

ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ 2018

INCLUDING EXECUTIVE SUMMARY IN ENGLISH

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР
ГДЕ ПЕРЕСЕКАЮТСЯ ИНТЕРЕСЫ
ИНВЕСТОРОВ И ВЛАСТИ?**

ИТОГИ 2017 ГОДА
ПРОГНОЗ НА 2018-2019 ГОДЫ

ОГОВОРКА

Материалы, представленные в обзоре, подготовлены InfraONE Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraONE. Обзор публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведённые выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraONE Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

В аналитическом обзоре InfraONE «Инвестиции в инфраструктуру 2018», подготовленном специально для Российского инвестиционного форума (Сочи-2018), проанализировано нынешнее состояние рынка, его ключевые тренды и представлен прогноз развития на 2018–2019 годы. Электронная версия доступна на сайте InfraONE, а также распространяется по базе партнёров и клиентов компании.

Москва, февраль 2018 г.

INFRAONE первая
инфраструктурная
компания

119049, Россия, Москва
ул. Коровий Вал, 5, БЦ «Оазис»
Тел.: +7 495 231 32 18
Факс.: +7 495 231 32 19
hello@infraone.ru
www.infraone.ru

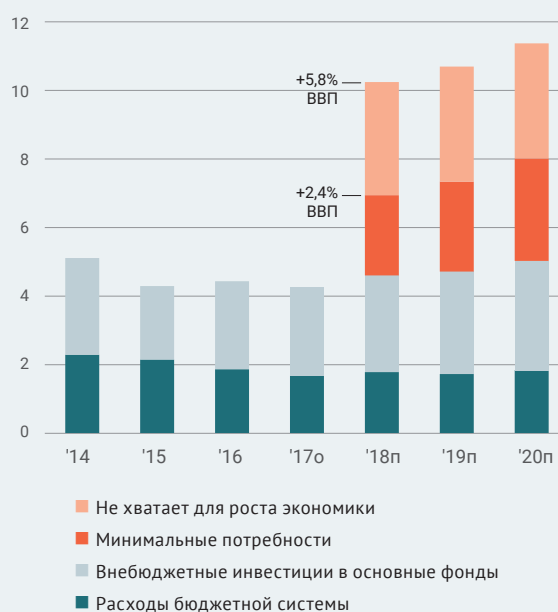


РЕЗЮМЕ

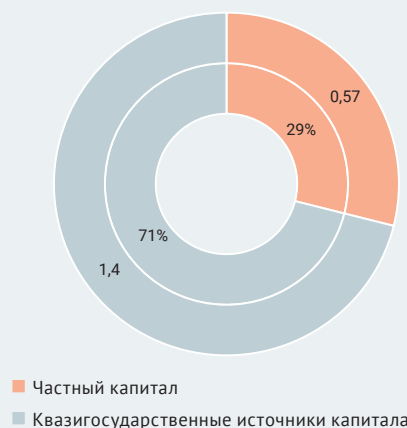
Недостаток качественных проектов и сокращение бюджетной поддержки инфраструктурных отраслей определяли состояние рынка инвестиций в инфраструктуру и в 2017 году. Полагаем, эти факторы сохранятся и в следующие два-три года. Впрочем, инфраструктура не теряет привлекательности для инвесторов даже без прямых дотаций, а ключевые игроки приспосабливаются к новым правилам игры.

- Расходы бюджетной системы на инфраструктуру снова снизились в номинальном и реальном выражении, *а их доля в ВВП упала ниже 2%*. Причём падение было не столь драматичным - только на 0,3 п.п. - в основном потому, что Росстат обновил данные о ВВП за прошлые годы, откорректировав методику его расчёта. Можно констатировать, что бюджетная система пробила все возможные минимумы: *расходы бюджетов на инфраструктуру вряд ли станут меньше в следующие год-два*. Нынешний уровень, на наш взгляд, близок к критичному.
- Инициаторы проектов медленно приспосабливаются к новым условиям: близки к запуску крупные транспортные концессии, в экономике которых удалось обойтись без больших капитальных грантов. Ранее все они претендовали на госсубсидии. *Но значительная часть рынка продолжает оглядываться на федеральный центр* и в том или ином виде ждёт помощи. Впрочем, приводит это в основном к потере времени.
- Пока все вложения в инфраструктуру государства и частных, по нашим расчётам, не превышают 4,8% ВВП или 4,3 трлн руб. Причём даже среди внебюджетных средств значительная доля приходится на госсектор. По нашей оценке *минимальная потребность в финансировании составляет 2,3 трлн руб., а для развития необходимо ещё порядка 3,3 трлн руб.*
- Денег на развитие инфраструктуры на рынке достаточно, несмотря на все потрясения, которые пережила банковская система в 2017 году. По нашим расчётам, *вложены могут быть почти 2 трлн руб.* (на 13% меньше прошлогодней оценки), но в реальные инвестиции в ближайшие два года превратится немногим более четверти. Более 70% этих средств – квазигосударственные.

Динамика инвестиций в инфраструктуру России и инфраструктурные потребности, трлн руб.

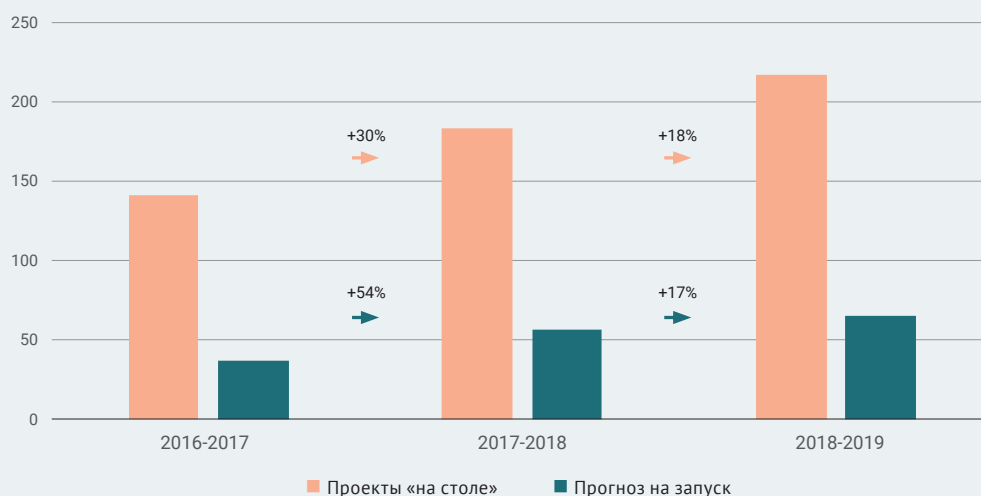


Соотношение частного и квазигосударственного капитала, доступного для инфраструктуры, трлн руб.



- Дефицит проектов, готовых для финансирования, не даёт деньгам попасть в инфраструктуру, хотя спрос на такие вложения есть у крупнейших госбанков и финансовых институтов. По нашей оценке, по состоянию на конец января 2018 года, в наиболее продвинутом сегменте рынка (концессии дорожке 1 млрд руб.) обсуждалось около 190-235 проектов в разных инфраструктурных отраслях, но *шанс дойти до реализации есть лишь у четверти из них.*
- Количество запущенных проектов растёт медленно. Одна из причин – предвыборная «заморозка», из-за которой *до заключения соглашения в 2017-м добралось на 25-30% меньше концессий* стоимостью дорожке 1 млрд руб. по сравнению с прошлым годом. Как следствие, страдает и качество проектов. Учитывая количество готовящихся проектов, мы ждём, что *темпы роста рынка начнут восстанавливаться с мая-июня.* Количество соглашений в 2018-м может вырасти на 40–50% по сравнению с 2017-м.
- Федеральные власти и регуляторы в попытке стимулировать интерес инвесторов постепенно смягчают и уточняют нормативную базу. *Одни процедуры и требования упрощают привлечение инвестиций, но некоторые из необдуманных поправок наносят урон* – это происходит и по невнимательности, и стараниями лоббистов отдельных отраслей. Например, в январе законодатели хотели внести в перечень объектов закона о концессии IT-системы, но параллельно включили положение о процедуре оценки эффективности концессионных соглашений и этим чуть не обрушили рынок. Угроза миновала, но, скорее всего, такие атаки будут продолжаться и в 2018-м.
- Инфраструктура вошла в повестку президентской программы. Вероятно, внимание рынку инвестиций в инфраструктуру в 2018 году обеспечено, но «дешёвые», а тем более *«бесплатные» деньги, на наш взгляд, от государства смогут получить единицы.* И значит властям неизбежно придётся привлекать частные деньги.

Динамика роста количества проектов «на столе»



Источник: расчёты InfraONE на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

СОДЕРЖАНИЕ

I. Инфраструктура и бюджет	8
<ul style="list-style-type: none"> • Много ли государство тратит на инфраструктуру? • Федеральный бюджет сэкономит на инфраструктуре... • ... или на инфраструктуру? • Регионам отложат долги • Так сколько потратят на инфраструктуру? • Бюджетная система пробилла дно? • Потребности российской инфраструктуры • Амбиции и инвестиции: что декларируют в госпрограммах? • Чем поможет инфраструктуре проектный подход? • Угроза для МГД: инвестпроекты могут привязать к тарифному законодательству? • Госгарантии переведут за баланс? • Ждать ли концессиям гарантий? • Довести по адресу: правительство объявило депозитам войну • Бюджетный процесс и недострои • За ГЧП назначат ответственного? • Сколько бюджет должен инфраструктуре? 	
II. Альтернативные формы господдержки	30
<ul style="list-style-type: none"> • Поможет ли государство инфраструктуре? • Могут ли резервы стать инвестициями? • Налоги: затишье перед пересмотром? • «Налоговая палка» в колеса модернизации • «Платон»: между маркетингом и реальностью • Сборов меньше – траты больше • Собрать на инфраструктуру • Рынок всё ещё ждет TIF • Помогут ли ТОРы выйти из режима «моно»? • Пойдет ли инфраструктура в ипотеку? • ВЭБ сделал ставку на инвестиции • Какой будет «фабрика» проектного финансирования • «Посевная» стадия для ВЭБа • Станет ли РФПИ ближе к инфраструктуре? • ЖКХ не ждать поддержки? • ФРДВ в ожидании денег • Восточные партнерства ФРДВ 	
III. Инфраструктура и власть	48
<ul style="list-style-type: none"> • Выборы откроют двери? • Ударить санкциями по инвестициям • Стоит ли партнерам бояться санкций? • Государство хеджирует риски • Мегaproекты становятся в очередь • Полуостров ждет концессий 	
IV. Инвесторы и рынок капитала	54
<ul style="list-style-type: none"> • Рынок капитала: где искать деньги на инфраструктуру? • Банковский сектор копит ликвидность • Санации помеха инвестициям? • Сколько потерял реальный сектор? • Кредиты на концессии, а вскоре и ГЧП? • ЦБ «распечатывает» SPV для банков? • Блок на розницу - деньги в инфраструктуру? • Синдицированные кредиты расширяют рынок? • НПФы продолжают копить • «Чистка» рынка или новые возможности? • Пенсионным фондам устроят стресс-тест • Страховые так и не пришли в инфраструктуру • Заемщики выбирают бонды? • Почему рынку нужны «длинные» облигации • Концессионные облигации. Рынок и его объем • Транспорт и ЖКХ занимают через облигации • Параметры концессионных облигаций • Сколько заработают облигационеры • Концессия- пропуск в котировальный лист? • Инфраструктура на смену ломбарду? • Рейтинги для облигаций • Пре-рейтинги для концессионеров • Другие «особые» облигации • Первая ГЧП-секьюритизация • Нереализованный потенциал СОПФ • Почему рынок не понял СОПФ? • «Зеленые» облигации • Сколько стоят деньги для концессионеров 	

V. Рынок проектов	89
• Объем рынка: о чем спорят эксперты и официальная статистика	
• Квалифицированный сегмент • Станет ли статистика лучше?	
• Проекты «на столе»: сколько накопилось за год «заморожки»	
• Закон о ГЧП концессиям не конкурент? • Так ли популярна ЧКИ?	
VI. Тренды по отраслям	98
Автодороги	98
• ГК «Автодор» - еще год без инвестиций? • Какие дороги планирует построить ГК «Автодор» • Концессии пришли на смену ДИСам	
• «Автодор» развивает «корпоративное ГЧП» • Росавтодор и ГК «Автодор» делят рынок • Дорожные концессии в регионах: не только «Платон» • Столица в стороне от концессий	
Телематика	106
• Когда неразрешенное разрешено	
Железные дороги и рельсовый транспорт	107
• Куда ведут железные дороги • Модель и ныне там... • Перевести на концессионные рельсы • Дорога за частный счёт • Не проиграть пассажиров • Кто станет первым на рынке высоких скоростей? • Города и рельсы: от наземного метро до трамвайных концессий	
Аэропорты и авиация	113
• МАУ стал ближе к концессиям? • Концессии начинаются с регионов	
• Аэропорты Дальнего Востока получают режим Свободного порта	
Порты и водный транспорт	117
• Свести порты с концессиями • Перейти на рубль	
Коммунальная инфраструктура и ЖКХ	120
• Коммунальные концессии требуют инвестиций • Выйти из круга недоинвестирования • Банк развития идёт в ЖКХ	
Социальная инфраструктура	123
• Когда инвесторы идут в баню... и другие проекты	
EXECUTIVE SUMMARY	128
ГЛОССАРИЙ	146
О КОМПАНИИ INFRAONE	148
АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ	149

РИСУНКИ

1. Доля государства в структуре инвестиций в основной капитал (стр. 8)
2. Доля госбюджетов разных стран в структуре инвестиций в основной капитал по сравнению с Россией (стр. 9)
3. Расходы федерального бюджета на инфраструктуру (стр. 10)
4. Прогноз изменения структуры расходов бюджета в случае бюджетного манёвра (стр. 11)
5. Структура госдолга регионов и дотации из федерального бюджета (стр. 12)
6. Расходы регионов на инфраструктуру (стр. 13)
7. Динамика расходов регионов России на инфраструктуру по федеральным округам (стр. 14)
8. Объем инвестиций в инфраструктуру по странам в 2011-2017 годах (стр. 15)
9. Расходы бюджетной системы России на инфраструктуру (стр. 15)
10. Динамика инвестиций в инфраструктуру России и инфраструктурные потребности (стр. 16)
11. Как изменялась госпрограмма «Развитие транспортной системы» (на 2018-2021 годы) (стр. 17)
12. Долги федерального бюджета и регионов (стр. 18)
13. Динамика госдолга и прогноз роста забалансовых обязательств России, 2012-2025 годы (стр. 18)
14. Динамика госгарантий в структуре госдолга регионов России (стр. 21)
15. Динамика изменения числа недостроенных объектов федеральной адресной инвестпрограммы (стр. 22)
16. Динамика освоения средств в рамках федеральной адресной инвестпрограммы (стр. 23)
17. Динамика объемов работ, выполненных по направлению «Строительство», в сопоставимых ценах (стр. 23)
18. Прогноз объёма объединённого ФНБ в 2018-2019 годах (стр. 31)
19. Динамика объёма ФНБ и Резервного фонда (стр. 33)
20. Динамика объёма ФНБ (стр. 33)
21. Сколько заработает «Платон» при разных тарифах (стр. 35)
22. Сколько денег останется на концессии при разных тарифах «Платона» (стр. 36)
23. Доля рискованных кредитов и займов в портфеле ВЭБа (стр. 40)
24. Доля рискованных кредитов и займов в портфеле ВЭБа в целом по портфелю (стр. 40)
25. Прибыли и убытки ВЭБа (стр. 41)
26. Доля инвестпроектов в инвестиционном портфеле ВЭБа (стр. 41)
27. Финансовый потенциал ВЭБа с учётом обязательств к погашению, субсидий и новых инвестиций (стр. 41)
28. Сделки РФПИ с иностранными инвесторами по годам (стр. 44)
29. Доля инфраструктурных проектов в портфеле РФПИ (стр. 44)
30. Что финансирует Фонд ЖКХ (стр. 46)
31. Динамика инвестиций в основной капитал в 2012-2017 годах (стр. 48)
32. Как изменялся объем зарубежных прямых инвестиций в российский банковский сектор и небанковские корпорации в 2012-2017 годах (стр. 50)
33. Схема возможной реализации мостового перехода между Сахалином и материком (стр. 52)
34. Объем средств ФЦП, предусмотренных на капитальные вложения в Крыму и Севастополе (стр. 53)
35. Сколько денег может попасть в инфраструктуру (стр. 54)
36. Активы топ-30 российских банков (стр. 56)
37. Динамика концентрации активов в банковском секторе (стр. 56)
38. Куда вкладывают банки (стр. 56)
39. Структура вложений банков в долговые ценные бумаги (стр. 57)
40. Динамика изменения задолженности по кредитам (стр. 60)
41. Динамика изменения задолженности по кредитам на строительство (стр. 60)
42. Как растут пенсионные накопления НПФов (стр. 62)
43. Куда вкладывают НПФы? (стр. 63)
44. Как ведущие группы НПФов делят рынок пенсионных накоплений, 9 месяцев 2017 года (стр. 64)
45. Резервы страховых компаний (стр. 66)
46. активы страховых компаний по итогам первого полугодия 2017 года (стр. 66)
47. Динамика рынка кредитов и облигации в корпоративном секторе (стр. 67)
48. Рынок долгового капитала и корпоративного кредитования России (стр. 67)
49. Структура финансовых инструментов, подходящих для долгосрочного инвестирования (стр. 68)
50. Доля концессионных облигаций на рынке (стр. 69)
51. Распределение выпусков концессионных облигаций по концедентам, отраслям и регионам (стр. 73)
52. Как устроен рынок концессионных облигаций? (стр. 74)
53. Динамика ставок первого, предыдущего и текущего купонов концессионных облигаций в обращении в зависимости от даты размещения эмиссии (стр. 75)
54. Общегодовой реальный доход по инструментам и странам в 1990-х-2016 году (стр. 77)
55. Распределение концессионных облигаций объему выплаченных купонов (стр. 78)
56. Доля revenue bonds в общем объёме облигаций муниципалитетов США в 2010-2016 годах (стр. 83)
57. Динамика объёма «зелёных» облигаций в мире (стр. 85)
58. Распределение ставок заимствования на финансовом рынке (стр. 86)
59. Статистика по концессионным конкурсам за 6 месяцев (стр. 90)

- 60. Отраслевая структура концессионных проектов дороже 100 млн руб. (стр. 91)
- 61. Динамика роста количества проектов «на столе» (стр. 95)
- 62. Извещения о ЧКИ за 6 месяцев (стр. 97)
- 63. Как «Автодор» выполнял собственные планы? (стр. 99)
- 64. Доходы и расходы ГК «Автодор» (стр. 100)
- 65. Из чего состоит портфель ГК «Автодор» (стр. 101)
- 66. Структура финансирования транспортной программы в 2012-2020 годах и её доля от ВРП Москвы (стр. 105)
- 67. Структура расходов столичного бюджета на транспортную систему Москвы в 2017 году (стр. 105)
- 68. Динамика инвестиционной программы РЖД (стр. 107)
- 69. Доля России в мировых инвестициях в магистральные железные дороги (стр. 108)
- 70. Рост рынка в случае привлечения потенциально возможного объема инвестиций (стр. 108)
- 71. Схема Северного широтного хода (стр. 110)
- 72. Динамика рынка пассажирских перевозок (стр. 114)
- 73. Динамика перевозок через аэропорты МАУ (стр. 115)
- 74. Кому принадлежат региональные аэропорты из топ-20 (стр. 115)
- 75. Грузооборот российских портов (стр. 118)
- 76. Инвестиции в морскую портовую инфраструктуру (стр. 119)
- 77. Динамика заключения концессионных соглашений в ЖКХ (стр. 120)
- 78. Уровень коммунальных концессий (стр. 121)

ТАБЛИЦЫ

- 1. Какие проекты используют механизм МГД? (стр. 20)
- 2. Сравнение концессий с другими инвестиционными соглашениями и инструментами (стр. 24)
- 3. Примеры субсидирования проектов государством на стадиях строительства и эксплуатации (стр. 29)
- 4. Как делили ФНБ и что в нем осталось, 2014-2017 годы (стр. 32)
- 5. Инфраструктурные объекты, строительство которых собираются финансировать в том числе за счёт «Платона» (стр. 36)
- 6. Топ-5 ТОР-ов в моногородах и на дальнем Востоке по количеству резидентов (стр. 38)
- 7. Примеры новых концессий ВЭБа (стр. 42)
- 7.1. Особенности займов «фабрики» проектного финансирования (стр. 43)
- 8. Примеры инфраструктурных проектов РФПИ (стр. 45)
- 9. Планы ФРДВ на 2018 год (стр. 47)
- 10. Какие финансовые институты готовы инвестировать в инфраструктуру и уже это делают? (стр. 55)
- 11. Частные банки из топ-30: активы и наличие интереса к инфраструктуре (стр. 57)
- 12. Объёмы средств, ушедшие на докапитализацию санированных банков (стр. 59)
- 13. Какие группы НПФов готовы инвестировать в инфраструктуру (стр. 64)
- 14. Инфраструктурные инвестиции и бизнес страховых компаний (стр. 66)
- 15. Основные условия выпусков концессионных облигаций в обращении (стр. 70)
- 16. Концессионные облигации, зарегистрированные ЦБ, но не размещенные на бирже (стр. 72)
- 17. Какие еще облигации могут выйти на рынок в 2018-2020 годах (стр. 72)
- 18. Прогноз по выплатам некоторых выпусков концессионных облигаций (стр. 79)
- 19. Статус концессионных облигаций (стр. 80)
- 20. Начальные и конечные условия финансирования инфраструктурных проектов (стр. 87)
- 21. Сколько стоят деньги международных банков развития и фондов (стр. 87)
- 22. Проекты, которые обсуждаются и готовятся к запуску в ближайшие годы (стр. 93)
- 23. Примеры ГЧП- и МЧП-проектов по 224-ФЗ (стр. 95)
- 24. Чем управляет ГК «Автодор»? (стр. 98)
- 25. Плановые проекты ГК «Автодор» (стр. 101)
- 26. Примеры региональных дорожных концессий (стр. 103)
- 27. Планируемые проекты автодорог в регионах (стр. 104)
- 28. Примеры концессий в телематике (стр. 106)
- 29. Укрупненные оценки расширенного инвестиционного потенциала РЖД на 2017-2020 годы по отдельным сегментам (стр. 108)
- 30. Сравнение параметров проектов ВСМ «Москва-Владимир» и «Екатеринбург-Челябинск» (стр. 112)
- 31. На какие аэропорты распространится режим Свободного порта? (стр. 116)
- 32. Планы Росморпорта по расширению пропускной способности российских портов (стр. 118)
- 33. Топ-5 коммунальных концессий (стр. 121)
- 34. Российские проекты, получившие финансирование NDB (стр. 122)
- 35. Примеры концессий социальной инфраструктуры (стр. 123)
- 36. Примеры концессий в городской среде (стр. 124)

I. ИНФРАСТРУКТУРА И БЮДЖЕТ

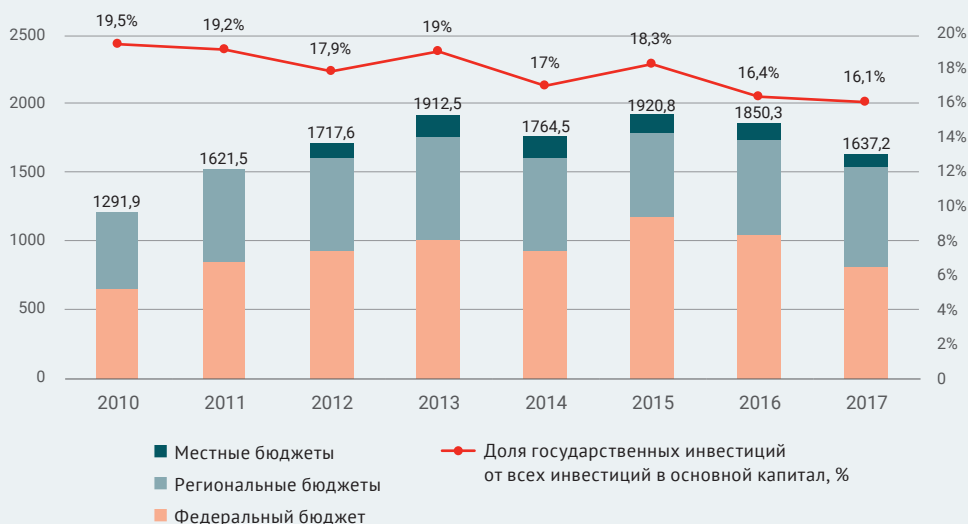
Государственные стройки и проекты госкомпаний по-прежнему определяют структуру инвестиций в России. Но несмотря на то, что доля госсектора во всех сферах растёт, денег на новое строительство нет ни в бюджетной системе, ни у большинства таких организаций. Госбанки и финансовые институты, напротив, подходят к оценке вложений в инфраструктуру рыночно, а иногда отбирают проекты для финансирования даже жёстче, чем частные игроки.

Сколько денег из бюджета пойдёт на инфраструктуру в 2018 году? Какие отрасли всё ещё могут рассчитывать на инвестиции государства? Как меняются формы бюджетной поддержки проектов и что это значит для рынка инвестиций в инфраструктуру?

Много ли государство тратит на инфраструктуру?

Доля бюджетной системы в структуре инвестиций в основной капитал традиционно невелика: на федеральный и региональные бюджеты за три квартала 2017 года в России приходилось лишь 16,1% от всех инвестиций, а за последние пять лет эта доля не превышала 19% (см. рисунок 1).

Рисунок 1. Доля государства в структуре инвестиций в основной капитал, млрд руб.

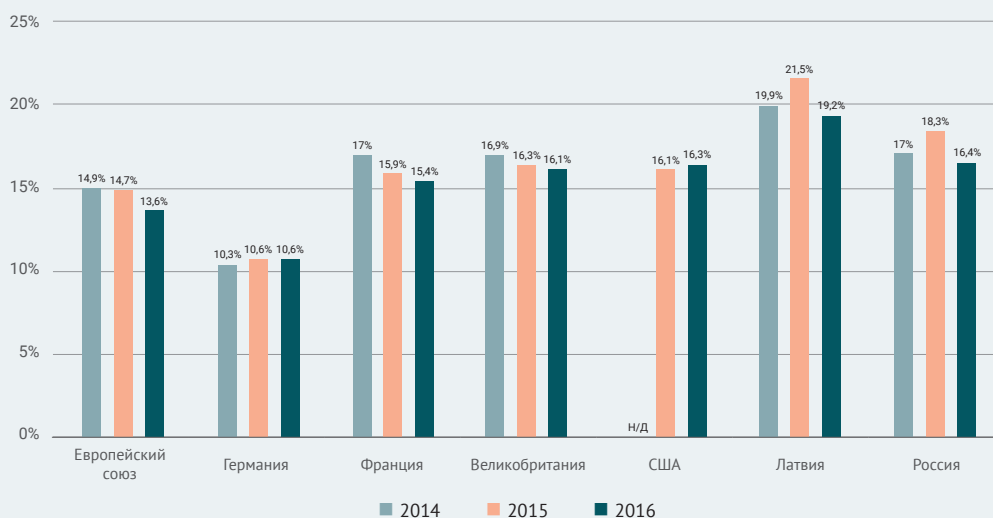


Источник: Росстат, расчёты InfraONE

В развитых странах из бюджета в инфраструктуру в среднем инвестируют 15–16%, рекордно низок показатель Германии – 10,6%, а значительно превышают средний уровень, например, вложения в менее развитой Латвии – 19,2%. То есть Россия по этому параметру находится в общем тренде, но с оговоркой, что значительно отстаёт по развитию инфраструктуры от приведённых на графике стран – Франции, США и Великобритании (см. рисунок 2).

Ответственность за создание и поддержание сети автомобильных дорог, взлётно-посадочных полос, причальных стенок в морских и речных портах,

Рисунок 2. Доля госбюджетов разных стран в структуре инвестиций в основной капитал по сравнению с Россией



Источник: EU Open Data Portal, OECD Data, World Bank, Росстат, расчёты InfraONE

строительство школ и больниц и другой инфраструктуры тем не менее лежит на государстве. Потому даже при недостатке собственных средств властям разных уровней приходится искать иные возможности для нового строительства и реконструкции существующей инфраструктуры.

Федеральный бюджет экономит на инфраструктуре...

Расходы федерального бюджета на инфраструктуру продолжают сокращаться в номинальном выражении: в 2017 году они составили около 550 млрд руб., что на 24% меньше, чем в 2014-м. Снижается и их доля в структуре ВВП, причём за последние три года доля расходов федерального бюджета на инфраструктуру в ВВП сократилась на 0,08 п.п. — до 0,62% (см. рисунок 3).

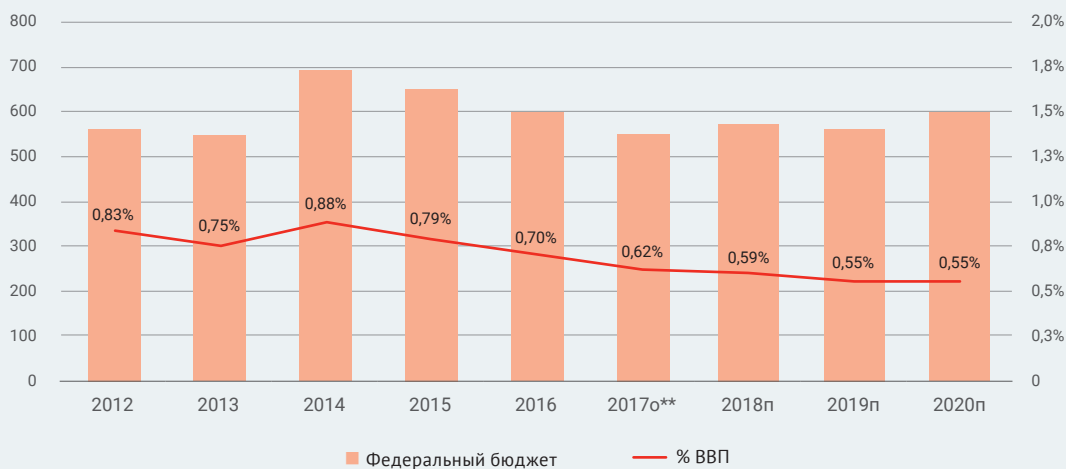
Падение не смягчил даже сократившийся более чем вдвое дефицит бюджета: с 2,96 трлн руб. в 2016 году до 1,34 трлн руб. в 2017 году (порядка 3,6% от ВВП и 1,4% ВВП соответственно).

Не повлияла на инвестиционную активность государства и относительно высокая цена нефти — в 2017 году средняя цена барреля Urals составляла \$53,03 (данные Минфина) при заложенной в бюджет границе отсечения в \$40. Все доходы сверх этого уровня Минфин изымал для формирования резервов.

На 2018 год в бюджете заложена среднегодовая цена барреля Urals \$43,8, в то время как по прогнозу Всемирного банка нефть будет торговаться по \$56 и \$59 за баррель в 2018 и 2019 годах соответственно. При этом 11 января баррель Urals стоил \$67,16, а его средняя цена за период с 15 декабря 2017 года по 14 января 2018 года, по данным Минфина, составила \$66,51 за баррель.

Расходы бюджета на инфраструктуру далеко не всегда предполагают новое строительство. Большая их часть — это модернизация, ремонт и реконструкция уже существующих объектов.

Рисунок 3. Расходы федерального бюджета на инфраструктуру*, млрд руб.



* На графике представлены обновлённые расчёты доли расходов на инфраструктуру в ВВП за 2012–2017 годы. Переоценка показателей была сделана в связи с тем, что Росстат изменил методологию оценки ВВП и в декабре 2017-го опубликовал пересчитанные данные за предыдущие годы.

** Расчёт инвестиций в инфраструктуру в денежном выражении сделан по ежемесячным отчётам Федерального казначейства, скорректированная оценка появится в мае 2018 года.

Оценивая долю этих расходов в ВВП в 2017 году, мы опирались на прогноз Всемирного банка по росту ВВП России в указанном периоде, так как Росстат публикует итоговые данные в мае, а оптимистичные ожидания Минфина, заложенные в бюджет (в редакции от 01.07.2017 и 14.11.2017), не подтверждаются динамикой экономических показателей, зафиксированных в четвертом квартале 2017-го.

Источник: данные Росстата, Казначейства, Минфина, World Bank, прогноз, оценка и расчёты InfraONE

Даже если аномально высокая для последних трёх лет цена нефти сохранится в течение всего года, мы не ждём значительного роста расходов федерального бюджета на инфраструктуру. Власти всё ещё опасаются резкого падения цен на нефть, а потому больше озабочены созданием «подушки безопасности» на случай очередного изменения конъюнктуры, чем увеличением расходов на развитие.

...или на инфраструктуру?

В преддверии мартовских выборов в правительстве снова заговорили о бюджетном манёвре, который позволит высвободить средства на развитие.

Расходы бюджета предлагается пересмотреть таким образом, чтобы инфраструктура и человеческий капитал могли стать источниками роста экономики. То есть на образование, здравоохранение и инфраструктуру траты хотят существенно увеличить. Согласно расчёту Центра стратегических разработок (ЦСР), к 2024 году можно нарастить затраты на здравоохранение, образование и инфраструктуру по сравнению с 2017 годом на 0,8%, 0,7% и 0,8% от ВВП соответственно.

Деньги на это могут перенаправить сократив расходы на безопасность и правоохранительную деятельность, а также контрольно-ревизионный аппарат. Также среди источников называют увеличение базовой цены на нефть, заложенной в бюджет, «обеление» экономики, рост налогов для населения, повышение пенсионного возраста (которое должно высвободить средства на здравоохранение).

Пояснение к рисунку 4. В этот расчёт мы заложили уменьшение расходов на безопасность на 30% от запланированного в бюджете на 2018–2020 годы и распределили их на образование, здравоохранение, культуру, национальную экономику и прочие категории (все, кроме первых двух, взяты только в части инфраструктурных статей) пропорционально нынешним долям. Это позволит ежегодно перераспределять порядка 270 млрд руб. в пользу трат на развитие человеческого капитала до 2020 года, или только 0,25% от ВВП против запланированных к 2024-му 0,8% от ВВП.

Вместе с ростом доли расходов на человеческий капитал увеличатся инвестиции в инфраструктуру, которые распределены внутри большинства подпрограмм бюджета. По нашей оценке, только за счёт перераспределения расходов их рост в 2020 году не превысит 0,09% от ВВП (включая инфраструктурные вложения по подпрограммам «Здравоохранение» и «Образование»).

То есть для более значительного эффекта перераспределения недостаточно: правительству придётся ещё более кардинально перекроить расходы в пользу человеческого капитала и инфраструктуры, а также решиться на остальные жёсткие меры (по налогам, пенсиям и пр.)

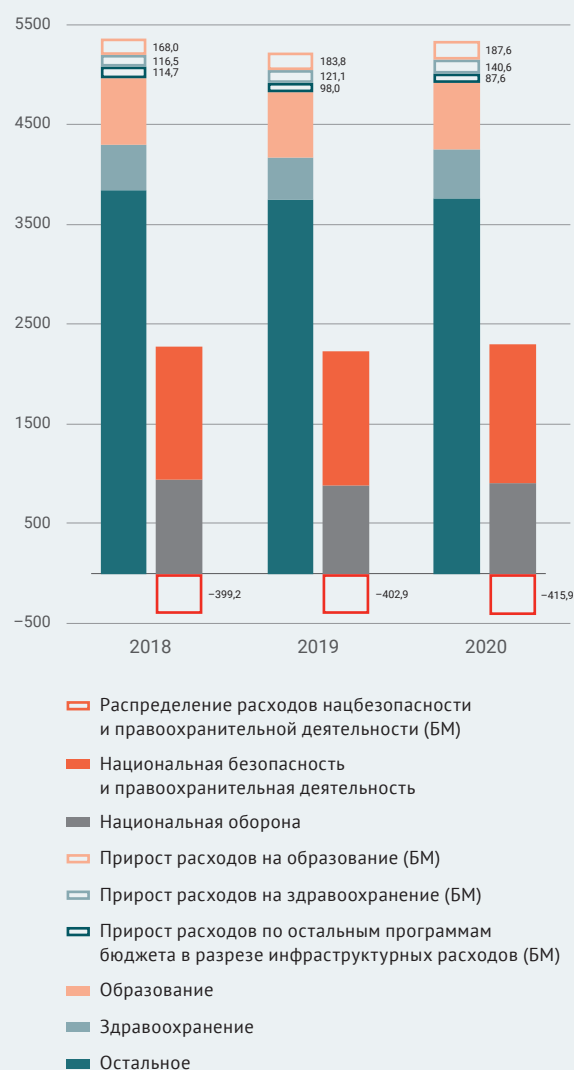
Впрочем, половина из названных источников потребует достаточно жёстких и в большинстве случаев непопулярных решений правительства, либо займёт значительное время. Трата дополнительных нефтегазовых доходов замедлит создание резервов, от которых пока не желают отказываться ни Минфин, ни Минэкономразвития (подробнее см. «Могут ли резервы стать инвестициями?»).

Снижение расходов на правоохранительную деятельность и безопасность, по нашим расчётам, позволит высвободить не более 1,2 трлн руб. за три года, то есть в 2020 году увеличит долю расходов на образование и здравоохранение на 0,17% и лишь на 0,12% от ВВП соответственно (см. рисунок 4).

Мы полагаем, что идея бюджетного манёвра в целом позитивна. В случае если изменения в структуре расходов произойдут, рост рынка инвестиций в инфраструктуру ускорится. Но пока этот план не выглядит слишком реалистично: чтобы достигнуть планируемых 0,8% роста по каждому направлению, начинать действовать надо было ещё вчера. Причём с полной сменой ориентиров для бюджета и сдвигом приоритетов в политике.

Мы не учитывали идею бюджетного манёвра в прогнозе трат государства на инфраструктуру в ближайшие три года (рисунок 4), так как в нынешней версии бюджета сохраняется тренд на снижение этих расходов (см. рисунок 3).

Рисунок 4. Прогноз изменения структуры расходов бюджета в случае бюджетного манёвра, млрд руб.



Источник: данные Минфина, расчеты, прогноз и оценка InfraONE

Регионам отложат долги

Минфин в 2017 году замещал бюджетные кредиты регионов дотациями. Такая политика дала эффект: долговая нагрузка на 1 декабря 2017 года снизилась на 9% к 1 января 2017-го, а объём банковских кредитов сократился на 26,6%.

Объём выданных ранее бюджетных кредитов существенно не изменился, их планируют реструктурировать в 2018-м. Хотя Минфин и выдавал эти займы регионам почти бесплатно – всего под 0,01% годовых, в отличие от дотаций они отражаются на балансе и должны быть возвращены.

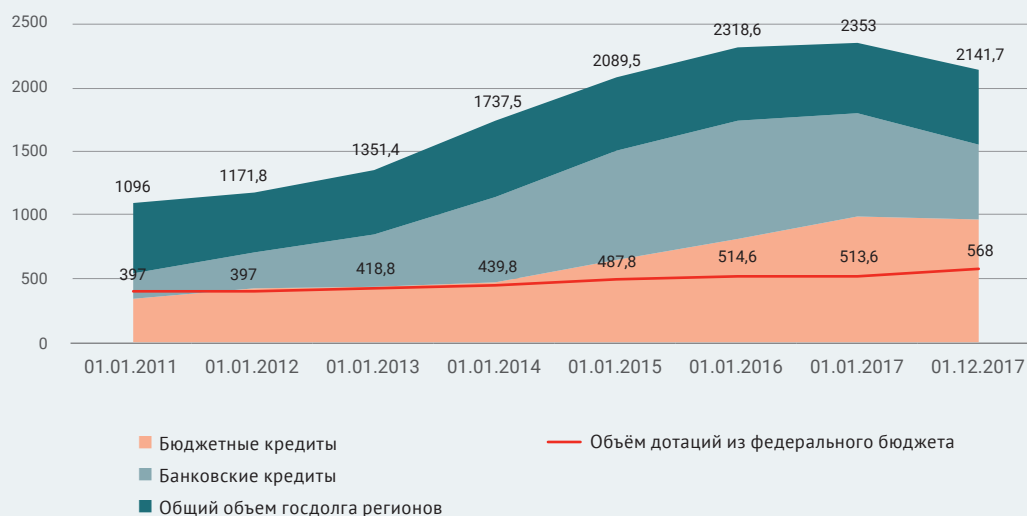
Под грядущую реструктуризацию подпадает до 70% долга субъектов, утверждают аналитики АКРА. Общий объём долга регионов на 1 декабря 2017 года составлял чуть меньше 1 трлн руб. В зависимости от темпов роста экономики субъекта возможны два варианта отсрочки – на семь и на 12 лет.

По расчётам АКРА, расходы региональных властей благодаря этой мере сократятся с изначально запланированных 250–300 млрд руб. в 2018 году до 36,8 млрд руб. в 2018–2019 годах (в этот период регионы должны будут платить ежегодно по 5% от всего долга перед Минфином). С 2020-го субъекты начнут выплачивать по 10% ежегодно, а с 2024-го – по 20%, то есть по 73,7 млрд руб. и 147,4 млрд руб. соответственно. Такой объём, по мнению экспертов АКРА, вполне подъёмный, к тому же регионы смогут сэкономить на инфляции от 15,2% до 25,6% тела займов в зависимости от срока реструктуризации.

Дотации из бюджета для регионов в 2018-м также сохранятся и даже немного вырастут: с 605 млрд руб. в 2017 году до 645 млрд руб.

На наш взгляд, с помощью этих мер регионам действительно будет проще справляться с долговой нагрузкой. Но существенно увеличить расходы и снова наращивать долг они всё равно не смогут, так как должны отчитываться в Минфин по ключевым показателям (рост доходов, рост инвестиций, безработица и пр.) и не набирать новых кредитов.

Рисунок 5. Структура госдолга регионов и дотации из федерального бюджета, млрд руб.



Источник: данные Минфина, Федерального казначейства, расчёты InfraONE

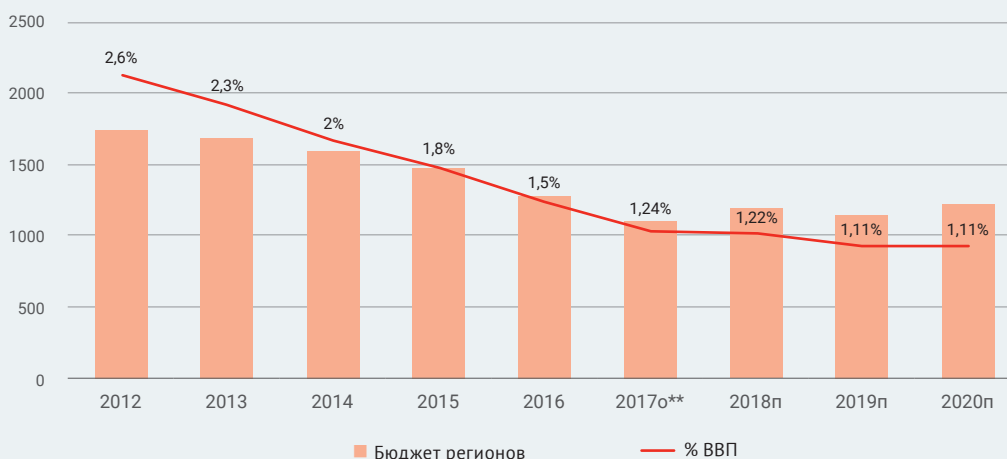
Мы полагаем, что одним из наиболее реалистичных способов привлечения инвестиций для субъектов в следующие два-три года останутся инструменты государственно-частного партнёрства, так как они позволяют снизить нагрузку на бюджет, а иногда и вовсе не предполагают денежных вложений публичной стороны.

Так сколько потратят на инфраструктуру?

На протяжении последних пяти лет – с 2012 года – затраты региональных бюджетов на инфраструктуру постепенно снижались. В 2017 году, по нашей оценке (на основе ежемесячных данных Федерального казначейства), они сократились на 13% – до 1,1 трлн руб., а их доля относительно ВВП упала с 1,5% по итогам 2016 года до 1,24% в 2017-м.

Снижение расходов, впрочем, несколько замедлилось по сравнению с 2014 и 2015 годами, хотя объясняется это вовсе не улучшением ситуации в бюджетах регионов. Меньше вкладывать в инфраструктуру без риска довести её до критического состояния уже просто нельзя. Большая часть инвестиций региональных бюджетов идёт на реконструкцию и ремонты, а не на новые инвестиционные проекты.

Рисунок 6. Расходы регионов на инфраструктуру*, млрд руб.



* На графике представлены обновлённые расчёты доли расходов на инфраструктуру в ВВП за 2012–2017 годы. Переоценка показателей была сделана в связи с тем, что Росстат изменил методологию оценки ВВП и в декабре 2017-го опубликовал пересчитанные данные за предыдущие годы.

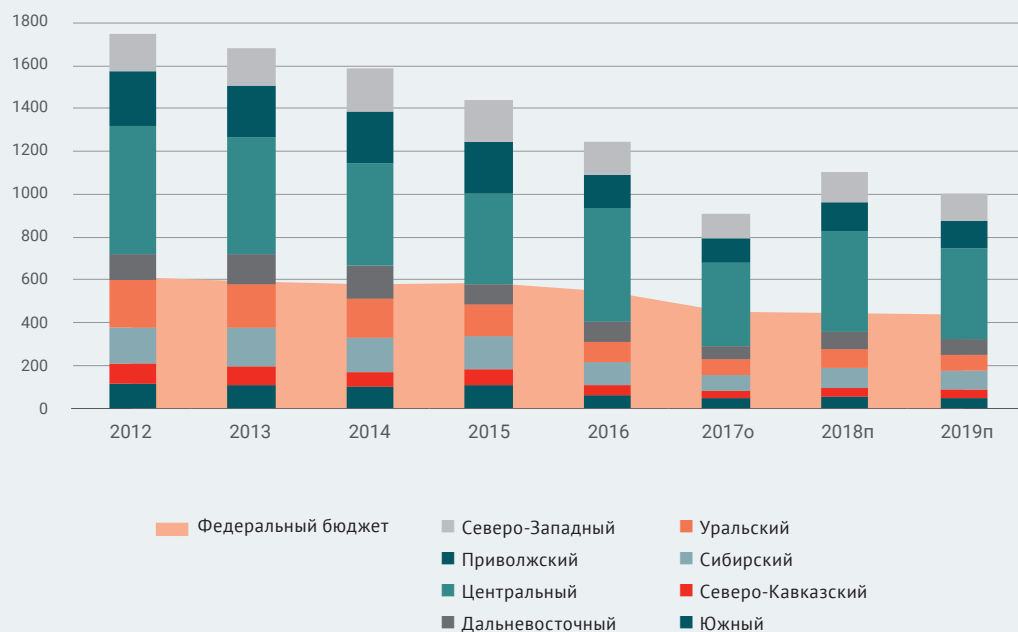
** Расчёт инвестиций в инфраструктуру в денежном выражении сделан по ежемесячным отчётам Федерального казначейства, скорректированная оценка появится в мае 2018 года.

Оценивая долю этих расходов в ВВП в 2017 году, мы опирались на прогноз Всемирного банка по росту ВВП России в указанном периоде, так как Росстат опубликует итоговые данные в мае, а оптимистичные ожидания Минфина, заложенные в бюджет (в редакции от 01.07.2017 и 14.11.2017), не подтверждаются динамикой экономических показателей, зафиксированных в четвёртом квартале 2017-го.

