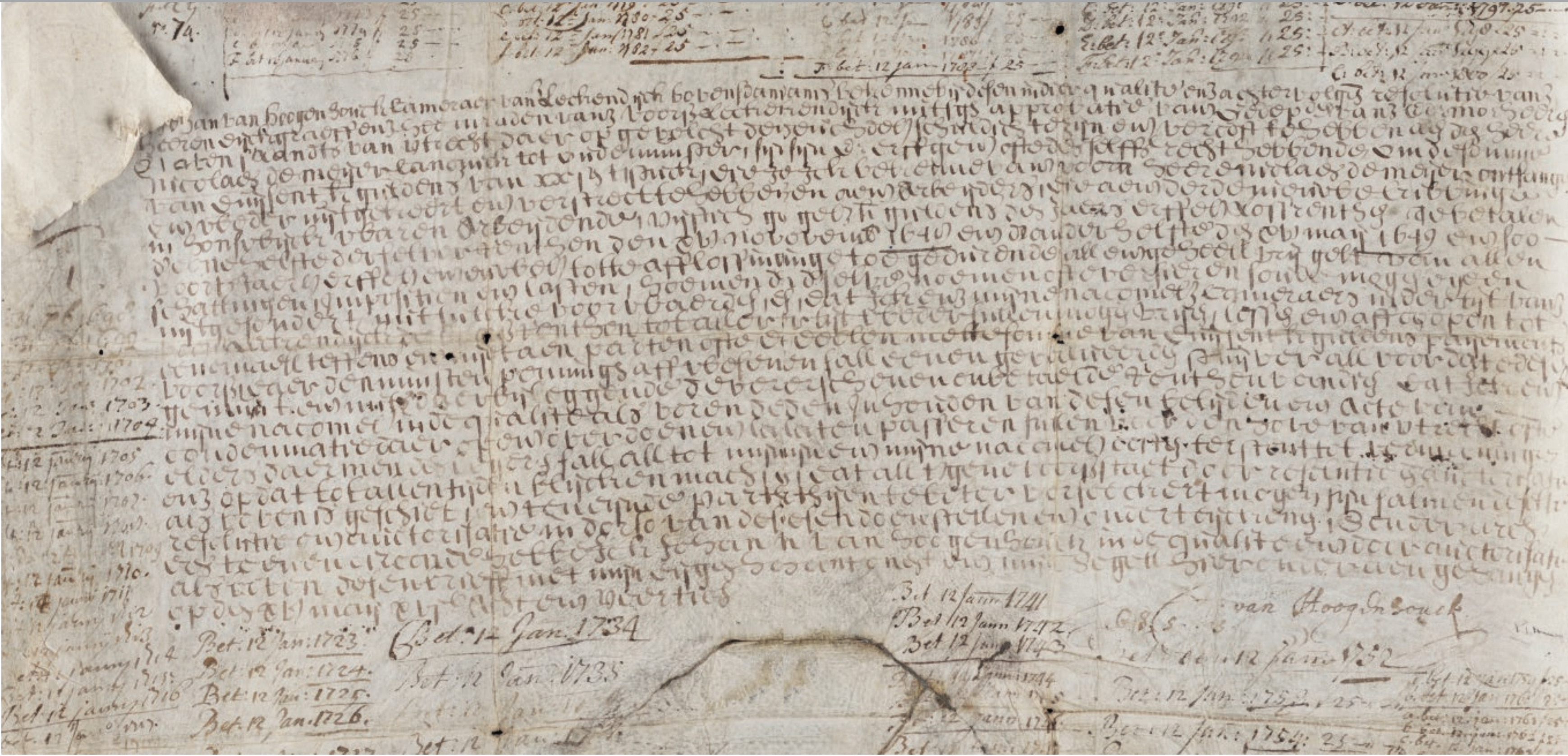


От авторов КОД ДОЛГОСРОЧНОСТИ



ОТ АВТОРОВ КОД ДОЛГОСРОЧНОСТИ

История инфраструктурных инвестиций – это, по существу, история обустройства большого человеческого дома. С незапамятных времён люди строили оросительные системы и водоканалы, прокладывали дороги и создавали приспособления для отопления жилищ.



