



НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ
НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ
ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

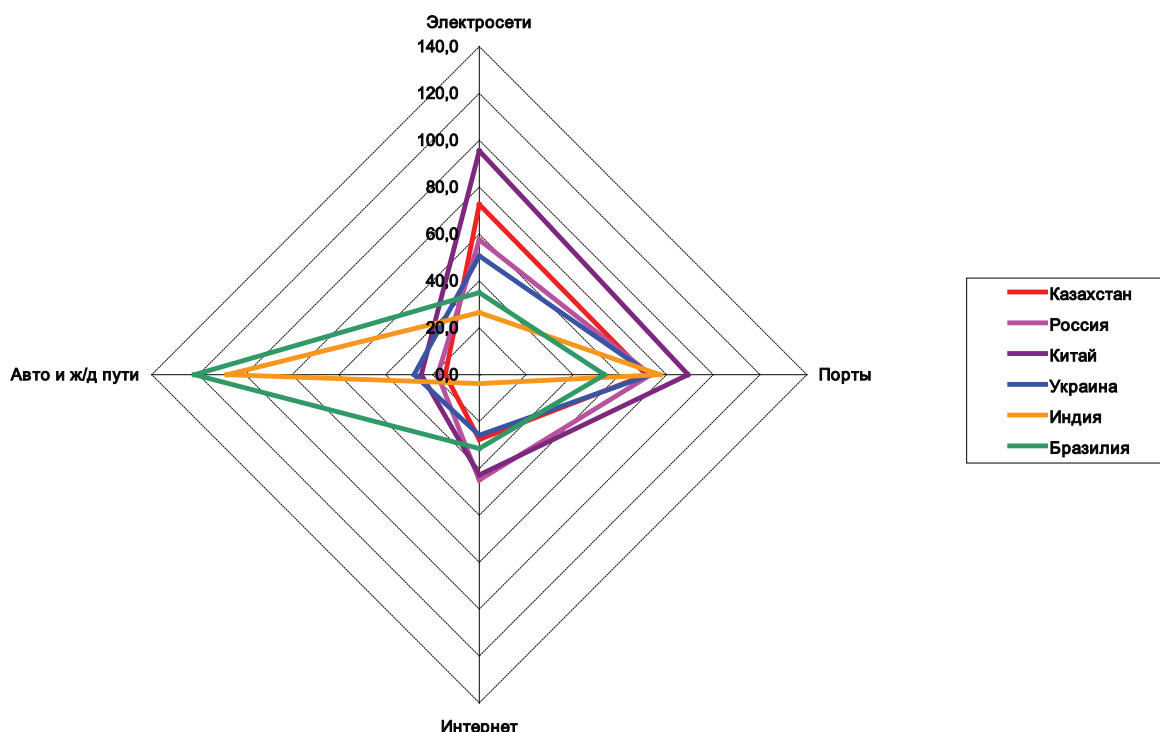
ИНФРАСТРУКТУРА РОССИИ: ВЫХОД ИЗ ТУПИКА

Международная конференция
«Пенсионные
накопления - стратегический
ресурс для развития
российской экономики»

ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

В настоящее время отставание России от Европейского союза по разным элементам инфраструктуры составляет 25-80%. Лучше всего обстоит ситуация с морскими портами, хуже всего – с автомобильной и железнодорожной сетью.

Инфраструктурный дефицит на развивающихся рынках*



* в процентах к аналогичным показателям Евросоюза

Источник: Всемирный банк, UIC, Eurostat, World Economic Forum

В течение последнего десятилетия нагрузка на транспортную систему России неуклонно росла без существенного улучшения уровня ее развития. Грузонапряженность железнодорожной инфраструктуры сегодня составляет около 25 млн. т-км/км, что существенно выше уровня нагрузки ведущих экономик мира. При этом в России сегодня отсутствует высокоскоростное железнодорожное движение (в том виде, в котором оно существует в странах Евросоюза), а скоростное сообщение находится на начальном этапе своего развития.

Грузонапряженность автомобильных дорог в России в среднем в 1,8 раза ниже, чем в странах Европейского союза. Однако количество участков с затрудненным движением неуклонно растет. Недавним примером стал многодневный протяженный затор на федеральной трассе Москва – Санкт-Петербург. Причина в том, что сегодня федеральные автомобильные дороги исчерпали свою пропускную способность. Протяженность участков федеральных трасс, обеспечивающих осевую нагрузку свыше 10 тонн (стандарт для магистральных грузо-

вых перевозок), сегодня втрое меньше необходимого.

В портах наблюдается дефицит мощностей, ориентированных на перевалку импортных грузов, прежде всего контейнеров, а также экспортного угля и минеральных удобрений. По оценке Минтранса, в целом развитие транспортной инфраструктуры России характеризуется как видовыми, так и территориальными диспропорциями, значительной деградацией и дефицитом емкости.