Источник: данные Росстата, Казначейства, Минфина, World Bank, расчёты InfraONE

Кроме того, расходы регионов распределяются неравномерно: больше всего тратит на инфраструктуру Центральный федеральный округ – свыше 410 млрд руб. (здесь и далее в абзаце данные за 2017-й). Его расходы сопоставимы с федеральным бюджетом, но порядка 80% приходится на Москву. Северо-Западный и Приволжский федеральные округа расходуют по более чем 150 млрд руб. каждый, Сибирский, Уральский и Дальневосточный – не более чем по 100 млрд руб., а оставшиеся 9% делят между собой Северо-Кавказский и Южный (см. рисунок 7). Причём на Москву и Санкт-Петербург приходится 39% от всех вложений субъектов, или 430 млрд руб.

Рисунок 7. Динамика расходов регионов России на инфраструктуру по федеральным округам*, млрд руб.



* Расчет инвестиций в инфраструктуру в 2017 году в денежном выражении сделан по ежемесячным отчетам Федерального казначейства, скорректированная оценка появится в мае 2018 года.

Источник: данные Казначейства, расчеты InfraONE

Мы не ждём, что регионы смогут существенно увеличить расходы бюджетов на инфраструктуру в следующие три года. Но и снижать их, на наш взгляд, уже некуда, учитывая, что почти 40% приходится на два города федерального значения. Найти средства на развитие всё же можно – за счёт использования инструментов государственно-частного партнёрства.

1,9% ВВП – это очень скромные расходы на инфраструктуру. Столько вкладывают, как правило, либо развитые страны, уже построившие достаточно дорог, мостов, школ, больницы и прочих объектов, либо не самые благополучные развивающиеся страны.

По данным *Global Infrastructure Outlook* (включает оценку инфраструктурных потребностей пятидесяти стран), по доле расходов на инфраструктуру от ВВП в 2017 году Россия значительно отстает от Китая, Индии и Бразилии, которые вкладывают 6,5%, 4,8% и 2,9% соответственно. Впрочем, дела у нас пока обстоят всё же лучше, чем, к примеру, в Мексике (см. рисунок 8).

Бюджетная система пробила дно?

Расходы бюджетной системы на инфраструктуру продолжают сокращаться: этот тренд сохраняется по итогам 2017 года в номинальном и реальном выражении (см. рисунок 9). Доля инвестиций в инфраструктуру в ВВП также снижается, даже несмотря на очередные изменения в методологии Росстата по оценке этого показателя.

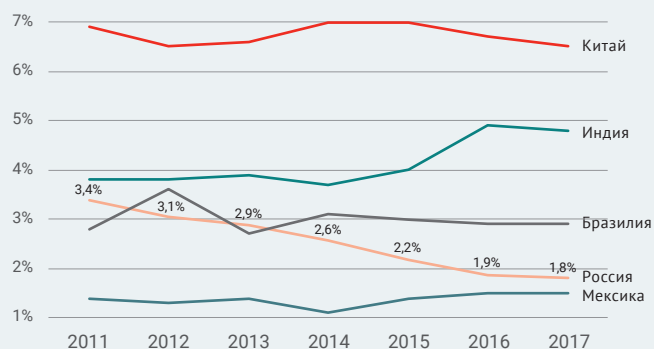
По нашим расчётам, в 2017 году на инфраструктуру из федерального и регионального бюджетов потратили 1,9% ВВП, или порядка 1,66 трлн руб. В реальном выражении показатель и вовсе уменьшился более чем вдвое - до 738 млрд руб. (в базовых ценах 2012 года).

На наш взгляд, нынешние расходы бюджетов на инфраструктуру достигли критически низкого уровня, и, вероятно, в денежном выражении в следующие год-

два они будут увеличиваться. Впрочем, существенного роста мы не ждём, по крайней мере без решительных шагов со стороны властей либо резкого изменения внешних экономических факторов, например, цены на нефть.

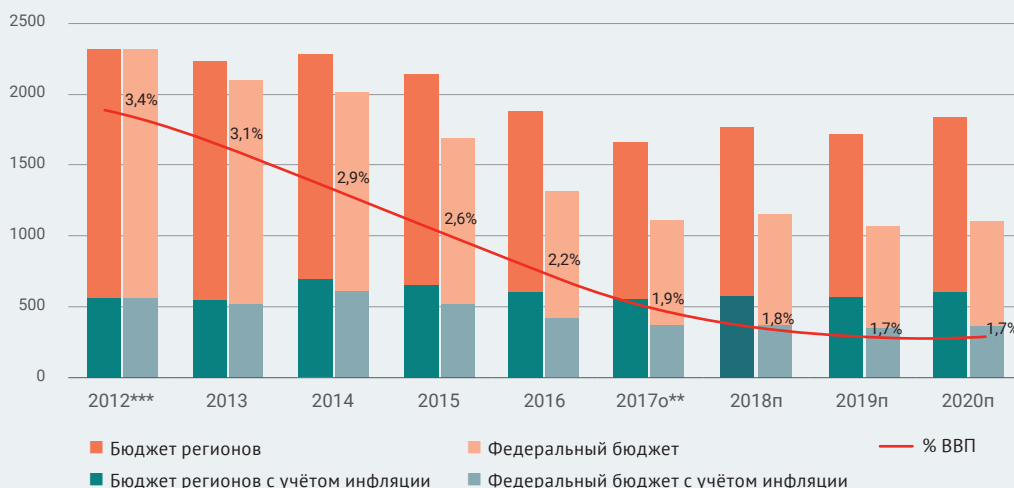
В следующие два года доля инфраструктурных инвестиций государства в ВВП, по нашим расчётам, сократится до уровня 1,7–1,8%, если экономика будет расти такими быстрыми темпами, которые заложило в бюджет правительство. Если же она будет расти медленнее, как прогнозируют, например, эксперты «Центра развития» Высшей школы экономики, то, вероятно, сохранятся нынешние 1,9% ВВП.

Рисунок 8. Объём инвестиций в инфраструктуру по странам в 2011–2017 годах, % от ВВП



Источник: Global Infrastructure Outlook, данные Казначейства, Минфина, расчёты InfraONE

Рисунок 9. Расходы бюджетной системы России на инфраструктуру*, млрд руб.



* На графике представлены обновлённые расчёты доли расходов на инфраструктуру в ВВП за 2012–2017 годы. Переоценка показателей была сделана в связи с тем, что Росстат изменил методологию оценки ВВП и в декабре 2017-го опубликовал пересчитанные данные за предыдущие годы.

** Расчёт инвестиций в инфраструктуру в денежном выражении сделан по ежемесячным отчётам Федерального казначейства, скорректированная оценка появится в мае 2018 года.

Оценивая долю этих расходов в ВВП в 2017 году, мы опирались на прогноз Всемирного банка по росту ВВП России в указанном периоде, так как Росстат опубликует итоговые данные в мае, а оптимистичные ожидания Минфина, заложенные в бюджет (в редакции от 01.07.2017 и 14.11.2017), не подтверждаются динамикой экономических показателей, зафиксированных в четвёртом квартале 2017-го.

*** При очистке на инфляцию базовым взят 2012 год.

Источник: данные Росстата, Казначейства, Минфина, World Bank, расчёты InfraONE

Потребности российской инфраструктуры

Согласно нашим расчётам, в 2017 году государственный и частный сектор вложили в инфраструктуру около 4,3 трлн руб., соотношение бюджетных и внебюджетных инвестиций составляет приблизительно 1:1,5. Но этих денег недостаточно, так как значительная их часть приходится на реконструкцию и ремонт, а многие значимые для развития экономики и повышения качества жизни граждан отрасли слишком сильно зависят от бюджетных инвестиций либо контролируются госкомпаниями, инвестиционные возможности которых ограничены инвестпрограммой и субсидиями.

Рисунок 10. Динамика инвестиций в инфраструктуру России и инфраструктурные потребности, трлн руб.



* Расчёт инвестиций в инфраструктуру в денежном выражении сделан по ежемесячным отчётам Федерального казначейства, скорректированная оценка появится в мае 2018 года. При оценке инвестиций мы не учитывали расходы на оборонный сектор и взносы в уставные капиталы госкомпаний.

** Внебюджетные вложения в инфраструктуру оценивались на основе данных о структуре инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности: этот показатель мы очистили от расходов на строительство недвижимости, инвестиций, которые делают промышленные предприятия, обрабатывающие производства, сельскохозяйственный сектор, от финансовых операций и торговли. В эту категорию вошли инвестиции госбанков и госкомпаний, частного бизнеса, инвесторов из-за рубежа.

Источник: данные Росстата, Казначейства, World Bank, расчёты InfraONE

Минимальная потребность российской инфраструктуры на 2018 год, по нашей оценке, составляет 2,3 трлн руб. Но для заметного экономического роста необходимо до 5,6 трлн руб. Причём первая цифра вполне достижима: для инвестиций доступно до 2 трлн руб. внебюджетных средств, но они не попадают в проекты порой по довольно субъективным причинам или от банального недостатка проектов (подробнее см. «Рынок капитала: где искать деньги на инфраструктуру?»).

Мы полагаем, что ситуация, с большой долей вероятности, будет меняться медленно: рынок слишком консервативен, и если просто «залить» его деньгами, это не принесёт долгосрочного эффекта. К тому же проектов готовых для финансирования в таком объеме - просто нет. Тем не менее спрос на инфраструктурные проекты высок, потому даже нематериальные стимулы от государства могут помочь ему существенно вырасти. Мы ждём, что конкуренция за концессии и ГЧП-проекты в 2018 году будет расти, несмотря на ограниченное предложение.

Амбиции и инвестиции: что декларируют в госпрограммах

Содержание и структура профильных инфраструктурных федеральных целевых программ (ФЦП), а теперь госпрограмм, в 2017 году значительно изменилась. Пять наиболее значимых из них – медицинскую, жилищную, образовательную, аграрную и транспортную госпрограммы – перевели в формат «проектного» подхода. По плану правительства, это поможет жёстко привязать госрасходы к достижению конкретных целей. Но федеральные ведомства пока не очень-то верно применяют проектный подход в реальности. Это скорее маркетингово-политическая обертка, нежели реальный классический инструмент.

Предполагается, что ключевые показатели обновлённых программ в следующие четыре года будут расти опережающими темпами – например, по утверждённой в конце 2017-го госпрограмме «Развитие транспортной системы» темпы строительства федеральных дорог планируют увеличить в три раза (с 326 км в 2017 году до 982 км в 2018-м). Грузооборот морских портов должен вырасти с 722 млн тонн в 2016 году до 966 млн тонн в 2021-м, а экспорт транспортных услуг – до \$19 млрд к 2021 году (\$14,9 млрд в 2016 году).

Ускорить строительство дорог с 69,5 км в 2016 году до 568 км в 2018-м предполагается в том числе за счёт концессий и инвестиционных соглашений на принципах ГЧП.

Стоимость госпрограммы после обновления выросла более чем в два раза – до 7,75 трлн руб. с 3,2 трлн, которые предполагалось потратить по ФЦП. При этом 41% (3,18 трлн руб.) – вложения федерального бюджета, 35% (2,73 трлн руб.) – регионального, а остальное – внебюджетные источники. В ФЦП, предшествовавшей госпрограмме, объем федерального финансирования был 1,8 трлн руб., а регионального – всего 85 млрд руб.

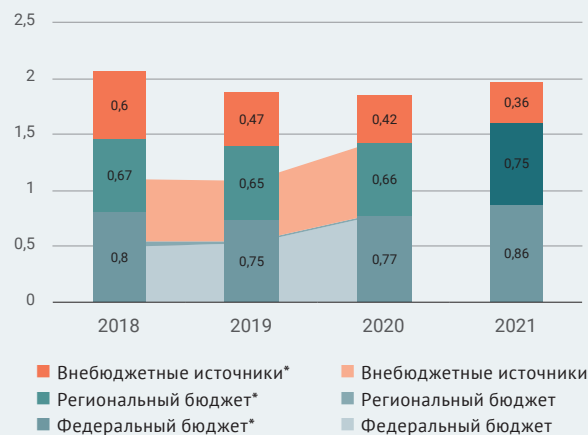
Есть ли шансы осуществить столь амбициозные планы? Мы не рассчитываем, что федеральный бюджет сможет тратить только на развитие транспорта около 800 млрд руб. ежегодно, как предполагает госпрограмма (см. рисунок 11).

Расходы бюджетной системы на инфраструктуру (номинального и доли в ВВП) ежегодно сокращаются: объём вложений федерального бюджета в последние три года составлял порядка 600 млрд руб., то есть на транспорт приходилось ещё меньше. К тому же предпосылки, заложенные в бюджет на 2018–2020 годы, по нашим расчётам, противоречат тому, что декларирует госпрограмма.

Регионы также вряд ли смогут инвестировать заложенные в госпрограмму суммы, а вот величина частных вложений с учётом уже запущенных и запускающихся концессий и иных ГЧП-проектов выглядит реально, но будет зависеть от того, хватит ли у многих из них воли и ресурсов, чтобы довести свои проекты до запуска.

На наш взгляд, хоть ФЦП сменили название и перевели в формат «проектного офиса», суть документа не слишком поменялась: его наличие по-прежнему ни к чему не обязывает профильные ведомства и регионы, а потому вряд ли планы осуществляются. Впрочем, сам факт, что правительство продвигает инструменты государственно-частного партнёрства и делает на них ставку при долгосрочном планировании, позитивен.

Рисунок 11. Как изменилась госпрограмма «Развитие транспортной системы» (на 2018–2021 годы), трлн руб.



* Пересмотренные показатели в соответствии с постановлением правительства России от 20.12.2017 №1596

Источник: данные Минфина, расчёты InfraONE

Чем поможет инфраструктуре проектный подход?

Чаще всего обязательства публичной стороны по концессиям и ГЧП и МЧП-соглашениям почти не отражаются на бюджете. Они формируют так называемые «параллельные» обязательства, статистику по которым Минфин не ведёт, а, следовательно, не учитывает при оценке сбалансированности бюджетов.

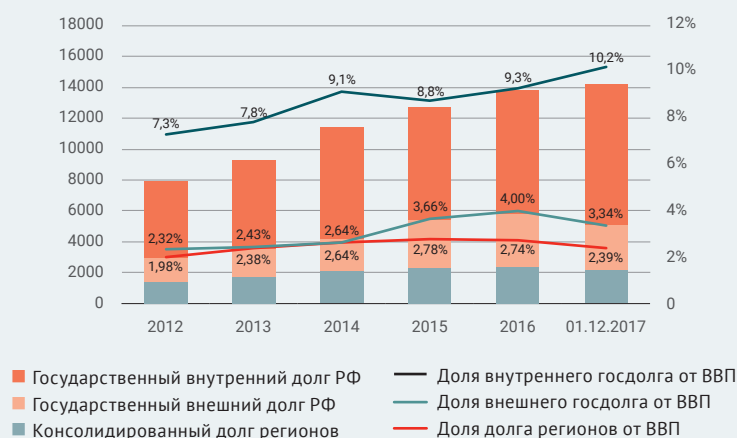
Откуда берутся забалансовые обязательства

Забалансовые обязательства бюджета формируются за счёт локализации рисков инвестиционных проектов на конкретных проектных компаниях (SPV). Те платежи, которые государство делает в рамках такого подхода, часто выходят за рамки конкретного бюджетного цикла, риски по ним сбрасываются не полностью либо вообще никогда не наступают.

В подобные обязательства государства входит, например, минимальный гарантированный доход (МГД), платежи за создание объектов государственной собственности (капитальный грант) или компенсация эксплуатационных расходов (в тех случаях, когда они рассчитаны на длительный период и выходят за пределы одно-трёхлетнего бюджетного цикла).

Обязательства, которые принимает на себя государство, заключая концессии и ГЧП, в большинстве случаев выходят за бюджетный цикл и далеко не всегда в принципе «сбрасываются». На деле указанные 450 млрд руб. «забаланса» могут оказаться 150 или даже 100 миллиардами, но такой статистики в России не ведётся. Как, впрочем, и в большинстве стран.

Рисунок 12. Долги федерального бюджета и регионов*, млрд руб. и в % от ВВП



* На графике представлены обновлённые расчёты показателей долговой нагрузки и забалансовой нагрузки – в связи с тем, что Росстат изменил методологию оценки ВВП и в декабре 2017-го опубликовал пересчитанные данные за предыдущие годы.

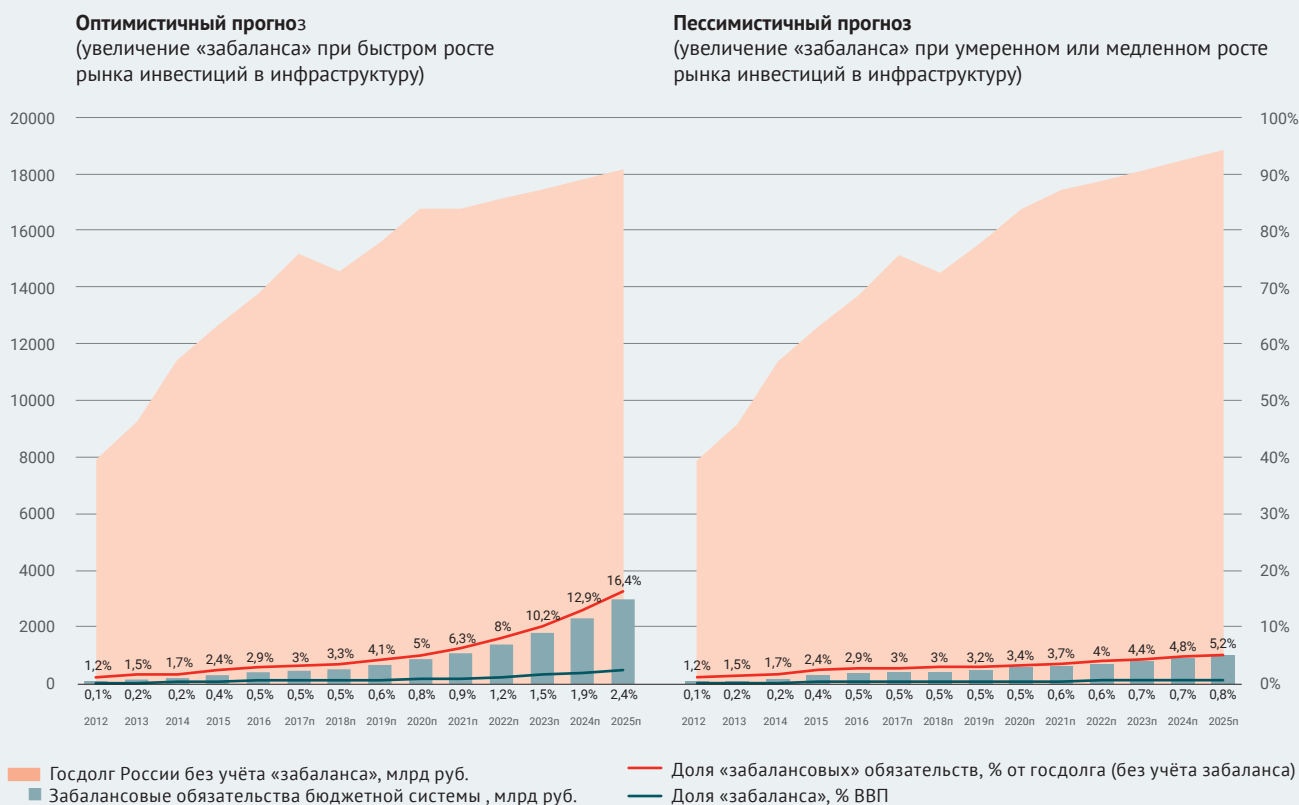
Источник: данные Минфина, Росстата, World Bank, расчёты InfraONE

Но здесь надо добавить, что «забаланс» никак не учитывают и во многих развитых странах мира.

Согласно нашим расчётам, совокупные забалансовые обязательства российской бюджетной системы по итогам 2017 года составляли порядка 450 млрд руб. (3% госдолга, или 0,5% ВВП). В целом в 2017 году они росли несколько медленнее – вслед за рынком инвестиций в инфраструктуру, который замер в преддверии выборов.

Даже если в следующие семь лет количество инфраструктурных проектов, формирующих «параллельные» обязательства, будет расти ускоренными темпами, объём «забаланса» не превысит 2,4% ВВП, или 16% госдолга; если же рост будет более скромным, на скрытые обязательства придётся всего 5% госдолга, или 0,8% ВВП.

Рисунок 13. Динамика госдолга и прогноз роста забалансовых обязательств России, 2012-2025 годы



Оценивая долговую нагрузку в % от ВВП в 2017 году, мы опирались на прогноз Всемирного банка по росту ВВП России в указанном периоде, так как Росстат публикует итоговые данные в мае, а оптимистичные ожидания Минфина, заложенные в бюджет (в редакции от 01.07.2017 и 14.11.2017), не подтверждаются динамикой экономических показателей, зафиксированных в четвёртом квартале 2017-го.

Источник: Росстат, данные Минфина, Росстата, IMF, анализ, расчёты и прогноз InfraONE

Доля долгов России с учётом «параллельных» обязательств едва превышает 17,5% ВВП («забаланс» в них всего 0,5% ВВП). Для сравнения, в Китае этот показатель составляет почти 240% ВВП (с долей «забаланса» в нём 64%), и государство эту нагрузку выдерживает, хоть и балансирует на грани.

Имеющийся в России «забаланс», на наш взгляд, незначителен, и его вполне можно наращивать в следующие два-три года.

Угроза для МГД: инвестпроекты могут привязать к тарифному законодательству?

Практика применения минимального гарантированного дохода (МГД) ежегодно становится шире, а в 2017-м появился судебный прецедент, который может серьёзно повлиять на будущее этого механизма.

Управление ФАС по Челябинской области аннулировало концессионный конкурс на создание системы по переработке твёрдых коммунальных отходов (ТКО), так как посчитало, что положения соглашения о компенсации недополученных доходов концессионеру противоречат концессионному и тарифному законодательству. Суд первой и апелляционной инстанции поддержал антимонопольную службу.

По мнению ФАС, раз в тарифном регулировании не предусмотрена возможность компенсации расходов концессионера после введения новых льгот для потребителей или вследствие снижения загрузки объекта концессии, то это противоречит и концессионному закону.

Имеющаяся практика применения указанных в судебных решениях норм противоположна. Тарифы в концессионных соглашениях в большинстве случаев устанавливаются индивидуально и опосредованно связаны с тарифным законодательством. Как правило, с помощью МГД компенсируют именно недополученный доход концессионера, например, из-за меньшей, чем ожидалось, загруженности объекта. А введение новых льгот для потребителей либо снижение предельного уровня тарифа попадает ещё и под другой механизм, применяемый в концессиях, — «режим особых обстоятельств».

Как работает МГД?

Минимальный гарантированный доход (МГД) — инструмент, часто используемый при структурировании концессий, но при этом до сих пор необоснованно вызывающий страхи и опасения у публичной стороны. Правда, с 2017 - опасений все меньше и инструмент МГД становится более или менее традиционным.

Логика МГД в том, что инвестору гарантируется определённая минимальная доходность на этапе эксплуатации объекта, а в том случае, если в реальности доход меньше, — дельта компенсируется из бюджета.

При использовании этого инструмента властям полезно помнить: в бюджет закладывается не весь объём МГД до конца действия концессионного соглашения, а лишь та небольшая часть, которая может сработать в текущем налоговом периоде. Остальная сумма потенциальных обязательств остаётся за балансом долга, а следовательно, не сказывается на финансовых показателях.

По нашей оценке, из 100 концессий с МГД он срабатывает в 10–15% случаев, при этом объём средств, который приходится возмещать инвестору, редко превышает 10–12% от суммы в годовом исчислении. Заложенная в концессию гарантия минимального дохода размазывается по периоду эксплуатации, а время платить может так и не наступить.

В данном случае суд и регулятор столкнулись с классической проблемой смешения ЖКХ и других инфраструктурных отраслей, в которых тарифы устанавливаются принципиально по-разному. В коммунальных отраслях (пожалуй, кроме, сферы УТБО) возможность управлять тарифами, минимизируя расходы бюджета есть, в остальных сферах у государства такой «лазейки» нет.

На практике для некоммунальных отраслей в концессионном соглашении прописывается гарантия выручки, а для сферы ЖКХ - компенсация по формуле «тариф+».

Сейчас с использованием МГД реализуется и структурируется довольно много топовых для рынка концессий (см. таблицу 1), и если государство не сможет исполнять обязательства по МГД, экономика проектов может серьёзно ухудшиться.

Решение ФАС по челябинской концессии, на наш взгляд, хоть и индивидуально, но всё же может нанести ущерб концессионному рынку – как минимум напугать инвесторов, которые только присматриваются к нему.

Таблица 1. Какие проекты используют механизм МГД?

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок соглашения, лет	Форма МГД
Реконструкция и эксплуатация областного центра медицинской реабилитации, Ленинградская область	2,74	26	Покрытие части расходов
Создание центра ядерной медицины на о. Русский, Приморский край	2,5	25	Компенсация недополученного дохода
Создание онкорadiологического центра в Балашихе, Московская область	1,9	12	Покрытие недополученного дохода по объёмам и направлениям
Создание, реконструкция и эксплуатация трамвайной сети в Красногвардейском районе, Санкт-Петербург	33,7	30	МГД входит в состав платы концедента (начисляется ежеквартально)
Строительство 4-го моста в Новосибирске	40,5	25	Компенсация недополученного дохода
Строительство дороги Москва – Минск (М1) (в обход города Одинцово, Московская область)	25,2	30	Компенсация недополученного дохода

Источник: данные органов власти, данные компаний, torgi.gov.ru, СМИ

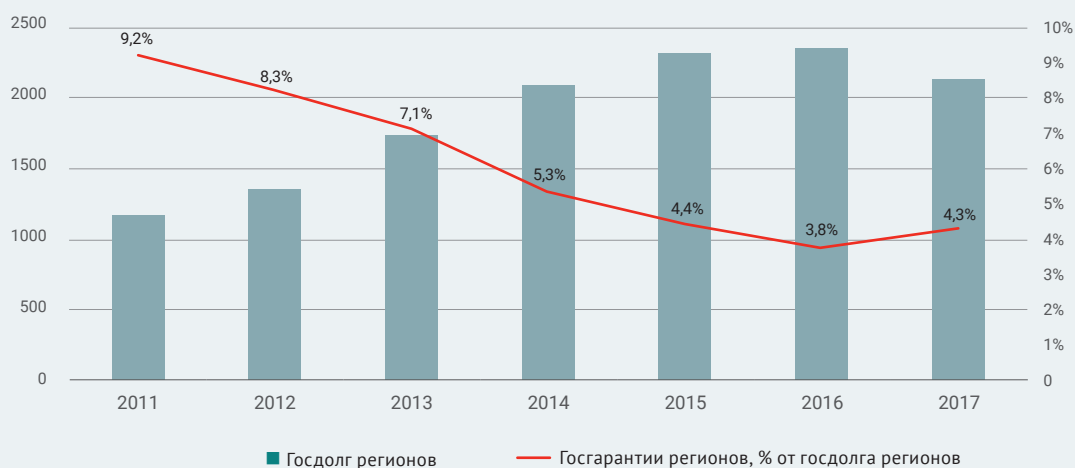
Госгарантии переведут за баланс?

Правительство обсуждает новый механизм учёта государственных гарантий: предлагается фиксировать их в бюджете не в полном объёме, а лишь в той части, в которой они сработали в предыдущем году. По такой же логике в бюджете учитывается МГД.

Подобный подход применяют во многих странах – в частности, в Чили, Германии, Франции, Литве. Исключением являются разве что США, где госгарантии отражают в составе госдолга в полном объёме.

Если методику учёта гарантий поменяют, это станет хорошей новостью и для публичной, и для частной стороны. Государство сократит размер долговых обязательств и сможет прогарантировать больше проектов, а инвесторы получат доступ к более «дешёвым» деньгам. Мы ждём, что необходимые для этого нормативные акты подпишут в 2018 году.

Рисунок 14. Динамика госгарантий в структуре госдолга регионов России, млрд руб.



Источник: данные Минфина

Ждать ли концессиям гарантий

Приведёт ли изменение учёта госгарантий на балансе бюджета к их массовой выдаче? Мы полагаем, что нет.

Минфин в последние годы выдавал госгарантии на инфраструктурные проекты крайне неохотно и вряд ли ослабит бдительность. Даже если проектов с госгарантиями станет больше, их, скорее всего, будут достаточно тщательно отбирать.

Впрочем, прямые госгарантии нужны далеко не всегда – в концессии заложен механизм государственного гарантирования: государство принимает на себя обязательство обеспечить концессионеру изначально оговорённые условия для реализации проекта (иногда гарантирует минимальную доходность, тарифный коридор или, например, обязуется не строить аналогичные инфраструктурные объекты поблизости). В правильно структурированных проектах обязательно есть пункт «особые обстоятельства», который и описывает большую часть таких условий и возможных нештатных ситуаций.

Довести по адресу: правительство объявило депозитам войну

Правительство в 2017 году запретило госкорпорациям и публично-правовым компаниям класть полученные на «капитальные» вложения через субсидии средства на депозиты в банки и размещать в другие финансовые инструменты. Предполагается, что теперь у получателей будет стимул тратить деньги по назначению и не затягивать процесс строительства, зарабатывая проценты.

Под новые правила попадут, например, «Ростех», «Росатом», ГК «Автодор», «Роскосмос». К некоторым из них Минфин и Счётная палата не раз предъявляли претензии за хранение целевых субсидий в банках на депозитах.

Теперь Федеральное казначейство будет направлять деньги, предназначенные для госкорпораций, на свои счета в подразделении ЦБ. Затем по заявкам госкорпораций эти деньги будут переводить подрядчикам. То есть пока средства не перечислены, свободная ликвидность будет «работать» на государство и выравнивание финансовой системы, а не приносить доход госкорпорации и конкретным банкам.

Впрочем, этот шаг – очередная «полумера»: запрет не касается акционерных обществ, на 100% принадлежащих государству (среди крупнейших – РЖД, ОСК, Совкомфлот), которые и дальше смогут зарабатывать на депозитах.

Мы полагаем, что эффект от нововведения будет в большей степени формальным, так как сами субсидии из бюджета по-прежнему выделяются на год и должны быть освоены в срок. То есть госкорпорации заинтересованы потратить всё до конца отчётного периода даже в ущерб качеству.

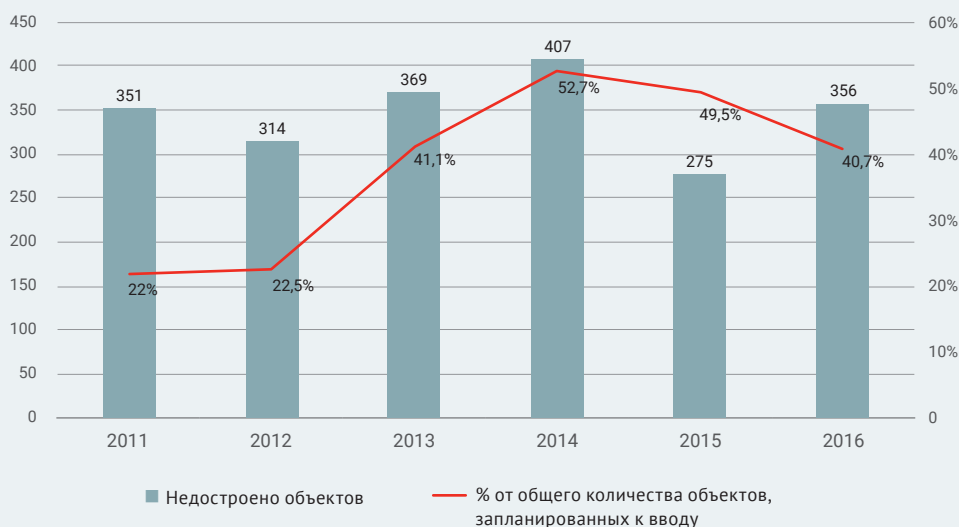
Бюджетный процесс и недострои

В последние два года освоение средств по федеральной адресной инвестиционной программе (ФАИП) находится на уровне 60% (см. рисунок 16). За десять месяцев 2017 года план выполнен лишь на 34%.

За ноябрь-декабрь эта цифра вполне может вырасти вдвое – такова стандартная динамика расходования бюджетных средств. Впрочем, с 2017-го Минфин позволил переносить расходы на следующий год, потому скачка может и не произойти.

По нашей оценке, исполнение снова вряд ли превысит 60%, а может быть и 50%. Тогда количество недостроев, которое, по данным Счётной палаты, по итогам 2016 года выросло до 2,2 трлн руб., или 12 тыс. объектов, станет ещё больше.

Рисунок 15. Динамика изменения числа недостроенных объектов федеральной адресной инвестпрограммы



Источник: данные Казначейства, Счётной палаты, расчёты InfraONE

Динамика, с большой вероятностью, не улучшится до тех пор, пока в бюджетном законодательстве не появятся контракты на два или три года в рамках трёхлетнего бюджета. Тогда необходимости заключать договор в спешке и срочно осваивать средства не будет.

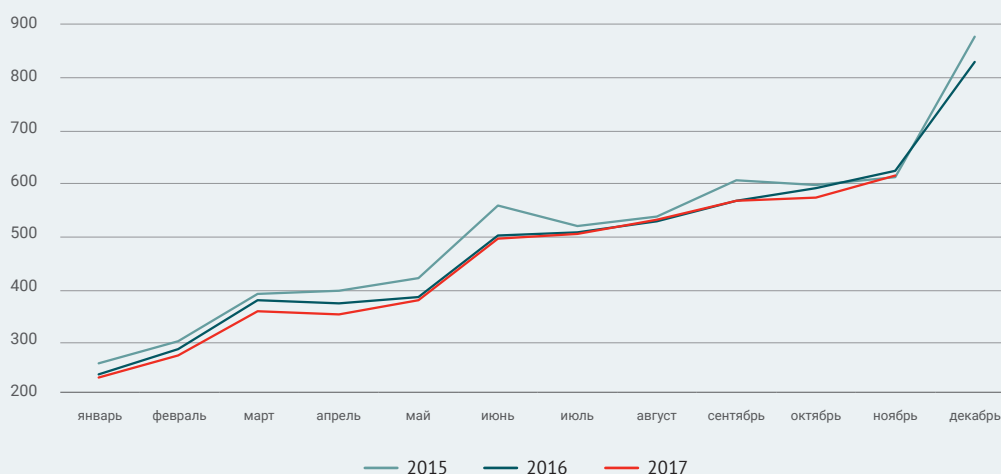
Мы не ждём, что планирование строительства по госзаказу изменится в 2018 году. Вместе с тем концессии и соглашения о ГЧП уже сейчас позволяют спланировать проект на несколько лет вперёд, причём публичная сторона сразу понимает, какой будет нагрузка на бюджет, а частная защищена от того, что у государства изменятся планы после начала строительства (более подробный анализ см. в таблице 2).

Рисунок 16. Динамика освоения средств в рамках федеральной адресной инвестпрограммы, млрд руб.



Источник: данные Казначейства

Рисунок 17. Динамика объёмов работ, выполненных по направлению «Строительство», в сопоставимых ценах, млрд руб.



Базовыми взяты объёмы работ за 2015 год

Источник: данные Казначейства

Таблица 2. Сравнение концессий с другими инвестиционными соглашениями и инструментами

Критерий	Госзакупка, кроме КЖЦ	КЖЦ в рамках госзакупки	Инвестиционное соглашение	ГЧП	Концессия
1. «Бюджетные» особенности					
«Бюджетная защищённость»	Нет	Нет	Нет	Да	Да
Возможность выхода за «бюджетный цикл»	Нет	Да	Нет	Да	Да
Высвобождение бюджетных средств на иные проекты	Нет	Незначительное	Незначительное	Да	Да
Ускоренное освоение ФЦП	Нет	Минимальное	Среднее	Да	Да
Госгарантии	Нет	Нет	Нет	Да	Да
Возможность контрактного гарантирования (покрытие рисков инвестора)	Нет	Средняя	Среднее	Среднее	Высокая
Доля расходов со стороны государства в проекте	100%	100%	0	От 0 до 100% в зависимости от условий соглашения	От 0 до 100% в зависимости от условий концессии
Косвенные инвестиции со стороны государства	Невозможны	Невозможны	Возможны	Возможны. Зависит от условий соглашения	Возможны. Зависит от условий концессии
Возмещение предпроектных расходов инвестора	Невозможно	Невозможно	Невозможно	Возможно	Возможно
Привлечение внебюджетных средств	Нет	Минимальное	Среднее	Высокое	Высокое
Ритмичность бюджетного финансирования проекта	Нет	Нет	-	Да	Да
Отражение статьи расходов в бюджете	Да	Да	Да	Да	Да
2. Конкурсные особенности					
Количество конкурсов (по этапам создания одного объекта)	Несколько	Один или несколько	Один или несколько	Один	Один
Объединение разных стадий («вертикальная синхронизация»)	Невозможно	В большинстве случаев невозможно	Возможно	Возможно	Возможно
Объединение разных предметов («горизонтальная синхронизация»)	Невозможно	Невозможно	В большинстве случаев невозможно	Возможно	Возможно
Свобода определения условий конкурса	Невысокая	Минимальная	Минимальная	Максимальная, в пределах законодательства (224-ФЗ)	Максимальная, в пределах законодательства (115-ФЗ)
Количество конкурсов по одному сложному или комплексному проекту	Множество	Несколько	Несколько	Один	Один

Критерий	Госзакупка, кроме КЖЦ	КЖЦ в рамках госзакупки	Инвестиционное соглашение	ГЧП	Концессия
Возможность предквалификации	Нет	Незначительная	Значительная	Значительная	Значительная. Определяется условиями концессий
Требования к исполнителю	Формальное	По большей части формальное	Содержательное	Содержательное	Содержательное
3. Управленческие особенности					
Прозрачное единое окно исполнения	Невозможно	В редких случаях	В некоторых случаях	Да	Да. Через консорциум или условия концессионного соглашения
Мотивация частной стороны качественно реализовать проект	Низкая	Средняя	Высокая	Высокая	Высокая
PR- и GR-эффекты для государства	Минимальные	Средние	Средние	Высокие	Высокие
Риск десинхронизации в комплексном или крупном проекте	Высокий	Высокий	Высокий	Низкий	Низкий
Содействие развитию соответствующей отрасли	Минимальное	Среднее	Среднее	Высокое	Высокое
Содействие развитию смежных отраслей	Минимальное	Среднее	Высокое	Высокое	Высокое
4. Экономические особенности					
Права собственности на основной объект	Государство	Государство	Как правило, государство, но возможны исключения	Частная или государственная, либо в долевом соотношении, определённом в соглашении	Государство
Права собственности на иное имущество	Неприменимо	Неприменимо	Варианты: частная сторона или государство	Варианты: частная сторона или государство, либо в долевом соотношении, определённом в соглашении	Варианты: частная сторона или государство
Права собственности на дополнительное создаваемое имущество	Неприменимо	Неприменимо	Как правило, государство, но возможны исключения	Варианты: частная сторона или государство, либо в долевом соотношении, определённом в соглашении	Варианты: частная сторона или государство
Коммерческая эксплуатация	Невозможна	Неприменимо	Как правило, неприменимо	Да. Определяется условиями конкурса и соглашения	Да. Определяется условиями конкурса и концессионного соглашения
Получение и распределение доходов от коммерческой части проекта	Неприменимо	Неприменимо	Да. Определяется условиями соглашения	Да. Определяется условиями соглашения	Да. Определяется условиями конкурса и концессионного соглашения
Риски увеличения сроков реализации проекта	Высокие. На государстве	Высокие. На государстве	Низкие. На частной стороне	Низкие. На частной стороне	Низкие. На частной стороне

Критерий	Госзакупка, кроме КЖЦ	КЖЦ в рамках госзакупки	Инвестиционное соглашение	ГЧП	Концессия
Риски десинхронизации в комплексном проекте	Высокие. На государстве	Средние. На государстве	Средние. И на частной, и на государственной стороне	Низкие. На частной стороне	Низкие. На частной стороне
Риски для бизнеса частной стороны	Неуправляемые. Риск на основном бизнесе	Слабо управляемые. Риск на основном бизнесе	Слабо управляемые.	Управляемые. Локализируются в рамках проекта	Управляемые. Локализируются в рамках проекта
Передача земельных участков	«Право доступа» по госконтракту: передача по акту для производства работ или на праве безвозмездного срочного пользования на период строительства	«Право доступа» по госконтракту: по акту для производства работ или на праве безвозмездного срочного пользования на период строительства	По договору аренды или на праве безвозмездного срочного пользования на период создания объекта соглашения	Без конкурса по договору аренды. После заключения соглашения	Без конкурса по договору аренды. После заключения концессионного соглашения
Экономическая ответственность за итог	Низкие финансовые последствия	Низкие финансовые последствия	Средние финансовые последствия	Высокие финансовые последствия – капитал компании.	Высокие финансовые последствия – капитал компании. Возможность дополнительно урегулировать в концессионном соглашении
Вовлечение имущества в рыночный оборот	Невозможно	Невозможно	Высокое	Высокое	Высокое
5. Контрактные и юридические особенности					
Юридическая основа	44-ФЗ (ФКС)	44-ФЗ (ФКС)	39-ФЗ	224-ФЗ	115-ФЗ
Наличие инвестиционного соглашения	Нет	Нет	Да	Да	Да. Концессионное соглашение
«Тарифные» риски	Неприменимо	Слабоуправляемые. В рамках обычных правил ФАС	Слабоуправляемые. В рамках обычных правил ФАС	Управляемые. Регулирование в соглашении, в том числе через «Особые обстоятельства»	Управляемые. Регулирование в КС, в том числе через «Особые обстоятельства»
Риск увеличения стоимости реализации	Высокий. На государстве	Средний. На государстве	Низкий. На частной стороне	Низкий. На частной стороне	Низкий. На частной стороне
Риск увеличения первоначальной расчётной стоимости проекта (ОСВР)	Высокий. На государстве	Средний. На государстве	Низкий. На частной стороне	Низкий. На частной стороне или государстве, в зависимости от условий («режим особых обстоятельств»)	Низкий. На частной стороне или государстве, в зависимости от условий («режим особых обстоятельств»)
Защищённость от изменения налоговой нагрузки	Нет	Нет	Нет	Да. Правило «дедушкиной оговорки»	Да. Правило «дедушкиной оговорки»
Защищённость от изменений законодательства	Отсутствует	Отсутствует	Отсутствует	Средняя. Правило «дедушкиной оговорки»	Средняя. Правило «дедушкиной оговорки»
Возможность «перепродажи» проекта частной стороной	Нет	Нет	Возможности и варианты урегулированы в законе	Да	Возможности и варианты урегулированы в законе
Возможность замены стороны	Нет	Нет	Да. Возможности и варианты урегулированы в законе	Да. Возможности и варианты урегулированы в законе	Да. Возможности и варианты урегулированы в законе

Критерий	Госзакупка, кроме КЖЦ	КЖЦ в рамках госзакупки	Инвестиционное соглашение	ГЧП	Концессия
Судебная практика (на конец 2017 года)	Значительная	Нет	Имеется	Нет	Значительная
Релевантность условий контрактов поставленной цели (соответствие целевому назначению)	Нет	Средняя	Высокая	Высокая	Высокая
Фиксация цены, срока, качества	Формальное	Формальное	Содержательное	Содержательное	Содержательное
6. Финансовые особенности					
Внебюджетное финансирование	Нет	В основном только прямое кредитование исполнителя	Да. Возможны различные варианты. Базовый – проектное финансирование	Да. Возможны различные варианты. Базовый – проектное финансирование	Да. Возможны различные варианты. Базовый – проектное финансирование
Залоги при финансировании	Активы подрядчика	Активы подрядчика	Активы подрядчика, залог активов проекта	Активы собственно проекта или консорциума (включая его акции)	Активы собственно проекта или консорциума (включая его акции)
Резервирование при кредитовании, определённое Банком России	3-я категория, 21-50% резервов	3-я категория, 21-50% резервов	3-я категория, 21-50% резервов. Исключение - целевое финансирование за счет заемных средств (тогда не ниже 2-й категории)	3-я категория, 21-50% резервов	Не ниже 2-й категории резервирования
Внимание финансовых инвесторов	Низкое	Низкое	Высокое	Высокое	Высокое
Условия финансовых инвесторов	Стандартные	Стандартные	Стандартные	Стандартные	Гибкие
Ритмичность финансирования из бюджета	Нет	Нет	Да	Да	Да

Источник: нормативные акты, анализ InfraONE

За ГЧП назначат ответственного?

Традиционно значительной частью вопросов, касающихся рынка государственно-частного партнёрства (в том числе концессий), занимается Минэкономразвития. Туда направляют проекты соглашений на оценку эффективности, министерство ведёт мониторинг проектов и выступает с инициативами по совершенствованию законодательства. Ведомство претендует на роль куратора сферы ГЧП, но в этом у него есть конкурент – министерство финансов.

В 2017 году под контроль Минфина уже перешли государственные закупки, а так как вопросы, связанные с бюджетом, – его поле деятельности, то не исключено, что ведомству отдадут и государственно-частное партнёрство.

Впрочем, появление «одного окна» в любом случае будет положительным для рынка, особенно если новый куратор будет рассматривать государственно-частное партнёрство как самостоятельное направление, полноценно им заниматься и развивать инфраструктуру для таких вложений – в части совершенствования правовой базы, статистики, новых финансовых механизмов и прочего.

Сколько бюджет должен инфраструктуре?

Тяжба ФАС с властями Башкирии по поводу концессии на строительство автодороги «Стерлитамак-Магнитогорск» (или так называемое «башкирское дело») стала самым резонансным судебным спором на рынке инфраструктуры в 2017 году.

Антимонопольная служба в начале прошлого года отменила итоги конкурса на автодорогу в Башкирии, поскольку посчитала, что государство даже «в рассрочку» (в виде платы концедента) не может брать на себя все расходы по концессии. Иначе, по мнению регулятора, подобные действия ничем не отличаются от госзакупок, а следовательно нарушают концессионное законодательство и процедуры надо вести в рамках контрактной системы.

Решение ФАС противоречило сложившейся практике в этой сфере и ставило под угрозу другие похожие концессии с полной компенсацией какой-либо стадий из бюджета (участок трассы М-11 «Москва - Санкт-Петербург» (543-684 км), ЦКАД-3 и др.).

Остроты ситуации придало июньское решение Арбитражного суда Москвы, поддержавшего позицию антимонопольного ведомства. Однако, в сентябре Девятый арбитражный апелляционный суд отменил решение ФАС и таким образом поддержал власти Башкирии и концессионера.

В итоге «башкирское дело» на несколько месяцев «взбодрило» и объединило рынок. Об инфраструктуре заговорило не только профессиональное сообщество, но и представители общественно-политических кругов.

Профильные ведомства, ФАС и участники рынка пришли к единому мнению - закон о концессии нужно скорректировать так, чтобы исключить различные трактовки, касающиеся порядка возмещения затрат концессионера, и четко отделить концессии от госзакупок.

В поправках, подготовленных Минфином, предполагалась возможность полной компенсации вложений инвесторов, но при выполнении нескольких условий: до 75% расходов на этапе строительства может быть компенсировано за счёт капитального гранта и до 50% - на этапе эксплуатации через плату концедента. При этом полностью компенсировать расходы можно не ранее, чем через пять лет. Против таких изменений выступило Минэкономразвития, так как меры, предложенные Минфином, могут испугать инвесторов.

За какие проекты государство платит больше?

Чаще всего государство полностью компенсирует затраты на создание капиталоемких объектов в сфере транспорта (группа С в таблице XX). Такие проекты предполагают большой объем инвестиций и долгий срок окупаемости, потому как правило, структурируются через плату концедента, а доходы от объекта поступают напрямую в бюджет. Для государства это своеобразная «рассрочка» и способ, получить инфраструктуру, даже когда денег на ее строительство в бюджете на ближайшие три года нет.

Впрочем, такие проекты хоть и заметны в силу масштабности, массовыми вряд ли станут, так как и федеральный бюджет, и регионы готовы финансировать ограниченное число проектов полностью.

