым в рыночный оборот фактически оказались вовлеченными два типа финансовых инструментов: национальные российские (РДР) и иностранные расписки (АДР, ГДР). При этом иностранные расписки могут быть выпущены дочерними компаниями российских корпораций, зарегистрированными за рубежом и допущенными к листингу на иностранных биржах.

Следует отметить, что крупные российские агропроизводители используют депозитарные расписки. На Московской и Лондонской фондовой биржах котируются такие инструменты, как ГДР АО «Русагро», на Лондонской фондовой бирже обращаются ГДР АО «Черкизово». Тем самым наблюдается несколько нестандартная ситуация, при которой российские эмитенты агропромышленного сектора вводят на российский фондовый рынок свои финансовые инструменты, предназначенные для внутреннего инвестора, однако сами инструменты являются иностранными и предлагаются инвестору в опосредованном виде через особый вид российских ценных бумаг (РДР), базовым активом которых являются иностранные ценные бумаги российских резидентов. Можно предположить, что как РДР, так и ГДР и АДР являются перспективным средством развития инвестиционной капитализации агрокорпораций, доступным лишь крупным компаниям-эмитентам и ограниченному кругу инвесторов, преимущественно институциональных или квалифицированных.

Производные финансовые инструменты сами по себе не являются ценными бумагами, но вместе с ценными бумагами составляют юридическую конструкцию единого суперобъекта – финансового инструмента. Нормы о производных финансовых инструментах были закреплены в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» в 2009 г. и сыграли революционную роль, что заслуживает позитивной оценки с позиций развития инвестиционной активности и финансовых рынков.

В современных условиях практическое применение производных финансовых инструментов в наибольшей степени наблюдается в сфере институциональных инвестиций и используется в целях хеджирования рисков, а также как основа для конструирования комплексных финансовых продуктов, сочетающих в себе целый набор инвестиционных возможностей. В то же время сама природа производного финансового инструмента, основанная на рисковом и вероятностном показателях инвестиционной эффективности базисного финансового актива, корреспондирует потребностям агропроизводства.

Так, общее определение производного финансового инструмента, установленное Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», логически и контекстуально мыслится как договор, который может в том числе предусматривать обязанность сторон периодически или одновременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, курсов валют, процентных ставок, инфляции, цен других производных финансовых инструментов, а также значений статистических показателей, физических, биологических, химических показателей состояния окружающей среды, либо от изменения значений, рассчитываемых на основании вышеуказанных показателей. Показатели, которые могут служить основанием для расчета, а также требования к базисным активам, конкретизируются в нормативных актах Банка России. Указанием Банка России № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» по существу конкретизированы виды соответствующих договоров особого рода (опционный, фьючерсный, форвардный, своп-договор, а также смешанные договоры и специально не поименованные договоры). Тем самым перечень видов производных инструментов на сегодняшний день является открытым. Именно смешанные и комплексные, не имеющие специального названия контракты, в современных условиях наиболее распространен-

ны на российском рынке финансовых инструментов. Исходя из существа производного финансового инструмента имеются все основания рассматривать его как одно из наиболее перспективных средств привлечения инвестиций в агропромышленные комплексы, при этом в качестве базисного актива могут выступать показатели природных факторов (урожайности, состояния окружающей среды, сезонного колебания цен на сельскохозяйственную продукцию).

Финансовые инструменты хозяйственных объединений холдингового типа. С учетом структурного многообразия экономики и потребностей ее эффективного нормативно-правового регулирования приобретают особую актуальность вопросы деятельности холдингов. Концепция юридического статуса холдинга пока не нашла закрепления в отечественном позитивном праве, будучи разрабатываемой на доктринальном уровне. Проблемы холдингов рассматриваются зарубежными авторами в разных аспектах: влияние на миноритарных акционеров [12], позиции профессиональных объединений [10] и контролирующих органов [9], использование холдингов в целях реструктуризации [7], проблемы законодательства о взаимных холдингах [11].

При этом сохраняет актуальность исследование существа холдинговых структур с учетом взаимовлияния разных правовых и экономических систем, развития трансграничного оборота финансовых инструментов, повышения требований к транспарентности и защите конкуренции, правил международных финансовых организаций. В некоторых странах мира есть специальные законы о холдингах, например, в США (Public Utility Holding Company Act, Bank Holdings Act), в Шотландии (Land Holdings Disclosure Act), в Англии (Agricultural Holdings Act), в Индии (Agricultural Holdings Act). В России и некоторых других странах пока не приняты специальные законы или группы правовых норм о холдингах, в силу чего понятие холдинга является сугубо экономическим, что еще больше усиливает его значимость. Не следует упускать из виду и тот факт, что вертикальные или горизонтальные корпоративные отношения, как раз и являющиеся холдинговыми, существуют объективно, вне зависимости от наличия или отсутствия в законе соответствующего титула. Подобные отношения часто становятся предметом воздействия норм не только и не столько частного, сколько публичного права: налогового, финансового, конкурентного.