Существенные проблемы накоплены и в коммунальной инфраструктуре. По оценкам Российского союза инженеров, сегодня около 11% домов в российских городах не обеспечены водопроводом, горячей воды нет почти в 20% квартир, канализации — в 12%, центрального отопления — в 8%, а не газифицировано более 30% городского жилищного фонда. За последнее десятилетие эти показатели практически не изменились, при этом общий износ коммунальных сетей достиг 70%.

ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ

По расчетам McKinsey Global Institute, до 2030 года потребности России в инфраструктурных инвестициях оцениваются в 4% ВВП. Исходя из оценок Goldman Sachs, общая сумма за 18 лет составит \$2,4 трлн в ценах 2010 года. Реализация масштабных планов позволит увеличить темпы экономического роста с нынешних 3,5 до 5–6%.

Транспортная стратегия России предусматривает на период 2013–2030 годов инвестиции в размере порядка \$1,8 трлн. Половину этой суммы должны обеспечить внебюджетные источники. Одним из ключевых механизмов должно стать государственно-частное партнерство.



Водоочистные сооружения города Лима (Перу)



Шоссе Лос Либертадорес (Чили)

ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОЕ ПАРТНЕРСТВО

Дефицит инфраструктуры – не только российская проблема. По оценкам Всемирного экономического форума, разница между фактическими и необходимыми объемами инвестиций в масштабах планеты достигает \$1 трлн. в год, что составляет 1,25% глобального ВВП. То, что проблему не решить за счет одних лишь государственных инвестиций, стало ясно уже в XX веке. В ответ на бюджетные ограничения и растущий дефицит инфраструктуры возник механизм государственно-частного партнерства (ГЧП). В целом ряде развитых и развивающихся стран он уже продемонстрировал свою эффективность.

Сегодня в России активно развивается договорная модель ГЧП, представленная разными правовыми формами: концессионные соглашения, аренда с инвестиционными условиями, BOOT (Build-Own-Operate-Transfer – «строительство - владение - управление – передача») и контракты жизненного цикла (Life Cycle Contract).

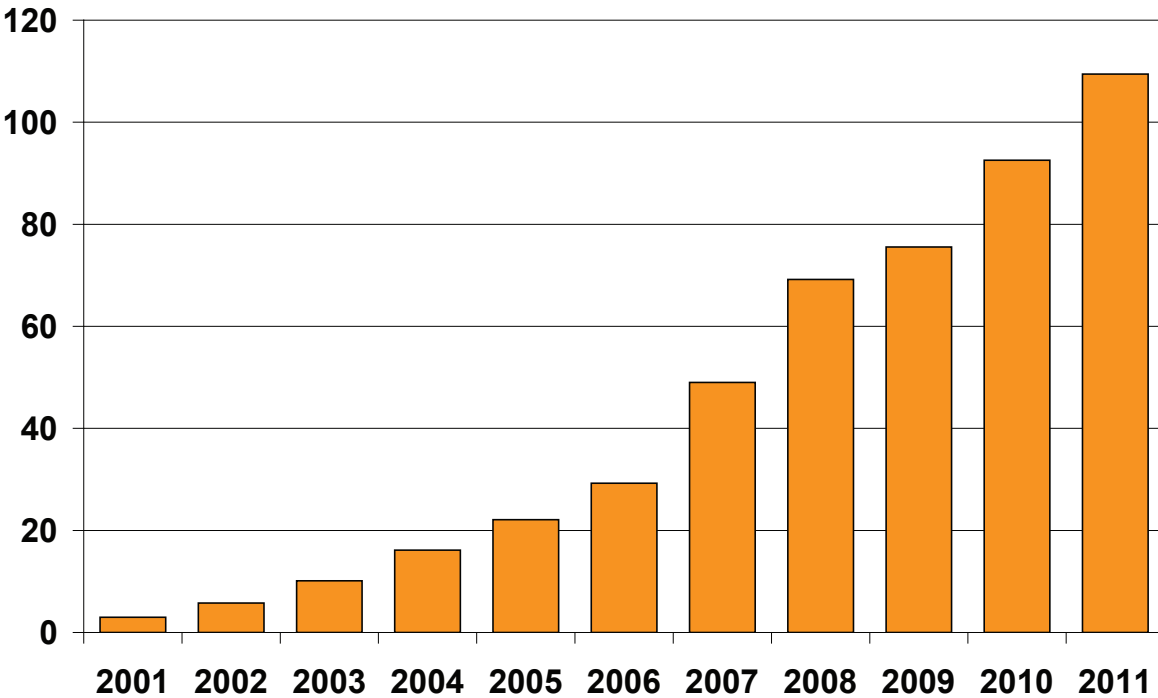
По концессионному соглашению частный инвестор за счет собственных и привлеченных средств возводит или реконструирует объект, а затем эксплуатирует его в течение определенного срока. Возврат вложенных инвестиций осуществляется за счет платы с пользователей. Достижение необходимого уровня доходов, обеспечивающего возврат инвестиций, может обеспечиваться перечислениями из бюджета. Концессионные соглашения широко применяются при строительстве платных автомобильных дорог, объектов водоснабжения и водоотведения.