В среднем (если брать проекты дороже 1 млрд руб., и не учитывать группу С) соотношение частных и государственных вложений в ГЧП проектов находится на уровне 1:3, а идеале этот показатель должен достичь планки 3:1.

То есть наиболее перспективны для запуска проекты из группы А таблицы 3 - все, что касается дорожного сервиса, благоустройства, сфер культуры и развлечений, ЖКХ и прочих. Эти проекты предполагают минимум вложений бюджета.

Неплохие шансы запуститься, на наш взгляд, у группы В, причем здесь, вероятно, будет проще проектам из нижней части таблицы, где капитальные затраты меньше эксплуатационных. А вот те объекты, которые нуждаются в более серьезных вложениях государства, скорее всего, будут реализовываться в основном в тех случаях, когда их удастся структурировать так, чтобы снизить потребности в бюджетном финансировании за счет более детального распределения рисков.

В сегментах, оставшихся пустыми, сделки тоже возможны, но в 2018 году они будут скорее исключениями, так как предполагают слишком большую ответственность государства, либо частной стороны.

Несмотря на то, что дискуссия в правительстве продолжается, мы ждем, что в 2018 году в закон о концессии все же внесут поправки, которые уточнят критерии компенсации расходов инвесторов в концессионных и ГЧП-проектах, включающих полный жизненный цикл объекта. Детальнее прописать в законе могут и другие виды компенсаций: гарантии прав инвесторов при убытках из-за действий государства (увеличение налогов, строительство конкурирующей инфраструктуры и т.п), введение офтейкерских контрактов в периметр концессий и ГЧП-соглашений.

Таблица 3. Примеры субсидирования проектов государством на стадиях строительства и эксплуатации (концессии, ГЧП, ДИСы и пр.)*

Мы анализировали как сделки «на столе», так и уже действующие проекты.

СТРОИТЕЛЬСТВО/РЕКОНСТРУКЦИЯ	80-100%		Аэродромы	Ледоколы	Региональные автодороги Морские порты Речные порты Гидротехнические сооружения	Автодороги Метро
	60-80%		Морские и речные суда	Железнодорожные объекты Передача электроэнергии Здравоохранение	Промыленно-логистические комплексы Минобороны	
	40-60%	Инфраструктура аэропортов	Средства аэронавигации Теплоснабжение Объекты образования, культуры, спорта, туризма, социально-культурного назначения	Паромы Отдельные элементы метро Генерация электроэнергии	Трубопроводный транспорт Объекты социального обслуживания	Утилизация твердых бытовых отходов Мелиорация
	20-40%	Частные автодороги	Водоснабжение и водоотведение Санаторно-курортный комплекс	Региональные железные дороги Транспорт общего пользования Промышленные комплексы	Объекты газоснабжения Переработка и хранение сельхозпродукции	Иная коммунальная инфраструктура
	0-20%	Дорожный сервис Объекты охотничьей инфраструктуры	Благоустройство территорий	Воздушные суда		
	0	0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-100%

ЭКСПЛУАТАЦИЯ

(объем субсидирования, либо минимального гарантированного дохода, либо офтейков от государства)

□ Группа А ■ Группа В ■ Группа С

* Отрасли приведены согласно номенклатуре в законах о концессии (115-ФЗ) и о ГЧП (224-ФЗ)

II. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ФОРМЫ ГОСПОДДЕРЖКИ

Отсутствие денег на инфраструктуру в бюджете толкает инициаторов проектов и государство искать другие возможности для запуска проектов. Что всё-таки может сделать государство, чтобы стимулировать приток инвестиций? Какие инструменты будут популярны в ближайшие два года, а о каких из них лучше забыть? Сколько средств могут разморозить альтернативные формы господдержки?

Поможет ли государство инфраструктуре?

Несмотря на то что в 2017 году представители всех уровней власти настойчиво призывали инвестировать в инфраструктуру и она называлась приоритетным направлением в большинстве стратегических планов, реальных возможностей поддержать проекты у государства по-прежнему не так много.

Профильные чиновники всё ещё поднимают тему прямых вложений бюджета и выдачи госгарантий под инфраструктурные проекты, но даже эта риторика изменилась. Подобные расходы и обязательства становятся более «обдуманными»: предполагают более тщательную экспертизу проектов, больший процент частных вложений, передачу значительной части рисков инвесторам и т.д. (подробнее см. «ВЭБ делает ставку на инвестиции», «Какой будет «фабрика» проектного финансирования»).

Мы полагаем, что получить прямую финансовую поддержку от государства и различных государственных институтов в следующие два-три года сможет ограниченное число проектов. В то же время государство будет стимулировать интерес инвесторов косвенно: например, давая налоговые льготы, возможность привлечь более дешёвое финансирование и пр.

По нашей оценке, использование альтернативных форм господдержки в совокупности поможет направить в инфраструктурные проекты порядка 0,34–1% ВВП на горизонте трёх лет – в зависимости от того, насколько активно власти будут работать с инвесторами и инициаторами проектов и стимулировать использование разных форм поддержки внутри одного проекта.

Могут ли резервы стать инвестициями?

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния объединили с 1 января 2018 года – это произошло за счёт обнуления Резервного фонда, все накопления Минфина за счёт дополнительных нефтегазовых доходов 2017 года поступят уже в ФНБ. На 1 января 2018 года в нём хранилось 3,75 трлн руб., или 4% ВВП. Накопления, сделанные за счёт того, что нефть стоила дороже базовых \$40 за баррель, в 2017 году составили чуть больше 1 трлн руб. (данные Минфина, окончательная оценка появится в феврале).

То есть общий объём резервов на начало 2018 года не критично уменьшился по сравнению с началом 2017-го: около 4,75 трлн руб. против 5,33 трлн руб. (ФНБ плюс Резервный фонд) соответственно. В 2018 году Минфин прогнозирует, что сможет направить в резервы ещё порядка 2 трлн руб. дополнительных нефтегазовых доходов при цене на нефть \$54–55 за баррель, или даже 2,8 трлн руб. при цене \$60 за баррель.

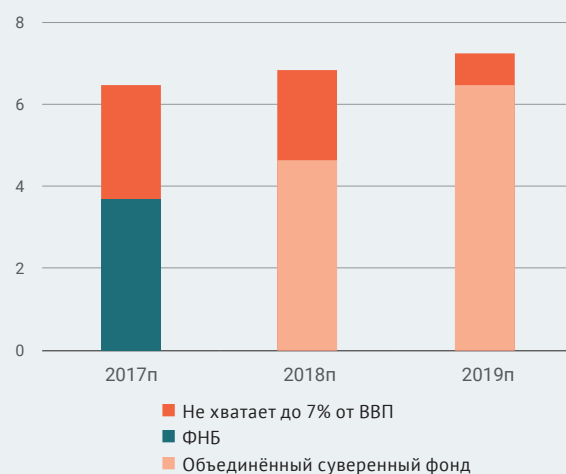
Скажется ли это на инфраструктуре? Полагаем, что прямых вложений из теперь единственного суверенного фонда – ФНБ – в следующие два-три года ждать не стоит. Основные целевые статьи расходования он сохраняет, но долгосрочных инвестиционных проектов среди них нет: тратить средства фонда планируют на обеспечение сбалансированности страховой пенсионной системы, софинансирование добровольных пенсионных накоплений граждан и финансирование дефицита бюджета.

Небольшие шансы получить финансирование из ФНБ у инфраструктуры всё же остаются. Во-первых, права на одобренные средства сохраняются у проектов, которые были выбраны до начала 2018 года. Во-вторых, в законе прописана планка, при достижении которой фонд может быть открыт для проектного финансирования: она составляет 7% от ВВП. Предполагается, что, превысив этот уровень, фонд снова сможет быть использован как источник привлечения средств на долгосрочные проекты.

По нашей оценке, до конца 2019 года фонд такой планки достигнуть не сможет: его объём лишь немногим превысит 6 трлн руб., или 6% ВВП, даже если придерживаться наиболее оптимистичного прогноза по ценам на нефть от Всемирного банка (\$56 и \$59 за баррель в 2018–2019 годах соответственно, против \$43,8 и \$41,6 за баррель, на которые ориентируется правительство – см. рисунок 18).

Ситуация может измениться лишь в случае резкого скачка цен на нефть, но и тогда государство скорее предпочтёт сначала сформировать резервы, то есть инфраструктура почувствует эффект от сверхдоходов не ранее 2020 года.

Рисунок 18. Прогноз объёма объединённого ФНБ в 2018–2019 годах, трлн руб.



Источник: данные World Bank, Минфина, Минэкономразвития, данные СМИ, расчеты InfraONE

Инфраструктурные инвестиции ФНБ

Предыдущий опыт инвестирования из ФНБ нельзя назвать до конца состоявшимся.

В рамках квоты на долгосрочные проекты в ФНБ заложено 1,74 трлн руб., из них по итогам 2017 года неразмещёнными остались 500,7 млрд руб. (см. таблицу 4). Не распорядились 239,3 млрд руб. из них, а остальное распределено ещё в 2014–2015 годах. С тех пор фонд профинансировал только некоторые отобранные тогда проекты (например, другие источники финансирования пришлось искать проекту ТЭПК «Элегест-Кызыл-Курагино», а ГК «Автодор» получила пока менее половины выделенных средств). Вряд ли этот список пополнится, так как в ближайшие годы власти планируют копить резервы, а не тратить.

Таблица 4. Как делили ФНБ и что в нём осталось, 2014-2017 годы

Разрешённые активы и инструменты и предельная квота на декабрь 2017 года	Кто, на что и сколько получил или должен был получить, млрд руб.*			Свободно в пределах квоты, млрд руб.	
	Организация, инструмент или проект	Одобрено	Фактически размещено	Не расписано	Фактически не размещено
	Поддержка банковской системы и ВЭБа				
	Депозиты в ВЭБе (в долларах и рублях)		\$6,254 млрд** 222,47		
	Привилегированные акции российских кредитных организаций (ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк)		278,99		
	Инфраструктурные проекты				
Облигации и акции компаний, реализующих инфраструктурные проекты (за исключением проектов РФПИ и «Росатома»)	Облигации ГК «Автодор» для финансирования ЦКАД	150	64,43		
	Привилегированные акции РЖД для финансирования БАМа и Транссиба Приобретение локомотивов для РЖД	150 60,2	50 100***	239,3	500,7
Субординированные депозиты и депозиты во Внешэкономбанке	Развитие восточной части БАМа	7,5			
Субординированные депозиты и депозиты в российских банках, субординированные облигации и привилегированные акции российских банков	Подходы к портам Азово-Черноморского бассейна	10,3	0		
	Подходы к портам Северо-Запада	22			
	Проект ТЭПК «Элегест-Кызыл-Курагино»	86,86	0		
	Комплексный проект «Ямал-СПГ»	150	150		
Облигации компаний, реализующих инфраструктурные проекты при участии РФПИ	Интеллектуальные сети с «Россетями»	1,08	1,08		
	Устранение цифрового неравенства с «Ростелекомом»	27	4,05	104,4	166,3
	«Запсибнефтехим» с «Сибуром»	\$1,75 млрд (но не более 157,5 млрд руб.)	\$1,2 млрд (118,6 млрд руб.)		
Облигации и акции компаний, реализующих инфраструктурные проекты при участии «Росатома»	Строительство АЭС «Ханхикиви-1» в Финляндии (привилегированные акции АО «Атомэнергпро»)»	150	57,5	140	232,5

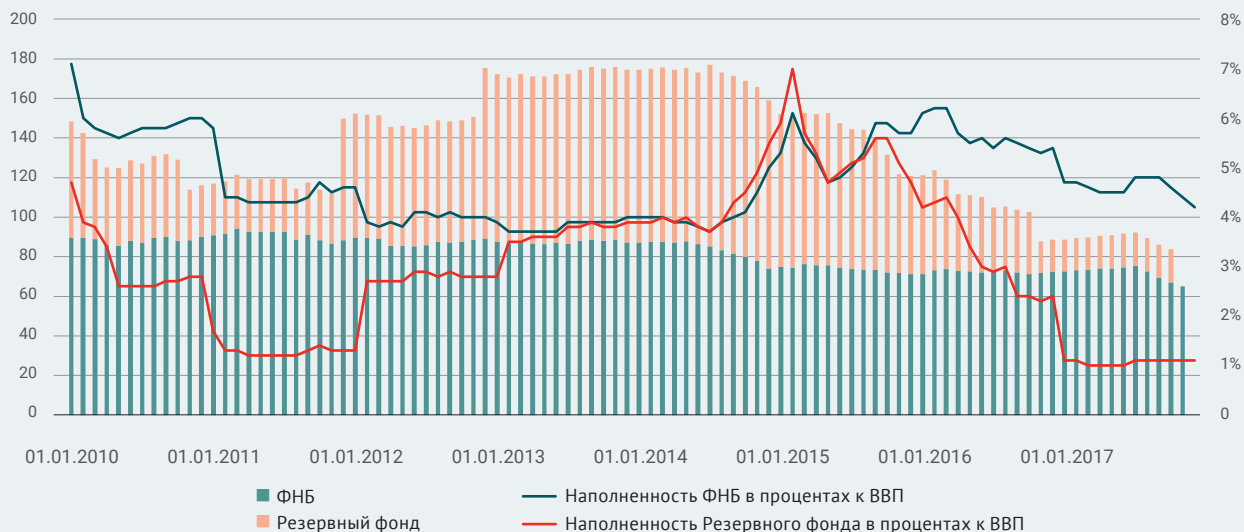
* Если не указано иное

** По курсу на 15.10.2017

*** В 2015 году было принято решение потратить 39,8 млрд руб. на закупку локомотивов вместо финансирования трёх проектов ниже в таблице. В 2016 году эти средства заменили заимствованиями с рынка, а 39,8 млрд руб. остались на депозитах в банках (облигации под них монополия пока не размещала)

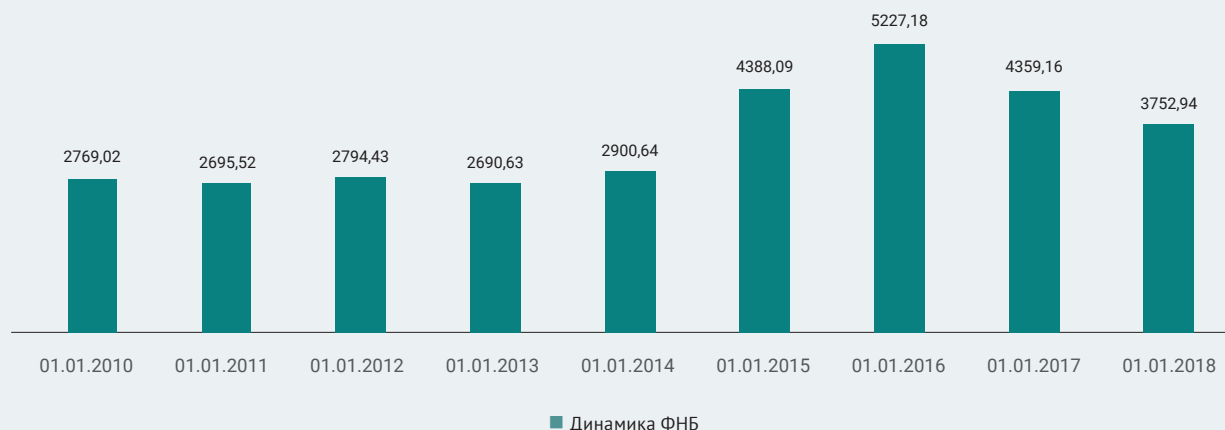
Источник: данные Минфина, Счётной палаты, постановления правительства, данные компаний, расчёты InfraONE

Рисунок 19. Динамика объёма ФНБ и Резервного фонда, млрд долл.



Источник: данные Минфина, расчёты InfraONE

Рисунок 20. Динамика объёма ФНБ, млрд руб.



Источник: данные Минфина

Налоги: затишье перед пересмотром?

Значительных изменений в налоговой системе в 2017 году не произошло, что было предсказуемо с учётом заканчивающегося электорального цикла. Федеральные власти ещё в 2014 году объявили мораторий на изменение налоговых условий для бизнеса до 2019-го, но некоторые отступления всё же случились.

Например, налог на движимое имущество (или так называемый «налог на модернизацию») передали в ведение регионов. Но ввели возможность инвестиционного вычета по налогу на прибыль, который организации могут использовать для обновления своих основных фондов. Воспользоваться им можно будет вплоть до конца 2027 года при условии, что регионы примут соответствующие законы.

В следующие два-три года изменения могут быть более радикальными, поскольку власти готовили бизнес и общественность к налоговой реформе, основные параметры которой обещают определить в течение 2018 года. Например, в правительстве обсуждали налоговый манёвр, заключающийся в снижении страховых взносов с 30% до 22% при одновременном повышении НДС с 18% до 22%. Но против этого выступил социальный блок. Позднее в Минфине заявили, что грядущая корректировка налоговой системы повлечёт не столько рост налоговой нагрузки, сколько улучшение налогового администрирования и сокращение теневого сектора.

С большой долей вероятности инвесторы могут рассчитывать и на новые отраслевые и региональные налоговые льготы. Так, например, Минстрой осенью предлагал ввести льготу на НДС для инвесторов, вкладывающих в проекты ЖКХ. А Башкирия освободила с 2018 года от налога на имущество организации, реализующие в республике проекты в формате концессий или ГЧП, причём льгота для них будет действовать весь срок соглашения.

Налоговая «палка» в «колёса» модернизации

Налог на новое движимое имущество, или так называемый «налог на модернизацию», чувствительный для инфраструктурных компаний, вернулся в отечественные бизнес-реалии в 2018 году.

Последние пять лет для организаций действовала нулевая ставка по налогу на движимое имущество, поставленное на баланс после 2013 года. Эта мера стимулировала компании обновлять движимые основные фонды – транспортные средства (вагоны, машины), компьютерное оборудование и т.д.

В 2017 году право решать – сохранить ставку или вовсе отменить её – было передано регионам. За полную отмену налога выступали как представители бизнеса, так и Минэкономразвития. В ноябре Госдума утвердила закон, согласно которому в 2018 году максимальная ставка по такому налогу составит 1,1%, а в 2019-м власти регионов получат возможность поднять её до 2,2%. По оценке Минфина, речь идёт о приблизительно 70 млрд руб. и 140–150 млрд руб. налоговых поступлений в бюджеты субъектов соответственно.

Из регионов нулевую ставку для налога на движимое имущество сохранили Санкт-Петербург, Ивановская, Липецкая, Московская и Нижегородская области, Бурятия и Чечня. Часть регионов ввела «промежуточную» ставку – например, Камчатский край (0,6%) или Тульская и Тюменская области, а также Еврейская автономная область (0,5%), либо установила льготу для налога на движимое имущество, поставленное на баланс с 2016 года (Ярославская область). Но большинство предпочло всё же воспользоваться возможностью наполнить свой бюджет за счёт нового налога.

Подобная ситуация, по нашему мнению, может демотивировать бизнес инвестировать в обновление мощностей в регионах, отменивших льготу. В некоторых случаях это может негативно сказаться и на экономике инвестиционных инфраструктурных проектов.

«Платон»: между маркетингом и реальностью

Источником финансирования инфраструктуры могут быть неналоговые сборы. Пока наиболее яркий пример в России – система взимания платы с большегрузов за проезд по федеральным трассам «Платон».

Впрочем, ожидания от системы и официальные декларации властей пока имеют мало общего с реальной картиной.

Сборы системы по-прежнему менее чем на половину покрывают стоимость её содержания: на 15 январь 2018 года с момента запуска на плату концедента ушло 20,9 млрд руб., а собрано 40 млрд руб. Расходы же из сборов «Платона», которые декларируют власти превысили остаток вдвое: «потрачено» на ремонты дорог и мостов, компенсацию транспортного налога регионам и первые концессии более 40 млрд руб.

По факту сборы «Платона» не окрашены, а поступают в общий котёл федерального дорожного фонда, и уже оттуда распределяются на конкретные проекты. Если всё же сопоставлять сборы системы, расходы на проекты и стоимость содержания самого «Платона», видно, что профинансировать значительное число проектов в течение первых пяти лет с момента запуска она может лишь при тарифе 3,06 руб./км с июля 2018 года, а при нынешнем тарифе окажется в «убытке» на 26 млрд руб. за то же время (см. рисунок 21).

Ближайшее повышение тарифа заложено в бюджет на июль 2018 года, но оно, вероятно, будет меньше, чем требуется для полноценного инструмента поддержки инфраструктуры. Поэтому пока «Платон» — это скорее реклама механизма прямых инфраструктурных сборов, нежели реальный вклад в строительство дорог.

Сборов меньше — траты больше

Реклама «Платона», как инструмента финансирования ГЧП в регионах, со стороны профильных ведомств несколько утихла. Впрочем, регионы напротив, продолжают структурировать свои проекты в надежде на федеральное финансирование, зачастую это не самое лучшее решение для будущего проекта - денег на всех в дорожном фонде не хватит.

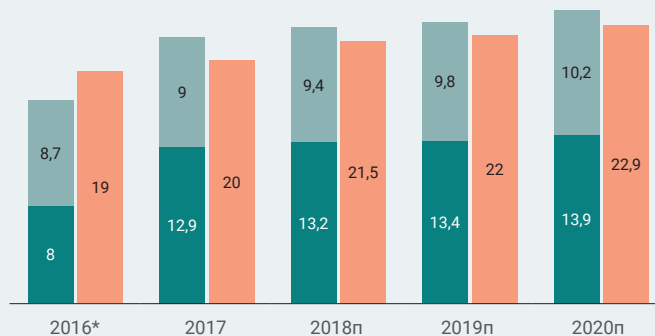
В официальных сообщениях Минтранса больше не сообщают о проектах, поддержать которые планируют именно за счёт системы. Например, на следующий год министерство одобрило два концессионных проекта — Восточный выезд из Уфы и первый этап создания автомагистрали «Центральная» в Самаре, претендовавшие на финансирование из федерального

Рисунок 21. Сколько заработает «Платон» при разных тарифах, млрд руб.

А) КОНСЕРВАТИВНЫЙ

(без повышения в 2018 и 2019 годах)

Тариф **1,9 руб./км**

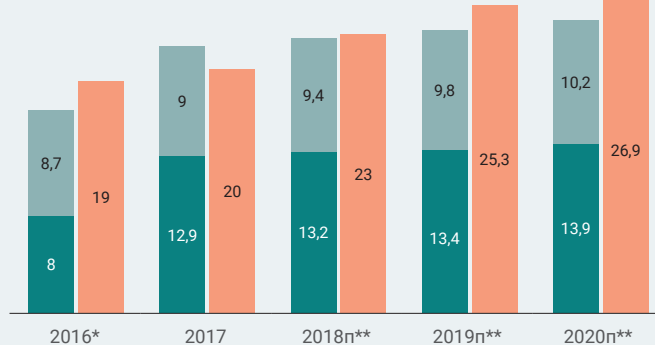


Б) БАЗОВЫЙ

(с индексацией на уровень инфляции в 2018 и 2019 годах)

Тариф **2,15 руб./км** с 1 июля 2018 года

Тариф **2,24 руб./км** с 1 июля 2019 года



В) ОПТИМИСТИЧНЫЙ

(с повышением до 3,06 руб./км в июле 2018-го)

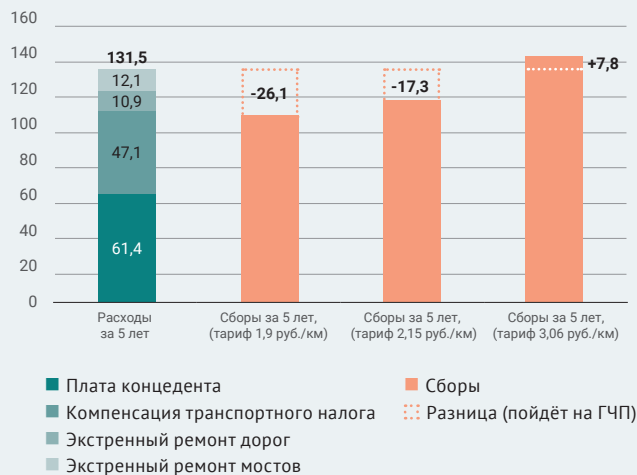
Тариф **3,06 руб./км** с 1 июля 2018 года



* + 1,5 месяца 2015 года

** С учётом индексации на инфляцию в 2018–2019 годах

Источник: данные Росавтодора, расчёты InfraONE

Рисунок 22. Сколько денег останется на концессии при разных тарифах «Платона», млрд руб.


Источник: данные Росавтодора, расчёты InfraONE

дорожного фонда, который формируется в том числе за счёт средств, поступающих из системы «Платон». В распоряжении правительства за 2017 год трансферт на строительство обхода Хабаровска также выделили напрямую из дорожного фонда.

Сделать «Платон» целевым невозможно в том числе из-за ограничений, которые содержит бюджетное законодательство. Но у нынешней схемы есть вполне очевидный риск для инициаторов проектов - федеральные власти в любой момент могут прекратить отбор новых концессий для финансирования из средств от сбора платы с большегрузов. И тем самым - не делая публичных заявлений, де-факто, остановить программу. Уже запущенных проектов это, разумеется, не коснется.

Тем не менее, появление «Платона» оказало значительный положительный эффект на развитие

рынка инвестиций в инфраструктуру - регионы стали с энтузиазмом готовить концессии, многие из которых теперь живут и вне федеральной поддержки. Отбор проектов также продолжается (проекты, одобренные межведомственной комиссией, см. в таблице 5).

Мы полагаем, что количество проектов, которые поддержит федеральный бюджет, будет расти даже без реальной привязки к «Платону». Впрочем, большого количества, отобранных в 2018 году инициатив, мы не ждём, так как параллельно необходимы жесткие решения по тарифу, которые пока в планах правительства никак не отражены. Повышение тарифа до 2,15 руб./км в середине 2018 года существенного вклада в экономику системы не внесёт.

Таблица 5. Инфраструктурные объекты, строительство которых собираются финансировать в том числе за счёт «Платона»

Проект	Стоимость, млрд руб.	Вложения федерального бюджета (в т.ч. «Платон»), млрд руб.	Концессионер	Бенефициар концессионера	Статус
Обход Хабаровска	41,1	18,8	«Региональная концессионная компания»	Группа «ВИС» (75%), Газпромбанк (25%)	Начато строительство
Мост через Чусовую и восточный обход Перми	14	9,6	«Пермская концессионная компания»	ООО «Актив» (100%)*	Подписано концессионное соглашение
Мост через Обь в Новосибирске	40,9	26,3	«Сибирская концессионная компания»	Группа «ВИС» (75%), Газпромбанк (25%)	Подписано концессионное соглашение
Восточный выезд из Уфы*	>30	19,9	«Башкирская концессионная компания»	Турецкая Limak Group (49%), ВТБ (49%), ООО «Актив» (2%)	Подписано концессионное соглашение
Первый этап строительства автомагистрали «Центральная» в Самаре*	7,4	3,1	Не определён	Не определён	Планируется концессионное соглашение

* Одобрено федеральное финансирование (в том числе за счёт средств «Платона») на межведомственной комиссии Минтранса в декабре 2017-го, выделение грантов должна утвердить правительственная комиссия по транспорту

Источник: данные СМИ, Минтранса и Росавтодора

Собрать на инфраструктуру

Впрочем, «Платон» — не единственный пример отраслевых сборов «на инфраструктуру». Так, в 2017 году в России появилась возможность вводить инвестиционный портовый сбор — то есть собирать плату с судовладельцев за пользование конкретным портом, а полученные средства тратить на строительство и ремонт причалов, подходных каналов и прочей инфраструктуры.

Как утверждают специалисты, он должен будет коснуться сухогрузных и наливных судов заграничного плавания и не затронет пассажирское и линейное (следующее по расписанию) морское судоходство.

Размеры и порядок такого сбора должно определить правительство. Пока существует лишь проект постановления, который прошёл общественное обсуждение. Согласно документу, сбор будет устанавливаться федеральными властями на очередной календарный год и последующий плановый период (ещё два года) в зависимости от состояния конкретного морского порта, его инвестиционных планов в части инфраструктуры и существующей финансовой нагрузки на потребителей услуг.

Из проекта постановления также следует, что сбор начнёт работать не раньше 2019 года, причём его размер правительство должно определить до 1 ноября 2018 года. В случае если такой сбор примут в нынешнем виде, он положительно повлияет на экономику концессий в морских портах и станет дополнительным источником средств для компенсации вложений частному инвестору.

Аналогичный инфраструктурный сбор ранее предлагали ввести и для пользователей аэропортов, однако он пока упирается в законодательные ограничения и позицию Международной организации гражданской авиации (ИКАО) по этому вопросу.

Рынок всё ещё ждёт TIF

Речь об использовании механизмов, подобных TIF (Tax Increment Financing) — компенсации инвесторам затрат на инфраструктуру за счёт прироста налоговых платежей в будущем, — идёт едва ли не с начала десятилетия. Но сам инструмент по-прежнему не работает, поскольку отсутствует как нормативная часть (необходимо внести соответствующие изменения в Налоговый кодекс), так и наработанный опыт, позволяющий оценить эффективность налоговых поступлений от проектов.

За рубежом подобный механизм используется, например, для комплексного развития территорий, общественной инфраструктуры и для строительства дорог. В России в 2017 году власти Пермского края частично за счёт TIF предлагали профинансировать проект «Белкомура» — железнодорожной магистрали, которая могла бы напрямую соединить северо-запад страны с Уралом и Сибирью.

По аналогичному механизму предлагалось реализовывать капиталоемкие проекты высокоскоростных железнодорожных магистралей, которые как раз и рассчитаны на последующий кратный экономический рост прилегающих территорий.

По нашему мнению, TIF или его аналоги так или иначе будут пробивать себе дорогу в условиях, когда государство не готово поддержать инвестора напрямую деньгами. Мы не ждём появления такого механизма в этом году, но полагаем, что у него есть шансы заработать в течение двух-трёх лет.

Помогут ли ТОРы выйти из режима «моно»?

Территории опережающего социально-экономического развития (ТОРы) начали создавать в 2014 году для развития российского Дальнего Востока. Этот механизм предполагает выдачу инвесторам широких налоговых льгот в привязке к определённой территории.

ТОРы оказались успешнее особых экономических зон (ОЭЗ), имевших похожий список бенефитов, во многом потому, что появлялись не «искусственно», а под конкретных инвесторов и проекты.

Несмотря на то что к концу 2017 года в 18 дальневосточных ТОРах были заключены соглашения с 211 резидентами, большая часть проектов находится на стадии запуска или начала строительства, и говорить о масштабном эффекте для экономики пока рано.

С 2016 года опыт ТОРов впервые стали распространять и за пределами дальневосточных регионов – чтобы поднимать экономику наиболее проблемных моногородов. За два года правительство создало 37 подобных территорий за пределами Дальнего Востока, но лишь в 23 к началу 2018-го были зарегистрированы резиденты. Их общее число – 93 – пока ещё ниже аналогичного дальневосточного показателя.

Число новых ТОРов за пределами Дальнего Востока в ближайшие годы может вырасти ещё существенней – власти планировали запустить подобный механизм привлечения инвесторов в 100 моногородах. Чтобы территории создавались не на бумаге, они хотят предусмотреть механизм ускоренного отзыва статуса, если резиденты не придут.

Даже при полной реализации соответствующих планов ТОРы вряд ли масштабно повлияют на инвестиции в инфраструктуру, так как напрямую не предусматривают реализацию проектов в этой сфере. Но они могут быть одним из элементов в концессиях и ГЧП-проектах, существенно улучшив их экономику.

Таблица 6. Топ-5 ТОРов в моногородах и на Дальнем Востоке по количеству резидентов (на конец 2017 года)

МОНОГОРОДА			ДАЛЬНИЙ ВОСТОК		
Название	Регион	Число резидентов	Название	Регион	Число резидентов
ТОР «Тольятти»	Самарская область	18	ТОР «Надеждинская»	Приморский край	36
ТОР «Набережные Челны»	Татарстан	17	ТОР «Камчатка»	Камчатский край	34
ТОР «Гуково»	Ростовская область	8	ТОР «Хабаровск»	Хабаровский край	25
ТОР «Кумертау»	Башкирия	7	ТОР «Беринговский»	Чукотский автономный округ	24
ТОР «Анжеро-Судженск»	Кемеровская область	5	ТОР «Комсомольск»	Хабаровский край	18

Источник: данные Минэкономразвития и Минвостокразвития

Пойдёт ли инфраструктура в ипотеку?

Всю вторую половину 2017 года рынок ждал если не запуска инфраструктурной ипотеки, то хотя бы детального описания механизма, по которому она будет работать. Но в начале 2018 года её ключевые параметры так и не были определены.

В одной из последних конфигураций Минэкономразвития предлагало создать фонд инфраструктурной ипотеки на базе ВЭБа. Туда планировали направлять средства, заложенные в бюджете на инфраструктуру и полученные от прироста доходов бюджета в результате реализации проектов. Фонд привлекал бы заёмный капитал через размещение облигаций, финансировал концессионеров, выдавая капитальные гранты и предоставляя собственные гарантии. Объём фонда в Минэкономразвития предлагали установить на уровне 300 млрд руб. (в дополнение к 290 млрд руб. госгарантий, согласованных ранее Минфином для «фабрики» проектного финансирования на базе ВЭБа).

Но перечисленные предложения раскритиковал Минфин. По мнению ведомства, все эти меры — господдержка, эффективность которой невозможно оценить из-за отсутствия деталей нового ГЧП-механизма. К тому же фонд будет сложно наполнить за счёт средств федерального бюджета, поскольку его расходы уже расписаны на ближайшую трёхлетку.

Вместе с тем поток проектов, желающих получить поддержку именно через инфраструктурную ипотеку, по-прежнему велик. Минэкономразвития в числе приоритетных называет, например, платную трассу в Тульской области, производство-логистический комплекс в Архангельской области, плодо- и овощехранилища, а также модернизацию электрогенерации в российских регионах.

На наш взгляд, до того как основные параметры нового механизма будут приняты, разговоры о «пилотах» — не более чем покупка «кота в мешке». Нынешние механизмы концессий и ГЧП уже позволяют структурировать проект на приемлемых для частной и государственной сторон условиях, а ожидание новых инструментов может затянуться.

Впрочем, саму идею инфраструктурной ипотеки мы оцениваем позитивно: будучи запущенным, новый механизм ускорит развитие рынка инвестиций в инфраструктуру.

ВЭБ сделал ставку на инвестиции

В последние два года ВЭБ пытается реструктурировать свои долги и вывести непрофильные активы, но остаётся планомерно убыточным. За 9 месяцев 2017 года его убыток составил 110,4 млрд руб., что сопоставимо с тем же показателем за весь 2016 год — 111,9 млрд руб. (для сравнения, убыток за девять месяцев 2016 года составлял 86,2 млрд руб.).

Тем не менее новая стратегия ВЭБа предполагает не только решение накопившихся в период олимпийских строек проблем, но и поддержку новых инвестпроектов по четырём направлениям. Одно из них — инфраструктура.

В планах Внешэкономбанка инвестировать в новые проекты 120 млрд руб. в 2018 году и привлечь до 40 млрд руб. соинвестиций, а к 2021 году увеличить собственные инвестиции до 200 млрд руб. в год и 230 млрд руб. привлечённых средств.

Если очистить убытки от выделенной по состоянию на 30 сентября 2017 года господдержки — 111,8 млрд руб., и средств ФНБ, размещённых на депозитах в ВЭБе — 23,3 млрд руб., то фактические убытки за три квартала 2017 года составляют 245,5 млрд руб. и стремятся к рекордному минусу 2014-го — 249,7 млрд руб.

По данным ВЭБа, в 2017 году он выдал новые кредиты на 188 млрд руб., из них 98 млрд руб. пошли на приоритетные отрасли. Согласно стратегии банка развития, это – экспорт, промышленность глубокой переработки, инновации и инфраструктура. Последней в портфеле по-прежнему не так много: один из наиболее заметных проектов – строительство международного аэропорта в Саратове (некоторые из новых проектов ВЭБа приведены в таблице 7).

Пока новые вложения Внешэкономбанка в приоритетные отрасли сопоставимы с субсидиями и взносами, которые он получает из федерального бюджета (120 млрд руб. в 2017 году). Кроме того, банку развития предстоят значительные выплаты собственным кредиторам.

Мы не ждём, что в 2018 году ВЭБ сможет существенно нарастить инвестиции в инфраструктуру и стать полноценным игроком этого рынка: возможный функционал госкорпорации всё ещё обсуждают в правительстве и могут существенно расширить (например, добавив полномочий в части инфраструктурной ипотеки).

Рисунок 23. Доля рискованных кредитов и займов в портфеле ВЭБа (максимальный риск на одного заёмщика или группу), % от капитала на 1.10.2017



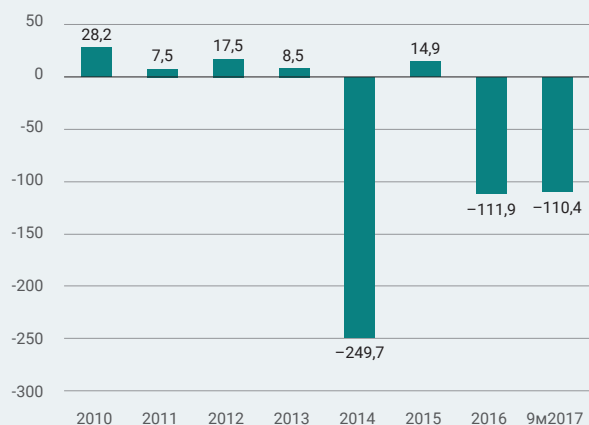
Источник: отчётность Внешэкономбанка по МСФО

Рисунок 24. Доля рискованных кредитов и займов в портфеле ВЭБа в целом по портфелю, % от капитала на 1.10.2017



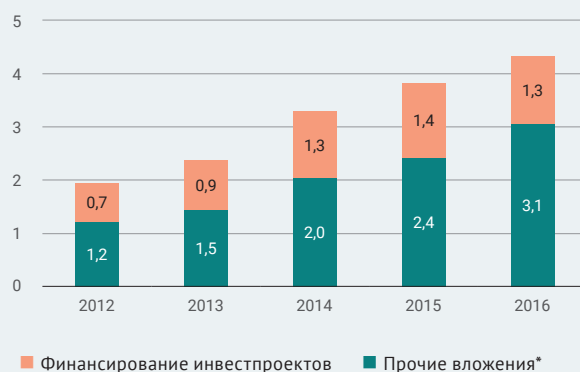
Источник: отчётность Внешэкономбанка по МСФО

Рисунок 25. Прибыли и убытки ВЭБа, млрд руб.



Источник: отчётность Внешэкономбанка по МСФО

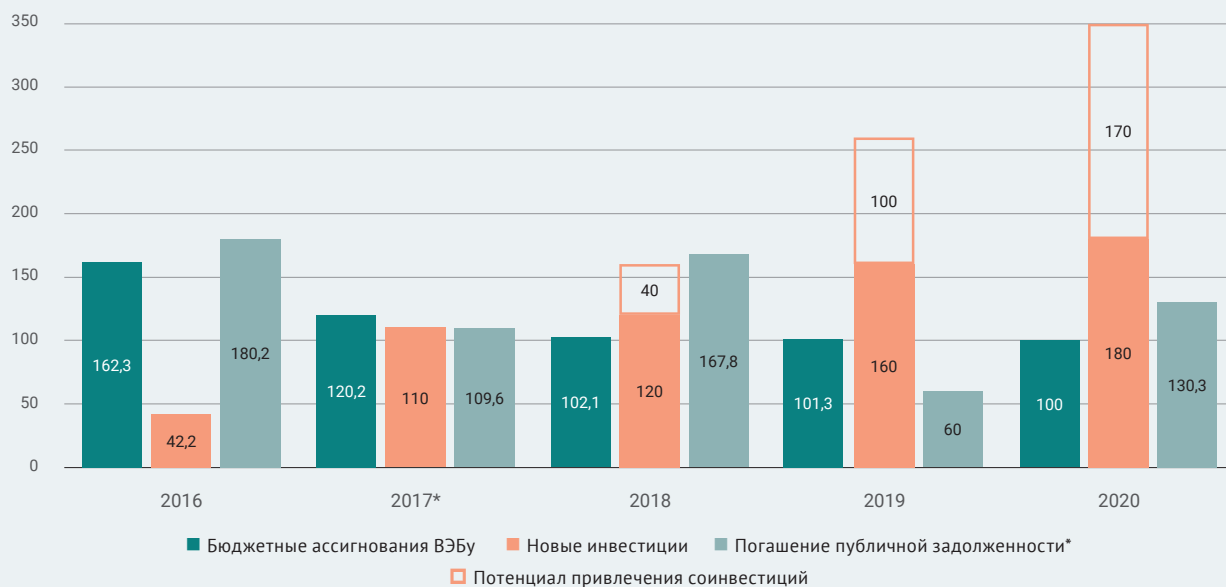
Рисунок 26. Доля инвестпроектов в инвестиционном портфеле ВЭБа, трлн руб.



* Иные доли в капиталах компаний, вложения в ценные бумаги, гарантии и поручительства

Источник: данные ВЭБа

Рисунок 27. Финансовый потенциал ВЭБа с учётом обязательств к погашению, субсидий и новых инвестиций, млрд руб.



* По состоянию на 30.09.2017

Источник: данные ВЭБа, ЦБ, Минфина, Казначейства, расчёты InfraONE

Какой будет «фабрика» проектного финансирования

Запуск «фабрики» проектного финансирования на базе ВЭБа намечен на февраль. Создание «фабрики» подразумевает внедрение синдицированного финансирования, которое позволит ВЭБу не только инвестировать самостоятельно, но и привлечь других инвесторов, используя сложные финансовые инструменты – синдицированные кредиты и секьюритизацию портфеля.

Разработанный банком развития механизм привлечения финансирования предполагает вложения сроком на 10–15 лет по схеме «80/20»: акционерный капитал – не менее 20%, заёмные средства – до 80%. Причём заёмный капитал

В ноябре был опубликован проект изменений в нормативы ЦБ с предложением внедрить систему оценки кредитного риска в рамках проектного финансирования ВЭБом. А с 1 января 2018 года в Ломбардный список ЦБ могут попасть также бумаги, не имеющие рейтинга «A(RU)»/«ruA», но обеспеченные госгарантиями.

разделят на три транша: транш А – надёжные облигации с низкой доходностью для НПФ, страховых компаний, фондов, управляющих активами, транш Б – бонды с более высокой доходностью и рисками для банков и международных финансовых организаций, и транш В, который будет выкупать сам ВЭБ для выплаты процентов по траншам А, Б на инвестиционной стадии и частичного покрытия рисков проекта.

Реализация этого механизма требует изменений в действующую нормативную базу (в части резервирования, попадания бумаг в ломбардные списки и пр.). Но пока значительная часть новшеств находится на стадии проекта.

Сейчас ВЭБ, по собственным данным, рассматривает 30 проектов на 365 млрд руб. Для привлечения средств через «фабрику» проектного финансирования будут отбирать проекты от 3 млрд руб. Для обычных кредитов ВЭБ, напротив, планирует снизить минимальный порог с 1 млрд руб. до 300–500 млн руб. для всех проектов (ранее проекты до 500 млн руб. рассматривали исключительно в моногородах).

Кроме того, Минэкономразвития в конце прошлого года предлагало передать банку развития и значительную часть полномочий по формированию механизма

Таблица 7. Примеры новых инвестиций ВЭБа, 2017 год

Проект	Кредитная линия ВЭБа, млрд руб.
Реконструкция аэропорта в Саратове	5
Закупка и предоставление в лизинг 768 вагонов метро Московскому метрополитену	38,3
Модернизация вагонов метро в Будапеште, Венгрия	3
Производство специальных стёкол в Саратове	1
Поставка российской сельхозтехники в Монголию	583,5*
Закупка и передача в аренду 20 самолётов Sukhoi Superjet 100 Аэрофлоту	40,9*
Строительство завода по производству авиационных агрегатов, Владимирская область	1
Реструктуризация долга «Эльгауголь» (входит в группу «Мечел»)	11,1*

* По среднегодовому курсу доллара США за 2017 год

Источник: данные ВЭБа

инфраструктурной ипотеки (вплоть до создание спецфонда на базе ВЭБ - подробнее см. «Пойдет ли инфраструктура в ипотеку?»). То есть фокус ВЭБа так или иначе могут размыть новые механизмы господдержки переданные в его руки и вал небольших проектов, претендующих на финансирование.

На наш взгляд, создание в стране института развития, который мог бы аккумулировать денежные потоки в проектное финансирование - позитивный шаг, при условии, что это будет делаться за счет внедрения сложных финансовых инструментов, а не раздачи «бесплатных» денег. В отсутствии собственного капитала - собрать его с рынка и за счет этого выйти в лидеры - разумная стратегия для ВЭБа. Но пока он слишком увлечен темой создания типового инструмента - синдицированного кредита, что в инфраструктуре, возможно, лишь на самых мелких и простых объектах, которые банки могут профинансировать самостоятельно (подробнее см. «Синдицированные кредиты расширяют рынок?»).

Начало работы «фабрики» проектного финансирования уже в этом году - в целом хорошая новость для рынка, но вряд ли такая структура существенно ускорит его развитие.

С учетом того, что ВЭБ теперь работает с четырьмя отраслями, на ежегодные инвестиции в инфраструктуру вряд ли придется более половины его портфеля, а скорее всего, ограничится третью (из-за капиталоемкости проектов). То есть в 2018 году инвестиции ВЭБа в инфраструктуру вряд ли превысят 36-55 млрд руб. А в на «фабрику» проектного финансирования пойдет еще меньше. То есть ни о каком значимом влиянии на рынок речи нет - реальные возможности ВЭБа в инфраструктуре ограничиваются 4-5 проектами на ближайшие год-полтора, а для эффекта реальной фабрики нужно в пять раз больше.

Таблица 7.1. Особенности займов «фабрики» проектного финансирования

ТРАНШ А	ТРАНШ Б	ТРАНШ В
Институциональные инвесторы (НПФ, страховые компании, инвестиционные фонды, управляющие активами)	Коммерческие банки и международные финансовые организации	Внешэкономбанк
После выдачи уступает СФО* для последующей секьюритизации	Кредитный рейтинг АКРА не ниже BBB- (RU) (умеренно надежные) или международный рейтинг не ниже BB- (либо аналог)	Защитный транш , за счет которого финансируется выплата процентов по траншам А, Б на инвестиционной фазе, а также частично покрываются риски проекта
Служит обеспечением для выпусков облигаций СФО	500 млн. руб. минимальная доля в синдицированном кредите	
После секьюритизации СФО участвует в синдикате кредиторов	Обеспечение проведения экспертизы проекта и принятия решения в установленные для фабрики сроки	

* Специализированное финансовое общество для выпуска облигаций под пул проектов

Источник: материалы ВЭБа

Станет ли РФПИ ближе к инфраструктуре?

За почти семь лет работы Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) создал 9 фондов на \$10 млрд и 15 платформ для совместных инвестиций с общей капитализацией около \$40 млрд (при зарезервированном капитале самого РФПИ в \$10 млрд). По собственным данным, у РФПИ уже более 45 проектов, но публичная информация есть только о 42 из них. Причем объем инвестиций чаще всего не раскрывается.

Фонд заточен под акционерное финансирование проектов и может вкладывать средства только совместно с иностранными инвесторами (в соотношении как минимум 50/50). До 20% капитала РФПИ может быть инвестировано за пределами России – при условии, что эти проекты создают добавленную стоимость для экономики страны.

По сути, главная задача РФПИ – поддержание экосистемы российского инвестиционного рынка в целом и привлечение иностранных инвесторов в отечественную экономику. Последних интересуют вложения на выгодных условиях, поэтому фонд и его партнёры предоставляют деньги на рыночных условиях, а иногда и дороже.

