





ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ  
ПРОЕКТЫ  
И ПЕНСИОННЫЕ  
ИНВЕСТИЦИИ

# РОССИЯ

Строительство  
и эксплуатация линии  
трамвая  
в Санкт-Петербурге  
НПФ «Газфонд  
Пенсионные  
накопления»

Участок платной  
автодороги  
«Москва – Минск»  
«Северный обход  
Одинцова»  
НПФ «Газфонд  
Пенсионные  
накопления»

Комплексная система  
утилизации твёрдых  
коммунальных отходов  
в Саратовской области  
НПФ «Газфонд  
Пенсионные накопления»

Модернизация сетей централизованного  
холодного водоснабжения  
и водоотведения в Волгограде  
НПФ «Газфонд Пенсионные накопления»

Модернизация сетей централизованного  
горячего водоснабжения  
и теплоснабжения в Волгограде  
НПФ «Газфонд Пенсионные накопления»

Спортивно-оздоровительные комплексы  
в Нижегородской области  
НПФ «Газфонд Пенсионные накопления»

Комплексная система утилизации  
твёрдых коммунальных  
отходов в Нижегородской области  
НПФ «Газфонд Пенсионные накопления»

Комплексная система утилизации твёрдых  
коммунальных отходов в Чувашии  
НПФ «Газфонд Пенсионные накопления»

Ледовый дворец  
в Ульяновске  
НПФ «Газфонд  
Пенсионные накопления»



ТЕРРИТОРИЯ  
И КЛИМАТ

Россия (Российская Федерация, РФ) – государство в Восточной Европе и Северной Азии, является первой в мире страной по площади, занимая более 17 098 тыс. км<sup>2</sup>. Омывается тремя океанами: Атлантическим, Северным Ледовитым и Тихим. Страна расположена в четырёх климатических поясах: умеренном (большая часть территории), арктическом, субарктическом и субтропическом.

НАСЕЛЕНИЕ

Население страны (прогноз ООН, 2017) составляет 143,9 млн человек. Около 81% населения – русские. Среди других более 180 национальностей – численностью, превышающей 1 млн человек: татары, украинцы и башкиры, чуваша, чеченцы и армяне. Официальный язык – русский.

ПОЛИТИЧЕСКОЕ  
УСТРОЙСТВО,  
ТЕРРИТОРИАЛЬНОЕ  
ДЕЛЕНИЕ

Федеративное государство. Форма правления – президентская республика. Глава государства – Президент РФ. Законодательный орган – Федеральное Собрание – парламент, состоящий из двух палат: Совета Федерации и Государственной Думы. В состав РФ входят 85 субъектов: 22 республики, 9 краёв, 46 областей, 3 города федерального значения, 1 автономная область, 4 автономных округа.

ЭКОНОМИКА

По данным Всемирного банка за 2016 год, экономика России занимает 6-е место в мире по ВВП по паритету покупательной способности из 195 стран, вошедших в рейтинг, и 40-е место из 190 в рейтинге Doing Business по лёгкости ведения бизнеса в стране. По данным британского аналитического центра Legatum Institute за 2016 год, Россия занимает 95-е место из 149 стран по уровню экономического развития.

Наименование

Организация,  
присвоившая индекс

Позиция в индексе /  
кол-во участников

Индекс человеческого развития 2016  
*Human Development Index 2016*

United Nation  
*Организация Объединённых Наций*

49/188

Индекс уровня жизни в стране.  
Середина 2017  
*Quality of Life Index for Country  
2017 Mid-Year*

Numbeo  
*Крупнейшая международная база данных*

50/56

Индекс качества жизни  
пожилых людей 2015  
*Global AgeWatch Index*

HelpAge International  
*Международная организация под эгидой  
Организации Объединённых Наций*

65/96

Индекс социального развития 2017  
*Social Progress Index 2017*

Social Progress Imperative  
*Международный исследовательский проект*

67/128

Глобальный пенсионный индекс 2017  
*Global Retirement Index 2017*

Natixis Global Asset Management  
*Управляющая компания*

40/43

Глобальный индекс  
инфраструктурных инвестиций 2016  
*Global Infrastructure Investment  
Index 2016*

ARCADIS  
*Международное консалтинговое агентство  
в сфере менеджмента и инжиниринга*

35/41

## РОССИЯ

### ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ В ОЖИДАНИИ ПЕНСИОННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Десять лет назад о рынке долгосрочных институциональных инвестиций в инфраструктуру в России не было и речи. И это несмотря на то, что к тому времени в нашей стране уже сложилась полноценная индустрия негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний. А потребности в модернизации общественной инфраструктуры с привлечением частных инвестиций привели к принятию в 2005 году Федерального закона «О концессионных соглашениях».