Даже из краткого перечня приведенных выше зарубежных правовых актов видно, что в некоторых странах законы о холдингах принимаются специально для агропромышленных компаний и сельскохозяйственных землевладельцев. В странах, где статус холдинга не закреплен в законе, в том числе в России, требуется урегулирование отношений, которые по своей сути являются так или иначе холдинговыми. Также рациональным было бы специальное регулирование сельскохозяйственных холдингов.

Как было показано выше на примере других разновидностей финансовых инструментов, обычно такие инструменты (акции, облигации, опционы эмитента и др.) выпускает единый хозяйствующий субъект, компания, по форме представляющие собой корпорацию. В связи с этим финансовые инструменты можно признать корпоративными, поскольку они неразрывно связаны с компанией-эмитентом. Юридическая сущность российского корпоративного финансового инструмента состоит в закреплении обязательств лишь самой корпорации-эмитента, что обуславливает неразрывную связь инструмента и корпорации. Однако иногда бывает необходимо разорвать такую связь ввиду объективных экономических потребностей для обеспечения более эффективных форм хозяйствования, в том числе холдингов. Поскольку российским законодательством не определен правовой статус ни агропромышленного холдинга, ни холдинга вообще, то нет возможности закрепить обязательства нескольких взаимосвязанных (входящих в холдинг) компаний в едином финансовом инструменте. В то же время, особенно в сфере сельского хозяйства, было бы верным предусмотреть выпуск холдинговых финансовых инструментов, обеспечивающих взаимную финансовую поддержку входящих в холдинг компаний и одновременно – повышение ликвидности самого финансового инструмента. Такой инструмент, который условно можно назвать «акция холдинга», будет более привлекательным для инвесторов в силу его обеспеченности активами не одной, а сразу всех или нескольких компаний, входящих в холдинг.

Перспективным направлением реформы законодательства можно признать формирование понятий и специальных режимов как для холдингов и других бизнес-групп, так и для холдинговых (консолидированных) финансовых инструментов, в том числе ценных бумаг. Такие инструменты должны закреплять права их владельцев по от-

ношению не к одной конкретной организации, а ко всему холдингу как к единому эмитенту. Например, акционеры холдинга должны иметь право на дивиденд и участие в управлении всеми компаниями, входящими в холдинг. Облигации холдинга должны отражать обязанность выплатить доход и номинальную стоимость после погашения со стороны всех компаний холдинга. Такая схема потребует модифицировать некоторые традиционные взгляды, однако ее практическая реализация позволит значительно расширить возможности финансирования, создать дополнительные гарантии для инвесторов, серьезно капитализировать компании в отдельных отраслях, прежде всего в агропромышленном комплексе.

Интересен подход авторов фундаментальных экономических трудов. Так, в книге «Экономикс» К. Макконнелл, С. Брю и С. Флинн выделили основные проблемы сельского хозяйства: годовые колебания цен на продукцию, неэластичный спрос, колебания объемов производства, сдвиг спроса, общее сокращение агропромышленной отрасли [8. – С. 391]. По их мнению, необходим постоянный поиск источников финансирования, софинансирования, дофинансирования, в конечном счете – капитализации агропромышленного комплекса. Российскими авторами уделяется явно недостаточно внимания проблеме расширения инструментальных возможностей финансирования деятельности сельскохозяйственных производителей на основе адекватной правовой базы. В специальной литературе высказывались мнения о таких источниках формирования финансовой базы в агросекторе, как фьючерсные, опционные инструменты, IPO-акции, проектное венчурное финансирование, а также о создании неких специализированных инвестиционных фондов [6. – С. 39].

Исследованные в настоящей статье вопросы инвестиционного финансирования аграрных комплексов показывают, что одним из эффективных методов повышения капитализации может стать широкое применение финансовых инструментов с модернизированной юридической конструкцией. Российское законодательство восприняло и успешно адаптировало международный опыт, в том числе постоянно расширяя видовое многообразие финансовых инструментов. Повышенная социальная значимость продовольственной безопасности, принятие специальных законов и иных нормативных правовых актов, направленных на обеспечение устойчивости российского

агропромышленного комплекса, обуславливают постоянный поиск новых возможностей финансирования. Несмотря на значительную бюджетную поддержку и создание специальных финансово-инвестиционных структур, таких как «Россельхозбанк» и «Росагролизинг», не снижается значение собственных источников финансирования, а также привлечения средств инвесторов для капитализации частных агропроизводителей.

Этим целям могут успешно служить такие российские финансовые инструменты, как акции акционерных обществ агросектора, облигации агрокорпораций акционерной и неакционерной форм. Перспективным направлением совершенствования законодательства видится выработка специального юридического режима для акций и облигаций агропроизводителей, в том числе установление упрощенных условий их выпуска и регистрации, иных льгот и преференций инвесторам, способствующим финансированию агропроизводства.