Договор аренды с инвестиционными условиями предполагает передачу государственного имущества в пользование и владение частному инвестору, с обязательствами по финансированию развития объекта. Область применения подобных соглашений ограничена действующими объектами. Для создания нового имущества они не применимы. Этого недостатка лишена модель BOOT, которая предполагает возмещение затрат частного инвестора на создание инфраструктуры с одновременной ее передачей в государственную или муниципальную собственность.

Перспективной является модель «контракта жизненного цикла», в котором предметом договора выступают не подрядные работы по строительству объекта, а «продажа сервиса». Это понятие включает проектирование, строительство (реконструкцию) и последующее обслуживание объекта, соответствующее определенным функциональным характеристикам. Возврат инвестиций частного партнера должен осуществляться за счет так называемой «платы за доступность». Она выплачивается по завершении строительства и ввода в эксплуатацию при условии соблюдения требований к объекту и поддержании его в состоянии, согласно установленным контрактом характеристикам.

Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» в действующей редакции предусматривает плату за доступность только для автодорожных объектов.

Динамика развития ГЧП в России, \$ млрд



Источник: PPI Project Database



Мост Конфедерации (Канада)

По инициативе Внешэкономбанка и Министерства экономического развития в конце 2012 года в правительство внесен законопроект, распространяющий плату за доступность на другие виды инфраструктуры, в том числе коммунальные и социальные объекты.

Помимо федерального законодательства существует и региональная нормативно-правовая база ГЧП, устанавливающая условия участия исполнительных органов субъектов федерации в подобных проектах. Соответствующие законы приняты уже более чем в половине субъектов федерации.

Основными механизмами государственной поддержки проектов ГЧП являются:

1. Общие формы бюджетной поддержки инвестиционных проектов:
 - федеральные и региональные долгосрочные целевые программы;
 - государственные и муниципальные гарантии;
 - субсидии юридическим лицам;
2. Специальные механизмы софинансирования проектов ГЧП:
 - кредитные ресурсы Внешэкономбанка;
 - бюджетные ассигнования Инвестиционного фонда РФ.

В качестве примеров, иллюстрирующих многообразие отечественных проектов ГЧП, можно привести: строительство платной автомобильной дороги «Москва – Санкт-Петербург» на участке 15-58 км; программа модернизации систем коммунального теплоснабжения Курганской области на период 2010-2015 годы; реконструкция и оснащение центра амбулаторного гемодиализа в Казани.

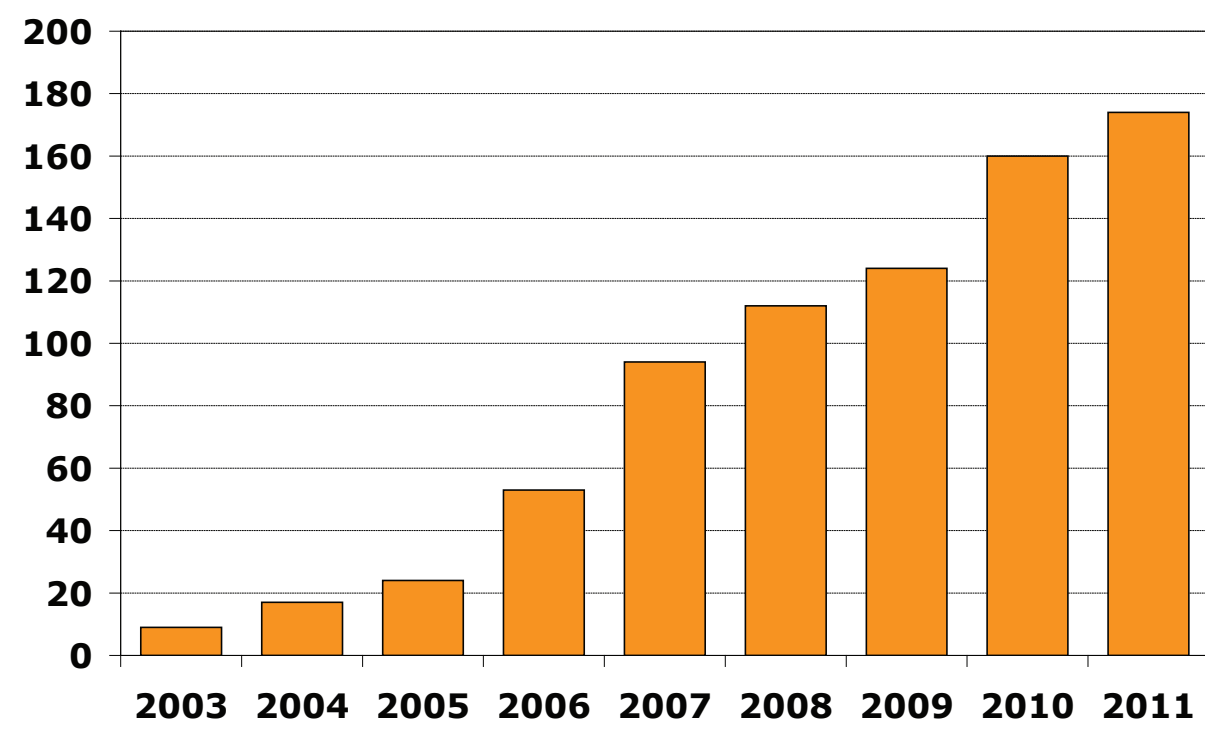
ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