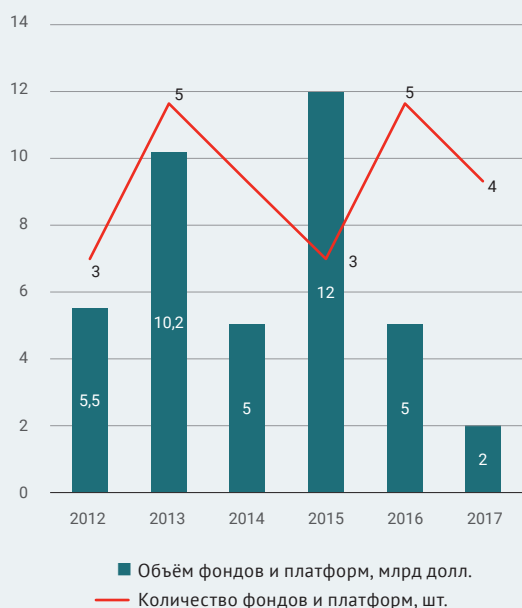
Хотя инфраструктура и входит в число основных направлений стратегии РФПИ, таких проектов в портфеле фонда немногим более трети - 14 штук. Это объясняется тем, что фонд «заточен» под акционерное финансирование, а большинство российских проектов изначально структурированы под кредитование. Другая причина – не слишком активная позиция РФПИ на рынке инвестиций в инфраструктуру: у фонда нет мандата на структурирование проектов под себя, и одновременно РФПИ ориентирован на качественные инвестиции. Потому около половины инфраструктурных проектов РФПИ приходится на вторичную капитализацию.

Впрочем, в 2017 году наметились некоторые изменения: РФПИ совместно с УК «Лидер» создали Объединённый транспортный концессионный холдинг, который будет заниматься реализацией инвестиционных проектов в транспортной отрасли, в том числе с применением механизмов ГЧП.

К холдингу также присоединились Mubadala Development (ОАЭ) и Российско-китайский инвестиционный фонд (РКИФ), а Инвестиционный фонд Саудовской Аравии (PIF) подписал с РФПИ соглашение о совместных инвестициях до \$100 млн в рамках холдинга.

Пока на стадии проработки у холдинга находятся проекты на сумму около 13 млрд руб.: эксплуатация обхода подмосковного Одинцова на трассе М-1, создание дублёра Кутузовского проспекта в Москве и линии легкорельсового транспорта (ЛРТ) в Санкт-Петербурге.

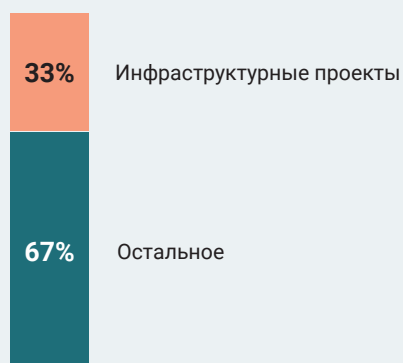
Рисунок 28. Фонды и платформы РФПИ с иностранными инвесторами по годам*



* Расчёт произведен на основе материалов РФПИ в открытом доступе

Источник: данные РФПИ

Рисунок 29. Доля инфраструктурных проектов в портфеле РФПИ*



* Расчёт произведен на основе материалов РФПИ в открытом доступе

Источник: данные РФПИ

Полагаем, что партнёрство РФПИ с опытным игроком российского рынка инвестиций в инфраструктуру поможет фонду нарастить долю вложений в этот сегмент. В частности, УК «Лидер» сможет обеспечить совместную компанию качественными проектами, которые редко доходили до РФПИ в последние годы.

Таблица 8. Примеры инфраструктурных проектов РФПИ

Проект	Общая стоимость, млрд руб.	Форма участия РФПИ	Статус
Приобретение Международного аэропорта Владивостока	6	Долевое участие в компании-приобретателе	Сделка закрыта
Строительство железнодорожного моста через Амур	9	Долевое участие в проектной компании	Строительство разморожено в 2016 году
Эксплуатация участка трассы М4 «Дон», 1091–1319 км	53*	Долевое участие в компании-операторе	Подписано соглашение
Строительство онкоцентров в Подольске и Балашихе, Московская область	3,8	Долевое участие в проектной компании	Эксплуатация
Строительство ЦКАД-4, Московская область	76,5	Долевое участие в проектной компании	Подписано соглашение. Финансовое закрытие отложено

* CAPEX 7 млрд руб.

Источник: данные РФПИ, сообщения СМИ, анализ InfraONE

ЖКХ не ждать поддержки?

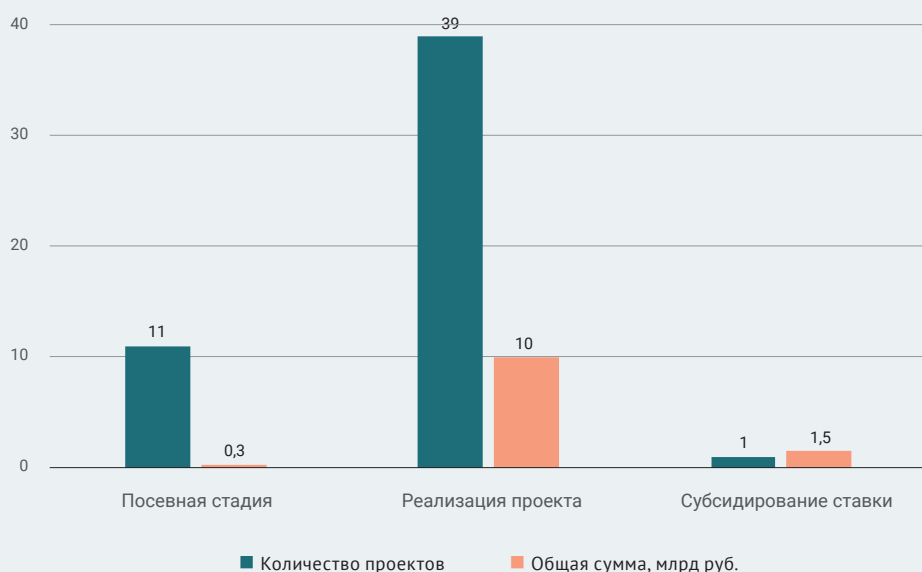
Фонд содействия реформированию ЖКХ с 2015 года предоставляет поддержку регионам для модернизации систем коммунальной инфраструктуры. С 31 декабря срок его деятельности продлен до 1 января 2019 года, на этот же период для регионов установлены лимиты, которые суммарно составляют 8,2 млрд руб.

Впрочем, фонд может направить на модернизацию до 13,9 млрд руб., но на конец 2017 года почти все они были распределены, а остаток составлял всего 304,2 млн руб.

Осенью 2017 года фонд понизил ставку по льготному кредиту до 5% при условии, что финансирование составит 10:1, то есть проект должен привлечь в 10 раз больше средств, чем вложения фонда. Проекты могут получить не только дешёвый кредит, но и софинансирование 65% ключевой ставки ЦБ по облигациям (купонный доход) и по процентам за пользование кредитом.

При том, что остаток средств на модернизацию по итогам прошлого года невелик, а докапитализация, если и произойдёт, вряд ли будет значительной, фонд, скорее всего, сможет помочь с подготовкой нескольких коммунальных проектов. Но маловероятно, что он системно повлияет на развитие государственно-частного партнёрства в сфере ЖКХ. Мы полагаем, что увеличение лимитов на модернизацию, продление срока полномочий фонда на пять и более лет и ещё большая фокусировка на инвестициях в «посевную» стадию могли бы оказать существенный эффект на коммунальный рынок и в том числе повысить компетенции его участников.

Рисунок 30. Что финансирует Фонд ЖКХ?



Источник: данные Фонда ЖКХ

ФРДВ в ожидании денег

Фонд развития Дальнего Востока (ФРДВ), несколько лет стоявший нераспечатанным, активно отбирал проекты для финансирования в последние два года – и отобрал даже больше, чем мог себе позволить.

По данным фонда, на конец 2017-го он распределил уже 50 млрд руб. – причём половину этих средств должны были направить заёмщикам до конца года, остальное до 2019-го.

Финансирование фонда является дешёвым даже относительно ключевой ставки ЦБ – 7,75% на январь 2018 года. А ФРДВ кредитует и под 5% годовых сроком до 10 лет. Для некоторых проектов ставка и вовсе достигает 4,5% на 23 года с отсрочкой выплат на 8 лет (например, строительство жилья для сотрудников судоремонтного завода «Звезда»).

В 2018 году ФРДВ поучаствует как минимум в трёх проектах, связанных с созданием инфраструктуры, и станет соинвестором фонда совместно с Российской венчурной компанией (РВК) и Роснано. Общая стоимость этих инициатив – 83,3 млрд руб., из них 15,2 млрд руб. составят средства ФРДВ (подробнее см. таблицу 9).

Активы ФРДВ, по его собственным данным, составляют 37 млрд руб., то есть дефицит финансирования по одобренным проектам уже более 13 млрд руб., но у фонда есть ещё и портфель на перспективу.

В правительстве обсуждают докапитализацию фонда и даже необходимость установить неснижаемый остаток на уровне 15 млрд руб. По данным руководства Дальневосточного федерального округа, «черпать» деньги для этого хотят из четырёх источников: из бюджета, у ВЭБа, за счёт прямого займа на рынке (предполагается, что эти облигации также прогарантирует ВЭБ), а ещё часть могут перенаправить из федерального бюджета после перераспределения налоговой прибыли проекта «Сахалин-2».

По нашей оценке, с учётом неснижаемого остатка и международных проектов (см. «Восточные партнёрства ФРДВ») ФРДВ нужно 40 млрд руб., его собственная оценка несколько скромнее – 20-30 млрд руб. Тем не менее ожидать, что фонд

сможет получить даже половину этой суммы за счёт перечисленных источников, – крайне оптимистично. В бюджете на нынешнюю трёхлетку денег для ФРДВ не предусмотрено, и переубедить Минфин будет непросто. Взять займы у ВЭБа и особенно выпустить собственные облигации, учитывая, что ФРДВ финансирует часть проектов на нерыночных условиях, будет непросто. Институт развития ещё не решил старые проблемы и пытается стать рыночным игроком, а не источником дотаций. Поэтому потока новых проектов ФРДВ в инфраструктуре в 2018 году мы не ждём.

Таблица 9. Планы ФРДВ на 2018 год

Проект	Стоимость проекта, млрд руб.	Инвестиции ФРДВ, млрд руб.	Партнёр / инициатор проекта
Строительство двух паромов на Амурском судостроительном заводе	10	4,5	«ГТЛК»
Строительство терминала в Хабаровском аэропорту	4,4	2	ОАО «Хабаровский аэропорт»
Строительство транспортной, коммунальной и производственной инфраструктуры Сахалинской ГРЭС-2	34,8*	7	«РусГидро»
Создание Дальневосточного фонда развития и внедрения высоких технологий	10	1,7	РВК, «Роснано»

* Стоимость проекта в 2014 году

Источник: данные ФРДВ, СМИ

Восточные партнёрства ФРДВ

ФРДВ и китайская China National Gold Group планируют создание инвестиционной платформы объёмом в \$1 млрд – для добычи драгоценных металлов на Дальнем Востоке. Первоначальный капитал фонда составит \$500 млн: по \$100 млн вложат ФРДВ и китайская компания, а ещё \$300 млн привлекут от частных инвесторов.

Первые инвестиции в рамках этой платформы планируются уже на 2018 год. С 2009 года China Gold интересуется российскими месторождениями, но первый актив получила только в 2017 году - разработка Ключевского золоторудного месторождения в Забайкальском крае.

У ФРДВ уже есть договорённость с китайскими компаниями о создании двух инвестиционных платформ. В 2017 году в рамках проекта «Один пояс – один путь» ФРДВ совместно с Metropoly Holdings и Sinohigh Investment договорились о создании двух фондов с первоначальным капиталом по \$1 млрд, а впоследствии капитал каждого стороны планируют довести до \$10 млрд. В течение пяти лет фонды планируют инвестировать в международные инфраструктурные и девелоперские проекты, и уже есть первые интересные: 15 золотодобывающих производств, два крупнейших медно-золотых проекта на Дальнем Востоке и семь туристических и иных инфраструктурных объектов.

III. ИНФРАСТРУКТУРА И ВЛАСТЬ

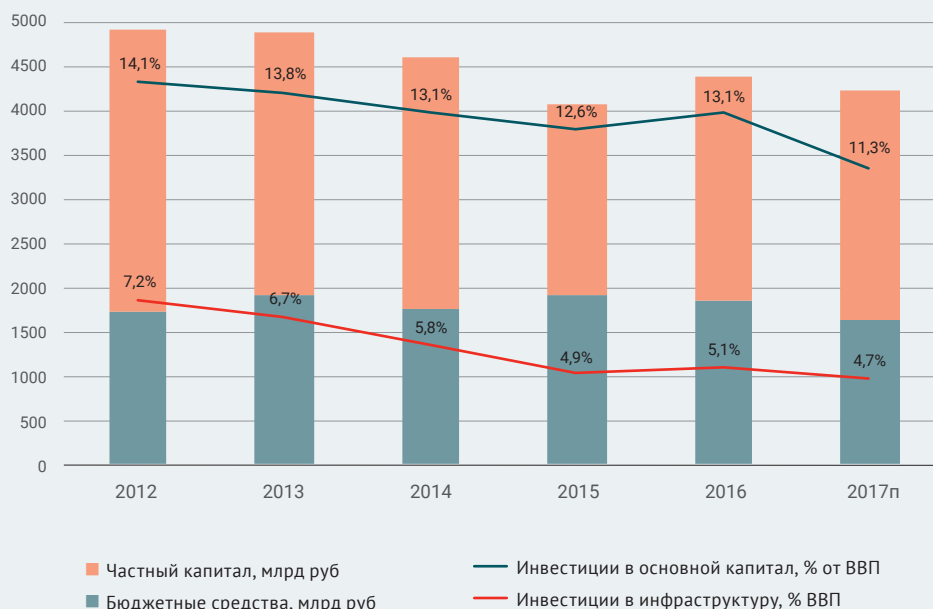
Так ли сильно, как принято считать, инфраструктура зависит от политики? Каких изменений ждать рынку инвестиций в инфраструктуру после выборов? Опасны ли для него западные санкции? И «вымрут» ли в условиях сокращающегося государственного финансирования мегапроекты?

Выборы откроют двери?

Прошедший 2017 год стал периодом относительного затишья с точки зрения запуска новых проектов – особенно с повышенными общественными рисками. В целом о рынке инвестиций в инфраструктуру этого сказать нельзя – на нём развивалась бурная профессиональная и общественно-политическая дискуссия.

В президентской кампании-2018 необходимости развития инфраструктуры также отведена далеко не самая последняя роль. Пока ситуация обратна: доля инвестиций в основной капитал в ВВП с каждым годом всё ниже (см. рисунок 31), та же тенденция – в инфраструктуре. Но в новом политическом цикле на её создание, вероятно, сделают ставку.

Рисунок 31. Динамика инвестиций в основной капитал в 2012–2017 годах, млрд руб.



Источник: данные Росстата, расчёты InfraONE

Мартовские выборы, скорее всего, наконец «разморозят» проекты с повышенными политическими рисками, отложенные до «лучших времён» («штрафные» концессии - системы весогабаритного контроля, фотовидеофиксации и подобные, проекты в сфере обращения ТКО и т.д.).

Одновременно, после выборов и расстановки приоритетов на ближайший политический цикл, наступит благоприятный момент для появления новых инструментов, более радикальных изменений нормативной базы и даже реализации предвыборных обещаний.

Впрочем, в поствыборной реальности для рынка могут возникнуть другие риски, связанные с новыми назначениями, — как на федеральном, так и на региональном уровнях. Часть новых руководителей порой сообщает о готовности пересмотреть решения предшественников и даже расторгнуть проект, особенно в случае, если он вызвал ненужный общественный резонанс.

Но чаще всего такие заявления делаются, чтобы успокоить общественность. Реальный риск при смене власти возникает чаще всего для соглашений, которые находятся на стадии переговоров. Уже заключённые концессии и ГЧП, как правило, защищены от произвола обеих сторон, в том числе «режимом особых обстоятельств» — в итоге приходится следовать их букве, либо обеспечить партнеру минимальную доходность.

Ударить санкциями по инвестициям

Санкции в отношении российских физических и юридических лиц США, страны Евросоюза, Канада, Япония и ряд других государств начали вводить с марта 2014-го после референдума в Крыму. Их дальнейшее расширение власти этих стран впоследствии связывали с той или иной фазой кризиса на Украине. Но после неожиданных результатов президентской гонки 2016 года в США появился ещё один формальный повод для новых ограничений — предположения о вмешательстве России в американские выборы.

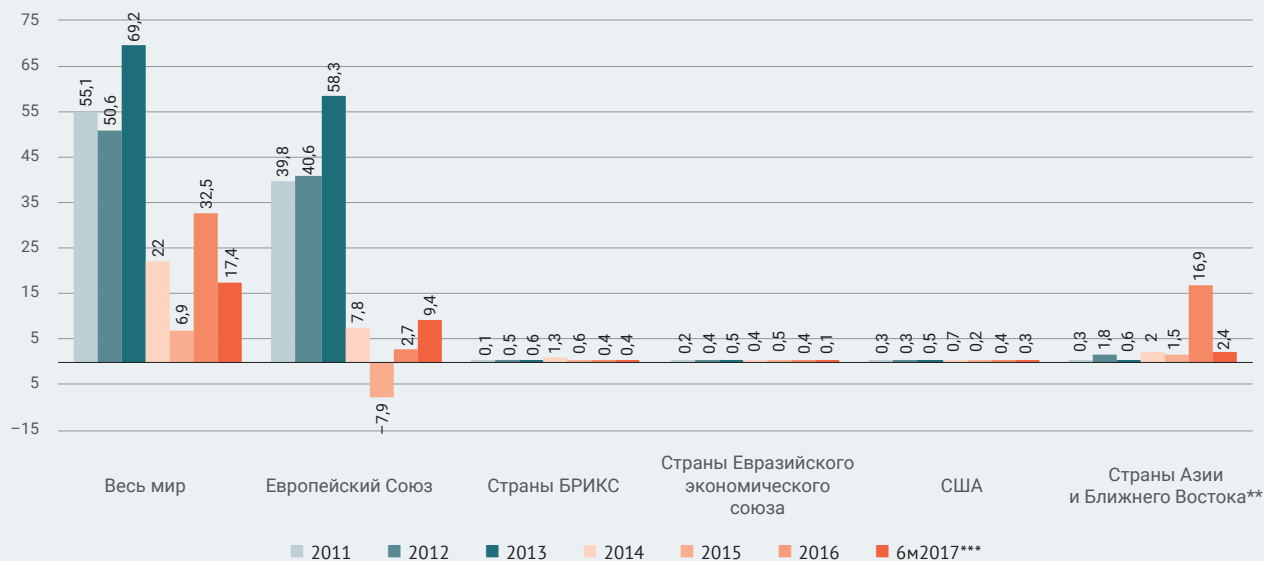
Первоначальные санкции касались связанных с ситуацией вокруг Крыма физических лиц и компаний. Ограничения также задели и финансовую систему — в частности, ряд крупных российских банков из топ-20 потеряли доступ к крупнейшим зарубежным финансовым рынкам: американскому и европейскому.

Под санкции США и Евросоюза, в частности, попали ВЭБ, Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк и Газпромбанк. Иностранцам инвесторам, к примеру, было запрещено покупать новые акции и приобретать облигации, эмитируемые упомянутыми финансовыми организациями, а также предоставлять им долгосрочное финансирование.

Это отразилось на стоимости денег в стране в 2014-2015 годах, в том числе и для инфраструктурных проектов.

Кроме того, в 2014–2016 годах международные рейтинговые агентства (S&P, Fitch и Moody's) последовательно понижали как суверенный рейтинг России, так и кредитные рейтинги отечественных компаний, что также влияло на возможности последних занимать капитал на зарубежных рынках. Открытыми для российской банковской системы по-прежнему оставались банки Азии, Ближнего Востока и стран БРИКС, в связи с чем, особенно в первые месяцы после ввода западных санкций, звучали громкие заявления о грядущем повороте на Восток. Однако поток инвестиций из азиатских стран хоть и несколько вырос в 2014–2017 годах, но полного замещения европейского капитала всё же не случилось (см. рисунок 32). Причём пик инвестиций из Азии в 2016 году связан с тем, что сделку по продаже «Роснефтегазом» 19,5% акций «Роснефти» (на тот момент \$11,1 млрд) проводили через Сингапур.

Рисунок 32. Как изменялся объём зарубежных прямых инвестиций в российский банковский сектор и небанковские корпорации в 2012–2017 годах, млрд долл.*



* По данным платёжного баланса России (сальдо операций с этими странами)

** В указанной географической группе находятся арабские страны Ближнего Востока, страны Южной, Восточной и Юго-Восточной Азии, но не учитываются страны Центральной Азии (ранее входившие в состав Советского Союза), а также Израиль, Палестина, Иордания, Ливан и Сирия.

*** На момент публикации обзора отсутствовали данные за полный 2017 год

Источник: данные ЦБ

Стоит ли партнёрам бояться санкций?

Объём американских инвестиций в российскую финансовую систему и до 2014 года был меньше европейского. Например, сальдо операций с США было сопоставимо с аналогичным показателем для стран Таможенного союза (теперь входящих в ЕАЭС). Накануне ввода первых санкций в 2013 году эти показатели находились на уровне \$485 млн и \$466 млн соответственно, а спустя три года фактически не изменились, составив \$414 млн и \$402 млн.

В случае с США главной угрозой для попавших в «чёрный список» стало не отсутствие возможности привлекать оттуда инвестиции, а скорее ограничение доступа к поставкам американского оборудования, технологий и прочим сделкам с местными контрагентами.

Введённые до 2018 года американцами ограничения в отношении юридических лиц, помимо географического (принадлежности к Крыму), носили и секторальный характер. Под санкциями США оказались ряд российских компаний, работающих в сфере гособоронзаказа и военно-технического сотрудничества – в частности «Ростех», «Уралвагонзавод», «Алмаз-Антей», ОСК и др., а также энергетического сектора – «Роснефть», «Новатэк» и др. Из компаний инфраструктурной сферы санкции ударили по подрядчикам строительства Керченского моста («Стройгазмонтаж», «Мостотрест»), строителям трассы «Таврида» – «ВАД») и трубопроводной инфраструктуры.

Некоторые из оказавшихся под санкциями компаний поменяли акционерную структуру ещё в 2014–2015 годах в первую волну ограничений. В конце 2017 года в ожидании очередных санкций забеспокоились и те игроки, которые только могут попасть в новые списки.

По данным участников рынка, начали смену структуры собственников и две-три компании с концессионными проектами. Хотя для малых и средних концессий санкции не столь критичны, некоторые неудобства они всё же доставляют: в части усложнения схемы сделки, процесса привлечения денег и, как следствие, потери времени на всё это.

Государство хеджирует риски

Антироссийская риторика в США в 2017 году усиливалась, поэтому власти страны начали думать о том, как предотвратить последствия новых санкций ещё до введения.

В конце 2017 года на случай расширения санкций в отношении компаний и физических лиц российские власти смягчили требования по раскрытию информации о контрактах, сделках и даже заинтересованности в последних.

В ноябре правительство дало возможность госкомпаниям не раскрывать информацию о поставщиках и получающих контракты подрядчиках. А в январе разрешило акционерным обществам (АО) и обществам с ограниченной ответственностью (ООО) не раскрывать в публичных материалах информацию о сделках в сфере гособоронзаказа и военно-технического сотрудничества, а также с компаниями или физическими лицами, которые присутствуют в санкционных списках, или делать это в ограниченных объёмах.

На наш взгляд, следствием большинства действий по «засекречиванию» станет непрозрачность рынка не только для тех, кто принимает решения по санкциям, но и для отечественных игроков и контролирующих структур. Для развития рынка инвестиций в инфраструктуру это не слишком хорошая новость, так как данных для качественного структурирования сделок чаще всего не хватает и без ограничений, а теперь выпасть из статистики может целый сегмент.

Впрочем, все принятые решения по засекречиванию данных о сделках и проектах — временные и должны действовать до 1 июля 2018-го. Вероятно, к этому времени станет ясно, действительно ли такая страховка нужна рынку.

Накануне публикации так называемого «кремлёвского доклада» в январе 2018-го, кредитное агентство Moody's пересмотрело прогноз по рейтингу России со стабильного на позитивный (Ba1). Это дало право надеяться, что ограничения в отношении российских компаний не будут столь драматичными.

В самом докладе ничего неожиданного не оказалось: в перечень из 211 чиновников и бизнесменов, которых «взяли на карандаш», попали почти все российские миллиардеры и высокопоставленные госслужащие, а в закрытой части эксперты не рекомендовали вводить санкции против российского госдолга. Хотя в Минфине США не исключают появления новых ограничений, можно констатировать, что после публикации доклада настроения инвесторов в отношении России даже несколько улучшились.

Для того чтобы под удар не попали российские банки, через которые ранее проходили расчёты по гособоронзаказу, в качестве опорного для банковского обслуживания и сопровождения проектов в этой сфере был выбран попавший под санкции в декабре 2017-го «Промсвязьбанк». Подобные приёмы «самозащиты» использовались и ранее, хоть и в меньших масштабах. Крупные структуры, чтобы не подпасть под санкции, открывали в Крыму компании, не особо афишируя свою связь с ними. Или организации, уже попавшие под санкции: например, банк «Россия» участвовал в приобретении аэропорта Симферополя, поскольку никакими последствиями ему это не грозило.

Мегапроекты становятся в очередь

Даже в условиях ограниченных возможностей бюджета с российской инфраструктурной повестки не снимаются политические и репутационные мегапроекты. В 2018 году подходят к концу многие глобальные стройки последних лет: сдаётся большая часть объектов для ЧМ-2018, должно открыться движение по автомобильной части Керченского моста, но в очереди уже стоят мегапроекты следующего десятилетия – например, транспортный переход на Сахалин.

В Минтрансе обещали, что технико-экономическое обоснование проекта появится в январе. Проектированием перехода займётся РЖД, в инвестпрограмме которой, по данным Минтранса, на 2018 год предусмотрен 1 млрд руб. на эти цели. Вероятнее всего, строить будут мост, а не тоннель. Пока реальным вкладом в него является перешивка железнодорожной колеи на острове с 1067 мм под общероссийский стандарт 1520 мм. Планируется, что РЖД завершит эти работы до 2020 года: из 806 км сахалинской колеи осталось «перешить» 186 км.

Рисунок 33. Схема возможной реализации мостового перехода между Сахалином и материком



Источник: данные РЖД, Минтранса и СМИ

Стоимость строительства транспортного перехода через пролив Невельского с учётом создания 582 км подъездных путей на острове и в Хабаровском крае оценивали в почти 500 млрд руб. Проект, скорее всего, будет предполагать и господдержку. Впоследствии обсуждается строительство ещё и перехода с Сахалина в Японию. Впрочем, ни Минтранс, ни министерство экономики, торговли и промышленности Японии не подтвердили InfraONE заинтересованности в этом проекте. Потому, не исключено, первое время мосту точно придется ограничиваться именно внутривосскими грузами. Пока никто не может сказать, сколько их будет.

Есть все основания полагать, что подобные масштабные проекты, реализовать которые можно только за счёт государства, не исчезнут из планов и будут запускаться в следующие годы. То есть оттянут на себя и так немногочисленные возможности бюджетной системы. Впрочем, некоторые из них помимо политического эффекта, вероятно, окажут вполне заметное влияние на экономику и станут базой для формирования целых рынков – к таким, например относятся проекты строительства высокоскоростных магистралей (подробнее см. «Кто станет первым на рынке высоких скоростей?»)

Полуостров ждёт концессии

Крым и Севастополь по-прежнему остаются дотационными регионами, и, несмотря на то что государство не жалеет средств на развитие

полуострова (см. рисунок 34), их всё равно не хватает. Заместить бюджетные средства могли бы частные инвестиции в рамках концессий и проектов в сфере ГЧП, но для них в Крыму есть специфические ограничения – квалифицированные участники рынка с материка не слишком интересуются местной инфраструктурой из-за риска санкций.

Власти Крыма планировали через механизм концессии газифицировать регион, установить на дорогах системы фотовидеофиксации и наладить переработку твёрдых бытовых отходов. Причём по последнему направлению несколько раз объявлялись конкурсы, но лишь один из них состоялся. Пока в активе полуострова только небольшие муниципальные концессии в сфере ЖКХ. В 2018 году власти Крыма планировали активнее работать с ГЧП и собирались составить перечень наиболее привлекательных объектов по направлениям за исключением ЖКХ.

В отличие от республики, у Севастополя есть опыт заключения более крупных концессий. Так, по данным местного правительства, в октябре 2016-го власти города и структура группы компаний Vessolink заключили концессионное соглашение на создание системы фотовидеофиксации правил дорожного движения. В рамках соглашения компания обязалась инвестировать 896 млн руб. в установку почти 130 устройств на дорогах города и создать парковочное пространство на 1 тыс. мест, оснащённое паркоматами. Срок действия соглашения составляет 12 лет. Причём, чтобы не попасть под санкции, концессионером стало ООО «Безопасные дороги Севастополя», формально с Vessolink не связанное.

Мы не ждём прихода на полуостров крупных игроков рынка в следующие год-два, так как их по-прежнему отпугивает риск попасть в санкционные списки. С другой стороны, в Крыму уже начинает формироваться местный ГЧП-рынок. Пока на нём чувствуется нехватка опыта и компетенций, но этот ограничитель работает и в большинстве других регионов. Их мейджоры обделяют вниманием не из-за санкций, а потому что не могут найти капиталоемкие проекты в высокой степени проработки.

Рисунок 34. Объем средств ФЦП, предусмотренных на капитальные вложения в Крыму и Севастополе, млрд руб.



* По состоянию на 01.11.2017

Источник: данные ФЦП «Социально-экономическое развитие Республики Крым и города Севастополя до 2020 года»

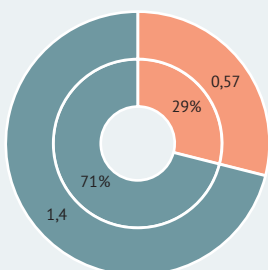
IV. ИНВЕСТОРЫ И РЫНОК КАПИТАЛА

Доля госсектора среди инвесторов, интересующихся рынком инвестиций в инфраструктуру в 2017 году, снова выросла – из-за санаций крупных частных банков. Кризис в банковском секторе сказался и на готовности части инвесторов вкладывать в проекты. Тем не менее ликвидности, доступной для инфраструктуры, по-прежнему больше, чем способен переварить рынок.

На какой объём инвестиций в инфраструктуру можно рассчитывать в ближайшие годы? Какие инструменты помогут направить свободную ликвидность в проекты? Каким группам инвесторов интересна отрасль?

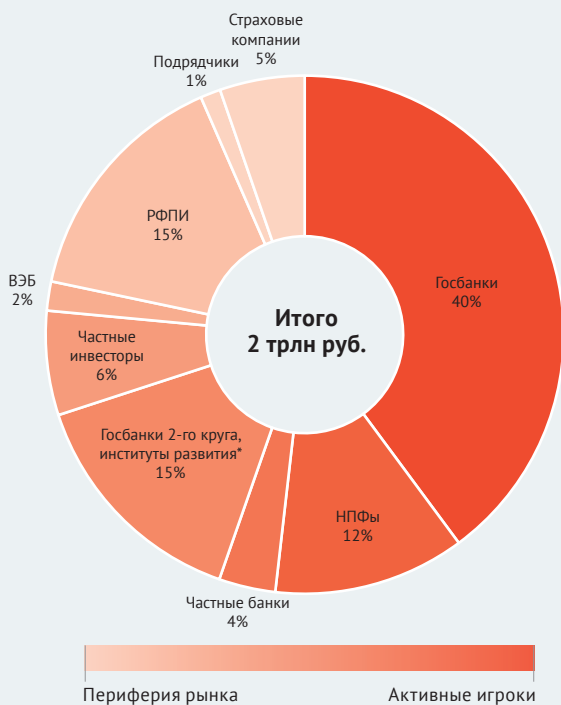
Рисунок 35. Сколько денег может попасть в инфраструктуру, трлн руб.

Соотношение частного и квазигосударственного капитала



■ Частный капитал
■ Квазигосударственные источники капитала*

По классам инвесторов



* В том числе международные

Источник: расчёты InfraONE на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

Рынок капитала: где искать деньги на инфраструктуру?

По нашей оценке, для российской инфраструктуры доступно порядка 2 трлн руб. Крупнейшим инвестором остаётся госсектор: по итогам 2017 года на квазигосударственные деньги приходится 71% от этой суммы. Тренд на усиление роли государства сохраняется: ЦБ ещё не закончил чистку банковской системы, а перемены в ней уже отражаются и на держателях «длинных» денег – пенсионных фондах и страховых компаниях.

Полагаем, активность частных банков будет менее заметна для рынка в следующем году, так как наиболее активно интересовались инфраструктурными инвестициями те игроки, которые теперь перешли в сегмент госбанков второго круга. Но сделками с инфраструктурой начинают интересоваться даже банки за пределами 50 крупнейших.

Мы ждём, что в следующие два года более активно начнут инвестировать в России международные банки развития (см. таблицу 21). Сохраняют интерес к инфраструктуре и частные инвесторы, в том числе фонды репатриированного капитала. Но остаются и игроки, которым рынок пока интересен лишь в теории: например, страховые компании и пенсионные фонды, ещё не имеющие опыта таких инвестиций.

С учётом нехватки готовых для финансирования проектов и того, что многие инвесторы только пробуют рынок либо вообще лишь наблюдают за ним, мы ждём, что реальные вложения могут составить немногим более четверти доступных средств – около 520 млрд руб. А в случае активной позиции государства и благоприятной макроэкономической ситуации они, вероятно, приблизятся к 560 млрд руб. (см. таблицу 10).

Таблица 10. Какие финансовые институты готовы инвестировать в инфраструктуру и уже это делают?

Источник	Доступно для инвестиций в инфраструктуру, млрд руб.	Прогноз объёма инвестиций в инфраструктуру на 2018–2019 годы, млрд руб.	Статус на рынке
Крупнейшие банки с госучастием	790–920	300	Активные участники
Частные банки	70–80	10	Пробы
Госбанки 2-го круга, государственные и межгосударственные институты развития (без учёта ВЭБа, АИВ, NDB)	70–95	20	Пробы / активные участники
Новый банк развития (BRICS)	70–80	20–30	Пробы
Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (Asian Infrastructure Investment Bank, АИВ/АБИИ)	150	-	Периферия
Внешэкономбанк	36–55	15–30	Периферия
НПФы, которые уже инвестируют в инфраструктуру	153–158	55–65	Активные участники
НПФы, которые готовятся выйти на инфраструктурный рынок	84–91	18–19	Пробы
Страховые компании	105–150	5–10	Пробы
РФПИ	300–370*	40	Периферия
Частные инвесторы, включая фонды и репатриированный капитал	129–138	23	Активные участники
Подрядчики	25	10	Пробы
ИТОГО:	1982–2313	516–557	

* на инфраструктуру на ближайшие годы с учётом средств иностранных соинвесторов

Источник: расчёты InfraONE на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

Банковский сектор копит ликвидность

В январе 2018 года профицит ликвидности в банковском секторе превысил 2,7 трлн руб., общие активы российских банков на 1 января 2018 года составляли 85,2 трлн руб. (на 6% больше, чем в прошлом году). Причём 79% (66,7 трлн руб.) из них приходилось на топ-30 крупнейших банков, а на топ-5 – 43% (36,19 трлн руб.).

Рисунок 36. Активы топ-30 российских банков*, трлн руб.



* Предварительная оценка сделана на основании данных «Интерфакс-ЦЭА» об активах банков за 9 месяцев 2017 года, но с учетом санаций, произошедших в декабре

Источник: «Интерфакс-ЦЭА», расчёты InfraONE

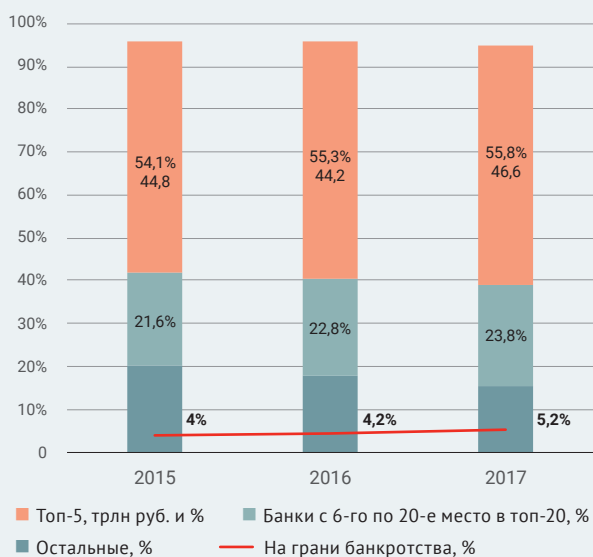
За последний год, по данным ЦБ, концентрация активов у топ-5 банков выросла на 0,5 п.п. (порядка 3,3 трлн руб.), что объясняется банковским кризисом – бизнес и население теряют доверие к частным игрокам и размещают деньги в тройке крупнейших госбанков.

Доля активов частных банков в топ-30 также сократилась: по данным «Интерфакс ЦЭА» за 3-й квартал 2017 года, на них приходилось 18,2% активов против 26% за аналогичный период предыдущего года.

Даже активы топ-5 крупнейших банков значительно превышают средства, имеющиеся в распоряжении остальных инвесторов. Отчасти именно этим объясняется лидерство тройки крупнейших госбанков (Сбербанк, группа ВТБ и Газпромбанк) на рынке инвестиций в инфраструктуру. Но на нём есть место и для менее крупных государственных и частных банков, так как интерес мейджоров

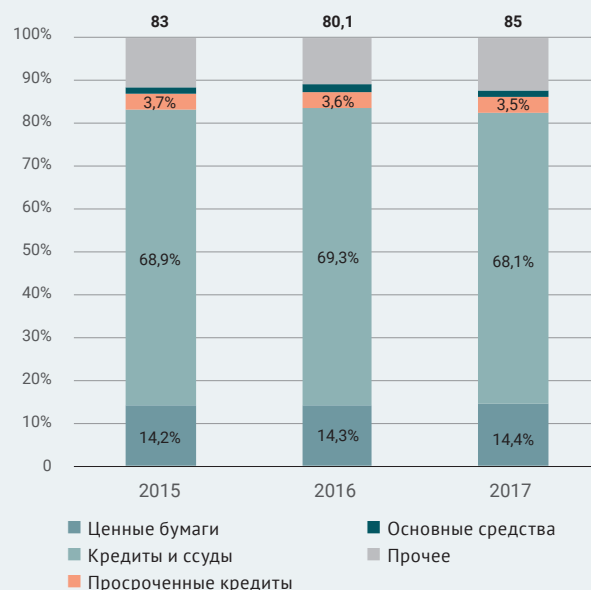
распространяется далеко не на все группы проектов. К тому же небольшие кредитные организации могут предлагать более гибкие условия и более охотно участвовать в сложных сделках, например с синдицированными кредитами.

Рисунок 37. Динамика концентрации активов в банковском секторе

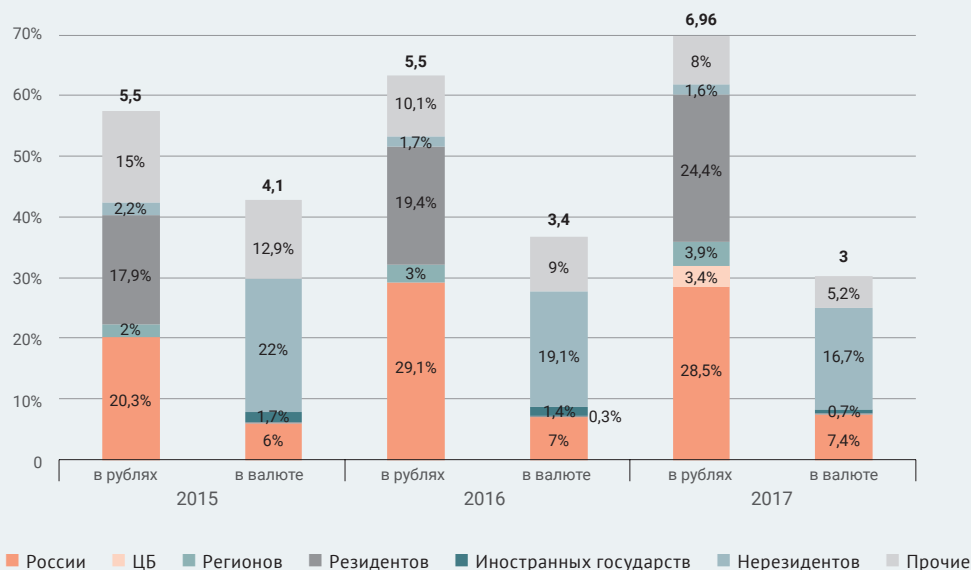


Источник: данные ЦБ за 2017 год

Рисунок 38. Куда вкладывают банки, трлн руб.



Источник: данные ЦБ за 2017 год, расчёты InfraONE

Рисунок 39. Структура вложений банков в долговые ценные бумаги, трлн руб.


Источник: данные ЦБ, расчёты InfraONE

Таблица 11. Частные банки из топ-30: активы и наличие интереса к инфраструктуре*

Банк	Активы, млрд руб.	Есть ли мандат на инвестиции в инфраструктуру (может ли банк выйти на рынок прямо сейчас)	Проявляет ли интерес к инвестициям в инфраструктуру
Альфа-банк	2 418	да	нет
Московский кредитный банк	1 676	нет	нет
«ЮниКредит Банк»	1 086	нет	нет
Росбанк	848	нет	да
Райффайзенбанк	803	да	нет
Совкомбанк	628	да	да
Банк «Санкт-Петербург»	561	нет	нет
Банк «Уралсиб»	497	да	нет
Ситибанк	471	нет	нет
«СМП банк»	351	да	да
Банк «Русский Стандарт»	331	нет	нет

* По данным об активах за 9 месяцев 2017 года «Интерфакс-ЦЭА»

Источник: «Интерфакс-ЦЭА», анализ InfraONE

Санации помеха инвестициям?

Радикальные изменения в банковском секторе, произошедшие в 2017 году, поставили под угрозу устойчивость частного банковского бизнеса в России. На санации ЦБ оказались три частных банка из числа крупнейших: банк «Открытие» (8-е место, активы – более 1,8 трлн руб. за 9 месяцев 2017 года), Бинбанк (12-е место, активы на 1,03 трлн руб.), Промсвязьбанк (10-е место, активы на 1,23 трлн руб.). Причём «Открытие» и Промсвязьбанк входили в перечень системно значимых, а вместе с Бинбанком перешёл под управление ЦБ и «Рост банк».

Основная причина санаций – проблемные активы банков и нехватка капитала. Как заключило агентство Fitch Ratings осенью, размер «дыры» у рухнувших банков составлял около 6–7 базовых капиталов. Уровень проблемных долгов российских банков, по оценкам экспертов АКРА, в 2017 году достиг своего пика, составив 12–15% по сектору, а особо уязвимыми оказались частные банки, где уровень резервирования не превышал 50%.

На доступном капитале для инвестиций в инфраструктуру, по нашей оценке, крах банков сказался не слишком критично. В абсолютных значениях и с учётом влияния санаций на смежные сектора (страховой и пенсионный рынки), по нашим расчётам, весь доступный инфраструктуре капитал потерял около 260–300 млрд руб. Но это лишь 13% от всех доступных средств. Если же смотреть на те деньги, которые могли бы быть реально вложены, то общий прогноз по всем инвесторам на 2018–2019 году находится в тех же границах, что и год назад (см. таблицу 10).

Это, на наш взгляд, объясняется тем, что среди банковских инвесторов в инфраструктуру с огромным перевесом лидируют три крупнейших госбанка.

Мы ждём, что попавшие под санацию «Открытие» и Бинбанк, ранее проявлявшие интерес к инфраструктуре, вернуться на рынок во второй половине 2018 года, но даже если они и успеют сделать какие-то инвестиции – вложения будут невелики.

Сколько потерял реальный сектор?

На спасение проблемных банков, по предварительной оценке, было направлено порядка 1 трлн руб. (см. таблицу 12). Это почти в два раза больше расходов федерального бюджета на инфраструктуру (около 0,55 трлн руб.) и почти две трети от трат всей бюджетной системы (1,66 трлн руб.).

Банки перешли во временное (сроком до одного года) управление ЦБ. Их оздоровлением занимается специально созданный Фонд консолидации банковского сектора. Кредитные организации докапитализируют за счёт средств фонда, то есть фактически эти банки стали государственными.

Впоследствии ЦБ сможет продать свои доли в санируемых банках но, скорее всего, это только частично вернёт потраченные на оздоровление средства.

Дополнительно потраченный на инфраструктуру 1 трлн руб. мог бы покрыть почти половину минимальной потребности страны в ней. Если бы такую сумму выделило государство, то, используя механизмы ГЧП, в инфраструктуру можно было бы привлечь средства инвесторов в соотношениях от 1,5:1 до 3:1.

Таблица 12. Объёмы средств, ушедшие на докапитализацию санированных банков

Банк	Объём докапитализации, млрд руб.
Банк «Открытие»	456,2
Бинбанк*	350–370
Промсвязьбанк	200-250
ИТОГО:	1006,2-1076,2

* С учётом «Рост банка»

Источник: данные ЦБ, отчетность банков, анализ и оценка InfraONE

Кредиты на концессии, а вскоре и ГЧП?

За последние три года значительно снизился объём кредитов, выданных на строительство 30 крупнейшими банками, – с 1,26 трлн руб. до 0,78 трлн руб. Он сократился почти в два раза после скачка валютных курсов в конце 2014-го, и восстановления до сих пор не произошло.

Одновременно в 2016 году объём задолженности по кредитам достиг максимума, причём её большая часть просрочена: долг составил почти 46% и 26% от объёма предоставленных кредитов соответственно.

Хоть ситуация в экономике и начала медленно улучшаться, мы не ждём, что этот тренд переменится в 2018 году. Кредитовать строительный сектор банкам невыгодно из-за высокой планки резервирования. Почти каждый кредит, выданный господаждичку или под частный проект, попадает в третью категорию резервирования, то есть банк должен заложить под него 21–50% резервов.

Кредиты на строительство инфраструктуры по концессионному соглашению банки рассматривают иначе: такие займы по нормативам ЦБ попадают во вторую категорию резервирования и выше (с резервами не более 20%). А банки, работающие с концессиями дорожке 1 млрд руб. (в квалифицированном сегменте рынка), в соответствии со сложившейся практикой, относят такие ссуды к первой категории, которая с лета 2017 года вообще не требует резерва.

Похожие нормы распространяются и на инвестиции по закону об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений (39-ФЗ).

Мы ждём, что уже в первом полугодии 2018 года перечень займов с более мягким резервированием пополнится ещё и кредитами на создание объектов ГЧП-соглашений (по 224-ФЗ) – уже доступен проект поправок в инструкцию ЦБ. Это хорошая новость как раз для банков за пределами топ-5 и даже за пределами топ-30: часто у них не хватает средств для финансирования крупных проектов, а механизм ГЧП, описанный в соответствующем законе, как раз и предполагает инвестиции менее 1 млрд руб.