Особым и развивающимся инструментом выступают российские депозитарные расписки на ценные бумаги иностранных дочерних компаний российских агрокорпораций. В целях более активного вовлечения их в финансово-рыночный оборот необходима модификация порядка и условий выпуска опционов эмитента, являющегося акционерным обществом сферы АПК. Не исключено, что потребуются качественный пересмотр подходов к классификации ценных бумаг и финансовых инструментов в российском законодательстве и хозяйственной практике [7. – С. 160].

Особого внимания требует регламентация выпуска и обращения производных финансовых инструментов, конструкция которых в настоящее время предусмотрена законом лишь рамочно. Возможно, закрепление правового режима всех типов производных финансовых инструментов должно относиться к ведению федерального законодателя, а в сфере компетенции Банка России должны оставаться важнейшие вопросы эмиссии и обращения.

Производные инструменты являются пока недооцененным средством инвестиционного фи-

нансирования агропромышленных комплексов. Не исключается возврат к идее закрепления в законе классических производных ценных бумаг – деривативов. Юридическая конструкция и экономическое содержание современных российских производных финансовых инструментов представлена контрактными обязательствами, исполнение которых поставлено в зависимость от вероятностно-переменных обстоятельств. Поскольку такие обстоятельства более чем характерны для сельского хозяйства, то необходим глубокий анализ среды применения производных финансовых инструментов на финансовых и товарных рынках с участием агропроизводителей, а также создание стимулирующих условий расширения сферы применения таких инструментов, как средства дополнительного финансирования.

В связи с тем, что границы юридического понимания и экономической сущности финансовых инструментов постоянно расширяются, следующим шагом в этом направлении должна стать выработка конструкции холдинговых финансовых инструментов, которая может быть закреплена в законе. Одной из основных областей применения таких консолидированных инструментов, выпускаемых не одной корпорацией, а холдинговой бизнес-группой, может стать сфера агропромышленного производства с учетом его комплексного характера, часто включающего в единую технологическую цепь выращивание сельхозпродукции, ее переработку, транспортировку, оптовую и розничную продажу потребителям.

Думается, что проведенное исследование вопросов правового регулирования оборота ценных бумаг и производных инструментов в агропромышленном комплексе может стать индикатором одной из малоизученных проблем, базой для дальнейшего развития научной мысли и нормотворческого процесса в обозначенных направлениях, расширить условные пределы представлений о юридическом, общеправовом и социально-экономическом контекстах пока еще только формирующейся общей концепции финансового инструмента.

Список литературы

1. Национальный доклад «Прогноз динамики мировых цен на финансовых рынках (сырье, акции, курсы валют) и их влияния на макроэкономическую и финансовую динамику России». – URL: <https://www.imemo.ru/files/File/ru/gpro/2015/25122015-MIR-ND.pdf> (дата обращения: 26.10.2019).

2. Национальный доклад «О ходе и результатах реализации в 2016 году Государственной программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы». – URL:<http://mcx.ru/upload/iblock/e1c/e1ca23b6bd685c961ed636284f6f18fe.pdf> (дата обращения: 15.10.2019).
3. Сельское хозяйство, охота и охотничье хозяйство, лесоводство в России : статистический сборник / Росстат. – М., 2015.
4. Статистика: основные показатели сельского хозяйства 2015–2017 гг. – URL:<https://agrovesti.net/lib/industries/statistika-osnovnye-pokazateli-selskogo-khozyajstva-2015-2017-gg.html> (дата обращения: 29.10.2019).
5. *Чиклаев Р. В.* Вопросы классификации и правовой конструкции ценных бумаг // Вестник Пермского университета. Юридические науки. – 2012. – N 2 (16).
6. *Шереужева М. А.* Применение финансовых инструментов в организациях агропромышленного комплекса // Международный технико-экономический журнал. – 2013. – № 6.
7. *Dye A. M., Kempler C.* Making the Case for Mutual Holding Companies. National Underwriter // Life & Health Financial Services. – 1996. – Vol. 100. – Issue 36. – P. 36.
8. *McConnell C. R., Brue S. L., Flynn S. M.* Macroeconomics: Principles, Problems, and Policies. – New York : McGraw-Hill/Irwin 2009.
9. *Saucer C.* A Holdout from the Mutual Holding Company Bandwagon. Best's review // Property-casualty Insurance Edition. – 1998. – N 12. – P. 51.
10. *West D.* Alliance Hits vt. Mutual Holding co. Plan. National Underwriter // Property & Casualty Risk & Benefits. – 1997. – Vol. 101. – Issue 50. – P. 10.
11. *West D.* Mutual Holding co. Act on Hold Until Fall. National Underwriter // life & Health Financial Services. – 1997. Vol. 101. – Issue 31. – P. 3.
12. *Zwick G.* A SBJA Change to IRD Items for Decedents Holding S Stock // Tax adviser. – 1997. – Vol. 28. – Issue 31. – P. 493