**Потребности инфраструктуры.** По данным Всемирного банка, представленным в начале 2017 года в докладе на Гайдаровском форуме, России нужны масштабные инвестиции в инфраструктуру. В 2012–2014 годах государственные расходы на инфраструктуру составили в стране менее 1% ВВП в год, в то время как потребности в таких инвестициях оцениваются на уровне \$1 трлн, или 75% российского ВВП за 2015 год.

Сокращение бюджетных инвестиций пока не компенсируется в сопоставимых масштабах привлечением частных инвестиций. По данным Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ), в 2016 году в России было объявлено 1836 концессионных конкурсов, абсолютное большинство которых представляли небольшие проекты до 100 млн руб. Поскольку российским законодательством не установлены минимальные пороги инвестиций для концессий, на торги могли быть представлены объекты стоимостью даже в несколько десятков тысяч рублей, что само по себе делает процедуру торгов дороже ожидаемого эффекта по привлечению инвестиций.

Лишь 117 концессионных конкурсов 2016 года предполагали объём инвестиционных обязательств частной стороны по проекту свыше 100 млн руб., из них инвестиционные обязательства свыше 1 млрд руб. зафиксированы только по 23 проектам. По результатам конкурсов в России в 2016 году было заключено 34 концессионных соглашения с объёмами от 100 млн руб. При этом суммарный объём обязательств концессионеров по проектам данной категории составил 258,5 млрд руб.

**Возможности НПФ.** Вклад российских институциональных инвесторов – пенсионных фондов и страховых компаний – в финансирование инфраструктуры в 2016 году оказался ещё скромнее: суммарный объём выпусков концессионных облигаций, размещённых на Московской бирже в этот период, составил 17,5 млрд руб. Но и это не означает, что весь объём концессионных облигаций был выкуплен пенсионными фондами, среди покупателей могли быть и банки, и институты развития. Значит, по факту суммарно инвестиции НПФ в инфраструктуру были ещё меньше. При этом объём средств, накопленных в российской индустрии НПФ, превышает 2 трлн руб. То есть внутренние институциональные инвестиции не являются пока инструментами длинных денег и не направляются в модернизацию российской экономики. Почему?

Будучи по своей природе долгосрочными инвесторами, российские пенсионные фонды до недавнего времени жили и работали по правилам краткосрочного рынка: результаты деятельности участников индустрии оценивались по итогам года, на рынке не было финансовых инструментов, специально структурированных под обязательства НПФ. Да и сейчас «инфляция+» – идеальная конструкция доходности финансового инструмента для целей управления пенсионными активами – присутствует в негосударственном секторе в основном в выпусках облигаций эмитентов-концессионеров.



В сегменте институциональных инвестиций в инфраструктуру есть два направленных друг к другу мотивационных потока: не только инфраструктуре нужны долгосрочные инвестиции, но и долгосрочным инвесторам для исполнения обязательств перед застрахованными лицами нужны инструменты для инвестиций, которые обладают иными качествами и зависимостями, нежели стандартные биржевые ценные бумаги.

Рынок долгосрочных институциональных инвестиций в инфраструктуру в нашей стране только формируется, и этот процесс на уровне государства пока, к сожалению, не слишком поддерживается. Фактически никаких существенных мер поддержки и защиты пенсионных инвестиций в инфраструктурных проектах не предусмотрено.

Институциональные инвестиции «прорываются» в инфраструктуру в основном с подачи рынка, и делать это, по понятным причинам, могут только крупные игроки. Процесс консолидации негосударственных пенсионных фондов, безусловно, будет способствовать развитию этого направления, поскольку институты длинных денег не могут быть мелкими. В арсенале инвесторов долгосрочных проектов должны быть финансовые мощности для нивелирования самых разных рисков. Им также нужны компетенции в самых разных областях инфраструктуры. Нужны и специальные финансовые инструменты, без которых институциональные инвесторы бессильны.