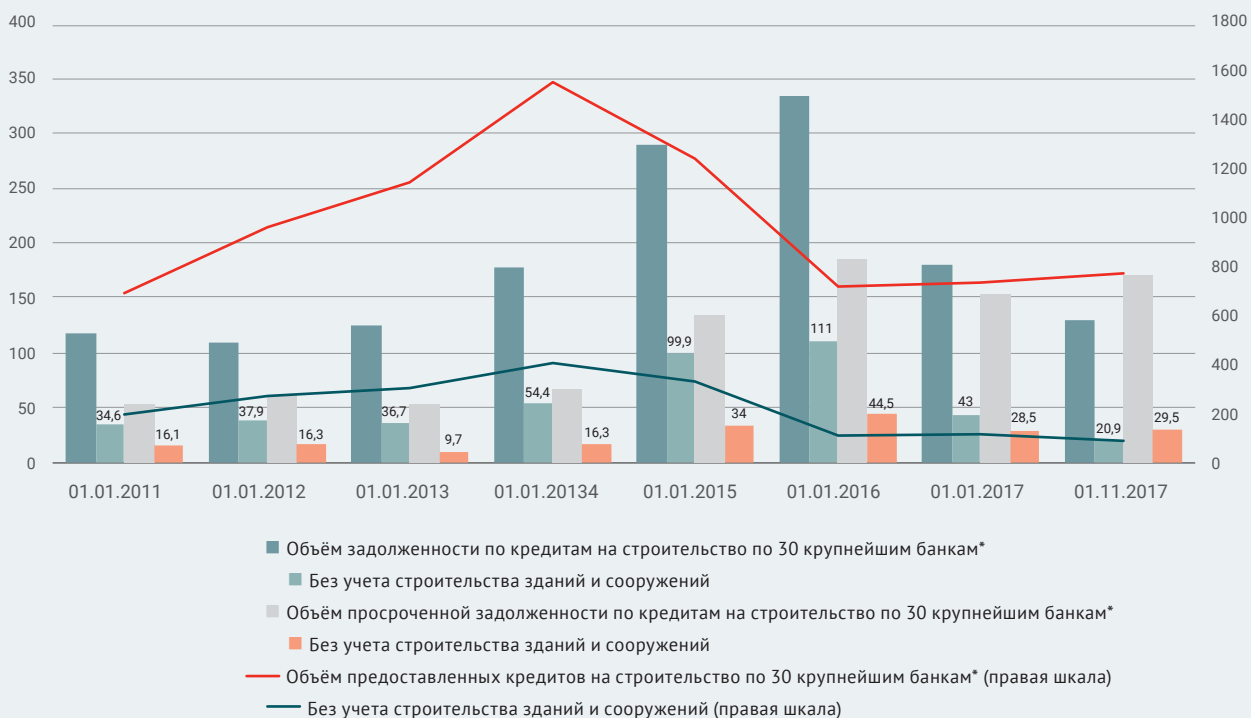
Вероятно, рынок кредитов под концессии будет расти в следующие годы, так как структурирование проектов под банковское финансирование остаётся традиционной и наиболее распространённой практикой.

Рисунок 40. Динамика изменения задолженности по кредитам, выданных юридическим лицам, трлн руб.



Источник: данные ЦБ, расчёты InfraONE

Рисунок 41. Динамика изменения задолженности по кредитам на строительство, выданных юридическим лицам, млрд руб.



* Сумма кредитов в рублях, валюте и драгоценных металлах

Источник: данные ЦБ, расчёты InfraONE

ЦБ «распечатывает» SPV для банков?

ЦБ в 2018 году намерен снизить нормы резервирования для специальных проектных компаний (SPV). Пока новое правило должно коснуться только проектов «фабрики» проектного финансирования на базе ВЭБа, но позднее его обещают расширить.

При оценке заёмщика перед выдачей кредита банки смотрят на несколько критериев, по которым недавно созданные SPV без значительных финансовых потоков и дополнительного обеспечения попадают в 3-ю категорию (с резервированием 21–50%) или ниже.

Регулятор планирует распространить на SPV собственное положение «О порядке расчёта величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов». Основной принцип подхода, содержащегося в документе, — учитывать не исторические показатели (прибыль, долги, выручка), а будущие денежные потоки от проекта и потенциальные риски. Но смотреть будут и на качество залогов.

Помимо снижения резервов ЦБ готов пересмотреть оценку веса кредитов на проектное финансирование при расчёте норматива достаточности капитала банков. Сейчас к долгосрочным кредитам применяются повышающие коэффициенты (от 1,1 до 1,5). Для качественных сделок ЦБ готов их отменить, снизив давление на капитал банков в 1,5 раза (по собственной оценке).

ЦБ, который долгие годы занимал нейтральную позицию по отношению к инфраструктурному рынку, в 2017 году начал действовать гораздо активнее. Постепенно регулятор «распечатывает» для банков новые инструменты и возможности. Это хороший знак для рынка проектного финансирования. Пока шаги ЦБ довольно сдержанны, но мы ждём, что в 2018 году такая политика продолжится.

Блок на розницу — деньги в инфраструктуру?

В 2018 году ЦБ может получить право быстро менять коэффициенты риска по кредитам. Регулятор подготовил изменения в законодательство, которые позволят ему в «ручном режиме» ограничивать банки в выборе групп заёмщиков.

Ограничить могут в первую очередь рынки ипотечного и розничного кредитования. Первый вырос на 15% за 2017 год, а второй на 13%. При этом реальные доходы, которыми располагает население, стабильно падают уже на протяжении трёх лет, по данным «Центра развития» НИУ ВШЭ (например, за 2017 год падение составило 1,8%, по данным Росстата).

Рынок проектного финансирования (в частности, концессий и ГЧП) эти меры вряд ли затронут, так как в последнее время регулятор, напротив, стремится создать условия для инвестирования. Потому концессионные и ГЧП-проекты могут даже выиграть от таких мер, так как банкам нужны будут новые ниши для вложений.

Синдицированные кредиты расширяют рынок?

В феврале 2018 года вступил в силу закон о синдицированном кредите, который ВЭБ и Минэкономразвития лоббировали как одно из условий запуска «фабрики» проектного финансирования. Возможность выдавать такие займы была и

раньше – через банки-нерезиденты на основе зарубежного законодательства; есть на рынке и другие примеры кредитования, которое так или иначе можно считать синдицированным, или «клубным». Теперь процесс организации синдицированных кредитов станет проще, и, вероятно, инструмент будут чаще использовать, чтобы инвестировать в инфраструктуру.

За счёт того, что иностранные банки потеряют монополию на такие кредиты, последние станут более доступными: увеличится размер и сроки заимствования, снизятся транзакционные расходы и время на закрытие сделки.

Возможности синдикатов расширяют потенциал рынка: кредиторы могут диверсифицировать свой портфель и оптимально распределить риски, а держатели проектов – привлечь значительный объём средств (иногда на более выгодных условиях). Впрочем, революции не произойдёт – инструмент существовал ранее, а теперь просто станет более «цивилизованным».

Сделать синдицированные кредиты типовыми, как планировали авторы закона, полагаем, для инфраструктуры вряд ли получится. Все крупные проекты на этом рынке имеют особенности и потому требуют индивидуальных решений.

НПФы продолжают копить

Одним из основных источников «длинных» денег для проектов остаются негосударственные пенсионные фонды (НПФ), которые относительно недавно получили возможность инвестировать в инфраструктурные проекты.

В последние годы количество НПФов в России сокращается, а объём средств у них продолжает расти. На 1 октября 2017 года объём пенсионных накоплений вырос до 2,3 трлн руб. по сравнению с 2,1 трлн руб. за весь 2016 год (см. рисунок 42).

По данным Банка России, на конец 2017 года в инвестиционном портфеле НПФов 50% занимают корпоративные облигации на 1,2 трлн руб (см. рисунок 43). Однако инфраструктурных проектов в рамках концессий и ГЧП среди последних всё ещё немного (2,3%).

Основной проблемой как для НПФов, так и для всего остального рынка является недостаток качественных проектов, готовых к финансированию. Но пенсионные фонды чувствуют дефицит ещё сильнее – проектов, структурированных под облигации, гораздо меньше, чем под кредиты.

Рисунок 42. Как растут пенсионные накопления НПФов, млрд руб.



Источник: данные ЦБ, расчёты InfraONE

Рисунок 43. Куда вкладывают НПФы?*



* Данные за 9 месяцев 2017 года

Источник: данные ЦБ, расчёты InfraONE

«Чистка» рынка или новые возможности?

Общий объём пенсионных накоплений системно растёт. Но за последние пять лет количество НПФов сократилось со 144 до 68, причём только у четырёх фондов, по расчётам «Эксперт РА», неочищенные доходы превысили инфляцию и доходность ГУК ВЭБ.

В 2017 году «чистка» рынка находилась на стадии завершения, а самый пик пришёлся на 2015–2016 годы — тогда рынок покинули 40 фондов.

Уход мелких игроков в целом позитивен: рынок освобождается от некомпетентных участников, а слияния фондов внутри крупных групп позволяют последним полноценно выйти на инвестиционный и финансовый рынки.

По состоянию на конец 2017 года, 94,6% пенсионных накоплений делят между собой 8 групп НПФов, а релевантный опыт участия в инфраструктурных проектах есть у четырёх из них.

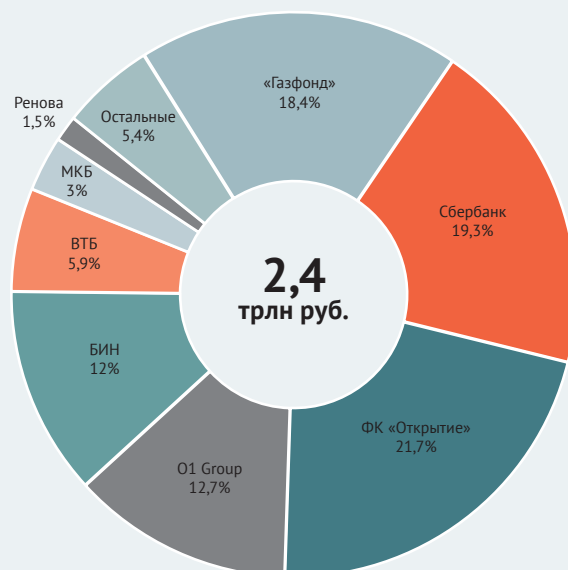
Мы полагаем, что в 2018 году конкуренция за инфраструктурные проекты между ведущими группами НПФов усилится, включая тех, которые ещё не инвестировали в инфраструктуру. Это связано и с необходимостью диверсифицировать портфель вложений, и с привлекательностью инфраструктурного рынка для пенсионных фондов (например, возможностью вкладывать через концессионные облигации).

Потенциал НПФов на российском рынке инфраструктуры остаётся нереализованным. По нашей оценке, они могли бы вложить в инфраструктуру 237–249 млрд руб., но в ближайшие два года инвестиции вряд ли превысят 85 млрд руб. Это связано и с перечисленными ограничениями, и с тем, что часть НПФов второго круга де-факто находятся на санации ЦБ, а потому в ближайшее время будут заняты «утряской» уже имеющихся проблемных портфелей.

Таблица 13. Какие группы НПФов готовы инвестировать в инфраструктуру

Группа НПФов	Какие фонды входят	Пенсионные накопления, 9 мес. 2017 года, млрд руб.	Есть ли интерес к инфраструктуре	Есть ли опыт инвестиций в инфраструктуру
ФК «Открытие»	НПФ электроэнергетики НПФ «Лукойл-гарант» НПФ «РГС»	521,9	да	да
Сбербанк	НПФ Сбербанка	466,2	да	нет
«Газфонд»	НПФ «Газфонд – пенсионные накопления» «КИТФинанс НПФ», НПФ «Промгазфонд» и НПФ «Наследие» (с апреля 2017 года присоединены к «Газфонду ПН»)	443,4	да	да
O1 Group	НПФ «Телеком-союз» НПФ «Социальное развитие» НПФ «Образование» НПФ «Будущее»	306,1	да	да
БИН	НПФ «Сафмар» НПФ «Доверие»	288,5	да	нет
ВТБ	«ВТБ – пенсионный фонд»	142,7	да	да
МКБ	«НПФ ОПК» «НПФ Согласие»	76,4	да	нет
«Ренова»	НПФ «Владимир» МНПФ «Большой»	35,4	да	нет

Источник: данные ЦБ, данные компаний, расчёты InfraONE

Рисунок 44. Как ведущие группы НПФов делят рынок пенсионных накоплений, 9 месяцев 2017 года


Источник: данные ЦБ, данные компаний, расчёты InfraONE

Пенсионным фондам устрают стресс-тест

В своём стремлении очистить рынок от «серых» игроков ЦБ продолжает совершенствовать требования к НПФам и регламент инвестирования пенсионных денег. Банк России тщательно следит не только за качеством инвестиционного портфеля, но и пытается ограничить участие фондов в «связанных» проектах.

За последние три года регулятор дважды снижал долю средств пенсионных накоплений, которая может храниться на банковских депозитах (в 2015 году с 80% до 60%, а в 2016-м – до 40%), и ужесточал требования к банкам, где можно размещать эти деньги. Также ЦБ менял требования к распределению фондами собственных активов. Эти изменения стимулировали интерес пенсионных фондов к инфраструктуре. Но в стремлении очистить рынок регулятор иногда, напротив, ограничивает НПФы в таких вложениях.

Например, с февраля 2018 года НПФы обязаны проходить ежеквартальные стресс-тесты на ликвидность и финансовую устойчивость. Проверка будет включать в себя испытания по нескольким кризисным сценариям, а прошедшими тест будут считаться фонды, которые в 20% испытаний и более окажутся способны исполнить свои обязательства.

Эта мера должна укрепить пенсионный рынок, но методика стресс-тестирования не делает различий между инфраструктурными вложениями и обычными. Она предполагает, что портфель НПФ должен быть ликвидным в каждый конкретный момент времени, но суть инвестиций в инфраструктуру (в частности концессионных облигаций) противоположна. Инфраструктурные проекты, как правило, капитализируются после выхода на эксплуатацию и не генерируют денежного потока первые несколько лет.

Мы не ждём, что введение стресс-тестирования ослабит интерес НПФов к концессионным бумагам, – их объём в портфелях фондов пока ничтожно мал. В далёкой перспективе это может стать для пенсионных фондов фактором, сдерживающим вложения в инфраструктуру. Либо им придётся проявлять изобретательность, что тоже возможно, но тогда концессионные бумаги должны будут показывать дополнительную премию.

Страховые так и не пришли в инфраструктуру

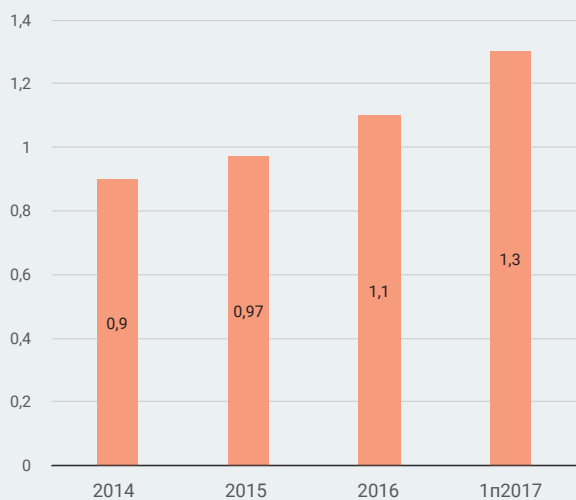
Страховые компании – один из потенциальных инвесторов в инфраструктурные проекты. ЦБ ещё в марте 2016 года расширил регулирование в части вложения резервов страховщиков: теперь и они могут выкупать концессионные облигации. Но более чем за полтора года с момента изменения нормативной базы инвестиций в такие бумаги они не сделали.

По итогам первого полугодия 2017 года разрешённая для инвестирования в корпоративные облигации (без учёта прогарантированных государством) доля страховых резервов составила 590 млрд руб. (444,8 млрд руб. уже вложено). Суммарный объём концессионных облигаций, выпущенных под инфраструктурные проекты – 78,2 млрд руб. (на 1 февраля 2018 года).

Требования к инвестированию резервов страховщиков в целом аналогичны правилам для НПФов. Но страховые компании пока не понимают рынка инвестиций в инфраструктуру и потому не торопятся вкладывать.

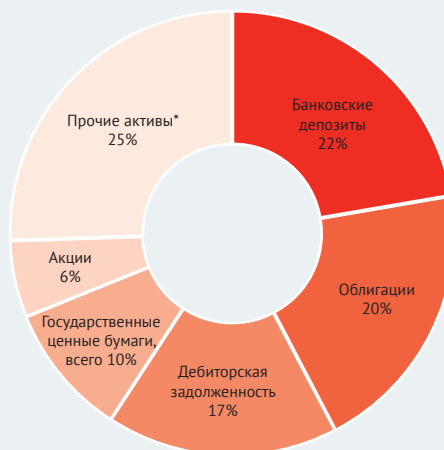
Между тем, они могут стать полноценным участником рынка и составить конкуренцию остальным игрокам. Тем не менее мы не ждём, что это случится в 2018 году: страховщики по-прежнему занимают пассивную позицию в отношении таких вложений. Пилотные проекты всё же возможны, но серьёзную конкуренцию мейджорам страховые компании смогут составить, лишь когда накопят опыт работы с инфраструктурой.

Рисунок 45. Резервы страховых компаний, трлн руб.



Источник: данные ЦБ

Рисунок 46. Активы страховых компаний по итогам первого полугодия 2017 года



* Денежные средства, доля перестраховщиков в страховых резервах, инвестиционные паи ПИФов, векселя, недвижимое имущество

Источник: данные ЦБ

Таблица 14. Инфраструктурные инвестиции и бизнес страховых компаний

Особенности инвестиций в инфраструктуру	Что это значит для страховой компании
Требует больших первоначальных инвестиций в капитальное строительство и расходов на этапе эксплуатации	Страховая компания должна располагать доступным капиталом для инвестиций на стадии реализации проекта (либо возможностью быстро их привлечь) и на протяжении всего периода эксплуатации.
Долгосрочные контракты различной сложности	Долгосрочные контракты отвечают природе долгосрочных обязательств по страхованию жизни и пенсионному страхованию. Сложные контракты требуют разработки стратегии операционного управления.
Стабильная доходность, предсказуемый долгосрочный денежный поток (до 35 или более лет), которые могут быть привязаны к инфляции	Стабильность и возможность строить планы на долгий срок делают инфраструктуру потенциально привлекательной для страховщиков особенно потому, что подобные активы сочетаются с их обязательствами и помогают оптимизировать портфель. Единственное расхождение в том, что выплаты по заёмному капиталу привязываются к ставкам межбанковского кредитования (типа LIBOR), а доходность по инфраструктурным проектам – к инфляции.
Доход зависит от государственного регулирования или политического курса (в т.ч. со стороны квазигосударственных органов или структур)	Ввиду длительности контрактов (до 35 лет и более) изменение нормативов неизбежно, страховые компании должны учитывать юридические риски, прежде чем начать инвестировать.
Доходность (кроме платных автодорог) не должна быть привязана к бизнес-циклу	Изменения бизнес-цикла не должны финансово отразиться на инвестициях.
Чаще инфраструктура монополистическая или квазимонополистическая	Сложнее привлечь ресурсы, но потенциальная выгода возрастает после финансового закрытия.

Источник: EY's Global Insurance Center

Заёмщики выбирают бонды?

Количество кредитов, выданных корпоративным заёмщикам, в 2017 году сократилось на 6% по сравнению с 2016-м, рынок же корпоративных облигаций, напротив, продемонстрировал рост на 37%. С 2013 года он вырос почти в 2,5 раза, за последние 4 года были выпущены бонды на 3,9 трлн руб. (исключая облигации банков и финансовых институтов). Объём кредитов, выданных банками корпоративному сектору, за тот же период уменьшился на 3% (или 1 трлн руб.).

Аналогичная тенденция характерна для развитых рынков: стоимость облигационного финансирования, как правило, дешевле (для займов свыше 1 млрд руб.), потому крупные заёмщики предпочитают выпускать бонды. России, конечно, ещё далеко до того дня, когда рынок корпоративных облигаций превысит число кредитов компаниям, но медленное движение в этом направлении есть.

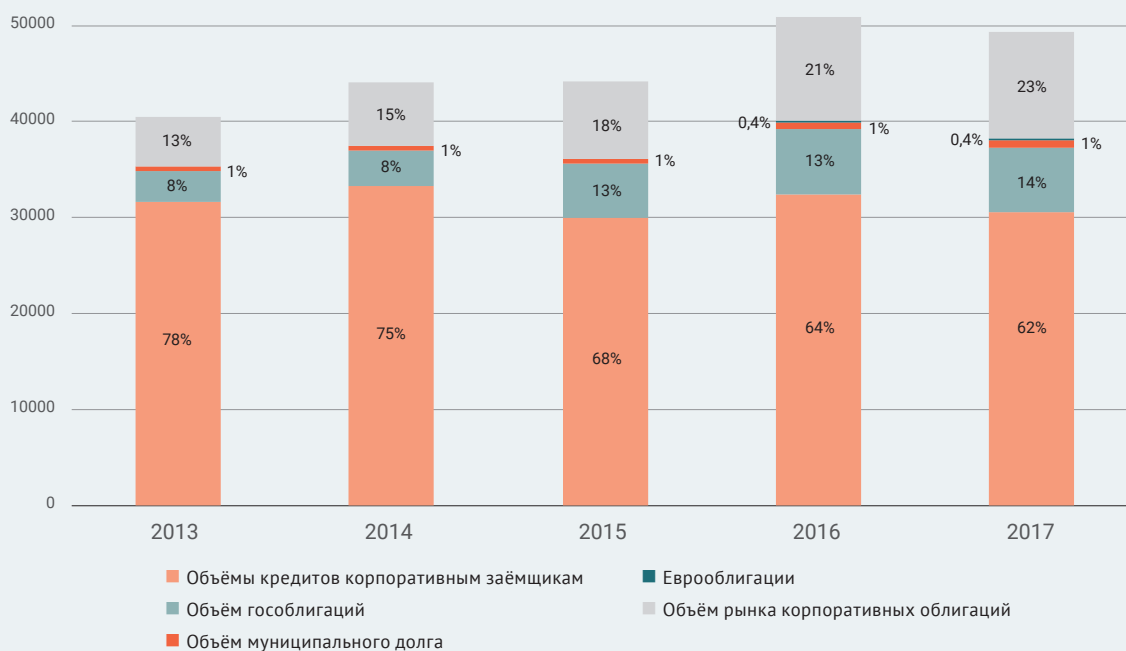
Распространяется эта закономерность и на рынок инвестиций в инфраструктуру. Причём некоторые типы бумаг на нём выгодно выделяются на фоне обычных корпоративных облигаций. Мы ждём, что в следующие два-три года инициаторы проектов начнут более охотно структурировать проекты под облигационное финансирование.

Рисунок 47. Динамика рынка кредитов и облигаций в корпоративном секторе



Источник: данные ЦБ, Cbonds, расчёты InfraONE

Рисунок 48. Рынок долгового капитала и корпоративного кредитования России, млрд руб.



Источник: данные ЦБ, Cbonds, расчёты и анализ InfraONE

Почему рынку нужны «длинные» облигации

Банки, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании управляют капиталом объёмом более 80 трлн руб. Как минимум 5–10% из них они могут инвестировать на срок более пяти лет (согласно международной практике и аналитике OECD). Но эти средства вложены в основном на финансовом рынке – в ОФЗ, корпоративные облигации и акции, ценные бумаги регионов, муниципалитетов и международных финансовых организаций (см. рисунок 49).

Рисунок 49. Структура финансовых инструментов, подходящих для долгосрочного инвестирования, трлн руб.



Источник: данные ЦБ на конец первого полугодия 2017 года, расчёты InfraONE

Перечисленные инструменты – набор традиционный и довольно узкий, его возможностей инвесторам уже не хватает. Финансовым организациям приходится поддерживать необходимый уровень диверсификации портфеля и регулярно проходить стресс-тесты, чтобы по результатам оставить наиболее устойчивые бумаги и инструменты.

Такие вложения напрямую на экономику не работают. Они лишь в некотором роде являются долгосрочными инвестициями: это, прежде всего, операции на рынке ценных бумаг без привязки к конкретным проектам.

В развитых зарубежных странах Европы, а также в США и Канаде крупные финансовые институты, как правило, вкладывают до 3–5% своих средств в создание новых объектов (по данным Preqin на первое полугодие 2017 года – Investor Outlook: Alternative Assets). И речь в первую очередь идёт об инвестициях в инфраструктуру на принципах государственно-частного партнёрства и проектного финансирования.

В России возможности для таких вложений есть, но имеющиеся инструменты используются минимально (например, концессионные облигации).

Согласно нашим расчётам, спрос на «особые» классы бумаг превышает размер рынка почти в четыре раза: в них могло бы быть вложено до 380–400 млрд руб., или 17–20% от всего объёма средств, доступных в стране для инфраструктуры. Причём речь идёт и об уже работающих концессионных облигациях, и о других бумагах, которые пока не закреплены законодательно либо просто не выпускались. Мы ждём, что новые механизмы могут появиться на рынке уже в

2018 году, но это не в последнюю очередь будет зависеть от активной позиции игроков рынка.

В ближайшие год-два основными потребителями таких облигаций, с большой долей вероятности, останутся пенсионные фонды.

«Инфраструктурные» облигации: как отличить реальный инструмент от маркетинга

Понятие «инфраструктурные» облигации в России законодательно не закреплено, поэтому так часто называют бумаги любых компаний, имеющих хоть какое-то отношение к инфраструктуре. Чаще всего это делают, чтобы придать обычным корпоративным бумагам вес в глазах инвесторов. Но если облигации не привязаны к конкретному проекту, привлечённые с их помощью средства можно потратить на любые цели, а не только на создание инфраструктуры.

Класс действительно инфраструктурных ценных бумаг в России всё же существует: ими можно считать концессионные облигации. Также в эту группу можно отнести и облигации, выпущенные специальными обществами проектного финансирования (СОПФ) в целях инфраструктурных проектов.

Концессионные облигации. Рынок и его объём

Единственный существующий на практике класс облигаций, который имеет значительные отличия от обычных корпоративных бумаг, — концессионные бонды.

Их первые выпуски появились ещё в 2010 году: облигации на 8,3 млрд руб. зарегистрировала «Главная дорога» под проект строительства платного участка трассы М-3 в обход подмосковного Одинцова.

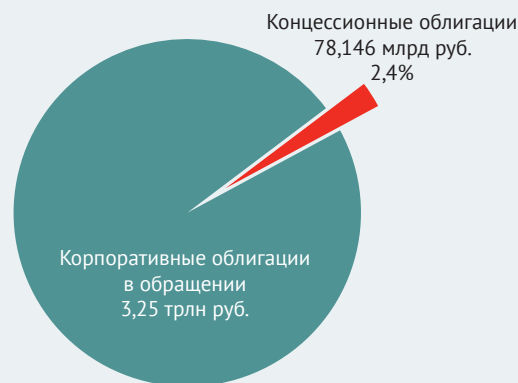
К 2018 году объём рынка вырос почти в 9,5 раза — на 1 февраля в обращении находится 24 выпуска концессионных облигаций объёмом 78,146 млрд руб. На эти средства 10 эмитентов финансируют 13 проектов (все зарегистрированные на момент выхода обзора выпуски концессионных облигаций и их основные параметры представлены в таблице 15 и на рисунке 52).

С точки зрения потребностей рынка, этот объём всё ещё ничтожно мал — всего 2,4% от всех корпоративных облигаций в обращении (см. рисунок 50). Многие участники рынка объясняют эту динамику недостатком нормативной базы для полноценного использования инструмента и ждут активных действий от ЦБ. На наш взгляд, проблема регулирования есть — изменения в законодательство нужны, но пока это не главное препятствие.

Маленький объём концессионных бондов в обращении в первую очередь связан с недостатком проектов на рынке и тем, что часто лучшие из них структурируют сразу под кредитное финансирование, отсекая остальных заинтересованных.

Ещё теоретически доступный для долгосрочных инвестиций инструмент — облигации СОПФ. Но рынок за более чем три года существования его так и не понял — ни одного выпуска этих бумаг до сих пор не появилось (подробнее см. «Нереализованный потенциал СОПФ»).

Рисунок 50. Доля концессионных облигаций на рынке (на 1 февраля 2018 года)



Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчетного депозитария, расчёты InfraONE

Таблица 15. Основные условия выпусков концессионных облигаций в обращении

№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата размещения на Московской бирже	Срок обращения, лет	Ставка первого купона
1	«Главная дорога»	03		8	22.11.10	18	5%
		06	Участок М-1, Обход Одинцова	8,17292	12.12.12	16	9,8%
		07		1,4	20.11.12	17	10%
2	«Управление отходами-НН»	01	Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в Нижегородской области	1,15	27.06.12	10	11%
3	«Управление отходами»	01	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	07.11.13	10,5	11%
		02	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии	1,7	02.12.14		11%
		БО-01*	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	01.06.16	10 лет и 10 месяцев	4%
4	«Концессии водоснабжения»	01	Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде	1,5	04.12.15	15	14%
		02		1,9	19.05.16	14 лет и 10 месяцев	12,5%
		03		1,9	06.10.16	14,5	12%
		04		1,1	24.04.17	14 лет и 1,5 месяца	12,5%
		05		1,1	04.12.17	13 лет и 8 месяцев	11%*
5	«Концессии теплоснабжения»	01	Система теплоснабжения в Волгограде	2	10.04.17	15	12,5%
		02		2	29.11.17	15	11%
6	Транспортная концессионная компания	A1	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	27.09.16	17	12,5%
		Б		2	27.09.16	30	13,5%
		A2*		3,533	09.11.17	16 лет и 2 месяца	12,5%
7	«Волга-Спорт»	01	Физкультурно-оздоровительные комплексы в Нижегородской области	1,4	04.04.11	11	9,75%
		02	Ледовый дворец в Ульяновске	1,9	30.10.12	11 лет и 4 месяца	11%
8	Тверская концессионная компания**	01	Строительство и эксплуатация дворца водных видов спорта и аквапарк в Саратове	8,5	23.08.16	49	11,5%
9	Северо-Западная концессионная компания	03	Участок М-11, 15-58 км	5	21.10.11	20	11,15%
		04		5	21.10.11		11,15%
10	«Магистраль двух столиц»	A1	Участки М-11 - 543-646 км и 646 - 684 км	7,5	29.05.15	15	13,45%
		A2		5,5	08.07.15		13,25%

В таблице представлены все обращающиеся на бирже выпуски, соответствующие определению «концессионные облигации» по трём основным признакам: 1. Эмитент – SPV. 2. SPV является держателем концессионного соглашения. 3. В проспекте ценных бумаг содержится оговорка о концессионной сущности выпуска. Чтобы составить выборку, мы проанализировали базу всех российских ценных бумаг, находящихся на обслуживании в Национальном расчётном депозитарии (7891 выпуска по состоянию на 1.02.2018).

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, данные FinamBonds

Формула купона (кроме первого)	Погашение номинала	Период купона	Ставка предыдущего купона	Ставка текущего купона	Госгарантия
ИПЦ + 0,5 темпов роста ВВП; минимально 4%	в 11-й-18-й купоны: 12,5%	1 год	7,5%	4,5%	нет
	в 9-й-16-й купоны: 12,5%		7,5%	4,5%	по номиналу и % в случае расторжения
	в 10-й-17-й купоны: 12,5%		7,5%	4,5%	нет
ИПЦ + 3%	в конце периода	0,5 года	7,1%	5,5%	нет
Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ставка рефинансирования ЦБ + 1%, длительность 1-го купонного периода - 546 дней	в конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 546 день размещения)	16,9%	10,25%	нет
Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ставка рефинансирования ЦБ + 1%, купоны: 1-й - 639 дней, 2-й - 366 дней, 3-5-й - по 365 дней, 6-й - 366 дней, 7-9-й по 365 дней, 10-й - 273 дня)	в 4-й - 9-й купоны: 14,3%; в 10-й купон: 14,2%	1 год (1-й купон выплачивается на 639 день размещения; 10-й купон на 273 день)	16,9%	10,0%	нет
Фиксированная ставка - 4% 1-й купон выплачивается за 699 дней	в конце периода	1 год (1-й купон выплачивается на 699 день размещения)	/-/	4%	нет
Большее из двух: ИПЦ+ 4%; ключевая ставка ЦБ + 3%	в 3-й - 14-й купоны: 7,692%; в 15-й купон: 7,696%	1 год	13%	11,25%	нет
			12,5%	12,25%	нет
			12%	11,5%	нет
			/-/	12,5%	нет
Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%	в 3-й - 13-й купоны: 8,333%; в 14-й купон: 8,337%	1 год (14-й купон выплачивается на 264 день размещения)	/-/	11%	нет
			в 3-й - 14-й купоны: 7,692%; в 15-й купон: 7,696%	1 год (15-й купон выплачивается на 378 день)	/-/
2-5 купоны - ИПЦ + 3%, далее ставку определяет эмитент	в конце периода	1 год	/-/	11%	нет
			12,5%	7,35%	нет
2-5 купоны - ИПЦ + 3,5%, далее ставку определяет эмитент	в конце периода	1 год	13,5%	7,85%	нет
2-5 купоны - ИПЦ + 3,5%, далее ставку определяет эмитент	в конце периода		/-/	12,5%	нет
ИПЦ + 2,75%	в конце периода		10,06%	6,84%	нет
ИПЦ или 5% годовых (большее из двух) + 4%	в конце периода (эмитент может погасить не менее чем 10% от номинальной стоимости в дату окончания 2-10-го купонов)	1 год	11,31%	9%	нет
1-7 купоны - 11,5%, 8-14 купоны - 12%, 15-21 купоны - 13%, 22-28 купоны - 14%, 29-35 купоны - 15%, 36-42 купоны - 16%, 43-49 купоны - 17%	в конце периода	1 год	11,50%	11,5%	нет
ИПЦ + 3% (диапазон ставки купона на 2-й - 6-й купонные периоды: 6% - 11,5%, на 7-й - 14-й купонные периоды: 5% - 12,5%, на 15-й - 20-й купонные периоды: 5% - 15%)	в 14-й - 40-й купоны: с постепенным нарастанием от 1,8% до 6,5%	0,5 года	7,6%	6,29%	по номиналу
			7,6%	6,29%	по номиналу
1-11 купоны - 13,45%, 12-59 купоны - ИПЦ+3% (но не менее 1%)	в конце периода	0,25 года	13,45%	13,45%	нет
1-11 купоны - 13,25%, 12-59 купоны - ИПЦ + 2,5%	в конце периода		13,25%	13,25%	нет

* Бонды с индексированным номиналом, номинал индексируется на ИПЦ с трехмесячным лагом (так же, как у ОФЗ-ИН и аналогичных бондов «Почты России»)

**23.08.2017 произошел дефолт по выплате купонного дохода

Таблица 16. Концессионные облигации, зарегистрированные ЦБ, но не размещённые на бирже

№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Дата регистрации ЦБ	Срок обращения, лет
1	Транспортная концессионная компания	A3	Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,374	28.09.2017	15
		A4		3,752	28.09.2017	15
2	«Экология Новосибирска»	B-01	Мусоросортировочные комплексы на территории Новосибирской области	1	11.05.2017	20

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, данные FinamBonds

Таблица 17. Какие ещё облигации могут выйти на рынок в 2018–2020 годах

№	Эмитент	Серия/ Класс	Проект	Объем выпуска, млрд руб.	Срок обращения, лет
1	Северо-Западная концессионная компания	01	Участок трассы М-11 «Москва – Санкт- Петербург», 15–58 км	5	20
		02		5	20
2	«Управление отходами»	B0-02	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,75	12,5
3	ТЭПК «Кызыл-Курагино»	–	Строительство железной линии Кызыл – Курагино (410 км) к угольному месторождению Элегест	134,6	15

Источник: данные FinamBonds, сообщения СМИ

Признаки концессионных облигаций

Понятие «концессионные облигации» в законодательстве отсутствует, но экономически его существование обоснованно. Сначала приказ ФСФР (от 2013 года), а теперь положение ЦБ выделяют бумаги, выпущенные под финансирование конкретного концессионного проекта, в отдельный класс. Там указано, что облигации с чёткими признаками концессионных можно включать в котировальные списки первого и второго уровней. Поэтому НПФ, а теперь и страховые компании имеют право инвестировать в эти бонды.

От корпоративных бумаг их отличают три признака:

- облигации выпускает проектная компания (SPV), с которой заключено концессионное соглашение;
- вложенное держателями облигаций эмитент возвращает из прибыли, сгенерированной проектом;
- концессионная сущность бумаг оговорена в проспекте эмиссии. Чёткие формулировки и единый стандарт в нормативных актах не оговариваются, потому пока в проспектах бумаг факт заключения концессии отражается по-разному.

Транспорт и ЖКХ занимают через облигации

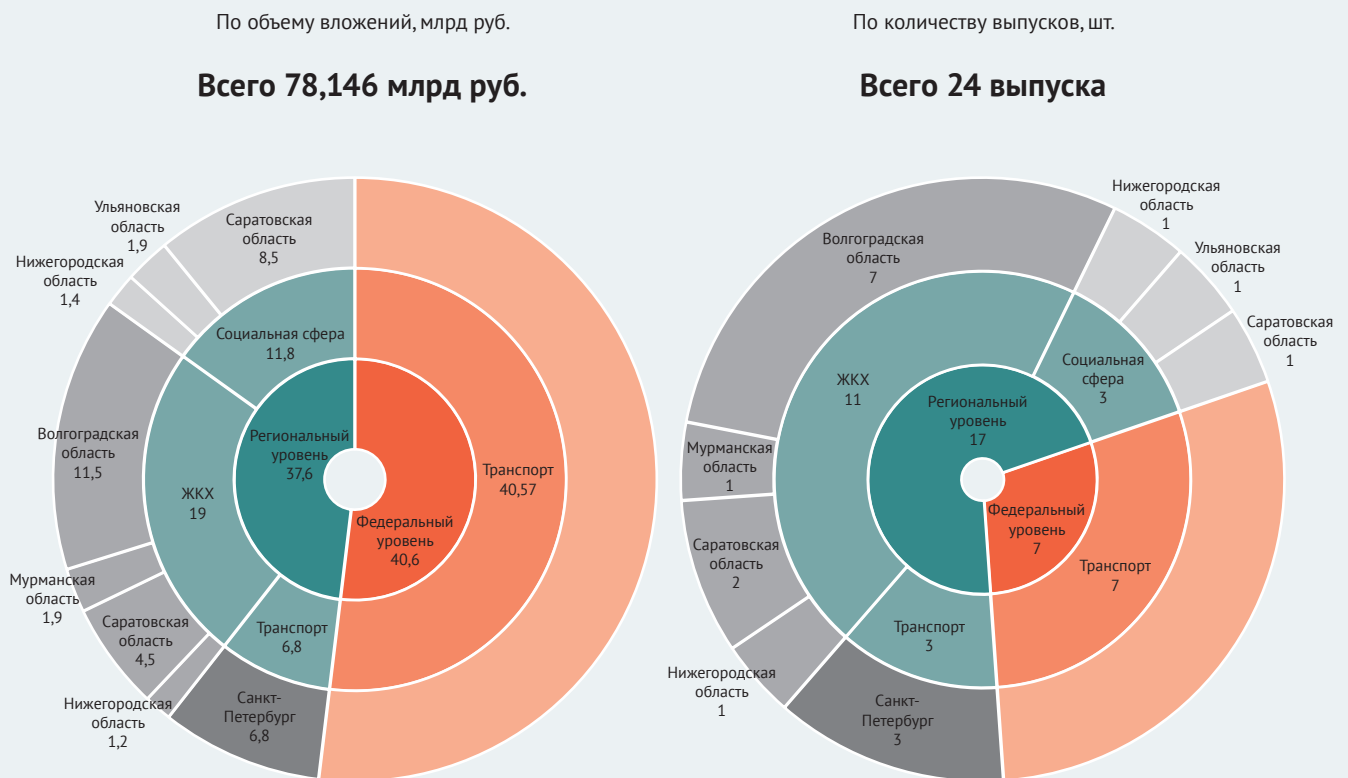
Пока в обращении находятся концессионные облигации, выпущенные под транспортные проекты (в основном автодороги), спортивные и коммунальные объекты в сферах водоснабжения и переработки мусора (см. рисунок 51).

По количеству выпусков, финансирующихся через такие бонды, лидируют региональные концессии: на них приходится 71%, остальное – федеральные выпуски. Обратную картину даёт сравнение объёма вложений: 54% средств от концессионных облигаций потратят на федеральном уровне.

При сравнении по отраслям ситуация несколько иная: на более дорогие транспортные проекты уйдёт 60,6% средств, 15,1% – на социальную сферу и 24,3% – на проекты в сфере ЖКХ и переработки мусора (из них на ТБО приходится 9,6% от общего объёма финансирования проектов – 7,5 млрд руб). При этом последнее направление – абсолютный лидер по количеству выпусков облигаций под проекты на региональном уровне.

Через выпуск концессионных бондов уже сейчас финансируется больше нетранспортных проектов, и мы ждём, что в дальнейшем эта тенденция будет усиливаться. Количество региональных проектов также, вероятно, вырастет вслед за аналогичными трендами на инвестиционно-инфраструктурном рынке в целом.

Рисунок 51. Распределение выпусков концессионных облигаций по концедентам, отраслям и регионам



Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, данные FinamBonds

Рисунок 52. Как устроен рынок концессионных облигаций? *


* Данные на 1 февраля 2018 года

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчетного депозитария, расчеты InfraONE

Параметры концессионных облигаций

Объемы выпусков концессионных облигаций в обращении варьируются от 1 млрд руб. до 8,5 млрд руб. В целом эмитенты предпочитают дробить займы на несколько выпусков, даже если размещают их одновременно. Так им проще управлять портфелем, а риск того, что часть выпуска не выкупят и остаток придется гасить, снижается.

Средний срок обращения концессионных облигаций – 17 лет, но разброс велик: минимальная граница начинается от 10 лет, максимум – 49 лет.

Почти все имеющиеся на рынке концессионные облигации размещены по номинальной стоимости. Исключения всего два – выпуск 03 «Главной дороги» размещён по цене 90% от номинала, а выпуск 02 «Управления отходами» – по 110,6% от номинала.

Во всех выпусках «Управления отходами» выплата первого купона отложена на полтора-два года и предусматривает отсрочку выплаты процента за пользование заёмным капиталом (см. таблицу 15).

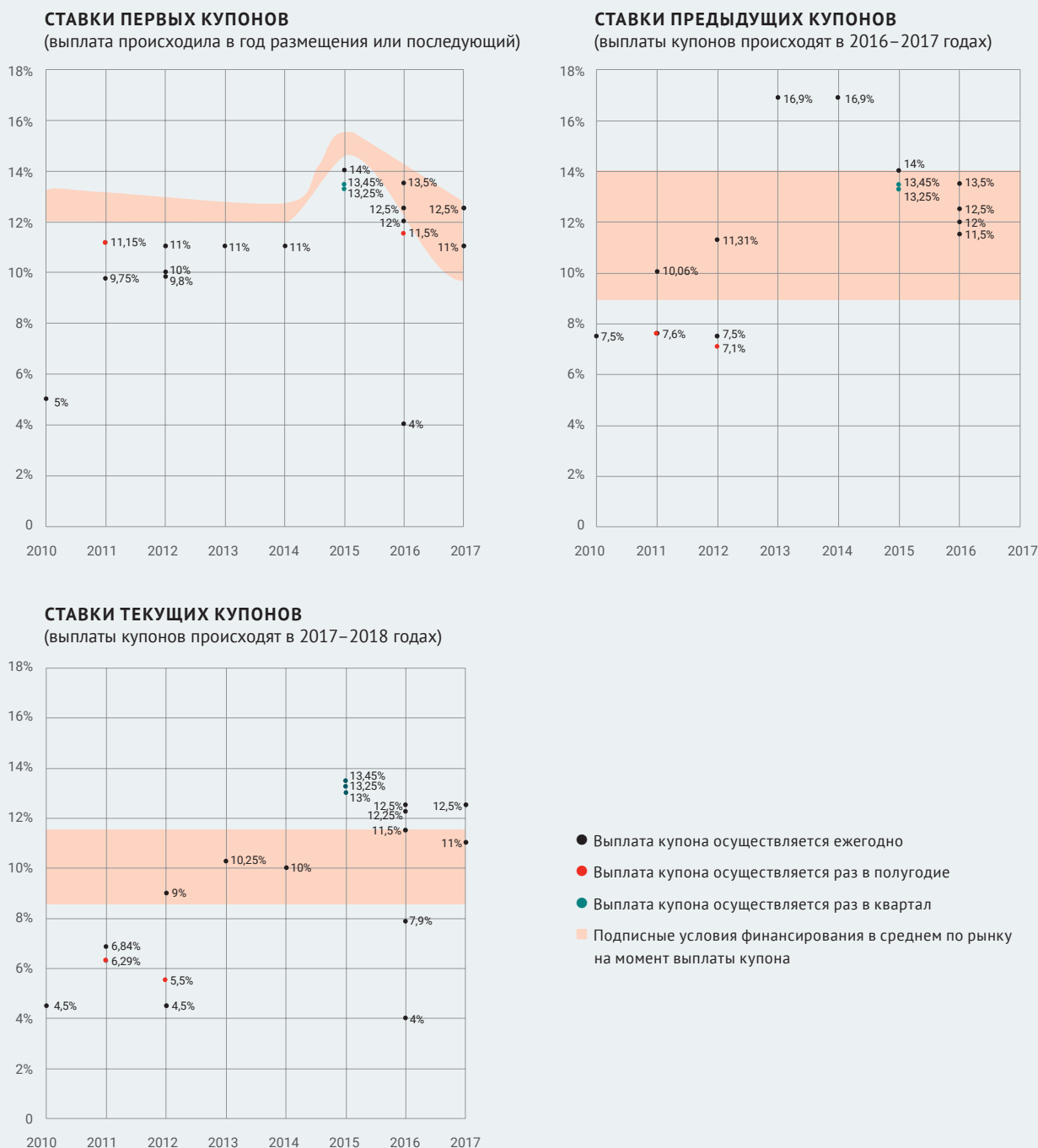
У «Управления отходами – НН», «Управления отходами» по выпуску БО-01, Транспортной концессионной компании и Тверской концессионной компании, а также «Магистрале двух столиц» и «Волги-Спорт» номинал облигаций гасится в конце срока обращения. По остальным – происходит погашение частями в даты соответствующих купонных выплат (детали в таблице 15).

По всем концессионным бумагам в обращении выплачивается купонный доход – годовой или полугодовой, но есть и два выпуска с квартальными купонами.

Ставка по купонам в большинстве случаев фиксированно-плавающая и привязана к инфляции, темпу роста ВВП, ключевой ставке ЦБ либо другим параметрам.

Средняя ставка концессионных облигаций по текущему купону – 9,1%, немногим выше средневзвешенная ставка (учитывает объём эмиссии) – 8,85%. За предыдущий период среднее значение купонной ставки составляло 11,2%, а средневзвешенное по объёму займа – 10,63%. Но разброс ставок остаётся большим (см. рисунок 53).

Рисунок 53. Динамика ставок первого, предыдущего и текущего купонов концессионных облигаций в обращении в зависимости от даты размещения эмиссии



Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, расчёты InfraONE

Реальные ставки предыдущих выплаченных купонов (стоит иметь в виду, что эмиссия и выкуп осуществлялись годы назад на другом уровне развития рынка) находились в диапазоне от 7,1% до 16,9% годовых. Разброс ставок по текущим купонам сохранился, но их величина снизилась в диапазон 4% – 13,45%. Такая разница объясняется тем, что выплаты привязаны к дате выпуска купона. То есть у тех, кто эмитировал бумаги в конце 2016 года, выплаты купонов привязываются к инфляции 2015-го. Так, в нынешнем периоде компенсируется недополученное в предыдущем, и наоборот.