Лицевая сторона водной инфраструктурной облигации 1648 года
Публикуется с разрешения *Beinecke Rare Book and Manuscript Library, Yale University*

Первые сведения о создании искусственных сооружений для вододобычи датируются III тысячелетием до н. э. Египетский фараон Менес объединил два царства, расположившихся на берегах Нила, в единое мощное государство, просуществовавшее более 3 тысяч лет. Своё правление он начал со строительства резервуаров для отвода воды во время наводнений, рытья каналов и ирригационных канав для мелиорации болотистой почвы. Перекрытие реки дамбой было столь важным событием, что сопровождалось церемонией с участием фараона.

В организованном сообществе государство брало на себя обязательства по обустройству инфраструк-

туры, поскольку её наличие во многом обеспечивало не только физическое выживание людей на той или иной территории, но и защиту и гарантию безопасности поселений, городов и в целом стран.

В конечном счёте состояние инфраструктуры во многом определяло степень независимости того или иного государства. То есть инфраструктурные инвестиции в буквальном смысле слова можно называть стратегическими инвестициями. Примечательно, что их финансирование не всегда было бременем исключительно государственным. К созданию и финансированию инфраструктурных объектов довольно часто привлекались состоятельные граждане, профессиональные сообщества, ремесленные цеха и компании.

Изучая современные стратегии инфраструктурных инвестиций зарубежных пенсионных фондов, мы неизбежно захватывали куда больший исторический контекст, нежели временной отрезок в два десятка лет, который изначально был определён нами для проведения исследования. В некоторых случаях оставаться в заданных рамках было довольно сложно – интереснейшие факты из истории инфраструктурных инвестиций открывались нам по стечению обстоятельств с самой неожиданной стороны.

Так, «по чистой случайности» в электронной библиотеке Йельского университета мы открыли для себя удивительную историю проектной инфраструктурной облигации, которая была выпущена 15 мая 1648 года голландским кооперативом *De Stichtse Rijnlanden*. Он состоял из землевладельцев и зажиточных граждан, организовывавших возведение дамб и строительство каналов в районе Нижнего Рейна. Облигация была выпущена для финансирования сооружения дамбы на реке Лек. Формальным языком эту ценную бумагу можно



Оборотная сторона водной инфраструктурной облигации 1648 года
Публикуется с разрешения *Veinecke Rare Book and Manuscript Library, Yale University*

описать так: облигация документарная, на предъявителя, бессрочная, первоначальная ставка купона 5% годовых (впоследствии была снижена сначала до 3,5%, а затем до 2,5%). Словом, все привычные для нас атрибуты облигации здесь присутствуют – за исключением материала. Голландская водная облигация эмитирована на козьей коже. На оборотной стороне «бумаги» – хронология выплат по купонам.

Наверное, даже почтенный возраст голландской облигации вряд ли бы стал причиной размещения заглавной иллюстрации книги о современных инвестициях в инфраструктуру, если бы не одна существенная деталь. По ней до сих пор предъявитель ценной бумаги может получить – и получает! – причитающиеся годовые проценты.

Вода – это вопрос жизни. Для такой страны, как Нидерланды, где больше половины территории находится ниже уровня моря, контроль воды на протяжении веков имел жизненно важное значение. Наверное, поэтому в стране сформировалась специфическая юридическая природа учреждений по управлению водными ресурсами. Они создава-

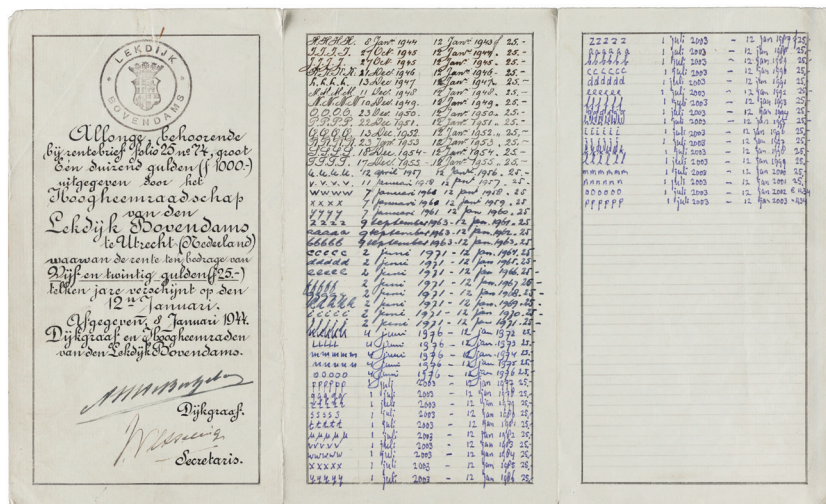
лись как независимые учреждения, их деятельность и проекты финансировались из самых разных источников, включая взносы представителей непримиримых друг к другу религиозных конфессий.