**Концессионные облигации.** Из-за особенностей регулирования российские НПФ пока не могут быть прямыми инвесторами, поэтому с их стороны инфраструктурные инвестиции сейчас можно осуществлять только через инструмент концессионных облигаций.

Концессионные облигации – интересный финансовый инструмент для пенсионных фондов, ведь концессии, как правило, имеют гарантированный

денежный поток, обеспечивающий возвратность. К тому же доходность по инфраструктурным активам привязана не к колебаниям финансовых рынков, а к инфляции, что для пенсионных фондов принципиально важно. В концессионных соглашениях заложен механизм гарантий на случай выпадающих доходов, а при их расторжении действует порядок возврата осуществлённых инвестиций. К тому же в соответствии с нормативными документами Банка России все ценные бумаги в портфелях НПФ должны иметь приемлемый рейтинг, что означает для пенсионного фонда снятие риска некачественной финансовой модели проекта и появления проблем с обслуживанием облигаций.

История концессионных облигаций в новейшей России начинается с 2010 года: именно тогда ОАО «Главная дорога» выпустило облигации для финансирования первой федеральной концессии – платного участка трассы М1 «Москва – Минск» в объезд подмосковного Одинцова.

Кстати, хорошо известные по истории фондового рынка железнодорожные облигации дореволюционной России, по большей части, были концессионными, поскольку выпускались компаниями-концессионерами. Так что фундамент национального фондового рынка в те времена заложили именно концессионные облигации, суммарный объём эмиссии которых в некоторые периоды превышал размер годового бюджета страны.

Современной России до таких масштабов ещё далеко. По данным НАКДИ, на середину сентября 2017 года Банк России зарегистрировал всего 28 выпусков концессионных облигаций на общую сумму 94,7 млрд руб. Из 28 выпусков концессионных облигаций на Московской бирже в настоящее время обращается 21 выпуск на сумму 71,5 млрд руб. Из них:

– 9 выпусков размещено в целях финансирования концессионных проектов в транспортной сфере (43,8 млрд руб.);

– 9 выпусков размещено в целях финансирования концессионных проектов в коммунальной сфере (15,9 млрд руб.);

– 3 выпуска размещены в целях финансирования концессионных проектов в социальной сфере (11,8 млрд руб.).

Два выпуска ОАО «Главная дорога» и ООО «Магистраль двух столиц» погашены.

**Инфраструктурные проекты.** С привлечением средств НПФ в России на разной стадии реализуются сейчас несколько концессионных проектов, организатором финансирования которых является Управляющая компания «Лидер». Помимо «Северного обхода Одинцово», в 2009 году был начат проект по строительству с последующей эксплуатацией физкультурно-оздоровительных комплексов в трёх районах Нижегородской области (концессионер АО «Волга-спорт»). С 2011 года АО «Управление отходами» и его дочернее предприятие АО «Управление отходами-НН» реализуют в шести субъектах Российской Федерации проекты по строительству комплексных систем по сортировке, переработке и утилизации твёрдых коммунальных отходов.

В 2014 году в Ульяновске концессионером АО «Волга-спорт» был построен ледовый дворец с искусственным льдом на 5000 мест, который сейчас находится в стадии эксплуатации и где в 2016 году проходил чемпионат мира по хоккею с мячом. В городе-герое Волгограде частные проектные компании – ООО «Концессии водоснабжения» и ООО «Концессии теплоснабжения» модернизируют городские коммунальные сети на основе долгосрочных концессионных соглашений, заключённых в 2015 и 2016 годах соответственно. В Санкт-Петербурге с 2016 года «Транспортная концессионная компания» начала реализацию первой концессии в сфере общественного транспорта. Ожидается, что ещё до конца 2017 года в Красновардейском районе Северной столицы начнётся эксплуатация трамвайных линий с новыми современными вагонами под брендом «Чижик».