Резко выбивается из общего тренда фиксированный купон (4%) выпуска БО-01 «Управления отходами», привязка к инфляции там заложена в цене самой бумаги (т.н. облигации с индексируемым номиналом). Ещё одно исключение – выпуски Транспортной концессионной компании, где ставку определяет эмитент (с 6-го купона).

Тренд на снижение ставки купона вслед за снижением уровня инфляции и падением ключевой ставки ЦБ всё же имеется. Недавно регулятор снизил нижнюю границу равновесной реальной ставки с 2,5% до 2%, что в среднесрочной перспективе сигнализирует о том, что ключевая ставка может быть снижена чуть ли не до 6% и повлечёт за собой снижение доходности ОФЗ, а затем всех остальных долгосрочных облигационных заимствований. По нашим оценкам, в ближайшие год-полтора выплаты по купонам концессионных облигаций будут сокращаться вслед за изменениями на финансовом рынке.

Плюсы концессионных облигаций в сравнении с традиционными долговыми инструментами тем не менее очевидны: стоимость обслуживания долга для эмитента ниже, а деньги он получает на долгий срок. Кредит вместе с комиссиями и оформлением, как правило, стоит для концессионера дороже и выдаётся на срок, не превышающий десяти лет.

Сколько заработают облигационеры

По купонам концессионных облигаций (на общую сумму 78,2 млрд руб.) уже выплачено 27,12 млрд руб. Первые выпуски обращаются по шесть лет, а самый ранний срок погашения – 5 лет. В среднем до погашения бумаг остаётся 12 и более лет.

В формуле расчёта значительной части ставок купонов концессионных облигаций учтена инфляция, а реальная доходность инвестора выходит на уровень 2,5–4% годовых. Такие значения вполне соотносятся со средним реальным доходом инвесторов по инструментам при долгосрочных вложениях, причём не только в России (см. рисунок 54).

Например, по купонам выпусков 01 и 02 «Волги-Спорт» (объём 1,4 млрд руб. и 1,9 млрд руб., срок 11 и 12 лет соответственно) на конец периода, по нашим расчётам, будет выплачено порядка 1,34 млрд руб. и 2,36 млрд руб. в номинальном выражении (в основе прогноз Минэкономразвития по инфляции). Реальные выплаты по купонам составят порядка 0,89 млрд руб. и 1,52 млрд руб. Само тело долга к моменту окончательного погашения бумаги, напротив, уменьшится: около 0,7 млрд руб. и 0,93 млрд руб. соответственно (расчёты InfraONE).

Иная ситуация с выпуском «Управления отходами» с индексируемым номиналом (объём 1,85 млрд руб., сроком 10 лет и 10 месяцев): общая номинальная сумма выплат по купонам за весь период обращения бумаг составит 0,92 млрд руб.

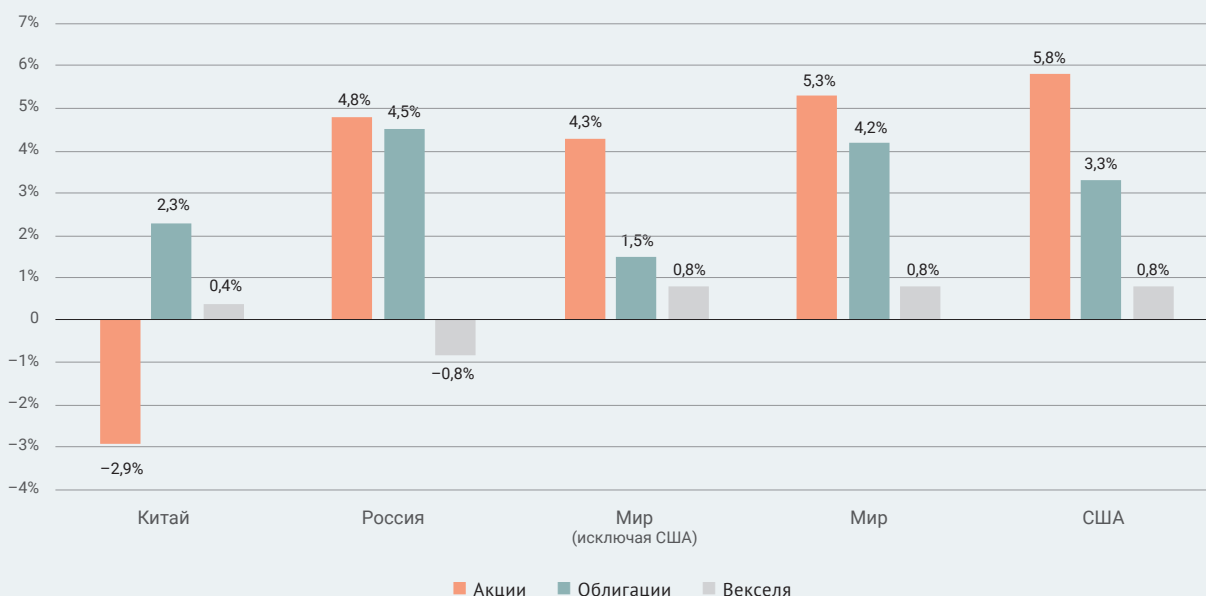
С учётом инфляции реальная доходность составит порядка 0,74 млрд руб. (расчёты InfraONE). При сравнительно небольших итоговых выплатах по купонам (даже относительно основного объёма размещения) этот выпуск защищает держателей бумаг от инфляционных рисков, а для эмитента выгоден — из-за низкой стоимости обслуживания займа. Впрочем, массового спроса на этот тип облигаций мы не ждём, так как страх перед резкими инфляционными колебаниями заметно угас ещё в 2016 году.

На наш взгляд, в следующие год-два тренд на учёт инфляции в ставке купона сохранится. Одновременно облигации с высокой фиксированной ставкой, вероятно, будут уходить с рынка. Впрочем, держатели некоторых бумаг успеют заработать на бондах, выпущенных в прошлые годы: если инфляция останется на уровне прогноза Минэкономразвития, в выигрыше будут, например, держатели облигаций «Магистрالی двух столиц» — на первые 11 купонов установлена фиксированная ставка 13,45% и 13,25%.

Нарочито привлекательно выглядят условия выпуска 01 Тверской концессионной компании: выплаты по всем 49 купонам фиксированы и на пике доходят до 17% годовых. В перспективе доходность по этим бумагам могла бы быть одной из самых высоких на рынке, но дефолт произошёл уже при наступлении срока выплаты по первому купону.

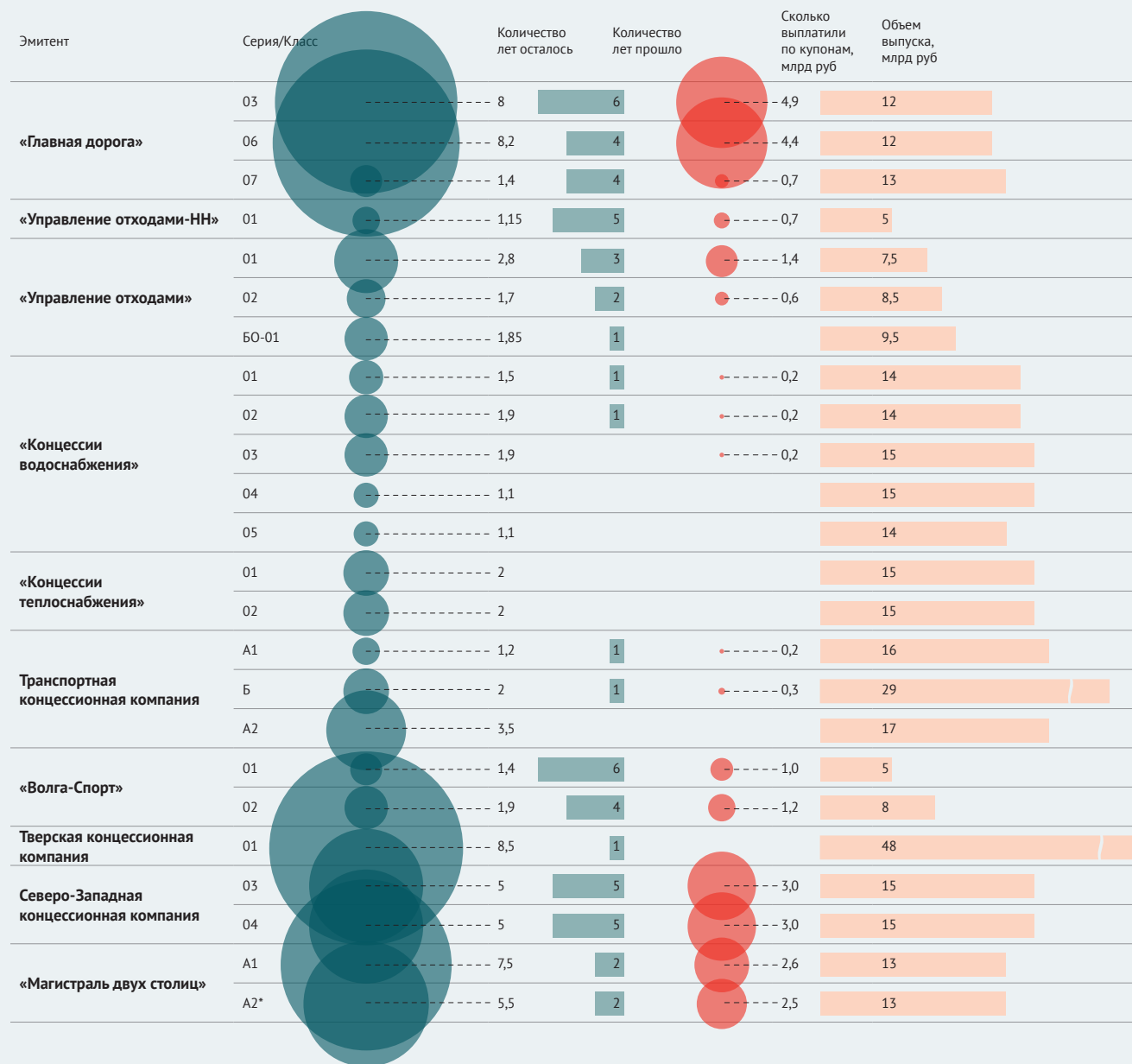
Пока отдельные выпуски концессионных облигаций по ряду параметров сильно выбиваются из общей картины, но мы ждём, что в следующие три года на рынке накопится до 40–45 выпусков бумаг, которые и станут базой для формирования условий последующих эмиссий.

Рисунок 54. Общегодовой реальный доход по инструментам и странам в 1990-х*–2016 году, в % годовых



* Для Китая расчёт с 1993 года, для России расчёт с 1995 года, для США, мира (и мира без учёта США) расчёт с 1967 года. В соответствии с методологией расчёта исторической доходности финансовых инструментов для инвесторов, применяемой в ежегодных исследованиях Credit Suisse Global Investment Returns, для Китая и России, ввиду пробелов в финансовой истории во времена коммунистических режимов, расчёт показателей в этих странах производится с момента открытия рынков (стран) и возобновления торговли ценными бумагами.

Источник: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017, анализ и расчёты InfraONE

Рисунок 55. Распределение концессионных облигаций по объёму выплаченных купонов (с учётом срока эмиссии и объёма заимствований)*


* Данные на 1 февраля 2018 года

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, данные FinamBonds

Таблица 18. Прогноз по выплатам некоторых выпусков концессионных облигаций, млрд руб.*

Расчёт сделан по формулам купонов в привязке к инфляции (ИПЦ+) либо по фиксированной минимальной границе выплат (если она установлена эмитентом). Но в большинстве купонов ставка привязана к нескольким параметрам, и расчёт выплат делается по большему из двух. Таким образом, в таблице представлен умеренный сценарий.

Эмитент	Серия/ Класс	Срок обращения	Объем выпуска, млрд руб.	Сумма выплат купонов за период в номинальном выражении, млрд руб.	Номинал, выплачиваемый в дату погашения в реальном выражении, млрд руб.	Сумма выплат купонов за период в реальном выражении, млрд руб.***	Итого – сколько получат инвесторы за весь период в реальном выражении (прогноз), млрд руб.
«Управление отходами»	БО-01**	10 лет и 10 месяцев	1,85	0,92	1,85	0,74	2,59
	01	10,5 лет	2,80	2,92	1,46	1,85	3,31
	02	10,5 лет	1,7	1,69	0,91	1,02	1,93
«Волга-Спорт»	01	11 лет	1,4	1,34	0,7	0,89	1,58
	02	11 лет и 4 месяца	1,9	2,36	0,93	1,52	2,44
«Концессии водоснабжения»	01	15 лет	1,5	1,03	1,13	0,76	1,89
	02	14 лет и 10 месяцев	1,9	1,39	1,38	1,1	2,48
	03	14,5 лет	1,9	2,21	1,38	1,63	3,01
	04	14 лет и 1,5 месяца	1,1	0,76	0,77	0,62	1,4
	05	13 лет и 8 месяцев	1,1	0,72	0,78	0,6	1,38
«Концессии теплоснабжения»	01	15 лет	2	1,4	1,45	1,13	2,58
	02	15 лет	2	1,39	1,4	1,14	2,54
«Главная дорога»****	03	18 лет	8	7,63	5,84	4,97	10,81
	06	16 лет	8,173	6,59	5,97	4,31	10,28
	07	17 лет	1,4	1,19	0,99	0,77	1,76

* Данные на 1 февраля 2018 года

** Фиксированная ставка 4%, облигация индексируется по номиналу

*** Расчёт на ожидаемых показателях инфляции на основе данных Минэкономразвития

**** Для данных выпусков бралась минимальная ставка 4%

Источник: данные Московской биржи, данные Национального расчётного депозитария, данные FinamBonds

Концессия — пропуск в котировальный лист?

Как особый класс бумаг концессионные бонды попадают в первый и второй уровни котировального списка на Московской бирже, а некоторые выпуски ЦБ включил в свой ломбардный список (см. таблицу 19).

На 1 февраля в первый уровень котировального списка входил 21 выпуск из 24 в обращении. Оставшиеся три входят в третий уровень списка: это бумаги СЗКК и Тверской концессионной компании.

Размещение выпусков СЗКК проходило ещё в 2011 году (до появления приказа ФСФР, регламентирующего включение концессионных бумаг в котировальные списки), изначально эти бонды были в перечне внесписочных ценных бумаг, в отличие от остальных выпущенных в тот же период. А в июне 2014 года были переведены в третий уровень списка по решению регулятора.

Облигации Тверской концессионной компании до сентября были в первом котировальном списке, но после августовского дефолта их перевели на несколько уровней ниже. Положительный момент дефолта: рейтинговым агентствам станет проще рейтинговать концессионные бонды.

Бумаги могут потерять высокие позиции в биржевых списках не только после дефолта, но и вследствие уменьшения среднемесячного объёма сделок ниже минимально установленного регулятором.

Практика включения концессионных облигаций в котировальные листы первого и второго уровней, на наш взгляд, вполне устоялась. С большой вероятностью бумаги, которые планируются к размещению в ближайшее время, будут оценены так же.

Таблица 19. Статус концессионных облигаций (на 1 февраля 2018 года)

Эмитент	Серия/Класс	Включён ли в ломбардный список ЦБ	Уровень котировального списка на бирже	Рейтинг АКРА/ Эксперт РА
«Главная дорога»	03	Нет	Первый	Нет/ruBBB+
	06	Да	Первый	Нет/ruAAA
	07	Нет	Первый	Нет/ruBBB+
«Управление отходами – НН»	07	Нет	Первый	Нет/ruBBB+
«Управление отходами»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
	01	Нет	Первый	Нет/Нет
«Концессии водоснабжения»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
	03	Нет	Первый	Нет/Нет
	04	Нет	Первый	Нет/Нет
	05	Нет	Первый	Нет/Нет

Эмитент	Серия/Класс	Включён ли в ломбардный список ЦБ	Уровень котировального списка на бирже	Рейтинг АКРА/ Эксперт РА
«Концессии теплоснабжения»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
Транспортная концессионная компания	A1	Нет	Первый	Нет/ruAA-
	Б	Нет	Первый	Нет/ruA+
	A2	Нет	Первый	Нет/ruAA-
«Волга-Спорт»	01	Нет	Первый	Нет/Нет
	02	Нет	Первый	Нет/Нет
Тверская концессионная компания*	01	Нет	Третий	Нет/Нет
Северо-Западная концессионная компания	03	Да	Третий	Нет/Нет
	04	Да	Третий	Нет/Нет
«Магистраль двух столиц»	A1	Нет	Первый	Нет/Нет
	A2	Нет	Первый	Нет/Нет

*23.08.2017 произошёл дефолт по выплате купонного дохода

Источник: данные Московской биржи, данные АКРА и Эксперт РА, данные Национального расчётного депозитария, расчёты и прогноз InfraONE

Инфраструктура на смену ломбарду?

В октябре 2017 года ЦБ решил ужесточить требования за предоставление моментальной ликвидности, чтобы к июлю 2018 года значительно сократить свой ломбардный список. Дополнительным ограничением будет поэтапное снижение поправочных коэффициентов по ломбардным ценным бумагам.

С 1 января 2018 года это ограничение вступило в силу в отношении новых выпусков облигации регионов и компаний-резидентов (нефинансового сектора). Теперь, чтобы попасть в ломбардный список, нужно иметь рейтинг не ниже ruA/A(RU) вместо ruBBB/BBB(RU). Исключение – новые бумаги, обеспеченные госгарантиями.

В ломбард входят пока лишь три выпуска концессионных облигаций (06 «Главной дороги», 03 и 04 СЗКК). Все они из числа самых ранних эмиссий и имеют госгарантии. Рейтинги «Эксперт РА» получили шесть выпусков концессионных бондов: все облигации «Главной дороги» и Транспортной концессионной компании.

Наличие бумаги в котировальном листе первого уровня или рейтинг не ниже ruBB+ (с 14 июля 2017 года) – необходимое условие для инвестирования средств НПФов. Попадание в ломбардный список увеличивает ценность бумаги для инвесторов – особенно банков – ещё сильнее: такие облигации обеспечивают быстрый доступ к ликвидности ЦБ в случае необходимости привлечь её в короткий срок.

Массового попадания концессионных бумаг в ломбардный список Банка России мы не ждём — политика регулятора такова, что перечень таких бумаг сокращается и вряд ли будет увеличен. Это не исключает попадания туда бондов отдельных «титულных» проектов.

Само по себе сокращение ломбардного списка скажется на портфеле заимствований консервативных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, крупнейших госбанков): им снова придётся пересматривать портфели. Это позитивная новость для рынка инвестиций в инфраструктуру, так как концессионные облигации будут выгодно смотреться на фоне опустевшего списка низкорискованных заёмщиков.

Рейтинги для облигаций

В сентябре 2017 года ЦБ обновил требования к инвестированию средств НПФов в корпоративные бонды. С 2018-го вкладывать в бумаги из первого котировального списка без рейтинга АКРА или «Эксперт РА» можно не более чем на 6 месяцев. Такой короткий срок противоречит логике инвестирования средств пенсионных накоплений, но для большинства крупных корпоративных заёмщиков НПФы не основная целевая аудитория, потому они совсем не обязательно захотят получить этот рейтинг.

Мы полагаем, что перераспределение портфелей пенсионных фондов может произойти в сторону концессионных бондов — так как основные потребители этих бумаг именно они. К тому же шесть выпусков необходимые рейтинги уже имеют (см. таблицу 19).

Инфраструктура, а именно концессионные проекты, — одно из наиболее привлекательных направлений, потому что позволяет надолго и достаточно стабильно вложить деньги. Впрочем, резкого притока инвестиций мы не ждём: НПФы столкнутся с естественным ограничением рынка — недостатком готовых к финансированию проектов. Это хорошая новость для «продавцов» проектов, особенно тех, которые уже находятся в продвинутой переговорной стадии: шансы договориться с пенсионными фондами о финансировании на привлекательных для себя условиях в ближайшие месяцы будут высоки.

Пре-рейтинги для концессионеров

Порядок присвоения рейтингов концессионным облигациям и вовсе может вскоре поменяться. Участники рынка и регуляторы обсуждают возможность разрешить рейтинговым агентствам присваивать рейтинги облигациям концессионных компаний не после размещения выпуска, а заранее.

Такие изменения, если они произойдут, позволят пенсионным фондам, страховым компаниям и другим заинтересованным финансовым институтам планировать выкуп концессионных бондов заранее, что существенно расширит круг фактических инвесторов.

Против могут быть некоторые мейджоры рынка, но при правильном подходе они могли бы даже выиграть от нововведений. Например, «делить» размещения с рынком, компенсируя выпадающие доходы за счёт комиссий.

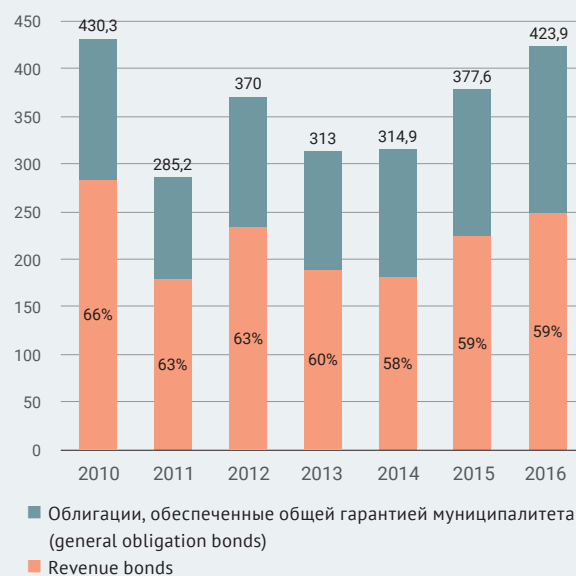
Другие «особые» облигации

Постепенно у инвесторов появляется интерес к более сложным бумагам, природа которых схожа с концессионными: трафик-облигации, офтейк-облигации и некоторые другие. Например, купон трафик-облигаций привязывается к количеству пользователей инфраструктуры по отношению ко времени/расстоянию (и т.п.). Он может быть фиксированно-плавающим или плавающим.

За счёт привязки выплат по этим бумагам к какому-либо параметру (кроме процентных ставок и уровня инфляции) может расти доходность покупателя бумаг (заметно выше ОФЗ, к примеру), а при правильном структурировании проекта можно разгрузить отчётность.

В мире аналогом подобных облигаций можно считать revenue bonds (облигации, обеспеченные доходами от объекта). Они довольно часто применяются в международной практике, а эмитентами выступают, как правило, муниципалитеты. Для реализации проекта они выпускают бонды, чтобы не повышать кредитную нагрузку. Выплаты по этим бумагам после ввода объекта в эксплуатацию производятся за счёт платежей пользователей: например, за проезд по платной дороге. Но перечень объектов для таких бондов широкий – госпитали, аэропорты, мосты, системы водоснабжения, канализации, энергообъекты и даже строительство жилья.

Рисунок 56. Доля revenue bonds в общем объёме облигаций муниципалитетов США в 2010–2016 годах, млрд долл.



Источник: данные Dividend.com, Municipalbonds.com

Первая ГЧП-секьюритизация

В декабре 2017 года Газпромбанк организовал первую на российском финансовом рынке секьюритизацию пула кредитов, выданных под строительство социальной инфраструктуры в регионах через ГЧП. Банк выпустил семилетние облигации на 1,8 млрд руб., ставка купона – 9%.

Так Газпромбанк рефинансировал кредиты, которые ранее выдал на шесть образовательных объектов, автомобильную дорогу в Санкт-Петербурге и 14 детских садов в Томской области (на стадии эксплуатации). Эмитент – специальная проектная компания (SPV) СФО «Социальная инфраструктура 1».

На наш взгляд, описанная сделка – интересный прецедент для рынка инвестиций в инфраструктуру. Впрочем, мы не ждём, что рынок секьюритизации инфраструктурных бумаг будет развиваться в 2018 году – вероятно, активность ограничится несколькими пилотными проектами.

Нереализованный потенциал СОПФ

Внутри «класса» проектных инфраструктурных облигаций есть один незаслуженно забытый рынком инструмент с большим потенциалом. Это бумаги, выпущенные специализированными обществами проектного финансирования (СОПФ). Они, как и концессионные бумаги, отделены от прочих бондов несколькими обязательными признаками.

СОПФ может выпускать облигации, предназначенные для финансирования долгосрочного инвестиционного проекта. Причём их проектная сущность должна быть отражена в проспекте эмиссии, а обеспечение таких бумаг – будущая доходность от реализации проекта. В названии эмитента обязательно должны содержаться слова «специализированное общество проектного финансирования».

Главное преимущество СОПФ-облигаций перед обычными состоит в том, что в случае дефолта облигационеры имеют больше прав, чем акционеры.

СОПФ законодательно закрепили в декабре 2013 года. Впрочем, практики их создания и участия в концессионных проектах до сих пор нет. По данным СПАРК, на 1 февраля 2018 года в России было зарегистрировано три компании, содержащие в названии слова «специализированное общество проектного финансирования» (обязательное условия создания СОПФ). Но облигации эти общества не эмитировали и не заявляли о таких планах.

Почему рынок не понял СОПФ?

Отсутствие практического применения таких облигаций во многом связано с тем, что на рынке идёт дискуссия о том, может ли СОПФ быть концессионером. В законах о рынке ценных бумаг разные (хотя и не взаимоисключающие) определения терминов «концессионер» и СОПФ, потому некоторые участники рынка считают, что необходимо внести изменения в нормативную базу и увязать между собой эти два понятия. По этой логике НПФ и страховые компании смогут вкладывать деньги в облигации СОПФ, только если общество одновременно является концессионером. В реальности такая схема попросту не слишком выгодна экономически, потому правовая коллизия уходит на второй план.

Участие СОПФ в проекте в качестве стороны прямого финансового соглашения гораздо привлекательнее, чем в роли концессионера. Именно владельцам облигаций принадлежит реальная власть в СОПФ, а следовательно, у них больше прав, чем у акционеров самого общества и акционеров консорциума, а также шире возможности для контроля над инвестициями. В случае дефолтов и прочих нештатных ситуаций облигационеры также будут в приоритете перед прочими интересантами.

На наш взгляд, возможности СОПФ сейчас сильно недооценены: инструмент может работать и без изменения нормативной базы, причем облигации СОПФов востребованы рынком также сильно, как и концессионные.

Принятый в 2018 году закон о синдицированном кредите должен в значительной степени деблокировать СОПФ. СОПФы, 100% акций которых принадлежат государству или госкорпорации ВЭБ, теперь могут входить в синдикаты на правах кредитора для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. Потому, с большой степенью вероятности, первые сделки с СОПФ в рамках деятельности ВЭБ состоятся уже в 2018 году.

Это, скорее всего, стимулирует интерес к инструменту как таковому, и он полноценно заработает как элемент структуры инфраструктурных сделок.

«Зелёные» облигации

Ожидания рынка на появление в России «зелёных» облигаций в 2017 году так и не оправдались. Заинтересованные финансовые институты, в основном госбанки и крупные институты развития, а также потенциальные эмитенты недостаточно активно лоббировали их появление.

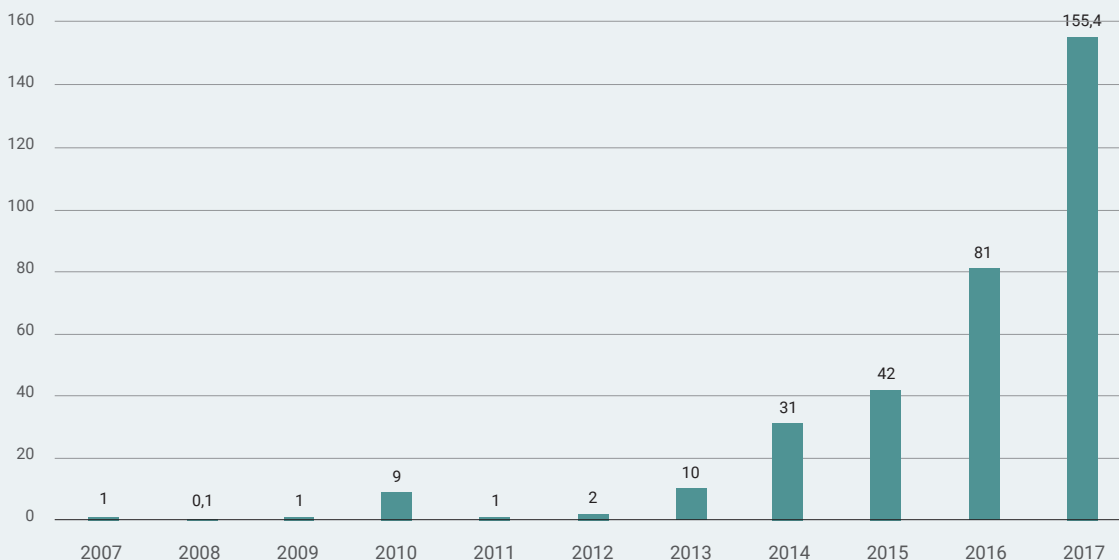
Интерес к «зелёным» облигациям на российском рынке не угас. ЦБ и правительство всё ещё изучают возможность их появления — вместе с остальными инструментами «зелёного» финансирования (например, экологическими фондами, куда могут собираться платежи за загрязнение, и созданием «зелёного банка», который будет кредитовать проекты в области «зелёной» экономики, природоохранных технологий и экологической модернизации производства).

В случае если регулятор всё же внесёт необходимые изменения в собственные инструкции и установит низкие нормы резервирования для «зелёных» бондов, в России может появиться новый класс финансовых активов, что существенно расширит возможности развития инфраструктуры и рынка заёмного капитала.

Мы считаем, что «зелёные» облигации сократят профицит ликвидности, но не радикально. Рынок по объёму разблокированного капитала в краткосрочной перспективе вырастет не более чем на 10–15%, а в среднесрочной (в течение 2–3 лет) не более чем на 25–30%, чего, безусловно, недостаточно для устранения денежного «навеса» над инфраструктурным рынком.

За рубежом green bonds выпускаются по особым стандартам, предполагают целевое использование и проходят специальные процедуры эмитирования. С помощью «зелёных» облигаций можно профинансировать новые или рефинансировать существующие проекты, связанные с экологией и окружающей средой по восьми направлениям, в том числе направленные на повышение энергоэффективности, предотвращение загрязнения окружающей среды, контроль за изменениями климата и т.д. Рост объёма выпусков «зелёных» бондов в мире в последние годы показывает, что инструмент пользуется спросом: в 2017 рынок вырос почти вдвое – до \$155,4 млрд (см. рисунок 57).

Рисунок 57. Динамика выпуска «зелёных» облигаций в мире, млрд долл.



Источник: Climate Bonds Initiative, UniCredit, данные Bloomberg

Сколько стоят деньги для концессионеров

В декабре 2017 года Центральный банк понизил ключевую ставку до 7,75%. Это стало шестым снижением ключевой ставки за год. В начале 2018 года рынок ждёт нового снижения ставки, до 7,5%. Подобное смягчение кредитно-денежной политики ЦБ сказывается на стоимости заёмного финансирования, причём снижаются как условия, которые финансовые институты называют на этапе переговоров – до подписания концессионного соглашения и прямого (финансового) соглашения, так и конечные «подписные» параметры (см. таблицу 20).

В 2015–2017 годах начальные условия опустились примерно на 2 п.п., вслед за решениями ЦБ снизить ключевую ставку. В 2018 году они могут стать ещё ниже.

В части конечных условий финансирования на снижение appetites банков и прочих финансирующих организаций влияет не только макроэкономика. На рынке переизбыток финансовых институтов при явном недостатке «продавцов проектов», поэтому даже когда проект хорошо структурирован под какой-то один тип финансирования, в него готовы инвестировать два-три игрока, то есть у частной стороны есть возможность выбрать более привлекательные условия. На наш взгляд, этот тренд сохранится и до конца 2018 года: конкуренция между спонсорами будет усиливаться, а потому не исключено, что самые активные начнут более предметно заниматься посевной стадией и готовить проекты под себя.

Сокращается и разница между маркетинговыми и подписными условиями финансирования. Если в 2010–2014 годах финансовые институты могли называть на старте ставки почти в два раза меньше итоговых, то сейчас разница сократилась до нескольких процентных пунктов.

По мере накопления актуарных исторических данных у «продавцов» проектов появилась возможность делать выводы о реальных условиях финансирования, ставя под значительное сомнение все те параметры, которые предлагаются на входе.

Мы ждём, что разрыв между начальными и конечными условиями финансирования будет сокращаться и в ближайшие год-два. Целевой ориентир, по нашему мнению, 1–1,5 п.п.

Не исключено, что по мере его достижения будут расти различные скрытые и прямые комиссии: за период сокращения разницы между маркетинговыми и реальными условиями финансирования в этой категории был рост ставок, который, однако, не покрывал сокращения стоимости денег в основных позициях.

Рисунок 58. Распределение ставок заимствования на финансовом рынке, % годовых



Источник: данные ЦБ РФ, cbonds.ru, АКРА, расчёты InfraONE

Таблица 20. Начальные и конечные условия финансирования инфраструктурных проектов

Параметр	2010-2014		2015		2016		2017	
	Начальные, «маркетинговые» условия	Конечные, «подписные» условия	Начальные, «маркетинговые» условия	Конечные, «подписные» условия	Начальные, «маркетинговые» условия	Конечные, «подписные» условия	Начальные, «маркетинговые» условия	Конечные, «подписные» условия
Доходность на частный капитал (на собственный капитал инвесторов)	12-15%	18-25% и выше	12-15%	10-15%	10-12%	11-15%	10,1-12,1%	10,6-12,8%
Процентная ставка по основному долгу (в рублях по среднесрочному кредиту)	8-10%	12-13%	12-13%	15-15,5%	10 - 12%	9,75-13%	8,75-12%	9,75-12,9%
Различные комиссии по кредиту (скрытые и явные)	0,5-1%	1,5-2%	1%	1,5-1,7%	0,5-1,1%	0,95-1,95%	0,5-1%	0,84-1,96%

■ Начальные, «маркетинговые» условия ■ Конечные, «подписные» условия

Источник: анализ InfraONE по заключённым и заключаемым концессионным соглашениям

Таблица 21. Сколько стоят деньги международных банков развития и фондов

Ставки на займы в AIB и NDB формируются из двух составляющих: средневзвешенной ставки по межбанковским кредитам (обычно 6-месячная) и премии банка, в которую закладывают оценку риска проекта, локального рынка и учёта срока кредита и т.д. (подробнее см. таблицу 21). На январь 2018 года стоимость займов у них находилась в интервале от 0,5% до 3,5%, примерно те же проценты начисляет на свои кредиты Фонд Шёлкового пути (исключение – Международный инвестиционный банк, который кредитует проекты в России в привязке к ключевой ставке ЦБ). Это в четыре раза дешевле стоимости привлечения денег в инфраструктурные проекты у отечественных игроков финансового рынка. Именно поэтому держателям проектов имеет смысл начинать активнее работать с иностранным капиталом в широком смысле и в частности со странами АТР.

Причём эффект от такой активности был бы не только прямым – лучшие условия привлечения кредитов, но и косвенным: постоянный приток капитала по ставкам не выше 3,5–4% в российскую инфраструктуру мог бы несколько снизить аппетиты местных финансовых институтов – сделать стоимость заимствований более конкурентной, сократить разрыв между «маркетинговыми» и подписными условиями, в частности уменьшить размер «скрытых» комиссий.

Финансовый институт	Продукт	Комиссия за резервирование кредита	Разовая комиссия	Ставка по основному долгу						
				Ставка по межбанковским кредитам	+ спред заимствования (премия банка в зависимости от срока размещения, лет)					
					до 8	8-10	10-12	12-15	15-18	18-20
AIB	Кредит, гарантированный государством	0,25%	0,25%	LIBOR*	0,75%	0,9%	1%	1,15%	1,3%	1,40%
					Итого: 2,65-3,4%					
NDB	Мультитраншевый финпроект, проектное финансирование, кредит под устойчивое развитие, финансирование развития	0,25%	0,25%	LIBOR/ EURIBOR**	8-13	13-16	16-19	+ риск-премиум		
					0,6%	0,65%	0,7%	ставка определяется в зависимости от рисков конкретного локального рынка		
					Итого: 0,5 – 2,5%					
SRF	Кредит	-	-		1,5-3% на срок до 20 лет					
IIB	Кредиты, финансирование через посредников, инвестиционное финансирование	н/д	н/д		Для России: ключевая ставка ЦБ + 2,5% Европа: EURIBOR : + (1 – 2,5%)					

Финансовый институт	Продукт	Комиссия за резервирование кредита	Разовая комиссия	Ставка по основному долгу	
				Ставка по межбанковским кредитам	+ спред заимствования (премия банка в зависимости от срока размещения, лет)
ЕАБР***	Долгосрочные кредиты, участия в акционерном капитале, мезонинное финансирование, выпуск гарантий	н/д	н/д		в долларах: 9,28% (9,84%) в рублях: 12,40% (11,89%) в тенге: 10,62% (10,45%)
ЕБРР	Прямое финансирование: кредиты, инвестиции в акции и гарантии	Имеются, устанавливаются индивидуально для каждой страны, конфиденциальны		Фиксированные и плавающие ставки (зависят от конъюнктуры рынка), например, привязанные к LIBOR. На ставку влияет срок кредита, могут быть предоставлены в иностранной либо локальной валюте. Зависят от ставок на соответствующем локальном рынке.	
IFC	Заёмное и акционерное финансирование	н/д	н/д	Плавающие ставки (зависят от конъюнктуры рынка), например, привязанные к LIBOR или ставкам межбанковского кредитования. На ставку влияет срок кредита, могут быть предоставлены в иностранной либо локальной валюте и зависят от ставок на соответствующем локальном рынке.	

* Текущая 6-месячная ставка LIBOR (USD): 1.93175% на 19.01.2018

** Текущая 6-месячная ставка EURIBOR: -0.276 % на 19.01.2018

*** На основании данных годовой отчётности (средний курс за 2016 год); цифра в скобках – усреднённая ставка из полугодовой отчётности за 2017 год.

Источник: данные банков развития и фондов, Market Data Centre WSJ, расчёты и анализ InfraONE

V. РЫНОК ПРОЕКТОВ

Главная проблема развития рынка инвестиций в инфраструктуру – по-прежнему недостаток качественных проектов. Хотя количество сделок ежегодно растёт, этого всё равно недостаточно, чтобы покрыть потребности России в инфраструктуре.

Какие проекты и отрасли выйдут на рынок в 2018 году? К каким из них стоит присмотреться инвесторам? В каких случаях выгодно проявлять инициативу?

Объём рынка: о чём спорят эксперты и официальная статистика

На 27 января 2018 года, по данным официального источника о проведении концессионных конкурсов torgi.gov.ru, на российском рынке находилось почти 2 тыс. концессионных и ГЧП-проектов на разных стадиях. Немногим более 1 тыс. из них было в активном статусе, остальные – уже завершённые либо проблемные конкурсы: данные о них перемещаются в архив через 6 месяцев после завершения процедур.

Из 1944 конкурсов 1269 рассчитаны на срок более пяти лет, в их числе шесть федеральных проектов и 159 региональных (см. рисунок 59). Остальные 1104 проекта – в основном небольшие коммунальные концессии, на сферу ЖКХ приходится 84% из них.

Конкурсы, рассчитанные менее чем на пять лет, и вовсе имеют мало общего с классическими концессиями.

Однако цифры официального портала не дают реальной картины положения дел на рынке: фильтрация и поиск работают с ошибками, категории дублируют друг друга, а конкурсы публикуются далеко не всегда.

Параллельно с официальными данными на рынке существует множество экспертных оценок, но каждая из них зависит от методики подсчёта, и подчас результаты диаметрально противоположны.

Квалифицированный сегмент: сколько в России концессий

На наш взгляд, при нынешнем состоянии развития рынка концессий, для того чтобы судить о его объёме, разумно учитывать проекты с вложениями более 100 млн руб. По нашим расчётам, на начало февраля 2018 года в России реализуется около 230–240 таких проектов, причём 170–180 из них предполагают инвестиции до 1 млрд руб. Остальные 60–70 соглашений – наиболее квалифицированный и интересный крупным финансовым инвесторам сегмент рынка. Доли в нём распределяются следующим образом: 72% – концессии от 1 млрд руб. до 10 млрд руб., 18% – от 10 млрд руб. до 50 млрд руб., и 10% приходится на концессии свыше 50 млрд руб.

ЖКХ-проекты перевешивают по количеству и в этом, очищенном сегменте рынка, но из более чем 120 коммунальных концессий дороже 1 млрд руб. всего 16 проектов.

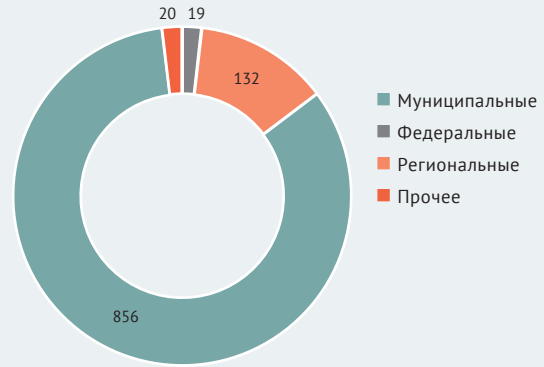
Неучтёнными в расчётах остались другие проекты на принципах ГЧП: заключённые по 224-ФЗ (о ГЧП) и по региональным законам, а также разного рода инвестиционные соглашения, которые некоторые эксперты также включают в состав ГЧП.

Рисунок 59. Статистика по концессионным конкурсам за 6 месяцев (на 27.01.2018)

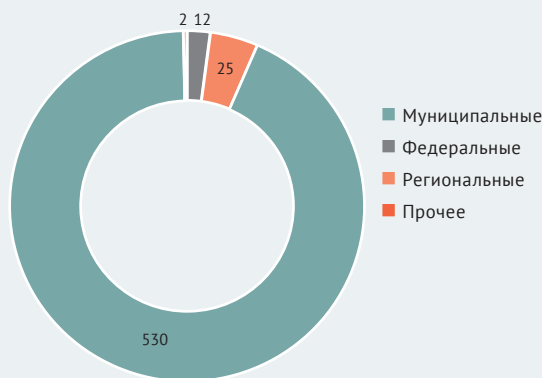
СТАТУС ПРОВЕДЕНИЯ КОНКУРСОВ



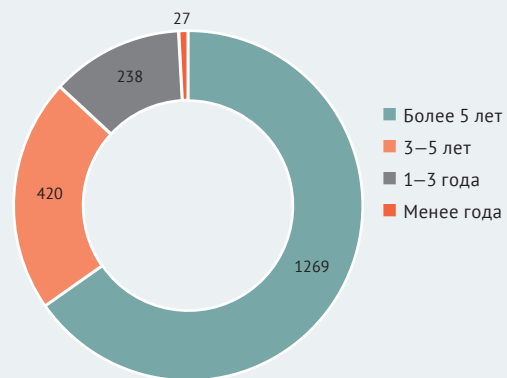
УРОВЕНЬ ДЕЙСТВУЮЩИХ КОНКУРСОВ



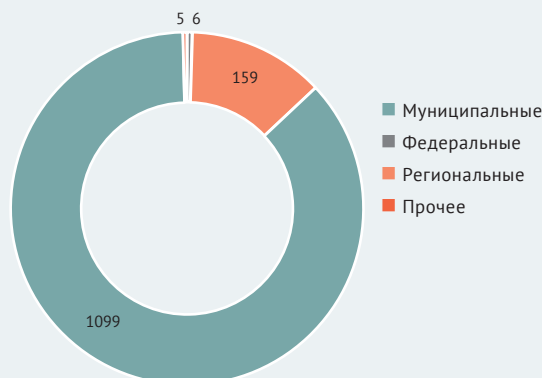
УРОВЕНЬ ПРОБЛЕМНЫХ КОНКУРСОВ



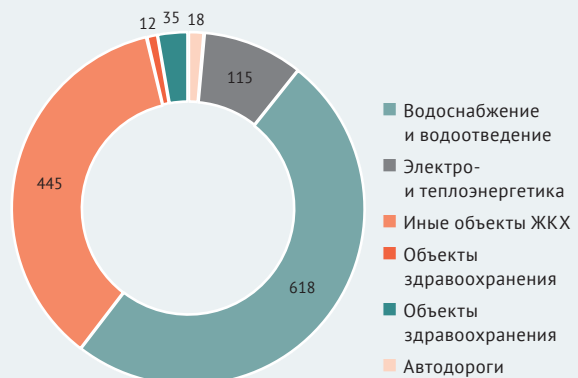
СРОК КОНТРАКТОВ ПО ДЕЙСТВУЮЩИМ КОНКУРСАМ



УРОВЕНЬ КОНКУРСОВ СО СРОКОМ КОНТРАКТА БОЛЕЕ 5 ЛЕТ



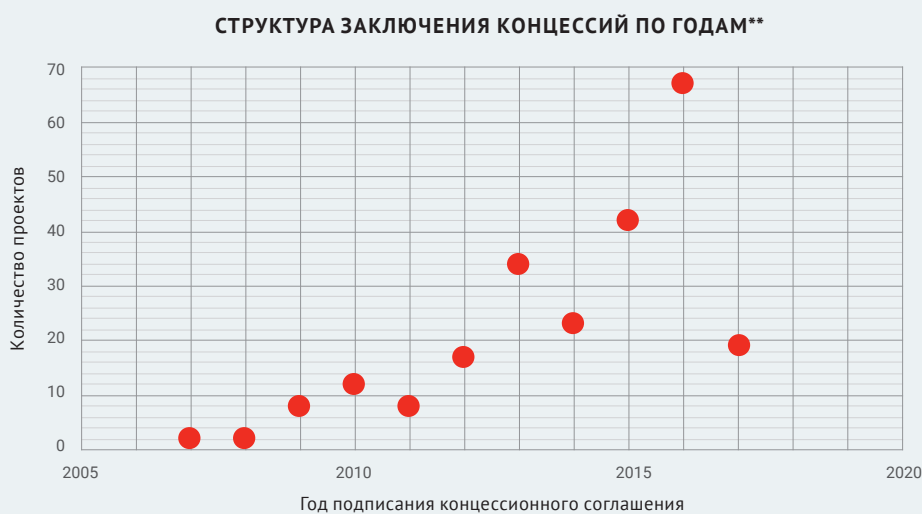
ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА КОНКУРСОВ СО СРОКОМ КОНТРАКТА БОЛЕЕ 5 ЛЕТ, КОЛИЧЕСТВО КОНТРАКТОВ*



* Аэропортовая инфраструктура – 1, Метрополитен, железнодорожные объекты и общественный транспорт – 4, Объекты морской инфраструктуры – 1, Линейные объекты связи – 1

Источник: данные torgi.gov.ru

Рисунок 60. Отраслевая структура концессионных проектов дороже 100 млн руб.*



* Проекты, по которым уже подписано концессионное соглашение (115-ФЗ). При подсчёте использовались сведения, находящиеся в открытом доступе (данные на 1.02.2018)

** Из почти 70 концессий заключённых в 2016 году 73% приходится на проекты дешевле 1 млрд руб.

Источник: torgi.gov.ru, органы власти, данные компаний, СМИ, анализ и расчёты InfraONE

На рисунке 60 по динамике заключения конкурсов по годам видно, что в 2017 году рынок прирастал гораздо медленнее, чем в 2016 году. Это связано с тем, что в предвыборный период сроки подписания многих соглашений сдвинули, а сами проекты отложили до лучших времён в ожидании определённости. Мы ждём, что рост начнёт восстанавливаться уже со второго квартала 2018 года и довольно скоро вернётся к темпам 2016-го.

Станет ли статистика лучше?

Пока никакого реального учёта концессий и ГЧП государство не ведёт. Концессионные конкурсы хаотично публикуются на портале torgi.gov.ru, который изначально предназначен для торгов по исполнительным производствам и прочих подобных нужд. Причём раздел, посвящённый соглашениям о государственно-частном и муниципально-частном партнёрстве по 224-ФЗ, недоступен по техническим причинам с момента принятия этого закона.