В разные периоды истории водные советы наделялись довольно широкими полномочиями, включая право на сбор специальных налогов и даже на вынесение приговоров, вплоть до смертной казни, нарушителям установленных правил водной защиты территорий. Во многом голландские водные советы сохраняют за собой особый статус и по сей день. Одно

из таких учреждений является правопреемником эмитента негосударственной водной облигации, опубликованной в нашей книге, и до сих пор выполняет по ней все обязательства.

В 2003 году Йельский университет в США приобрёл облигацию за €24 тыс. Некоторое время её воспринимали исключительно как ценный исторический артефакт. И только в 2015 году Тимоти Янг (Timothy Young), куратор Библиотеки редких книг и рукописей Бейнеке в Йейле (Yale's Beinecke Rare Book & Manuscript Library), расшифровав правопреемника эмитента, отправился в штаб-квартиру Управления водных ресурсов *Stichtse Rijnlanden* и получил за 12 лет проценты по ценной бумаге – около €136,2.

История и процветание голландской нации неразрывно связаны с водой, это фрагмент национальной ДНК. Государство вкладывает значительные средства в инновации и поддерживает инвестиции в инфраструктурные проекты, связанные с водой. Из самых свежих сделок: нидерландские пенсионные фонды через инфраструктурный фонд *DIF Infrastructure II* стали совладельцами проектной компании *Delfluent Services*, которая в рамках 30-летней концессии в начале 2000-х годов создала и теперь управляет модернизированными и новыми сооружениями по очистке сточных вод в гаагском районе.



Талон к бессрочной водной инфраструктурной облигации 1648 года для фиксации выплаченных процентов, ведётся с 1943 года
 Публикуется с разрешения Beinecke Rare Book and Manuscript Library, Yale University

Кстати, в структуре финансирования проекта Delfluent Services изначально была заложена инновационная по тем временам долговая схема, за которую проект в 2003 году был удостоен статуса лучшей в водном сегменте сделки ГЧП в Европе.

30 лет водной концессии Delfluent Services и почти 370 лет исполнения обязательств по инфраструктурной облигации De Stichtse Rijnlanden – отнюдь не разрозненные факты. В исторической цепи событий и процессов они формируют долгосрочную программу устойчивости и надёжности, разрывы которой неизбежно приводят к кризисам, а восстановление – к благополучию. Кстати, в настоящее время нидерландские пенсионные фонды – одни из лидеров инфраструктурных инвестиций среди соседей по Европе, хотя и подключились они к этой сфере сравнительно недавно.

Ещё 20 лет назад вряд ли кто-нибудь в мире всерьёз задумывался о том, что пенсионная система развитых стран может столкнуться с ситуацией системного кризиса. Опыт пенсионных институтов двух последних десятилетий показывает изменение

подходов к осмыслению современных вызовов как в области самой идеи пенсионного обеспечения, так и в области средств и конкретных способов обеспечения состоятельности пенсионных механизмов.

В этом потоке изменений существует множество сторон: это и изменение законодательства в разных странах, и переформатирование общественного договора, и изменение систем управления пенсионными деньгами, и многое другое. Во всём многообразии аспектов, точек обзора и срезов мы, как авторы ис-

следования, сфокусировались на поиске, изучении и описании лучших зарубежных практик инвестирования средств пенсионных фондов в реальные активы.

В процессе этого изучения нам пришлось внести коррективы в первоначальные планы относительно географии нашего исследования. Красивая задумка – пройти по всем континентам и экономическим регионам планеты – трансформировалась под грузом реальных фактов в более прозаический результат.

Выбор стран, вошедших в исследование, был продиктован сразу несколькими соображениями. Во-первых, с содержательной точки зрения управляющие пенсионными фондами именно этих стран предъявили миру новые стратегии, подходы и проекты. Во-вторых, эти проекты были реализованы и проверены временем. В-третьих, опыт пионерских проектов был многократно повторен, и многие из повторений привели к дополнительным системным результатам и синергетическому эффекту.