Принципиально важным фактором развития государственно-частного партнерства является возможность привлечения «длинных» денег. Наиболее значительными объемами таких ресурсов сегодня располагают институциональные инвесторы, прежде всего, пенсионные фонды. По оценкам исследовательской группы Preqin, в 2011 году объем инфраструктурных активов (прямые инвестиции) под управлением институциональных инвесторов в мире достиг \$174 млрд, удвоившись по сравнению с докризисным 2007 годом. Восьмую часть инвестиций предоставили пенсионные фонды.

Инфраструктурные активы привлекают институциональных инвесторов по целому комплексу причин. Во-первых, денежный поток от этих активов, как правило, привязан к инфляции; во-вторых, горизонт инвестиций идеально соответствует характеру пенсионных обязательств; в-третьих, развитие инфраструктуры поддерживает имидж пенсионного страхования как социально-ответственного инструмента, работающего на благо всего общества.

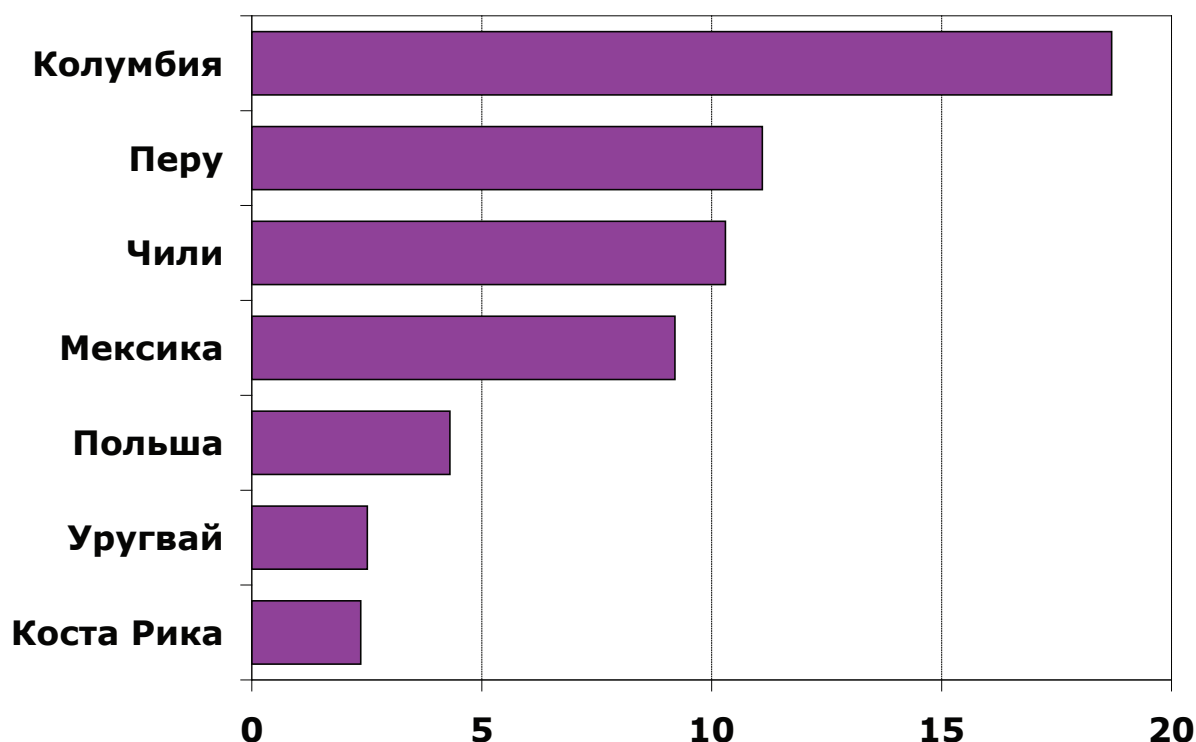
На сегодняшний день у пенсионных фондов есть четыре опции для финансирования инфраструктуры: приобретение акций специализированных компаний, вложения в инфраструктурные фонды, прямые инвестиции, приобретение долговых обязательств. Подобные вложения сопряжены со стандартными рыночными рисками финансовой состоятельности эмитентов, негативного изменения рыночных условий, ликвидности и динамики стоимости ценных бумаг.