Множество версий статистики и противоположных оценок объёма рынка тормозят его развитие. Значительная часть информации труднодоступна или вовсе отсутствует. Информацию о конкурсах публичной стороны потенциальные концессионеры получают, как правило, благодаря личным знакомствам. Финансовые спонсоры узнают о планах властей и частных так же. И чаще всего всё это общение происходит в наиболее подготовленном сегменте рынка.

Отчасти именно поэтому так много финансовых институтов и компаний приглядываются к рынку годами, чтобы наконец выйти с первыми инвестициями.

Попытки наладить мониторинг концессионных и ГЧП-конкурсов предпринимались участниками рынка и профильными ведомствами в 2017 году. Но единой платформы, которая отвечала бы нуждам рынка и была бы полноценным аналитическим инструментом, так и не появилось.

Полагаем, что Минэкономразвития будет лоббировать создание такого ресурса в этом году. А в случае если министерство станет куратором рынка ГЧП официально, подобная платформа может появиться уже к концу года. Конечно, какое-то время, вероятно, уйдёт на её наполнение и «привыкание» основных игроков к новому инструменту, но в итоге рынок станет прозрачней.

Проекты «на столе»: сколько накопилось за год «заморозки»

За прошедший год число проектов «на столе» (тех, что продвинулись дальше предварительных обсуждений – подробнее см. пояснение к таблице 22) выросло примерно на 17–20%. В 2017 году мы оценивали их число в 162–200 проектов, теперь обсуждается порядка 190–235 штук.

Рост в 2017 году был несколько скромнее, чем по итогам 2016-го, так как в ожидании выборов власти регионов, федеральные ведомства и частные инвесторы не спешили с запуском проектов в условиях политической неопределённости.

Несмотря на то что число предварительно проработанных инициатив выросло, на рынке по-прежнему остро ощущается дефицит качественно структурированных проектов, готовых привлечь финансирование. Мы ждём, что в ближайшие два года запустится только четверть проектов на обсуждении – от 47 до 78 инициатив.

Разумеется, это не весь потенциал рынка, но наиболее продвинутая его часть, которая может служить надёжным ориентиром для инвестиционного сообщества и представляет интерес для крупных финансовых институтов.

Наибольшая активность по-прежнему наблюдается в транспортной и социальной отраслях. В лидерах и по общему количеству проектов, и по прогнозу на запуск – автодороги, железные дороги, медицина и образование. Вероятно, оборонно-промышленный комплекс также наконец начнёт активное использование механизмов концессии и ГЧП в своих проектах – в 2017 году подписано первое распоряжение правительства о создании через концессию производственно-логистического комплекса «Архангельск».

Мы полагаем, что в этом году у значительной части проектов, накопленных «на столе» в 2016–2017 годах, есть неплохие шансы на реализацию уже со второго квартала. Традиционно быстрее будут запускаться менее капиталоемкие социальные проекты. Также мы ждём, что в следующие два года получит реальные очертания рынок железнодорожных концессий и прочих проектов на принципах государственно-частного партнёрства в этой сфере. Кроме того, перечень ГЧП-проектов планируют дополнить информационными и телекоммуникационными объектами – в таком случае, на наш взгляд, уже в этом году начнёт формироваться новый рынок.

Таблица 22. Проекты, которые обсуждаются и готовятся к запуску в ближайшие годы

Объекты соглашения	Концессионные и ГЧП-проекты «на столе», 2018 год	Прогноз на запуск в 2018–2019 годах
ТРАНСПОРТНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА		
Автодороги	22	7–9
Мосты, тоннели и иные искусственные сооружения	6–8	1–3
Сопутствующие автодорожные проекты (обустройство, взимание платы, придорожный сервис и др.)*	18–22	1–3
ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫЙ ТРАНСПОРТ		
Железные дороги, скоростные и высокоскоростные магистрали	12–14	7–9
Иные объекты железнодорожного транспорта	3–5	1–3
ВОЗДУШНЫЙ ТРАНСПОРТ		
Аэровокзалы и аэродромная инфраструктура	3–4	1–2
Объекты, отнесенные к имуществу государственной авиации или к ЕС ОрВД	5–7	1–2
Воздушные суда**	3–4	0
ВОДНЫЙ ТРАНСПОРТ		
Морские порты и их инфраструктура	3–5	2–3
Речные порты и иные объекты инфраструктуры внутреннего водного транспорта	5–7	1–3
Объекты водного транспорта (суда, паромные переправы, доки и др.)	4–5	1–2

Объекты соглашения	Концессионные и ГЧП-проекты «на столе», 2018 год	Прогноз на запуск в 2018–2019 годах
ЭНЕРГЕТИКА И ТЭК		
Объекты трубопроводного транспорта	2–3	1–3
Генерация	8–9	1–2
Сети	12–15	2–3
СОЦИАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА		
Объекты здравоохранения	15–20	5–7
Спортивные объекты	13–17	3–5
Рекреационные объекты	15–20	3–5
ПРОЧАЯ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННАЯ ОТРАСЛЕВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА		
Объекты военно-промышленного комплекса и сопутствующая инфраструктура	17–20	5–7
Инфраструктура сельского хозяйства и рыбопромышленного комплекса**	7–8	1–2
Объекты связи и коммуникации**	17–20	3–5
ИТОГО:	190–235	47–78

* В анализ включены региональные системы фотовидеофиксации и федеральная система весогабаритного контроля (ВГК), но не включены региональные аналоги «Платона» и региональные системы ВГК.

** Проекты, реализация которых в данный момент невозможна или затруднена на основе 115-ФЗ и которые поэтому прорабатываются по модели 224-ФЗ. Стоит иметь в виду, что, например, портовая инфраструктура рыбопромышленного комплекса может быть реализована как инфраструктура морских портов. Поэтому говорить, что подобные проекты вовсе не подходят под концессию, невозможно. Термин «затруднена» применён по отношению к более классической рыболовецкой или телекоммуникационной экономике.

Источник: анализ InfraONE, опросы участников рынка, данные компаний и государственных органов

«Концессионные и ГЧП-проекты «на столе» — это те проекты, которые активно готовятся и обсуждаются, продвинувшись дальше предварительных презентационных материалов. При анализе мы учитывали прежде всего классические концессии по 115-ФЗ, поскольку пока концессия остаётся наиболее проработанной и «банкуемой» моделью.

В анализ также включены проекты, которые не попадают в отраслевой список 115-ФЗ, и поэтому сейчас рассматривается их реализация на основе 224-ФЗ (например, мелиорация в сельскохозяйственных проектах). Но мы невысоко оцениваем шансы таких проектов запуститься в ближайший год. Тем не менее по мере расширения практики ёмкость рынка таких проектов будет постепенно увеличиваться.

В анализе не учитывались малые муниципальные проекты и «псевдоконцессии» со сроком соглашения до 5 лет, а также проекты, требующие чрезмерного бюджетного субсидирования в силу своей плохой экономики и низкого платёжеспособного спроса на предлагаемую ими инфраструктурную услугу. Кроме того, не учитывались проекты, которые на момент рассмотрения реализовывались в рамках 44-ФЗ и претендовали на реформатирование в концессию.

«Прогноз на 2018–2019 годы» — сколько проектов из тех, что были в момент оценки «на столе», по нашим прогнозам, смогут запуститься в ближайшие годы, а именно — дойти до официального объявления конкурса или подачи заявки в рамках ЧКИ.

На первый взгляд наши оценки довольно консервативны и диссонируют с количеством официально зарегистрированных заявок. Однако мы сознательно приняли довольно жёсткие ограничения, чтобы оценить потенциал передового сегмента рынка — качественных проектов, запуск которых в ближайшие годы может подтолкнуть весь сектор инфраструктурных инвестиций.

Рисунок 61. Динамика роста количества проектов «на столе»


Источник: анализ InfraONE, опросы участников рынка, данные компаний и государственных органов

Закон о ГЧП концессиям не конкурент?

Инвесторы начинают интересоваться ГЧП-проектами по соответствующему закону. Такая альтернатива концессионным соглашениям появилась у них ещё в 2015 году, но пока на рынке немного примеров подобных проектов (некоторые из них представлены в таблице 23).

Если концессии рассчитаны на крупные и средние проекты с более сложной структурой собственности и финансирования, то закон о ГЧП интересен в первую очередь для средних и мелких проектов, привлекательных для локальных игроков. Последним и объясняется скромная практика заключения подобных соглашений — местные инвесторы ещё не накопили достаточно компетенций для того, чтобы поставить партнёрство с государством на поток.

Таблица 23. Примеры ГЧП- и МЧП-проектов по 224-ФЗ

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Год подписания соглашения	Инвестор
Реконструкция многофункционального комплекса со спортивным центром, Уфа (Дуванский б-р)	0,2	30	2017	н/д
Реконструкция многофункционального комплекса со спортивным центром, Уфа (ул. Ферина)	0,2	50	2017	н/д
Реконструкция многофункционального комплекса со спортивным центром, Уфа (ул. Гагарина)	0,2	30	2017	н/д
Создание регионального сосудистого центра, Мурманск	2,7	9	2018	«Высокие Медицинские Технологии Север»
Создание спортивного комплекса и центра дополнительного образования, Волгоград	0,04	10	2018	ЧОУ СОШ «Поколение»

Источник: платформа «Росинфра»

Заблокировать инициативу: как могут повлиять на рынок законодатели

В начале года первое чтение в Госдуме прошёл пакет поправок к закону о концессиях: их целью было добавить объекты IT-системы в список отраслей, где возможны такие соглашения. Однако помимо указанного изменения в документе содержалось ещё несколько уточнений нынешних норм.

Одно из новшеств – проведение оценки эффективности концессионного соглашения и определение его преимущества по сравнению с другими возможными вариантами. Критерии такой оценки эффективности, прописанные в проекте поправок, фактически блокируют запуск концессии через механизм частной концессионной инициативы (ЧКИ). При этом последнюю рынок начал активно использовать лишь в последние полтора-два года и именно через этот механизм планируется запускать несколько крупнейших в стране транспортных концессий.

Полагаем, что профильные министерства и отраслевое сообщество всё же не позволят принять поправки к закону о концессиях в том же виде, в котором они прошли первое чтение, – это заблокировало бы значительную часть концессионного рынка.

Вероятно, это не последняя попытка хаотичных изменений. Скорее всего, закон о концессиях будет подвергаться подобным атакам и случайно – со стороны не погружённых в предмет законодателей, и вполне осознанно – со стороны профильных лоббистов из смежных отраслей, заинтересованных в появлении механизма с преимуществами концессии на своём рынке.

Так ли популярна ЧКИ?

По состоянию на 27 января 2018 года на портале torgi.gov.ru были зарегистрированы 323 предложения инвесторов, причём по 249 из них заявители не прошли конкурсный отбор, а по 69 инициативам не поступило заявок на участие. Успешно завершились всего три заявки, ещё две – на стадии проведения.

Как и в случае с тендерами, 92% от общего числа ЧКИ относятся к сфере ЖКХ, 4% – здравоохранение, 2% – автодорожная инфраструктура, 1% – здравоохранение.

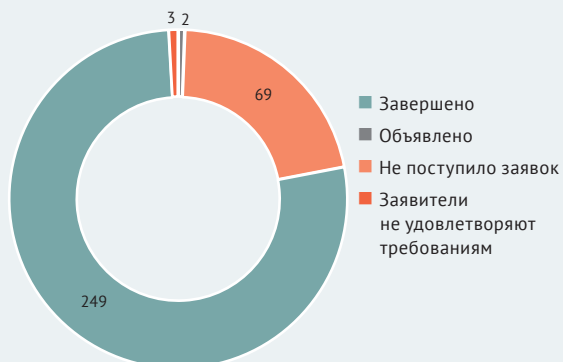
Подавляющее большинство ЧКИ (290 заявок) – проекты муниципального уровня, остальные относятся к региональным. Федеральных проектов на портале нет совсем.

Вместе с тем в квалифицированном сегменте рынка ЧКИ стала одним из основных способов добиться реализации проекта. Именно через этот механизм, вероятно, запустится подавляющее большинство крупных транспортных концессий в 2018 году.

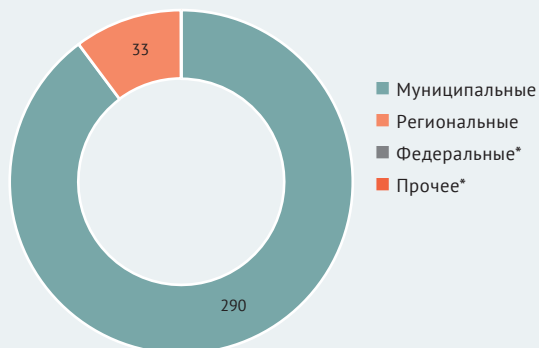
Официальная статистика также не бесполезна: хоть число активных и успешно завершённых конкурсов на портале мало, сам факт большого количества таких процедур говорит об интересе даже мелких местных инвесторов к подобному формату. Мы ждём, что в ближайшие год-два они накопят компетенции, и тогда ЧКИ прибавит не только в объёме инвестиций на проект, но и в количестве состоявшихся конкурсов.

Рисунок 62. Извещения о ЧКИ за 6 месяцев (на 28.01.2017)

СТАТУС РАССМОТРЕНИЯ ПРЕДЛОЖЕНИЙ



УРОВЕНЬ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ



* 0 предложений

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ВСЕХ ПОДАННЫХ ЧКИ



Источник: torgi.gov.ru, анализ InfraONE

VI. ТРЕНДЫ ПО ОТРАСЛЯМ

АВТОДОРОГИ

ГК «Автодор» — ещё год без инвестиций?

По итогам 2016 года впервые за пять лет госкомпания «Автодор» (управляет платными скоростными федеральными трассами) выполнила собственный план по строительству новых дорог, но и тогда было построено всего 40,7 км. При этом госкомпания не раз заявляла, что её цель к 2021 году увеличить протяжённость платных скоростных автомагистралей до 1969,6 км. Сделать это предполагалось в том числе за счёт привлечения внебюджетных средств через концессии и другие формы ГЧП.

По итогам первого полугодия 2017 года под управлением «Автодора» находилось 13 участков дорог протяжённостью 718,1 км. Пока никаких оснований полагать, что их количество приблизится к плановым, нет: госкомпания не выполняет график ни по привлечению внебюджетных инвестиций, ни по строительству значительной части трасс (например, ЦКАД), и ежегодно переносит конкурсы по новым участкам.

Таблица 24. Чем управляет ГК «Автодор»?*

Участок	Протяжённость, км
Новый выход на МКАД с М-1 «Беларусь» «Москва – Минск» (Обход Одинцова)	18,5
М-4 «Дон» 21–93 км (Московская область)	71,6
М-4 «Дон» 93–211 км (в Московской и Тульской областях)	113,2
М-4 «Дон» 225–260 км в обход Богородицка (Тульская область)	35,5
М-4 «Дон» 287,8–321 км в обход Ефремова (Тульская область)	35,8
М-4 «Дон» 330,8–414,7 км в обход Ельца и села Яркино (Липецкая область)	82,8
М-4 «Дон» 414,7–464,3 км в обход Задонска и села Хлевное (Липецкая область)	52,4
М-4 «Дон» 492–517 км в обход Воронежа (Воронежская область)	26,3
М-4 «Дон» 517–544 км в обход села Новая Усмань и села Рогачёвка (Воронежская область)	29
М-4 «Дон» 544–633 км (Воронежская область)	89
М-11 «Москва – Санкт-Петербург» 258–334 км в обход Вышнего Волочка (Тверская область)	72
М-11 «Москва – Санкт-Петербург» 15–58 км (Московская область)	43
М-3 «Украина» 124–173 км (Калужская область)	49
Итого – 13 участков	718,1

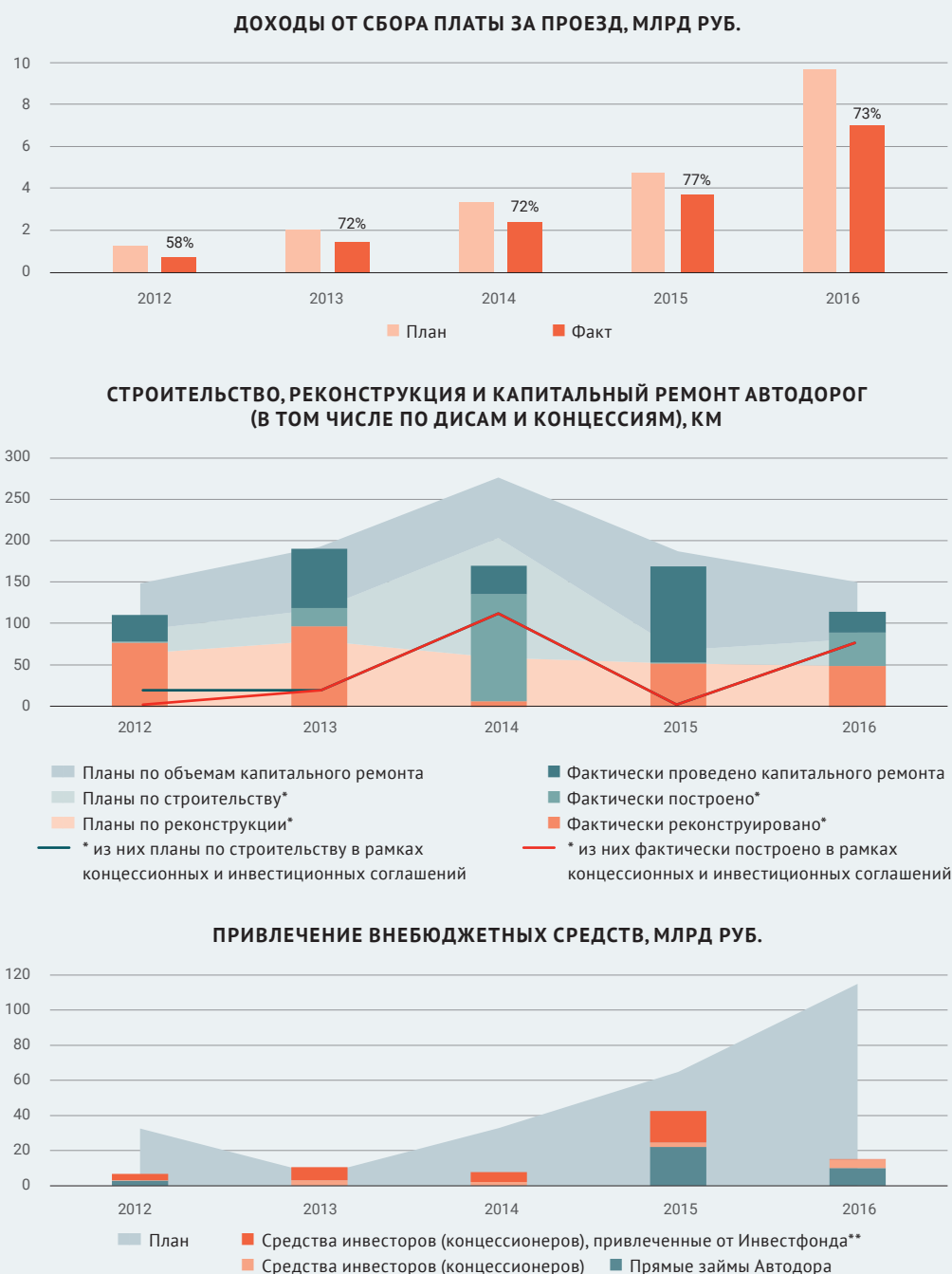
* Участки, запущенные госкомпанией с момента создания в 2009 году

Источник: отчётность ГК «Автодор», данные СМИ

Причина сдвига сроков концессий – неблагоприятная макроэкономическая ситуация, а именно скачок валютных курсов в 2014 году. Но с начала кризиса прошло уже три года, а «Автодор» не может справиться с последствиями до сих пор.

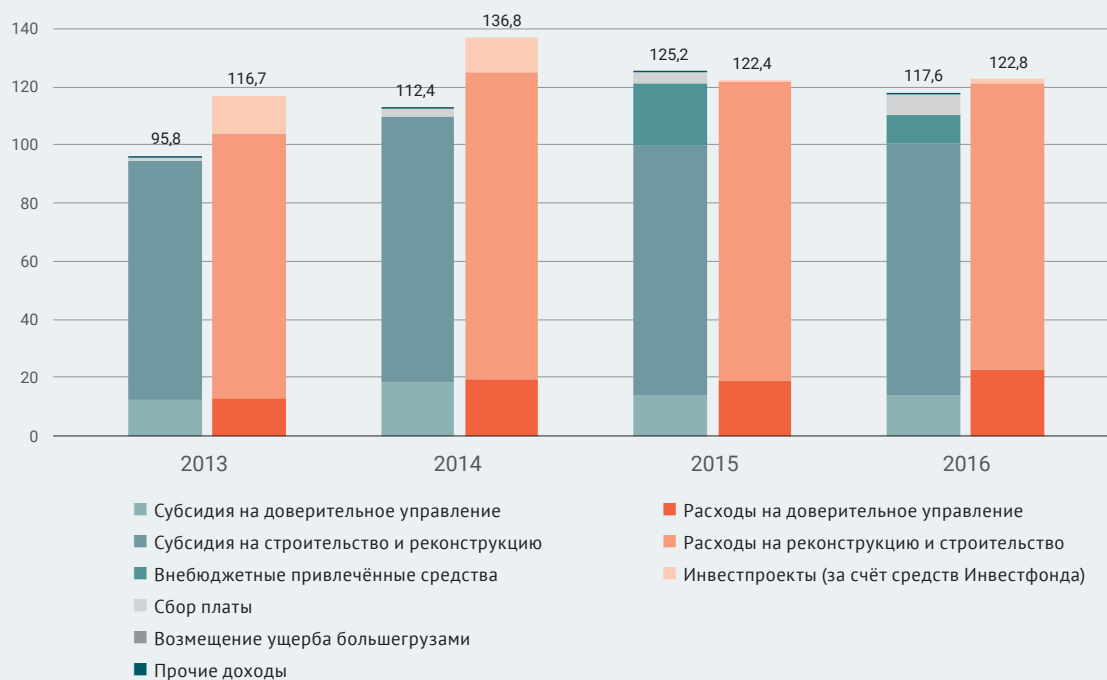
План по привлечению внебюджетных средств (от инвесторов) госкомпания не выполняла даже до кризиса: в 2012 году они вложили только 8,6% плана, в 2013-м чуть больше половины, а в следующие три года – не больше 21% (подробнее см. рисунок 63).

Рисунок 63. Как «Автодор» выполнял собственные планы?



** Фактически квазигосударственная поддержка проектов - средства поступали из Инвестиционного фонда РФ, упраздненного в 2016 году

Источник: годовые отчеты компании, анализ InfraONE

Рисунок 64. Доходы и расходы ГК «Автодор», млрд руб.


Источник: данные отчётностей компании, расчёты InfraONE

Какие дороги планирует построить ГК «Автодор»

В 2017 году «Автодор» обновил перечень перспективных проектов, реализовать которые госкомпания планирует в ближайшие год-два (см. таблицу 25). Из семи позиций пайплайна – пять участков дорог и два операторских соглашения на М-11 и ЦКАД. Причём, учитывая, что ЦКАД-4 ещё не прошёл финансового закрытия, маловероятно, что оператора на всю трассу выберут в этом году.

Все участки трасс из пайплайна хорошо известны рынку: конкурсы по участку на М-1 и обходу Балашихи и Ногинска (М7) планировали начать ещё в 2017-м, а строительство в нынешнем году. Но этого не случилось – участок на М-1 разбили на два более мелких (причём доля частного финансирования увеличилась лишь на 2%), а начало стройки перенесли на 2019 год. Участок на М-7 и вовсе подорожал на 27 млрд руб., а его строительство сдвинуто на 2022–2024 годы.

В 2018 году госкомпания собирается запустить только две стройки – обход Краснодара и перемычку между М-4 «Дон» и трассой в аэропорт Домодедово. Впрочем, учитывая, что эти проекты предполагают 100% частного финансирования объёмом 56 млрд руб. и 14,7 млрд руб соответственно, мы не ждём, что запуск произойдёт так быстро. В этом году реальные шансы, на наш взгляд, есть только у московского проекта.

Концессии пришли на смену ДИСам

Пока в портфеле заключённых соглашений ГК «Автодор» по количеству преобладают долгосрочные инвестсоглашения (ДИС), на них приходится 60%, а на концессии и операторские соглашения – 25% и 15% соответственно. По сумме инвестиций картина похожа (см. рисунок 65).

Таблица 25. Плановые проекты ГК «Автодор»

Название участка	Длина, км	Форма соглашения	Сроки проведения конкурса	Сроки строительства (обустройства)	Объём инвестиций, млрд. руб.*	Доля частного капитала
М-1 «Беларусь», 33–84 км	51	Концессионное соглашение	2018	2019–2021	54	25%
Новый выход на МКАД с М-7 «Волга» (обход Балашихи и Ногинска)	65,4	Концессионное соглашение	2018	2022–2024	87,9	58%
Единый оператор ЦКАД	251	Операторское соглашение	2018	2018–2019	7,7	100%
Оператор М-11 «Москва – Санкт-Петербург»	525	Операторское соглашение	2017	2018	уточняется	100%
Строительство дальнего западного обхода Краснодара	56	Концессионное соглашение	2018	2018–2020	26	100%
Соединительная автодорога от М-4 «Дон» до аэропорта «Домодедово»	7	Концессионное соглашение	2018	2019–2020	14,7	100%
Реконструкция, содержание, ремонт, капремонт и эксплуатация на платной основе трассы М-3 «Украина» на участке 65–124 км (от Москвы через Калугу, Брянск до границы с Украиной)	59	Долгосрочное инвестсоглашение	2018	2018–2021	45,3	10%

* В ценах соответствующих лет

Источник: отчётность ГК «Автодор» за третий квартал 2017 года, анализ InfraONE

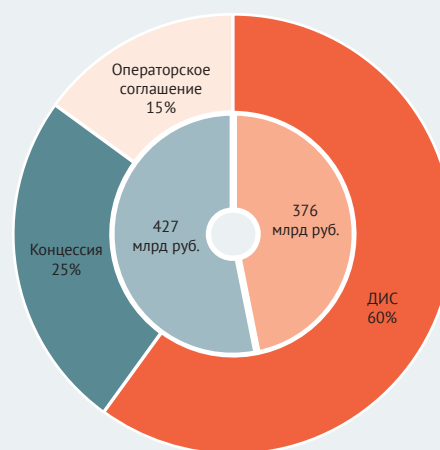
ДИСы предполагают меньшую сумму частных вложений и проигрывают концессии по защищённости частной стороны. Эту форму активно использовали в начале 2010-х годов, чтобы инвесторы могли «попробовать» рынок.

В перечне проектов госкомпании на перспективу, напротив, больше концессий, а ДИС вообще всего одно. На наш взгляд, эта тенденция свидетельствует о том, что переходный период на рынке инвестиций в платные дороги пройден и вскоре ДИСы целиком уйдут с рынка — за исключением тех, что уже реализуются.

Впрочем, то, что инвесторы почувствовали вкус к дорожным концессиям, не означает автоматического успеха для «Автодора». Многие регионы научились делать такие проекты самостоятельно, причём часто результат выходит даже более интересным для финансовых институтов, чем многие масштабные концессии госкомпании.

«Автодор» развивает «корпоративное ГЧП»

«Автодор» в 2016 году, по сути, запустил новую форму квази-ГЧП, цель которого привлечь в проекты новый класс инвесторов, желающих заработать на капитализации проекта. Участок трассы М-4 «Дон» с 1091-го по 1319-й км

Рисунок 65. Из чего состоит портфель ГК «Автодор» (на 3-й квартал 2017 года)


Источник: данные ГК «Автодор», расчёты InfraONE

реконструирует и сделает платным дочерняя структура самой госкомпании и структур РФПИ – Дорожно-инвестиционная компания (соучредители контролируют 51% и 49% ДИК соответственно).

Капитальные затраты на реконструкцию и обустройство дороги составляют 7 млрд руб.: ДИК вносит около 40% этой суммы, госкомпания, как публичная сторона соглашения – 60%. Ещё почти 46 млрд руб. – затраты ГК «Автодор» на эксплуатационные платежи оператору дороги после ввода платного режима. РФПИ участвует в проекте совместно с ближневосточными инвестфондами.

В 2017 году «Автодор» вышел из проекта – 51% в ДИК продан структуре итальянской компании ANAS. Сумма сделки, по данным госкомпании, составила 330 млн руб.

ГК «Автодор» называет этот подход «корпоративным ГЧП». Более того, такую форму запуска проектов они включают даже в свой пайплайн в ежеквартальных отчётах (впрочем, в нормативной базе этого термина нет). Конкурсы по строительству дороги в Домодедово и обхода Краснодара планируют разыграть именно в форме «корпоративного ГЧП» – то есть помимо независимых участников на них придёт компания, аффилированная с «Автодором».

Потенциал схемы «корпоративного ГЧП» в том, что она предполагает достаточно широкий набор вариантов реализации. Пример «Автодора» и РФПИ – частный случай. Их совместная компания получила контракт без конкурса, но у «корпоративного ГЧП» как такового нет никаких ограничений по форме процедур отбора и формату соглашения: структурировать контракт можно через концессии, а победителя выбирать на объявленном публичной стороной конкурсе или через ЧКИ.

В целом мы считаем, что инструмент будет востребован, подобные проекты есть и в других отраслях. Для публичной стороны схема удобна в любом случае – на конкурс так или иначе приходит участник, и проект запускается независимо от наличия инвесторов, готовых вложить деньги. Впоследствии публичная сторона может вернуть свои инвестиции, продав проект с премией. Причём чем более продвинутой стадия, тем больше сумма сделки.

Росавтодор и ГК «Автодор» делят рынок

Неопределённость между полномочиями Федерального дорожного агентства (ФДА, Росавтодор) и госкомпании «Автодор» сохранялась весь 2017 год. В законе о последней установлено, что она занимается только концессиями в платных дорогах. Затем исторически сложилось так, что Росавтодор традиционно воспринимали только в связи с бесплатными концессиями.

Впрочем, ещё в 2016 году ФДА начало присматриваться к рынку платных дорог в регионах – в том числе при отборе проектов для финансирования из «Платона». К тому же любая ЧКИ о строительстве федеральной трассы (платной или бесплатной), поступившая в правительство, по логике закона о концессиях попадёт в дорожное агентство.

Подобная неопределённость полномочий между госкомпанией и ведомством может дополнительно сказаться на настроениях инвесторов и стать ещё одним тормозящим фактором. Мы ждём, что в ближайшие год-полтора правительство либо разграничит полномочия структур, либо как-то иначе устранил неопределённость.

Дорожные концессии в регионах: не только «Платон»

Несмотря на то что многие региональные дорожные концессии в 2016–2017 годах структурировали именно в надежде получить федеральную поддержку за счёт средств «Платона», часть проектов ушла в свободное плавание и реализуется субъектами самостоятельно.

Уже очевидно, что в ближайшие два-три года денег федерального бюджета хватит, чтобы поддержать совсем небольшое число проектов. Но власти регионов уже вошли во вкус и поняли, что, работая с инвесторами, могут решить вполне конкретные проблемы на своих территориях.

В таблице 26 представлены наиболее крупные дорожные концессии последних лет. По нашей оценке, «на столе» находится порядка 22 проектов автомобильных дорог и ещё 6–8 мостов, тоннелей и прочих сооружений, 70–80% из них приходится на регионы. Мы ждём, что в 2017 году запустится 7–9 дорожных и от одного до трёх остальных проектов, причём разница объясняется как раз тем, что инициаторы ждут денег «Платона».

Таблица 26. Примеры региональных дорожных концессий

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Год подписания соглашения	Стадия реализации	Инвестор
Обход Хабаровска (13 – 42 км)	33,4	15	2016	Строительство	Региональная концессионная компания
Строительство четвёртого моста через Обь в Новосибирске	40,5	25	2017	Финансовое закрытие	Сибирская концессионная компания
Создание и реконструкция дороги «Сыктывкар – Нарьян-Мар» на участках «Малая Пера – Ираёль», «Ираёль – Каджером»	5,8	11	2015	Строительство/эксплуатация	«Дорожная концессия»
Мост через Чусовую, реконструкция восточного обхода Перми и дороги «Пермь – Березники»	14,9	15	2017	Строительство	Пермская концессионная компания
Строительство Восточного выезда из Уфы	34	25	2017	Подписано соглашение	Башкирская концессионная компания
Строительство дороги между дорогами «Кубинка – Наро-Фоминск» и «Наро-Фоминск – Новоникольское – Васильчиново» в Московской области	1,03	49	2016	Строительство	«Наро-Фоминская платная дорога»
Реконструкция дороги «Введенка – Февральск – Экимчан» (303 – 495 км) в Амурской области	3,8	8	2012	Эксплуатация	«Албынский рудник» и «Маломырский рудник»
Автодорога «Виноградово – Болотино – Тарасовка» в Московской области	30	15	2018	Подписано соглашение	Четвёртая концессионная компания

Источник: отчетность ГК «Автодор» за третий квартал 2017 года, анализ InfraONE

Таблица 27. Планируемые проекты автодорог в регионах

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Форма проекта	Стадия проекта	Инвестор
Строительство дороги «Тула – Новомосковск»	20	н/д	Инфраструктурная ипотека (рассматривается)	Переговоры с инвестором	н/д
Строительство платной скоростной дороги «Алнаши – Малая Пурга», Удмуртия	15	н/д	ЧКИ	Конкурс	н/д
Строительство автодороги общего пользования «Стерлитамак – Магнитогорск», Башкирия	13,1	29	Концессия	Подготовка к заключению соглашения	«Башкирдорстрой»
Финансирование, проектирование, строительство и эксплуатация автодорожного моста в Нижнем Тагиле, Свердловская область	3,6	13	Концессия	Подписание соглашения	«Инфраструктурные концессии»
Строительство и эксплуатация участка дороги с пунктом взимания платы и мост через р. Упу, Тула	0,8	33	ЧКИ	Конкурс	«Инвест-Тула»

Источник: региональные органы власти, СМИ, анализ InfraONE

Столица в стороне от концессий

Более половины всех столичных затрат на транспорт (52,3%) идёт на развитие и содержание сети автомобильных дорог, их Москва строит в основном самостоятельно. Для сравнения, в целом в России по объёму частных вложений лидируют именно автодорожные проекты.

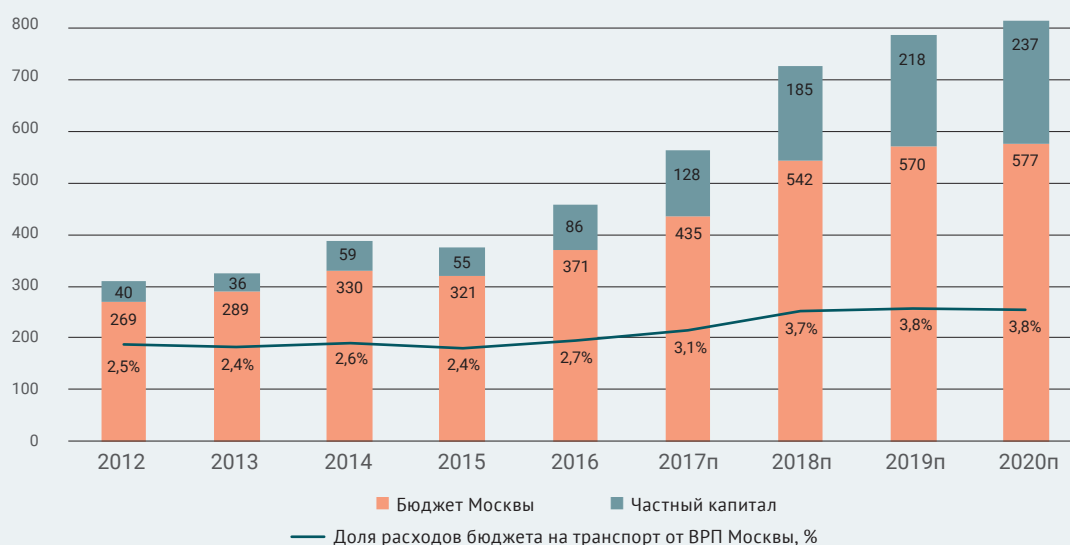
Частные инвесторы тоже вкладывают в столичную транспортную инфраструктуру: в 2016 году город отчитался о 86,3 млрд руб. инвестиций, а на 2017-й было предусмотрено 127,6 млрд руб. Но большая часть этих «частных» инвестиций – закупки подвижного состава по КЖЦ. Также в числе лидеров по притоку капитала – парковки, ТПУ и пр., где инвесторы зачастую строят коммерческую недвижимость, а вовсе не инфраструктуру.

Московские концессии?

Транспортная – а точнее, автодорожная – концессия в Москве пока только одна. Это северный дублёр Кутузовского проспекта стоимостью около 40 млрд руб. Дорогу планируют построить полностью за счёт частных инвестиций к 2020 году, причём концессионер – Новая концессионная компания (контролируется УК «Лидер») – полностью принял на себя риск трафика и будет возвращать вложенное только за счёт сбора платы. Соинвесторами проекта, по данным РФПИ, могут стать саудовская Public Investment Fund (PIF) и Mubadala из ОАЭ.

Также платным планировали сделать участок уже строящейся Северо-Восточной хорды – между Ярославским и Дмитровским шоссе. Решение о том, будет ли он реализовываться по концессионному механизму, власти Москвы рассчитывают принять после освобождения территории и подготовки проектно-сметной документации в 2018 году.

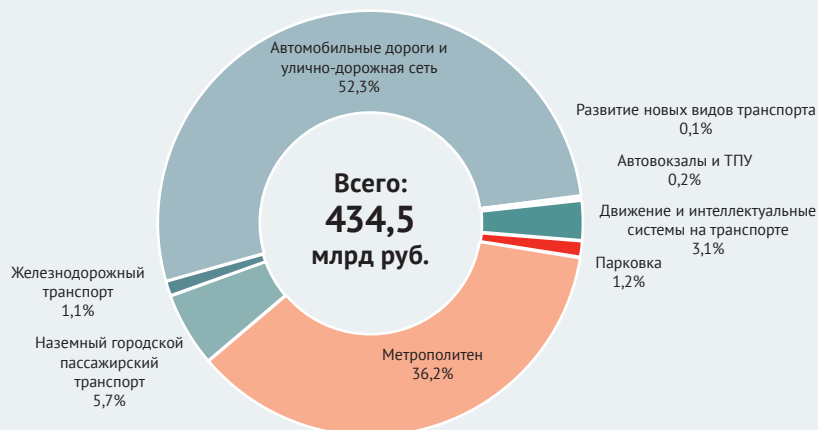
Рисунок 66. Структура финансирования транспортной программы в 2012–2020 годах (млрд руб.) и её доля от ВРП Москвы, %



Источник: бюджет Москвы, паспорт госпрограммы города Москвы «Развитие транспортной системы» (по состоянию на 28.03.2017), Росстат, прогнозы Минэкономразвития и департамента экономической политики и развития города Москвы, расчёты, анализ и оценка InfraONE

С большой долей вероятности, в следующие два-три года перечисленные направления и дальше будут привлекать основной объём частных средств. В отличие от центральных и южных регионов России, где платные дороги уже не редкость, Москва при реализации автодорожных концессий находится в более сложных условиях – как с точки зрения возможных общественных рисков, так и из-за плотной застройки территории и прочих особенностей мегаполиса. Последнее требует технически более сложных решений при строительстве, организации сбора платы и, как правило, усложняет инвестиционную схему. Потому, на наш взгляд, вряд ли стоит ожидать большого количества таких проектов в ближайшие полтора-два года.

Рисунок 67. Структура расходов столичного бюджета на транспортную систему Москвы в 2017 году



Источник: паспорт госпрограммы города Москвы «Развитие транспортной системы» (по состоянию на 28.03.2017), расчёты и анализ InfraONE

ТЕЛЕМАТИКА

Телематика – совсем новая для России отрасль, и пока наиболее активно развивается её сегмент в транспортной части. Это и наделавшая много шума система «Платон», и прочие подобные системы – фотовидеофиксации, весогабаритного контроля (известная как СВГК) и т.д.

Но бодро заявив о себе, эти проекты попали в зону высоких общественных рисков, сработавших в преддверии выборов 2018 года. Полагаем, что уже ко второму полугодю эти проекты начнут реанимировать.

Когда неразрешённое разрешено

В 2017 году активно обсуждалось внесение IT-систем в перечень объектов, по которым возможно заключение концессионного соглашения.

Нельзя сказать, что реализация таких проектов сейчас полностью невозможна, например, преуспела в технологичных концессиях транспортная отрасль (примеры см. в таблице 28). Но вокруг многих из них ведутся споры, а часть чиновников убеждена, что закон не разрешает создание, к примеру, систем фотовидеофиксации.

Таблица 28. Примеры концессий в телематике*

Проект	Регион	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Год подписания соглашения	Инвестор
Создание системы видео- и фотофиксации нарушений правил дорожного движения	Забайкальский край	0,5	8	29.04.2015	Бурятский филиал ПАО «Ростелеком»
Создание и эксплуатация системы комплексной безопасности дорожного движения и автоматизированного скоростного, весогабаритного контроля	Костромская область	0,414	13	11.08.2014	ЗАО «Безопасные дороги Костромской области»
Создание и эксплуатация системы контроля безопасности дорожного движения в Московской области	Московская область	4,943	12	15.03.2016	ООО «МВС ГРУП»
Создание и эксплуатация системы взимания платы с большегрузов «Платон»	Россия	28,9	13	29.09.2014	ООО «РТ-Инвест Транспортные Системы»
Проектирование, создание и эксплуатация видеоконтроля дорожной ситуации, фотовидеофиксации нарушений ПДД, весогабаритного контроля	Астраханская область	0,891	12	28.12.2016	ПАО «Ростелеком»
Создание и эксплуатация системы автоматизированного скоростного, весового и габаритного контроля транспортных средств	Рязанская область	0,902	13	12.08.2014	ЗАО «Безопасные дороги Рязанской области»
Создание и эксплуатация единого комплекса элементов обустройства автомобильных дорог для обеспечения безопасности дорожного движения	Севастополь	0,9	12	14.10.2016	ООО «Безопасные дороги Севастополя»

* Проекты, по которым уже подписано концессионное соглашение (115-ФЗ). При подсчёте использовались данные, находящиеся в открытом доступе

Источник: региональные органы власти, СМИ, анализ InfraONE

Мы ждём, что в 2018 году изменения в законодательстве произойдут, и тогда инвесторам станет доступен новый рынок. Появление в законе нового вида объектов, на наш взгляд, снимет имеющиеся противоречия; тогда проще будет запустить около 30 проектов, обсуждающихся только в разрезе транспортной телематики. Кроме того, станут возможны порядка 20 технологичных проектов в других сферах, которые сейчас фактически заблокированы.

ЖЕЛЕЗНЫЕ ДОРОГИ И РЕЛЬСОВЫЙ ТРАНСПОРТ

Куда ведут железные дороги

Объём инвестиционной программы РЖД ежегодно растёт (см. рисунок 68), но средств на необходимые нужды – строительство и ремонт путей, модернизацию подвижного состава и другой инфраструктуры – по-прежнему не хватает.

Часть средств «съедают» крупные проекты – например, модернизация БАМ и Транссиба с потребностью в инвестициях 562 млрд руб. В перспективе серьёзного уменьшения трат на «особые» проекты не предвидится, особенно с учётом желания властей строить мост на Сахалин (подробнее см. «Мегапроекты становятся в очередь»). Стоимость этого проекта – 500 млрд руб. – сопоставима с модернизацией БАМа и ежегодным объёмом инвестпрограммы компании (550 млрд руб. в 2018 году).

По нашей оценке, минимальная потребность железнодорожной отрасли в инвестициях составляет 500–600 млрд руб. При этом её потенциал для инвестиций, на наш взгляд, колеблется от 1,32 трлн руб. до 1,76 трлн руб. (см. таблицу 29). Пока отрасль остаётся дотационной: значительный объём средств РЖД, которая управляет большей частью железнодорожной инфраструктуры, получает из федерального бюджета и прочих источников госфинансирования.

Поскольку «особые» проекты никуда не денутся, возможности РЖД самостоятельно инвестировать в проблемные участки и в развитие перспективных направлений будут существенно ограничены. Поэтому компании, вероятно, придётся искать новые способы привлечь финансирование, чтобы повысить собственную эффективность.

Одним из выходов для монополии является использование новых инструментов и привлечение инвестиций через концессии и прочие формы государственно-частного партнёрства. Это способно повысить долю России на мировом рынке инвестиций в железные дороги до 7,2% к 2020 году с 4,1% в 2017-м (см. рисунок 69), а кроме того, покроет основные потребности в инфраструктуре.

Рисунок 68. Динамика инвестиционной программы РЖД, млрд руб.



* Плановый показатель инвестиционной программы, заложенный на 2017 год госкомпанией

Источник: годовые отчёты РЖД

Таблица 29. Укрупнённые оценки расширенного инвестиционного потенциала РЖД на 2017–2020 годы по отдельным сегментам, млрд руб.

Пути и иная базовая инфраструктура (без учёта ВСМ)	600–800
Грузовой подвижной состав и локомотивы	400–600
Пассажирский подвижной состав	120–130
Взаимосвязанные проекты коммерческого девелопмента, ТПУ, парковки	140–150
Медицина и иная социальная инфраструктура	60–80
Итого	1320–1760

Источник: анализ InfraONE

Рисунок 69. Доля России в мировых инвестициях в магистральные железные дороги, млрд €



* Прогноз на 2018–2020 годы без смены подхода к привлечению инвестиций

Источник: World Rail Market Study (UNIFE), данные РЖД, расчёты и прогноз InfraONE

Рисунок 70. Рост российского рынка в случае привлечения потенциально возможного объёма инвестиций, млрд €



Источник: World Rail Market Study (UNIFE), данные РЖД, расчёты и прогноз InfraONE

Модель и ныне там...

К началу 2018 года Минэкономразвития и РЖД всё ещё не договорились о целевой модели рынка грузоперевозок, отвечающей на вопрос, какими будут тарифы в долгосрочной перспективе. Разработка модели идёт с 2015 года, к обсуждению в минувшем году присоединился Минтранс.

Минэкономразвития настаивало на либерализации цен, введении долгосрочных тарифов, необходимости провести пилотный запуск местных частных перевозчиков на 10–20 маршрутах. Министерство предлагало выделить локомотивную составляющую в тарифе РЖД, а затраты на создание инфраструктуры компенсировать за счёт всех выгодоприобретателей (включая грузоотправителей).

РЖД с подобным категоричным подходом долго не соглашалась, настаивая на постепенном переходе к новым правилам.

Среди механизмов привлечения инвестиций в отрасль и РЖД, и профильные ведомства видят концессии, механизм take-or-pay, право приоритетного доступа частных инвесторов к инфраструктуре, целевую и инвестиционную надбавки к тарифам и пр.

Но пока согласия о том, каким должен быть рынок на горизонте ближайшего десятилетия, нет, в отношениях РЖД, операторов и грузоотправителей продолжит «править бал» практика заключения контрактов на индивидуальных условиях. Так частные игроки не будут зависеть от системных решений, а переход к новой схеме работы затянется на ещё более долгий срок.

Мы полагаем, что несмотря на то, что обсуждение модели рынка затягивается, отдельные из предлагаемых в её составе инструментов будут использоваться в течение 2018 года.

Перевести на концессионные рельсы

Концессии и ГЧП для железнодорожного рынка до сих пор были редким явлением. Однако в 2018 году может запуститься сразу несколько крупных проектов.