Портфель положительных практик финансирования инфраструктурных проектов, основанный на российских реалиях, может стать базой для формирования рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру. А проектные облигации концессионера, не являясь единственно возможным финансовым инструментом для привлечения инвестиций в инфраструктурные проекты, тем не менее, могут стать в России основным инструментом развития, поскольку конструируются частными управляющими компаниями под особенности денег институциональных инвесторов. К тому же именно в данном сегменте экономики – в сфере институциональных инвестиций в инфраструктуру – в настоящее время в наличии четыре необходимых условия для формирования рынка: спрос, деньги, компетенции и мотивация. Правда, в этой комбинации не хватает пятого, главного элемента для развития сложного процесса организации институциональных инвестиций в инфраструктуру – поддержки государства. Ведь для того, чтобы инвестиции привлекать, их надо надёжно защищать. Но процесс объективно будет развиваться в нужную сторону: одному государству в нынешних условиях с инфраструктурными проблемами точно не справиться. Если в России суждено развиваться инфраструктуре, то это будет происходить при поддержке со стороны государства инвестиций пенсионных фондов. Опыт других стран – тому подтверждение.

**Развитие рынка.** Несмотря на особенность момента в международных отношениях, Россия является органической частью глобального пространства, и все вызовы и мегатренды, которые проявляются в пенсионной индустрии и в инфраструктурной сфере за рубежом, неизбежно проявятся или уже проявляются в нашей стране.

Для того чтобы полнее изучить лучшую российскую и зарубежную практику институциональных инвестиций в инфраструктуру, а также с целью развития рынка летом 2017 года при Банке России был создан Совет по рынку долгосрочных инвестиций.



К компетенциям Экспертного совета отнесены вопросы подготовки рекомендаций по развитию рынка долгосрочных инвестиций, в том числе с учётом международного опыта; осуществление экспертной оценки действующих нормативных правовых актов Российской Федерации; выявление проблем регулирования рынка долгосрочных инвестиций и вынесение предложений по их решению; подготовка аналитических материалов.

Повестка дня Экспертного совета задаётся российскими условиями. В настоящее время в российской практике институциональных инвестиций в инфраструктуру, кроме концессионных облигаций, нет никаких других финансовых инструментов и возможностей. Но и они существуют в довольно сложном статусе: несмотря на многолетнюю историю «бытования», концессионные облигации до сих пор не институционализированы и существуют по правилам классических корпоративных облигаций, хотя на самом деле таковыми не являются. В целом инструменты проектного финансирования существуют в России во внесистемном порядке.

Пенсионные фонды не могут быть прямыми инвесторами в инфраструктурные проекты. Небиржевые неликвидные инфраструктурные активы не выделяются у нас в отдельный класс активов. Перспективный механизм секьюритизации ГЧП-контрактов и выпуск облигаций специализированными обществами проектного финансирования ещё не запущен, он нуждается в серьёзной нормативной доработке. Линейка инвестиционных фондов максимально ограничена и не предусматривает

создания инфраструктурных фондов, которые весьма популярны среди пенсионных фондов на всех континентах. С их помощью дополнительный выход на инфраструктуру, включая её доходность, могут получить как небольшие пенсионные фонды, так и розничные инвесторы.

Отсутствие развитого инструментария инфраструктурных инвестиций и слабые меры стимулирования со стороны государства и регулирующих органов приводят к недостаточному интересу к процессам финансирования инфраструктуры со стороны большинства пенсионных фондов. Зачем рисковать, осваивать новое и сложное, если всё нормативное регулирование побуждает инвестировать в привычные финансовые инструменты?

Но ситуация скоро изменится. С началом регулярных выплат по своим обязательствам потребность негосударственных пенсионных фондов в диверсификации инструментов и поиске дополнительной доходности за пределами биржевого финансового рынка возрастет многократно.

Уже приближается время, когда российские пенсионные фонды станут не только осваивать, но и с удвоенной силой лоббировать создание необходимых инструментов, механизмов и технологий. А растущий как снежный ком спрос на долгосрочные инвестиции со стороны реального сектора подтолкнёт государство к выработке мер защиты и стимулирования пенсионных инвестиций.

Осталось недолго ждать, когда опыт лидеров будет востребован.