Объем инфраструктурных активов (прямые инвестиции) под управлением институциональных инвесторов, \$ млрд



Источник: Preqin

Доля инфраструктурных активов в инвестиционном портфеле пенсионных фондов, %



Источник: FIAP

Государства, заинтересованные в поощрении институциональных инвестиций в инфраструктуру, вводят специальные режимы, снижающие перечисленные риски и/или увеличивающие отдачу от вложенных средств. В большинстве своем они касаются размещения долговых бумаг – концессионных или инфраструктурных облигаций.

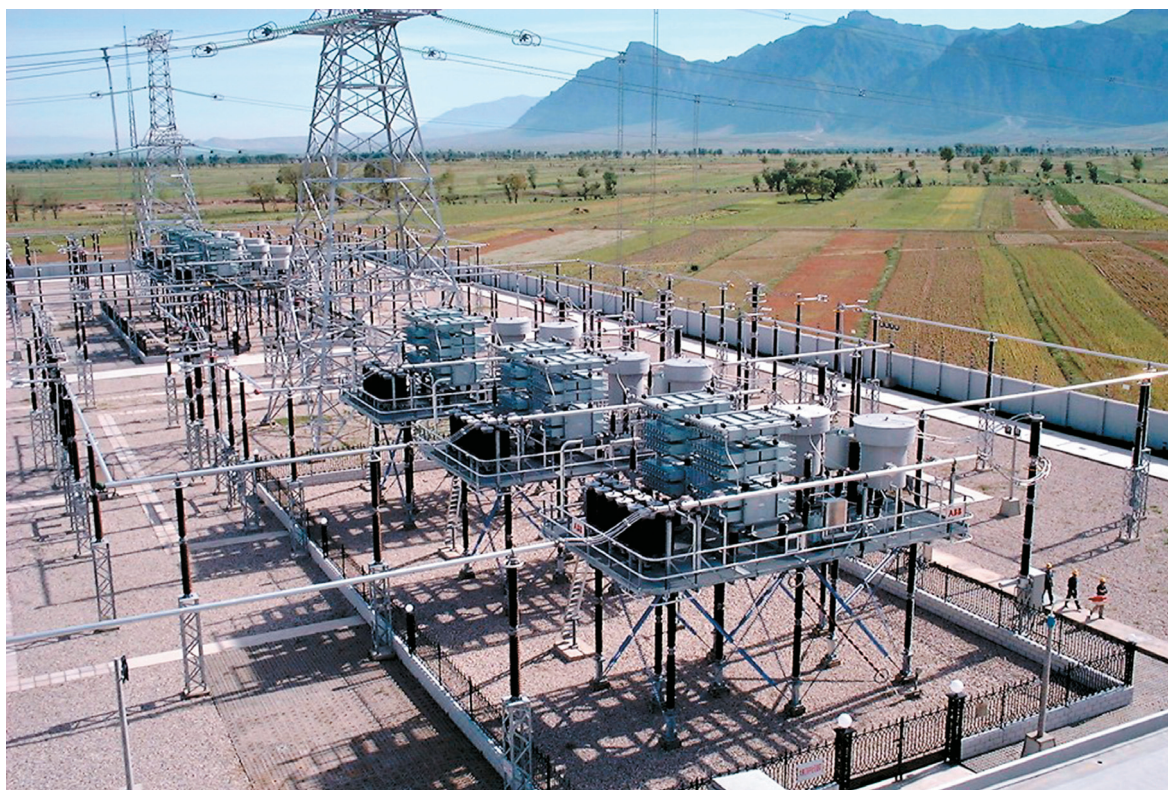
В США и Канаде главным инструментом финансирования инфраструктурных проектов издавна являются субфедеральные займы. В Америке привлекательность этих бумаг для инвесторов определяется установленным еще в 1913 году освобождением от уплаты федерального налога на прибыль. Эффективно применяла налоговые льготы и Австралия, где в 1992 году от налога на прибыль освободили проценты по предоставленным займам. Подобная схема с некоторыми модификациями просуществовала до середины 2000-х годов. В числе проектов, реализованных благодаря ей, – платная окружная дорога в Мельбурне стоимостью около \$1,8 млрд.

Канада налоговых льгот по муниципальным займам не предоставляет, однако практически все займы имеют гарантию на уровне регионального бюджета. Это предопределяет высокие кредитные рейтинги муниципальных заемщиков и служит гарантией их платежеспособности в государственно-частных инфраструктурных проектах. В условиях нестабильности финансовых рынков в последние годы этот фактор способствовал быстрому росту популярности инфраструктурных займов.