Мы не могли пройти мимо передового опыта и лучших практик, а они распределяются на карте мира отнюдь не равномерно. Больше того, три страны мира – Канада, Великобритания и Австралия – занимают в нашей книге центральное и самое объёмное место, поскольку они стали осваивать инвестиции в инфраструктуру раньше всех и уже

добились на этом поприще заметных результатов, хотя каждая страна двигалась и движется к ним своим путём.

Белые пятна на карте нашего исследования и отсутствие на ней многих и многих стран – вовсе не утверждение отсутствия там инфраструктурных инвестиций, а плод конкуренции, когда в первую очередь мы делали свой выбор в сторону описания доказанного и подтверждённого опыта и компетенций, которые, надеемся, сегодня будут очень востребованы в России.

Как и любой выбор, отражённая в книге территориальная принадлежность участников инфраструктурных инвестиций может не учитывать отдельные положительные примеры в других странах. Впрочем, мы изначально не планировали и сейчас не претендуем на полноту исследования темы. На русском языке она только начинается.

В преддверии знакомства читателей с главными героями нашего исследования – пенсионными фондами и их управляющими компаниями – хотим уточнить некоторые важные моменты в отношении основных терминов и названий. Сначала – о самих пенсионных фондах. В разных странах они могут представляться по-разному: не всегда в оригинальном названии содержится сочетание *pension fund*. Система их идентификации представлена большим многообразием: *pension system*, *pension scheme*, *pension plan*, *investment placement*, *retirement system*, *retirement fund*, *pension trust* и др. Аналогичная ситуация и с управляющими компаниями. Наряду с классическими *asset manager* и *money manager* организации, управляющие активами пенсионных фондов, могут называться *board of administration*, *investment board* и др., причём в той или иной стране последние могут попадать или не попадать в перечень управляющих активами.

Интересно и другое: в некоторых странах (например, в Канаде) регулятор, аккумулируя на своём официальном сайте информацию о пенсионной

системе страны, в одну корзину кладёт и пенсионные фонды, и их управляющие компании, называя эти разные с точки зрения российского восприятия организации одним ёмким определением – *pension fund*. Так же поступают и эксперты Мирового банка и ОЭСР, представляя общую и страновую статистику по пенсионной системе.

У пенсионного фонда (плана, схемы, программы и т. д.) две глобальные функции: ведение пенсионных счетов и управление пенсионными деньгами. В разных странах под воздействием разного законодательства и разных инвестиционных традиций складываются совершенно разные модели организационного структурирования этих функций. Где-то управляющие портфелем и ведущие пенсионных счетов находятся внутри организационной структуры пенсионного фонда, где-то одна из этих функций вынесена и передана одному или нескольким управляющим, где-то решения об инвестировании принимает совет директоров фонда, а где-то совет директоров участвует в выработке стратегий, тогда как ежедневные решения принимает операционный менеджмент. Мы старались показать в исследовании многообразие вариантов, однако понимаем, что естественное ограничение не позволило нам детально разобрать все существующие отличия. В этих точках мы также старались не допустить терминологической путаницы, но иногда были вынуждены несколько упрощать описание.

Поскольку предметное поле для нашего исследования – зарубежное, в его контур входит большое количество действующих лиц, объектов и географических названий из разных стран, перед нами встала непростая задача передачи аутентичных наименований всего и вся на русском языке. Что оказалось непросто: несмотря на существующие классические правила перевода и рекомендации Союза переводчиков России, живой процесс использования иностранных названий на русском языке, сложившиеся в этой сфере традиции и практика перевода для публичных проектов (и не для

юридических целей, например, договоров, видимых только участникам сделки), содержат на каждое правило десятков исключений, которые к тому же могут ещё и противоречить друг другу.

Например, по действующим правилам названия иностранных компаний в русских текстах надо отражать транслитерацией. По этому правилу компании «Пежо» и «Ситроен» обозначены верно, а Apple и IBM – неверно. Но в обороте русского языка прочно закрепились самые разные иностранные названия в аутентичном написании – в основном, конечно, речь идёт об англоязычных формах. И мы следовали сложившемуся тренду, если традиция написания названия той или иной иностранной организации уже закрепились в русском языке, в особенности в нашей целевой аудитории, которая хорошо знакома с лидерами пенсионной индустрии. Поэтому во многих случаях мы оставляли названия компаний без транслитерации – BlackRock, Macquarie Group, AviAlliance или Heathrow Airport Holdings.