Наиболее богатым опытом в создании условий для привлечения в инфраструктуру длинных пенсионных денег сегодня обладают страны Латинской Америки. Они одними из первых провели реформирование своих пенсионных систем, одновременно создав хорошие условия для развития государственно-частного партнерства в инфраструктурных проектах. Примечательно, что в отличие от развитых стран Европы и США законодательство стран Латинской Америки довольно жестко ограничивает прямые инвестиции пенсионных фондов. Именно это предопределило популярность инфраструктурных облигаций.

В настоящее время инвестиции пенсионных фондов Латинской Америки в инфраструктуру составляют, в зависимости от страны, от 0,8 до 3,5% ВВП. В портфелях фондов Бразилии и Колумбии такие активы занимают примерно 20%, Чили и Перу – около 10% (см. рисунок). Доверие к государственно-частному партнерству обеспечили широкое привлечение крупных международных инфраструктурных компаний, первоначальный приоритет реконструкции и расширения существующих объектов над строительством новых, а также высокое качество государственных институтов, подтвержденное международными рейтингами.

Первые латиноамериканские инфраструктурные облигации появились в Чили. Бумаги не предусматривают промежуточных оферт, но имеют 100%-ное покрытие номинала и процентов полисом крупного страховщика, чаще всего международного.



Линия электропередачи Мантаро-Сокабайя (Перу)



Центр здравоохранения города Сент-Катаринс (Канада)

Для повышения прозрачности деятельности эмитентов инфраструктурных облигаций на них распространяются требования по раскрытию информации, благодаря чему подавляющее большинство эмиссий, за исключением нескольких выпусков, получили кредитный рейтинг AAA.

Во время кризиса 2008 года кредитные рейтинги многих страховщиков, гарантировавших выплаты по долгам концессионеров, опустились ниже инвестиционного уровня. Тем не менее, правительственные гарантии поддерживали высокие рейтинги инфраструктурных облигаций, позволив пенсионным фондам избежать нарушения требований регулятора.

Для защиты инвесторов в инфраструктурные облигации в Чили предусмотрены следующие меры: возможность залога прав на концессию или доход концессионера; государственные гарантии минимального дохода концессионеров; индексация тарифов по инфляции; налоговые льготы, стимулирующие резервирование средств под погашение долгов. При реализации проектов, имеющих важное социальное значение, концессионер может рассчитывать на получение бюджетных субсидий и грантов.

В Перу роль инфраструктурных облигаций играют специальные сертификаты – Certificado de Reconocimiento de los Derechos del Pago Anual por Obras (CRPAO), свидетельство о признании прав ежегодной оплаты работ, и Remuneración por Inversiones según Certificado de Avance de Obra (RPICAO), вознаграждение по инвестициям на основании сертификата об окончании работ.

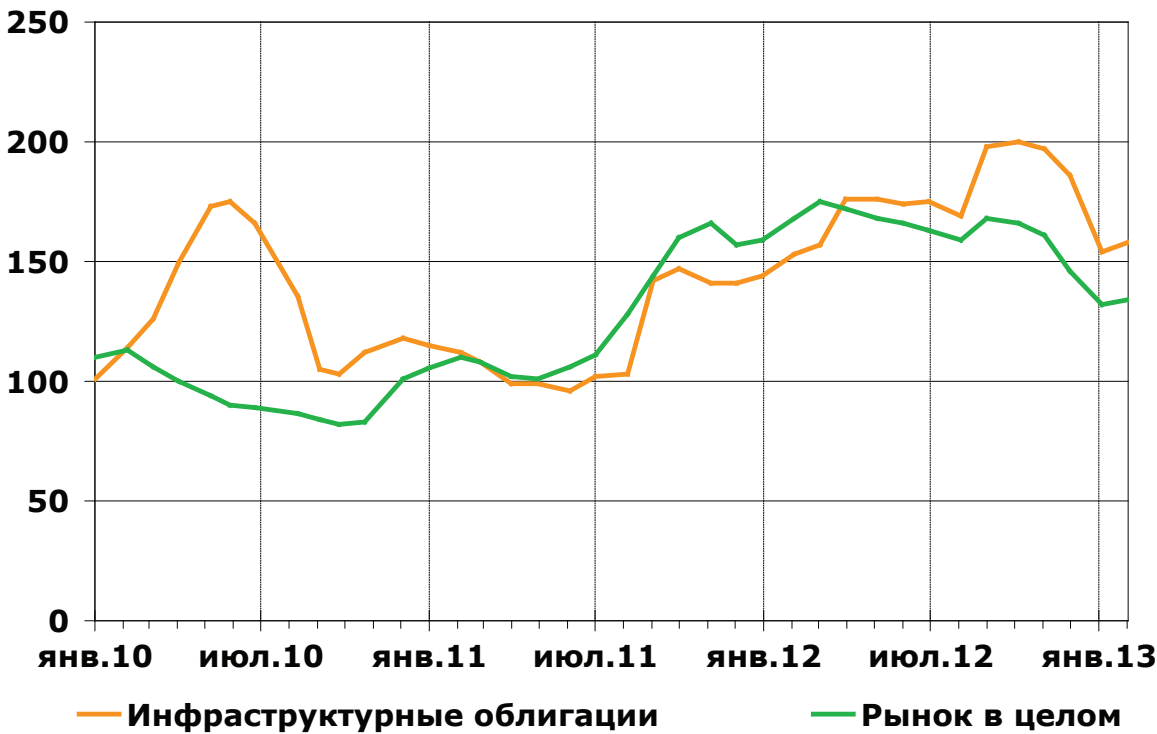
Первые имеют неограниченное международное хождение и долларовый номинал, выпускаются они согласно законам штата Нью-Йорк и пред-

ставляют собой безусловное и безотзывное обязательство правительства выплачивать аннуитет независимо от хода реализации проекта. Таким образом, с точки зрения инвестора, CRPAO полностью покрывает как строительные, так и операционные риски. Обычный срок обращения сертификата составляет 15-20 лет. Даты выпуска привязаны к моментам завершения определенных этапов проекта. Появление CRPAO было приурочено к моменту получения Перу кредитного рейтинга инвестиционного уровня, что гарантировало высокий спрос на сертификаты.

В свою очередь RPICAO предоставляют инвесторам право на получение определенной суммы в даты, связанные с завершением определенных этапов развития проекта. В отличие от CRPAO они выпускаются по местному законодательству и не являются прямыми государственными обязательствами – их погашение обеспечивается выплатами из специального фонда, инвестирующего сразу в несколько проектов. Большая часть RPICAO номинирована в национальной валюте и индексируется по инфляции.

Важным плюсом инфраструктурных облигаций является низкая корреляция их котировок с другими финансовыми инструментами, что позволяет долгосрочным инвесторам эффективно диверсифицировать свои вложения.

**Динамика спредов внутренних облигаций в Чили
(рейтинг BVB- и выше), пунктов**



Источник: BICE Inversiones

В Бразилии масштабная программа развития инфраструктуры стартовала в 2007 году. Два ее этапа были обеспечены бюджетными инвестициями в размере 3,2% ВВП. Размещение инфраструктурных облигаций было разрешено лишь в 2011 году, во многом с целью ускорения подготовки к проведению Чемпионата мира по футболу — 2014 и Летних олимпийских игр — 2016. Эмитентом инфраструктурных облигаций может быть SPV в форме открытого либо закрытого акционерного общества. Бумаги выпускаются без оферты с фиксированным индексируемым по инфляции купоном (как минимум полугодовым), дюрация по ним превышает 4 года. Обязательным условием является регистрация облигаций на бирже. По доходам с бумаг, выпущенных до начала 2016 года, предусмотрены налоговые льготы. По оценкам аналитиков Moody's Investors Service, с 2012 по 2014 годы инвестиции пенсионных фондов в новый инструмент могут превысить \$60 млрд., обеспечив более 40% потребностей страны в инвестициях.

ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ

В России было размещено небольшое количество выпусков инфраструктурных облигаций. Их эмитентами выступали ОАО «Западный скоростной диаметр», ОАО «Главная дорога», ООО «Северо-Западная концессионная компания». Первая выпускает бумаги с фиксированным купоном, остальные – с переменным, привязанным к инфляции. Все три компании имеют рейтинги инвестиционного уровня по российской шкале за счет государственных гарантий по займам. Общий объем бумаг в обращении составляет около 50 млрд. руб.

В нынешнем году инфраструктурные облигации планируют впервые разместить ОАО РЖД и ОАО ФСК. Скорее всего, значительный объем этих выпусков будет выкуплен Внешэкономбанком из средств расширенного портфеля пенсионных накоплений. Всего в нынешнем году государственная управляющая компания планирует вложить в инфраструктурные облигации до 425 млрд. рублей.

ВЫВОДЫ

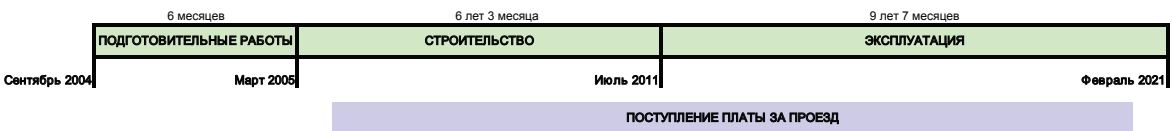
Обязательными условиями для эффективного привлечения средств институциональных инвесторов в инфраструктуру являются:

1. наличие работающих механизмов государственно-частного партнерства, выбор финансово-устойчивых подрядчиков, значительный объем эмиссии облигаций;
2. наличие страховки или гарантии (частного или государственно-го института) займа, обеспечение ликвидности выпуска.