При транслитерации названий проектов мы сохраняли написание первых букв слов, составляющих имя, в заглавной форме, как в первоисточнике – например, Брисбен Аэропорт Линк. Названия в форме аббревиатур мы, естественно, воспроизводили по фонетической транслитерации – иногда это по-русски читается довольно странно, но с аббревиатурами другого варианта нет.

В то же время названия государственных органов, департаментов, советов, ассоциаций и пенсионных фондов в нашем исследовании даются в смысловом переводе, а не в транслитерации – например, Национальное управление воздушным транспортом, Ассоциация пенсионных и пожизненных сбережений, Управляющая компания пенсионным планом Канады, Пенсионный фонд группы Королевского Банка Шотландии. Во всех подобных случаях, по нашему мнению, когда названия являются законченными смысловыми формами, их трансли-

терация лишала бы читателя точного восприятия смысла и направления деятельности организации, а мы стремились именно к точной передаче сути.

Но и при таком подходе нам приходилось иногда отступать от внутреннего правила. Встречались ситуации, когда смысловые переводы названий некоторых организаций могли читаться на русском языке усложнённо, поэтому мы их оставляли в транслитерации, например, название регулирующего органа в Канаде – Офис Суперинтенданта.

При этом во всех случаях в тексте исследования в скобках рядом с транслитерацией или смысловым переводом при первом употреблении названия мы приводим оригинальное наименование – например, Уличное освещение Манчестера (Manchester Street Lighting), Евростар Интернешнл (Eurostar International), СиКАРЭнт ЭнВи (SiCURAnt NV), Железнодорожная пенсионная схема (Railways Pension Scheme, RPS).

То есть при переводе того или иного типа названий в нашем исследовании мы опирались на один из четырёх подходов – закреплённая в той или иной целевой аудитории традиция написания, транслитерация, смысловой перевод или подбор аналога. Допускаем, что не все варианты названий компаний и организаций могут быть единодушно поддержаны профессиональными переводчиками, но в данном случае, объясняя свои подходы и мотивы, мы действуем как эксперты в области инфраструктурных инвестиций, и наша главная задача – обеспечить понимание сути процессов и явлений с участием тех или иных действующих лиц. Поэтому в лингвистические дискуссии вступать по данному вопросу не планируем, но и на абсолютной правильности наших решений не настаиваем.

И ещё одна очень важная оговорка. Мы не утверждаем, что все цифры и данные, приведённые в книге, будут справедливыми к моменту чтения. Несмотря на то что рынок инфраструктурных инвестиций – это не розница, и любые сделки на нём

длятся месяцами, он при этом остаётся живым и динамичным. Даже в процессе подготовки книги нам пришлось вносить существенные коррективы в таблицы с активами, потому что некоторые из проектов поменяли собственников буквально на наших глазах. Но мы не даём гарантии, что всё отследили и всё успели, – поэтому расхождения в деталях вполне возможны.

Отдельные расхождения вполне возможны и по причине разницы в правилах и стандартах раскрытия информации. В некоторых странах – таких как Канада – глубина раскрытия информации по структуре активов находится на самом подробном и оперативном уровне, в Великобритании процесс раскрытия информации пенсионных инвестиций имеет куда более сложную конфигурацию и структуру. Вычислять из разных систем одинаковые категории данных – непростая задача, на пути решения которой могут образоваться упущения.

Заранее признавая возможные несовершенства, мы гарантируем самое главное: при прочих равных в первую очередь была использована информация

из первоисточников – из отчётности самих участников инфраструктурных инвестиций, проектных компаний, финансирующих организаций и регуляторов. Во вторую очередь мы пользовались специализированными базами данных и только на «десерт» брали информацию из деловых СМИ. Поэтому репрезентативность настоящего исследования по любым данным довольно высока, а их интерпретация лишена какой бы то ни было предвзятости.

В завершение книги мы сформировали свой собственный перечень ведущих инфраструктурных инвесторов из числа представителей пенсионной индустрии мира, которые попали в контур нашего исследования. Такого целевого Топ-50 никто ещё публично не анонсировал, да и мы не претендуем на столь высокий статус нашего перечня. Однако мы точно знаем: в поисках реального участники пенсионной индустрии, представленные в нашей книге, продвинулись дальше и лучше всех в мире. А мы постарались с большой ответственностью опыт лидеров инфраструктурных инвестиций сделать доступным не только для российских специалистов, но и для более широкого круга читателей.