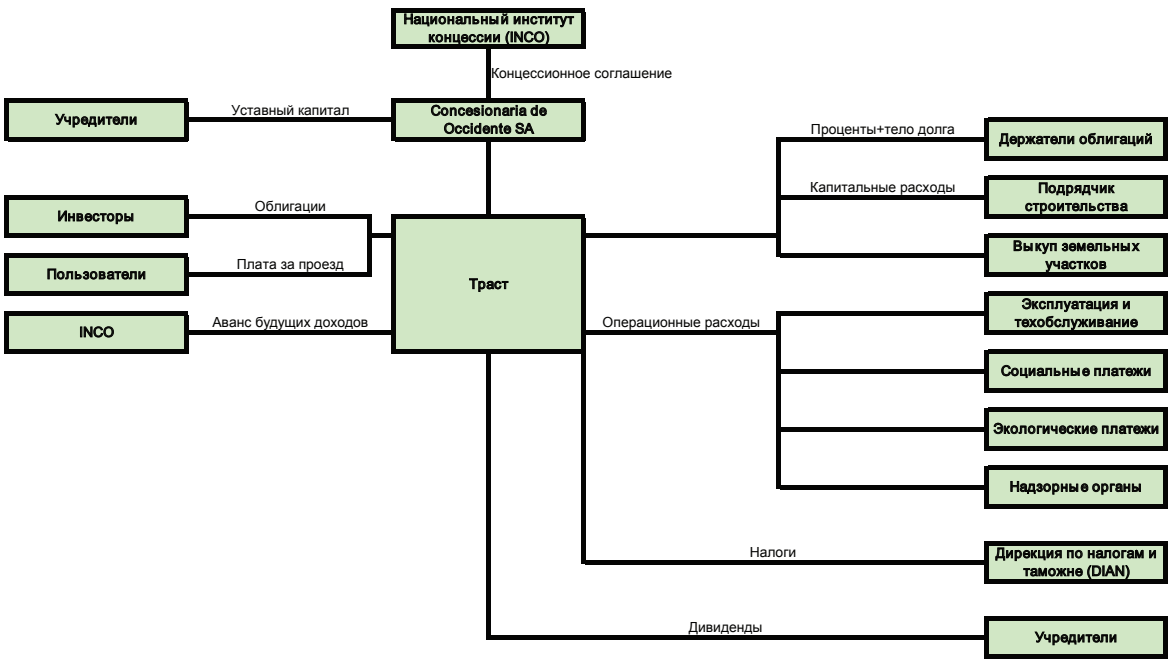
В случае, если эти условия будут обеспечены, потенциальный объем средств пенсионной системы России, мобилизованный на развитие инфраструктуры, может составить от \$3,5 до \$7,0 млрд на начальном этапе с возможностью почти двукратного роста в среднесрочной перспективе.

ФИНАНСИРОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬСТВА ШОССЕ
ПЕРЕЙРА – ЛА ВИКТОРИЯ (КОЛУМБИЯ)

План реализации проекта

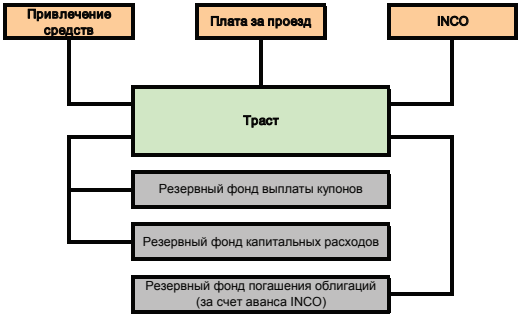


Структура проекта

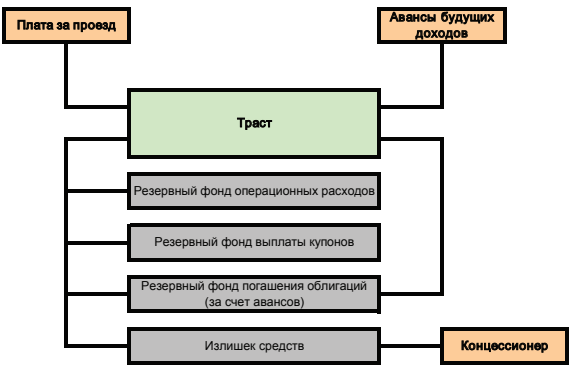


Выпуск облигаций

на стадии строительства



на стадии эксплуатации



Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке, прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.



Адрес: 119049, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 10, корпус 2,
бизнес-центр «Конкорд»
Тел: (495) 777-2964
Сайт: www.region.ru