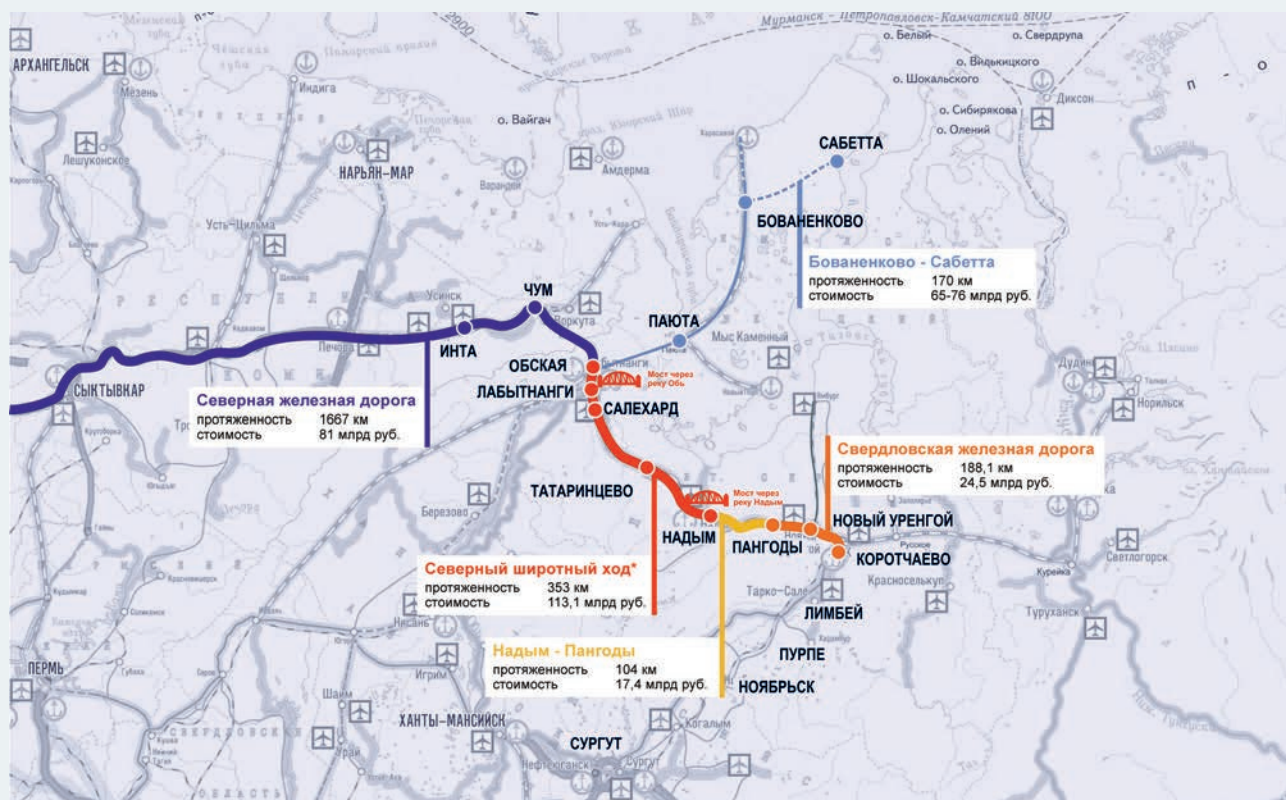
Так, в декабре 2017 года в правительство поступило предложение по частной концессионной инициативе (ЧКИ), связанной со строительством части Северного широтного хода (СШХ). Концессионером выступила специальная проектная компания, принадлежащая РЖД и «Спецтрансстрою». Результат заявки озвучат в феврале.

СШХ должен соединить Северную и Свердловскую железные дороги и будет предназначен для перевозки углеводородов, руды и угля в европейскую часть страны – 23,9 млн тонн к 2025 году. По расчётам РЖД, прибыль от появления СШХ может составить более 1,1 трлн руб. за 30 лет эксплуатации трассы.

Часть работ по реконструкции уже существующей инфраструктуры ведёт РЖД, часть – Газпром. А в рамках концессии предполагается строить участок дороги от станции Обской до Надыма. В него входит 353 км однопутной железной дороги и железнодорожная часть мостов через Обь и Надым. Общая стоимость проекта для концессионера оценивается в 113,1 млрд руб., эта сумма включает 10 млрд руб. капитального гранта от федеральных властей. Предполагается, что ещё не менее 8 млрд руб. поступит из бюджета Ямало-Ненецкого автономного округа. Участок планируют запустить к 2023 году, причём срок окупаемости для инвестора составит 29 лет.

СШХ – пока единственный комплексный проект в России, в котором переплетены интересы сразу нескольких госмонополий и коммерческих участников. Будучи реализованным, он может стать бенчмарком для остального рынка.

Рисунок 71. Схема Северного широтного хода



* Концессионная часть

Источник: материалы Минтранса, властей ЯНАО, сообщения СМИ

Дорога за частный счёт

В 2017 году в активную фазу перешёл ещё один крупный железнодорожный проект, долгое время оставшийся без инвесторов: строительство железной дороги «Кызыл – Курагино». Она должна обеспечить подъезд к угольному месторождению Элегест, заодно соединив столицу Тувы с Транссибом.

Дорогу стоимостью 192,4 млрд руб., как ожидается, построят за счёт средств Тувинской энергетической промышленной компании (ТЭПК) и УК «Лидер» (каждая вложит по 28,9 млрд руб.). По данным участников рынка, строителем выступит «ТЭПК «Кызыл – Курагино», владельцами которой в равных долях (по 47,5%) являются две упомянутые компании, на оставшуюся часть претендует РЖД, которая ответственна за технические компетенции концессионера. Кроме того, 134,5 млрд руб. планируется привлечь за счёт выпуска инфраструктурных облигаций, который должен организовать «Лидер».

Хоть государство напрямую не инвестирует в проект, оно всё же обеспечит минимальную доходность концессионеру, если проект не будет приносить плановый доход на стадии эксплуатации. Кроме того, оно погасит долг перед кредиторами и «Лидером» в случае расторжения соглашения. ТЭПК в случае расторжения соглашения потеряет вложенные средства, а права на пользование дорогой перейдут государству.

Ранее проект претендовал на 86 млрд руб. из ФНБ, но их так и не выделили. Пример железнодорожной ветки «Кызыл – Курагино» доказывает, что даже мегапроекты могут быть экономически эффективны и интересны инвесторам при условии, что они правильно структурированы. Изначально предполагалось, что без господдержки в этом случае не обойтись, но риторика частной и публичной стороны поменялась всего за год.

Не проиграть пассажиров

Целевая модель рынка пассажирских перевозок разрабатывается с 2016 года. Ситуация с ней ещё более непростая, чем с аналогичной моделью для грузового рынка. Отрасли требуется срочное обновление подвижного состава и инфраструктуры, при этом она жёстко конкурирует за пассажиров с другими видами транспорта (на ближних расстояниях – автомобильного, на дальних – воздушного).

Сложность ситуации с моделью рынка связана с тем, что часть необходимых изменений довольно радикальна и для РЖД, и для пассажиров. Проект предлагает развивать региональное сообщение и перевозки на расстояние до 1 тыс. км, на более длинных расстояниях планируют сохранить имиджевые и туристические маршруты, а также перевозки из труднодоступных мест.

ФПК хотят сделать «гарантирующим перевозчиком» на безальтернативных маршрутах, но её доля должна снизиться до 70% к 2030 году. Пригородные пассажирские компании (ППК) могут переименовать в региональные пассажирские компании (РПК) с расширением зоны следования и возможностью совершать перевозки между субъектами федерации.

Принятия и даже публичного обсуждения модели, на наш взгляд, не стоит ждать вплоть до весны 2018-го, так как она несёт высокие политические и общественные риски. С большой долей вероятности, часть решений всё же будет воплощена к концу 2018 года, поскольку ситуация в отрасли очень пессимистична.

Кто станет первым на рынке высоких скоростей?

В 2017 году РЖД продолжала переговоры с инвесторами по проекту строительства ВСМ «Москва – Казань», за это время схему запуска проекта успели перекроить.

В сентябре на правительственном совещании было принято решение разделить первый участок на два: построить к 2023 году опытный отрезок ВСМ от Москвы до Владимира стоимостью 460 млрд руб., а судьбу следующих – до Нижнего Новгорода и Казани – решать уже после начала его эксплуатации. По данным РЖД, заявку ЧКИ на дорогу Москва – Владимир подадут в правительство в первой половине 2018 года.

Впрочем, у этой скоростной трассы уже появился конкурент – в январе этого года хозяйственное партнёрство «Уральская скоростная магистраль» подало заявку ЧКИ на строительство ВСМ «Екатеринбург – Челябинск» стоимостью 365,9 млрд руб. В составе партнёрства участвуют ЧТПЗ, Корпорация развития Среднего Урала, «РВМ Высокоскоростные магистрали» и Минимущества Челябинской области.

Как ожидается, магистраль сократит время перемещения между городами с нынешних 3,5 часов до 1 часа 10 минут и станет одной из частей заявки Екатеринбурга на проведение ЭКСПО-2025. Строительство уральской ВСМ предполагает вложение как средств концессионера, так и федеральных средств – причём, по сообщениям СМИ, в отношении 1:1.

В свою очередь, среди источников финансирования более дорогой ВСМ «Москва – Владимир» рассматривались средства самой РЖД, фонда Шёлкового пути, а также облигаций инфраструктурных фондов, но капгранта не предполагается.

Обе магистрали впоследствии могут стать частью большой ВСМ «Москва – Пекин», и, вероятно, в ближайшее время станет ясно, какой проект будет пилотным и чьи создатели окажутся в авангарде отечественного рынка больших скоростей. Пока представляется, что у уральского проекта шансов меньше: ВСМ требует до 50% вложений от государства – маловероятно, что такие деньги найдутся и на федеральном, и на региональном уровнях.

Таблица 30. Сравнение параметров проектов ВСМ «Москва – Владимир» и «Екатеринбург – Челябинск»

	ВСМ «МОСКВА – ВЛАДИМИР»	ВСМ «ЧЕЛЯБИНСК – ЕКАТЕРИНБУРГ»
Длина, км	201,6	214
Стоимость строительства, млрд руб.	420–460	365,9
Предполагаемый год запуска	2023	2023–2025
Возможный концессионер	Н/д	Хозяйственное партнёрство «Уральская скоростная магистраль»
Возможные источники финансирования	Переговоры с РЖД, китайскими и российскими фондами и банками, Новым банком развития БРИКС и др.	Переговоры: - Газпромбанк (до 5%), Сбербанк (н/д); - «долг под прирост будущих налогов» (аналог TIF)*
В каком объёме предполагается участие государства в проекте	Не предусмотрено	Капитальный грант из федерального бюджета (до 50%)

* Пока такая возможность отсутствует в законодательстве

Источник: данные СМИ

Города и рельсы: от наземного метро до трамвайных концессий

Открытое осенью 2016 года Московское центральное кольцо (МЦК) за 2017 год перевезло 110 млн пассажиров, что на 47% больше, чем предполагали наиболее смелые прогнозы. В 2018 году МЦК, как ожидается, перевезёт 120 млн человек.

В середине ноября 2017-го федеральные власти одобрили следующий масштабный проект – Московские центральные диаметры (МЦД). Они должны будут ускорить сообщение между пригородами столицы за счёт развития сквозного сообщения, а также частично разгрузить автомобильные дороги и метрополитен.

К лету 2018 года в РЖД планируют подготовить проектную документацию, а запустить движение по диаметрам хотя бы в течение 2019 года. Первыми станут маршруты Лобня – Одинцово и Нахабино – Подольск. Оператором перевозок будет ЦППК, которая и закупит подвижной состав. РЖД будет отвечать за модернизацию и достройку необходимой инфраструктуры, а власти Москвы – за создание пересадочных узлов. Стоимость первого этапа проекта составит порядка 60 млрд руб. (из них 20 млрд руб пойдёт на закупку составов).

До 2025 года должны появиться ещё пять диаметров: Зеленоград – Раменское, Пушкино – Раменское, Зеленоград – Подольск, Нахабино – Железнодорожный и Одинцово – Железнодорожный. Пассажиропоток первых двух прогнозируют на уровне 91,5 млн человек в год, а всех семи – почти 400 млн.

Похожий на МЦК и МЦД проект по интеграции существующих железных дорог и городского общественного транспорта рассматривали в прошлом году и в Санкт-Петербурге (кольцевое наземное метро). Его стоимость – по разным данным, от 100 млрд до 220 млрд руб. – сопоставима с МЦК. Если решение по проекту примут в 2018 году, то на реализацию, как и в Москве, может уйти не менее 5–6 лет.

Проекты развития городского рельсового транспорта обсуждаются во многих крупных российских городах в последние два года. Но запуска подобных масштабных проектов в других местах мы не ждём в ближайшие год-два, так как они требуют значительных инвестиций со стороны региональных бюджетов.

В этом смысле больше шансов в ближайшие годы реализоваться у трамвайных концессий. В частности, в 2018 году ожидается запуск движения частного трамвая в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга. Аналогичные проекты обсуждаются в Новосибирске, Краснодаре, Екатеринбурге и ещё нескольких городах.

АЭРОПОРТЫ И АВИАЦИЯ

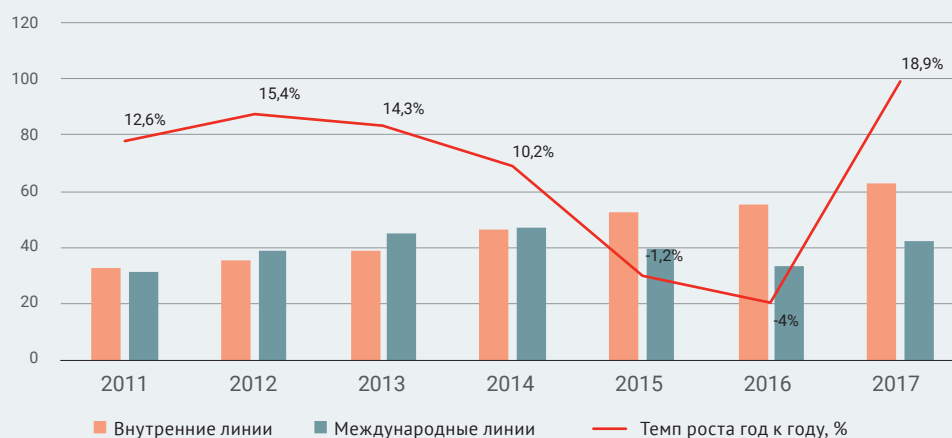
В 2017 году авиаперевозки в России выросли почти на 20%, за год перевезено 105 млн человек. Количество пассажиров выросло и на внутренних (на 7,6 млн человек), и на международных рейсах (на 9,1 млн человек).

Такой всплеск активности пассажиров положительно скажется на доходах авиакомпаний и аэропортов, особенно учитывая, что международные перевозки росли быстрее. Международные рейсы оплачиваются иностранными перевозчиками в валюте, а потому более выгодны для аэропортов. Вероятно, 2018 год на фоне такого роста будет благоприятным для инвестиций в отрасль.

Пассажиропоток российских аэропортов в первом полугодии 2017 года составил 82 млн человек – это на 13 млн человек больше, чем за аналогичный период предыдущего года (см. рисунок 72).

Интерес инвесторов к аэропортам сохраняется, но все хорошие активы уже разобраны. Среди аэропортов с пассажиропотоком более 1 млн чел. уже почти не осталось свободных активов, наибольшее число аэропортов принадлежит трём крупнейшим игрокам сектора: «Аэропортам регионов», «Базовому элементу» и «Новопорту».

Примеров государственно-частного партнёрства в аэропортовой сфере пока немного. Единственным ГЧП-проектом (по региональному закону) остаётся петербургское Пулковое, а в 2018 году будет подписана первая концессия. Мы ждём, что в следующие год-два на рынке появится ещё несколько таких проектов.

Рисунок 72. Динамика рынка пассажирских перевозок, млн чел.


Источник: данные Росавиации

МАУ стал ближе к концессиям?

Весной 2018 года в очередной раз планируют утвердить условия концессий по развитию аэропортов московского авиаузла (МАУ), ранее сделать это собирались в 2017 году. Суммарный объём в эти проекты составит 190 млрд руб. до 2037 года. Их направят на реконструкцию и строительство аэродромной инфраструктуры.

Пока переговорный процесс идёт достаточно тяжело, это объясняется неравными бюджетными вложениями в три аэропорта. Наиболее жёсткая позиция у Домодедово – аэропорт полностью частный, к тому же государство с начала 2000-х инвестировало в него меньше, чем в Шереметьево и Внуково. Потому этот аэропорт предлагает компенсировать диспропорцию за счёт более высоких сборов с конкурентов.

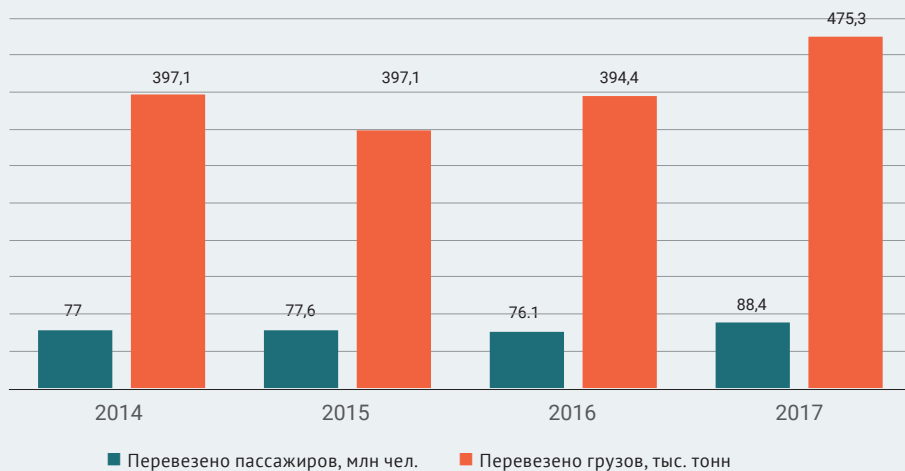
Домодедово готово подписать концессию сроком на 55 лет и планирует расширить аэродром до восьми ВПП: сейчас у аэропорта две ВПП и строится ещё одна, которая после запуска заменит одну из старых. К 2037 году планируется построить ещё две полосы, а оставшиеся четыре запланированы до 2055 года. Аэропорт готов привлечь инвестиции в эту инфраструктуру, если государство не только устранил неравенство в бюджетных вложениях, но и обязуется построить железные и автомобильные дороги и модернизирует систему управления воздушным движением.

Шереметьево уже сформировало перечень объектов для концессии и ведёт обсуждение объектов в федеральной собственности, которые также могут попасть в концессию.

Основным источником для возврата инвестиций в аэродромную инфраструктуру по концессии для аэропортов МАУ называется введение инвестиционной надбавки за взлёт-посадку. Однако и здесь у участников есть разногласия.

Пока больше остальных к концессии готово Внуково – основной раунд инвестиций в этом аэропорту завершился ещё несколько лет назад. Впрочем, мы не ждём, что аэропорты МАУ вскоре согласуют условия договоров с властями. Вероятно, прогресса стороны достигнут ближе к концу 2018 – началу 2019 года.

Рисунок 73. Динамика перевозок через аэропорты МАУ



Источник: данные Росавиации

Концессии начинаются с регионов

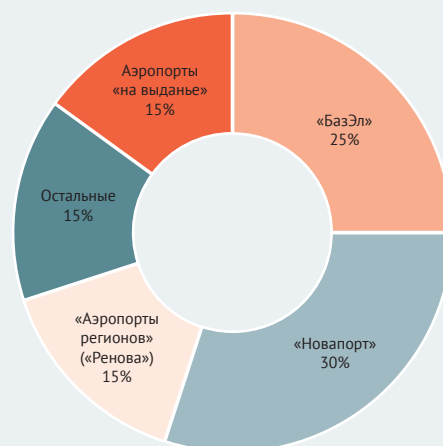
Первая концессия в аэропортовой отрасли, вероятно, будет подписана весной 2018 года. В январе «Аэропорты регионов» выиграли концессионный конкурс на модернизацию аэропорта Нового Уренгоя. Проект сроком на 30 лет включает в себя строительство нового аэровокзала, модернизацию ВПП и установку телескопических трапов. Общая стоимость работ оценивается приблизительно в 7,2 млрд руб.

В конце 2017 года холдинг также закрыл сделку по приобретению 20% акций аэропорта Сургута, а летом взял под контроль аэропорт Петропавловска-Камчатского. Таким образом, всего за 6 месяцев «Аэропорты регионов» увеличили свой портфель с пяти до восьми активов. Ранее туда вошли аэропорты Екатеринбургa, Самары, Саратова, Нижнего Новгорода и Ростова-на-Дону (Платов).

Конечно, 20%-ной доли недостаточно, чтобы говорить о полноценном контроле над аэропортом Сургута, однако в компании-эксплуатанте аэропорта много непрофильных акционеров. Мы полагаем, что у «Аэропортов регионов» есть все шансы нарастить свой пакет, но мы также не исключаем, что этот процесс не будет быстрым.

Ещё один конкурс в 2018 году должны наконец объявить власти Иркутской области, которые с 2015 года пытаются привлечь инвесторов для реконструкции и развития аэропорта через концессию, но окончательный выбор инвестора затянулся. «Новпорт» и корпорация развития Иркутской области в 2017 году создали проектную компанию с капиталом 20 тыс. руб. для разработки условий и документации проекта, однако, по данным на конец 2017 года, компания так и не приступила к работе. Претензии к процедуре отбора возникли у ФАС, а потому власти региона планируют провести классический конкурс.

Рисунок 74. Кому принадлежат региональные аэропорты из топ-20 (по пассажиропотоку)



Источник: данные компаний, анализ InfraONE

Мы полагаем, что в этом году активность аэропортовых холдингов продолжит смещаться в сегмент с пассажиропотоком менее 1 млн пассажиров, а скорее даже менее 500 тыс. ежегодно. Но все наиболее интересные активы уже поделены, потому, вероятно, инвесторы сосредоточатся на развитии имеющихся аэропортов.

Мы ожидаем, что в 2018 году одна-две региональные концессии в аэропортах всё же будут заключены.

Аэропорты Дальнего Востока получат режим Свободного порта

С начала 2018 года режим Свободного порта расширили на 8 аэропортов Дальнего Востока. Ранее привилегии режима распространялись только на аэропорт Владивостока.

Впрочем, пока всего три из этих восьми аэропортов смогли привлечь крупных инвесторов в предыдущие годы и готовы к реконструкции и строительству – например, в хабаровском аэропорту возведут новый терминал. Но для остальных вопрос развития инфраструктуры остаётся открытым.

Несмотря на то что эти аэропорты попали в федеральную программу «Развитие транспортной системы России», это не значит, что деньги в бюджете на их обновление найдутся автоматически. Вероятно, власти вынуждены будут искать дополнительные источники финансирования как внутри системы, так и на стороне, среди частных инвесторов.

Таблица 31. На какие аэропорты распространится режим Свободного порта?

Аэропорт	Пассажиропоток, 2017 год, тыс. чел.	Планы развития	Сроки	Стоимость, млрд руб.	Инвесторы
Владивосток (Кневичи)	1829	В 2012 году был открыт новый аэровокзальный комплекс. Инвестиционная стадия завершена.			
Хабаровск (Новый)	1795	- строительство аэровокзального комплекса; - реконструкция международного терминала; - развитие аэропортовой инфраструктуры	2017–2018 годы	4,5	«Кварц-Инвест», Sojitz Corp., Japan Airport Terminal Co. Ltd., Инвестфонд министерства земли, инфраструктуры и транспорта Японии (JOIN)*
Южно-Сахалинск (Хомутово)	943	- строительство аэровокзального комплекса; - реконструкция грузового терминала	2018–2019 годы	7	власти региона
Петропавловск-Камчатский (Елизово)	618	- строительство нового аэровокзального комплекса	2018–2021 годы	7,8	«Аэропорты регионов»
Магадан (Сокол)	347	- реконструкция аэровокзального комплекса; - реконструкция ВПП; - техническая модернизация; - реконструкция и модернизация прочей аэропортовой инфраструктуры	до 2019 года	11,5	Росавиация**
Благовещенск (Игнатьево)	319	- строительство второй ВПП; - строительство аэровокзального комплекса; - строительство международного терминала; - развитие прочей аэропортовой инфраструктуры	2018–2019 годы	6	Росавиация**

Аэропорт	Пассажиропоток, 2017 год, тыс. чел.	Планы развития	Сроки	Стоимость, млрд руб.	Инвесторы
Анадырь (Угольный)	90	В 2012 году была проведена реконструкция ВПП. Развитие аэропорта и дальнейшие инвестиции не планируются.			
Комсомольск-на-Амуре (Дземги)	9,4		н/д		
Бухта Провидения	5,8	- реконструкция ВПП	2016–2018 годы	0,5	Росавиация

* В 2017 году ФРДВ принял решение о предоставлении кредита – 2 млрд руб., к проекту также может присоединиться ВЭБ

** Из-за нехватки средств в федеральном бюджете реконструкцию аэропорта планируется провести за счёт частных инвестиций, однако окончательного решения нет

Источник: данные Росавиации, данные компаний, СМИ, анализ InfraONE

ПОРТЫ И ВОДНЫЙ ТРАНСПОРТ

За последнее десятилетие грузооборот морских портов вырос почти вдвое – с 454,6 млн тонн (2008 год) до 787 млн тонн, что делает рынок портовой инфраструктуры привлекательным для инвесторов, но концессий и ГЧП в этих проектах по-прежнему немного.

По данным Росморречфлота, на 2017 год в России 67 морских портов общей мощностью около 1003,6 млн тонн в год. Грузооборот морских торговых портов стабильно растёт последние семь лет (см. рисунок 75).

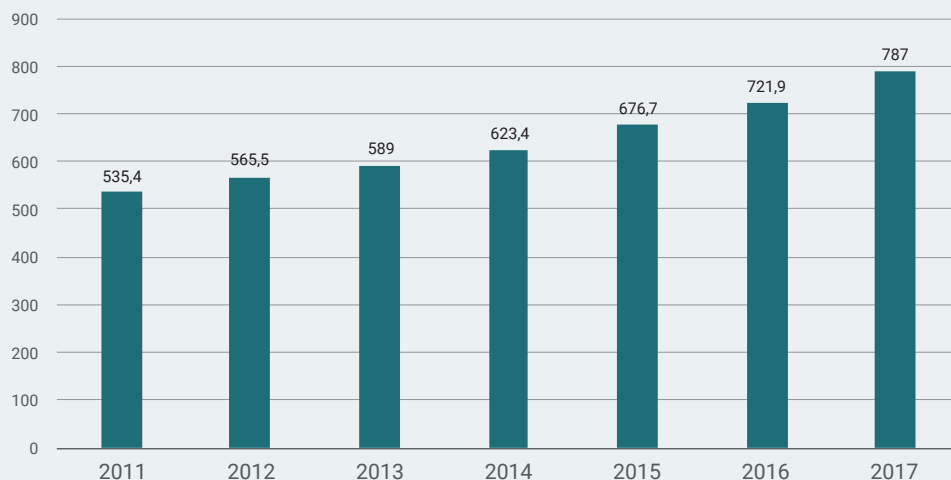
Свести порты с концессиями

На руку инвесторам либеральные тарифы, действующие в отрасли: после постепенной отмены регулирования в 2012–2014 годах объём вложений в морские порты кратно вырос – до более чем 50 млрд руб. в 2015 году и свыше 90 млрд руб. в 2016-м. Подобного потока частных вложений нет ни в одном другом сегменте инфраструктурного рынка. Впрочем, пока ускоренными темпами развивались именно частные мощности, а бюджетные инвестиции в отрасль сильно ограничены.

Многие владельцы портов готовы развивать и некоммерческую инфраструктуру, но примеров концессионных и ГЧП-проектов в отрасли всё ещё нет, хотя переговоры по некоторым из них ведутся годами: развитие портов «Зарубино», «Тамань», «Восточный-Находка» и пр.

Часть из проектов по модернизации и строительству инфраструктуры, которые могут запуститься в портах в ближайшие годы, – примеры так называемой «концессионной секьюритизации». Она предполагает переструктурирование проекта в концессию, когда не удалось довести его до конца через госзаказ, либо формат обычных инвестсоглашений. Переход к концессии позволяет инвестору и государству более равномерно распределить риски, к тому же так значительно проще, а зачастую и дешевле привлечь заёмное финансирование.

По нашей оценке, «на столе» в 2018 году – три-пять портовых концессий, и две-три из них, вероятно, запустятся на горизонте двух лет.

Рисунок 75. Грузооборот российских морских портов, млн тонн


Источник: данные Ассоциации морских торговых портов

Таблица 32. Планы Росморпорта по расширению пропускной способности российских портов, примеры

Проект	Проектная мощность, млн тонн/год	Сроки реализации, годы	Участники проекта
Строительство сухогрузного района морского порта Тамань	91,4	2011–2020	«Ространсmodernизация», Росморпорт, МХК «Еврохим», УК «КРУ», СУЭК, УК «Металлоинвест», «Аутспан Интернешнл», «Крымский логистический терминал», «Астон», ХК «Форум»
Строительство перегрузочных комплексов в морском порту Зарубино	42,4	2015–2025	Росморпорт, ГК «Сумма», ОЗК
Строительство терминала навалочных грузов в морском порту Тамань	35	2017–2020	Росморпорт, «ОТЭКО-Портсервис»
Строительство специализированного угольного перегрузочного комплекса в бухте Мучке, Хабаровский край	24	2012–2021	Росморпорт, «Сахатранс»
Строительство объектов морского порта Сабетта, создание судоходного подходного канала в Обской губе	17,85	2012–2018	Росморпорт, «Ямал СПГ»
Строительство зернового терминала в морском порту Тамань	14,5	2017–2020	Росморпорт, «Агрохолдинг Тамань»
Реконструкция и модернизация объектов портовой инфраструктуры в морском порту Новороссийск	10,5	2017–2020	Росморпорт, «Новороссийский морской торговый порт»

Источник: данные Росморпорта

Рисунок 76. Инвестиции в морскую портовую инфраструктуру, млрд руб.



Источник: ФЦП «Развитие транспортной системы России (2010–2020 годы)»

Перейти на рубль

ФАС предлагала перевести тарифы для стивидоров с долларов в рубли ещё с 2015 года. Тогда ряд российских грузооправителей – нефтяных компаний возмутились резким ростом тарифов и обратились в антимонопольное ведомство. Несмотря на обсуждение возможных компромиссных вариантов, доводы ФАС всё же были услышаны и превратились в законопроект о поправках к Гражданскому кодексу.

Согласно им, с 1 января 2018 года стивидоров хотели обязать рассчитывать именно в российской валюте. Противники перехода считают, что это затруднит покупку оборудования за рубежом и в случае ослабления рубля ухудшит положение стивидоров и их возможность инвестировать в модернизацию портовой инфраструктуры. Впрочем, для компаний, которые имеют обязательства в иностранной валюте, планировали ввести отсрочку по переходу на рублёвый тариф до 2020 (в версии Минтранса) или 2025 года (в версии Минфина). Но против такого долгого перехода возражала уже сама ФАС.

Поскольку сроки стали предметом обсуждений между министерствами и ФАС, а законодательно ещё не установлены, большинству стивидоров всё же пришлось подстраховаться и по большей части перевести тарифы в рубли. Так, например, поступил Новороссийский морской торговый порт с инвестпрограммой на 2018 год в размере почти \$1 млрд и Приморский торговый порт.

Дискуссия о переходе на рублёвые тарифы длится уже не первый год, а определённости на рынке не наступает. На наш взгляд, это наносит отрасли серьёзный репутационный урон и отодвигает сроки многих инвестиционных проектов, так как инвесторы не понимают, куда может повернуть регулирование отрасли. При том, что сама отрасль и так достаточно успешна с точки зрения привлечения частных инвестиций в создание инфраструктуры.

КОММУНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА И ЖКХ

Коммунальные концессии требуют инвестиций

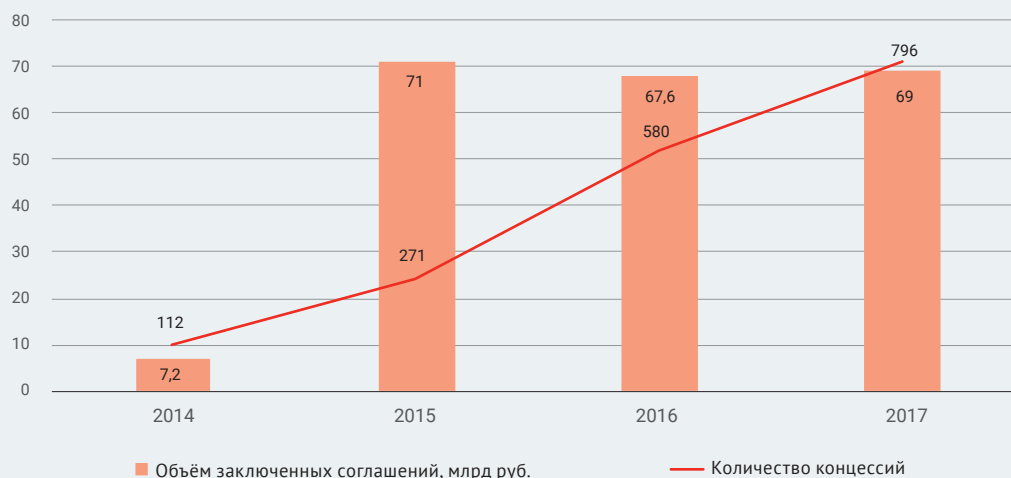
По данным Минстроя на январь 2018-го, в сфере ЖКХ заключено 1800 концессионных соглашений с общим объёмом инвестиций около 215 млрд руб. В 2017 году было заключено около 800 соглашений на сумму 69 млрд руб. (см. рисунок 77). С учётом того, что объём соглашений примерно одинаков последние годы, а количество концессий растёт, можно заключить, что они сдвигаются в сторону менее «капиталоемких». Средний объём концессии в ЖКХ в 2017 году составлял примерно 87 млн руб.; впрочем, в реальности это число отражает ситуацию весьма условно – слишком велик разброс.

По нашей оценке, в России заключено более 120 концессий в сфере ЖКХ свыше 100 млн руб., только 16 из них превышают 1 млрд руб. (подробнее см. «Квалифицированный сегмент: сколько в России концессий»). Если вывести за скобки расчётов эти концессии, средний объём концессии в ЖКХ за последние годы и вовсе упадёт до 28,3 млн руб., а в реальности многие из них составляют 4–5 млн руб.

Это объясняет и распределение концессий по уровню концедента. На 27 января 2018 года в активном статусе находилось 585 конкурсов в коммунальной отрасли, при этом за последние полгода их было 1063 (см. рис. 78). Подавляющее большинство – 941, или почти 89% – это конкурсы, объявленные на муниципальном уровне, оставшиеся 116 (11%) – региональный уровень. На федеральном уровне за это время зафиксировано всего два конкурса.

Отрасль ЖКХ имеет большой потенциал для инвестиций (по разным оценкам, свыше 500 млрд руб. ежегодно), которые при этом дойти до неё не могут. Это во многом объясняется тем, что из-за большого количества мелких и «серых» игроков на рынке финансовые мейджоры не спешат вкладывать в отрасль. Кроме того, их могут заинтересовать проекты стоимостью от 3–4 млрд руб., но

Рисунок 77. Динамика заключения концессионных соглашений в ЖКХ



*данные на декабрь 2017-го

Источник: данные Минстроя

Таблица 33. Топ-5 коммунальных концессий*

Проект	Концессионер	Объём соглашения, млрд руб.	Срок соглашения, лет	Год заключения
Водоснабжение и водоотведение в Волгограде	«Концессии водоснабжения»	58	30	2015
Теплоснабжение в Волгограде	«Концессии теплоснабжения»	29,6	30	2016
Создание и реконструкция коммунальной инфраструктуры теплоснабжения и централизованного горячего водоснабжения во Владимире	«Владимирские коммунальные системы»	8,7	23	2012
Модернизация объектов теплоснабжения и централизованной системы горячего водоснабжения Дзержинска (Нижегородская область)	«Т плюс»	8,6	30	2017
Создание и реконструкция сетей водоснабжения и водоотведения в Нижнем Новгороде	«Нижегородский водоканал»	6,2	25	2013

* проекты, по которым уже подписано концессионное соглашение (115-ФЗ).
 При подсчёте использовались данные, находящиеся в открытом доступе

Источник: органы власти, СМИ, анализ InfraONE

правильно структурированные проекты с таким объёмом инвестиций на рынке всё ещё редкость. Фонд развития ЖКХ даже в самом лучшем случае – то есть при распределении лимита в 8,9 млрд руб. – может обеспечить подготовку лишь небольшой части из них (подробнее см. «ЖКХ не ждать поддержки?»).

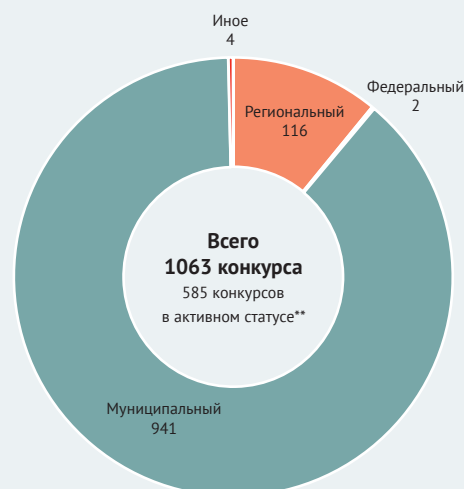
Среди сдерживающих привлечение инвестиций в ЖКХ факторов называются также ограничение роста тарифов и повышенное внимание регуляторов.

Выйти из круга недоинвестирования

Частично проблему недостатка компетенций на рынке коммунальных концессий предлагают решать с помощью «коробочного кредитования», когда параметры проекта соответствуют типовому, предложенному банком, и тот выдаёт кредит по упрощённой процедуре.

Пилотным «коробочным решением» стало соглашение, заключённое в июне 2017 года властями Тульской области, Сбербанком и Региональной генерирующей компанией №1 на реконструкцию объектов теплоснабжения и горячего водоснабжения Ясногорска. Объём соглашения составил 453 млн руб., срок действия – 15 лет. В рамках соглашения концессионер должен модернизировать пять котельных и реконструировать тепловые сети.

В августе Минстрой опубликовал на своём сайте типовую форму концессионного соглашения в этой сфере, разработанную со Сбербанком. По данным министерства, на начало 2018-го 41

Рисунок 78. Уровень коммунальных концессий* (данные на 27 января 2018 года)


* Со сроком контракта более 5 лет

** Конкурсы в процессе проведения: объявленные и текущие

Источник: torgi.gov.ru, расчёты InfraONE

регион прорабатывает «коробочные решения» в ЖКХ. Между тем, на наш взгляд, недостаток подобного рода решений очевиден – большинство проектов в инфраструктуре индивидуальны и им тесны рамки типовых договоров.

Несколько перспективней в этом смысле выглядит объединение небольших однородных проектов в пул, объём которого уже будет интересен крупным банкам.

Мы ожидаем более активного использования подобного механизма в 2018 году, что требует более проактивного подхода от крупных инвесторов в отношении коммунальной инфраструктуры.

Банк развития идёт в ЖКХ

Вопрос модернизации систем водоснабжения и водоотведения наиболее остро стоит в малых и средних городах, так как для инвестора такие небольшие масштабы малопривлекательны. Поддержка инфраструктуры ЖКХ там осуществляется за счёт городского бюджета и в пределах средств, предусмотренных тарифами на коммунальные ресурсы, но этих средств не хватает, а износ инфраструктуры обгоняет принимаемые меры поддержки.

В начале 2018 года стало известно о предварительном одобрении Новым банком развития БРИКС (NDB) кредита в размере около \$300 млн для модернизации систем водоснабжения в трёх-пяти городах с населением от 120 тыс. до 500 тыс. человек. Предполагается участие регионов, расположенных в бассейне Волги. Подписать соглашение планируют до конца февраля, именно к тому времени станут ясны окончательные условия: сумма, срок кредита, условия погашения.

Пока финансирование NDB в России получили только три проекта, причём суммы инвестиций двух из них гораздо меньше одобренной на развитие водоснабжения, а проект по внедрению информационных технологий в судах имеет мало общего с созданием инфраструктуры. На наш взгляд, привлечение денег международного банка развития на коммунальный проект в России – это хорошая новость для рынка и сигнал остальным участникам, что стоит не пренебрегать иностранным финансированием и занимать активную позицию в переговорах.

Таблица 34. Российские проекты, получившие финансирование NDB

Проект	Статус	Объем финансирования, \$ млн	Сторона соглашения
Белопорожская ГЭС-1 и Белопорожская ГЭС-2	Реализуется	100	«Норд гидро – Белый порог»
Развитие инфраструктуры и внедрение информационных технологий в рамках ФЦП развития судебной системы	Одобрено суверенное финансирование	460	Правительство России (Верховный суд, Мосгорсуд, федеральные суды, ФССП)
Восточный выезд из Уфы	Одобрено финансирование	68,8	Правительство Башкирии

Источник: данные NDB

СОЦИАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Когда инвесторы идут в баню... и другие проекты

Расходы государства на социальную сферу последние годы снижаются, но при этом растёт доля различного рода социальных выплат населению. В докладе Всемирного банка о состоянии российской экономики, опубликованном в ноябре 2017 года, говорилось, что расходы бюджета на здравоохранение в 2015 году составили 3,4%, а в 2016 году – 3,6%, но эта величина минимум в два раза ниже госзатрат в Европейском союзе – в среднем 7,2% от ВВП и 6,5% в странах ОЭСР. Большая часть суммы приходится именно на выплаты гражданам, расходы на развитие не превышают 1% ВВП. Следствие такой политики – снижение качества образования, медицины и прочих услуг, резюмировали экономисты банка.

Отсутствие денег на развитие в федеральном и региональных бюджетах вынуждает власти более активно привлекать в социальные проекты частных инвесторов.

По нашей оценке, в начале 2018 года «на столе» находилось порядка 45 проектов социальной инфраструктуры. Больше всего шансов запуститься в 2018–2019 годах имеют проекты в сфере здравоохранения – пять-семь штук, ещё по три-пять проектов могут быть запущены в образовании и спорте.

Существенная часть уже заключённых концессий в социальной сфере – мелкие проекты стоимостью менее 300 млн руб., причём среди них фигурирует не только образовательная или медицинская инфраструктура. В последнее время схема ГЧП (в любой форме) пользуется популярностью среди отраслевых инвесторов, и появляются новые, нестандартные объекты концессий (см. таблицу 35).

Таблица 35. Примеры концессий социальной инфраструктуры

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Год подписания соглашения	Инвестор
Создание ФОК на территории Павловского района, Нижегородская область	0,5	12	2010	«Волга-Спорт»
Строительство банно-оздоровительного комплекса (200 мест), Московская область	0,4	30	2016	«Сандуны Одинцово»
Создание выставочного павильона и пяти кафе, благоустройство прилегающих территорий по ул. Береговая, Ростов-на-Дону	0,3	32	2013	«Донской причал»
Развитие инфраструктуры на территории лагеря «Уголёк», Бурятия	0,2	49	2016	«Двенадцать месяцев»
Комплексное развитие усадьбы В. И. Ангина, Московская область	0,2	10	2016	Торговый центр «Мега Парк»
Реконструкция нежилого здания (пункт общественного питания) «Обозный сарай», Омск	117	25	2013	«Кинопрокат Омск Плюс»

Источник: органы власти, СМИ, анализ InfraONE

Отдельное направление развития социальной инфраструктуры – проекты по созданию или улучшению объектов городской среды, парков, набережных, парковок, систем освещения, благоустройства территорий и даже мест бытового обслуживания населения (вплоть, например, до бань). В России в этой сфере заключено более 20 концессионных соглашений с объёмом вложений более 100 млн руб.

Проекты социальной инфраструктуры, как правило, запускаются на муниципальном уровне, при этом интерес частных инвесторов обнаруживается в девелопменте территорий и коммерциализации объектов. Чаще всего в такие проекты вкладываются местные или региональные инвесторы. Финансирование от крупных квалифицированных игроков по низкой ставке привлечь бывает сложнее – в том числе из-за того, что подготовка муниципальных проектов редко бывает качественной.

В большинстве случаев социальные концессии предполагают 70–100% частного финансирования на инвестиционной стадии, потому мы ждём, что в следующие год-два спрос на них у региональных властей будет расти.

Таблица 36. Примеры концессий в городской среде

Проект	Стоимость, млрд руб.	Срок, лет	Год подписания соглашения	Инвестор
Реконструкция системы наружного городского освещения, г. Донской, Тульская область	1,2	40	2014	«Экотехстрой»
Создание «Центрального парка культуры и отдыха», Волгоградская область	0,33	39	2017	«Парк»
Снегоплавильная станция по ул. Широкая в Ленинском районе, Новосибирская область	0,25	14	2016	«Перлит-Строй»
Организация платных парковок на территории Воронежа	0,16	10	2017	«Городские парковки»
Парк отдыха на набережной в Улан-Удэ	0,15	49	2016	«Счастье»

Источник: органы власти, СМИ, анализ InfraONE

INFRASTRUCTURE INVESTMENT 2018

EXECUTIVE SUMMARY

ANALYTICAL REVIEW
AT WHICH POINT INVESTORS' INTERESTS
MEET GOVERNMENT CONCERNS

RESULTS OF 2018
FORECAST FOR 2018-2019

REMARK

The review has been prepared by the analytical subdivision of InfraONE and is intended to familiarize market participants and other persons concerned with the most pressing issues of the infrastructure investments.

Unless otherwise stated, all opinions, judgements and forecasts herein represent solely the opinion of InfraONE Research analysts' and should not be regarded as position of the investment company InfraONE operating units. This review cannot be regarded as complete analysis of any given industry sector, project or financial instrument and is relevant as of the publication date.

The authors will not be liable for the accuracy and timeliness of the data, judgements and forecasts. The review should not serve as the basis for taking any investment decisions, is not an advertisement or an offer, and is published for information purposes only.

The InfraONE analytical review "Infrastructure Investment 2018", prepared exclusively for the Russian Investment Forum (Sochi-2018), and analyzes the current infrastructure market state, its key trends, and presents the development forecast for 2018-2019. The electronic version of the review is available at InfraONE's website, and is also provided to partners and clients.

Moscow, February 2018

INFRAONE first
infrastructure
company

OASIS BC, 5, Koroviy Val
Moscow, Russia, 119049
Tel.: +7 495 231 3218
Fax: +7 495 231 3219
hello@infraone.ru
www.infraone.ru

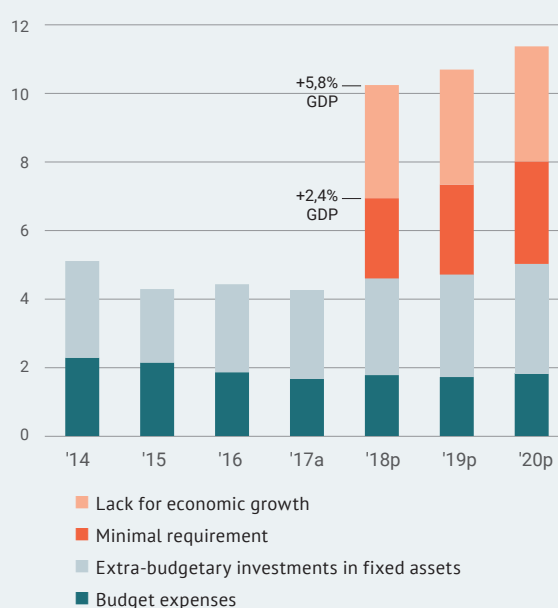


SUMMARY

The lack of quality projects and the decrease in budgetary support for the infrastructure industries determined the market conditions in 2017.

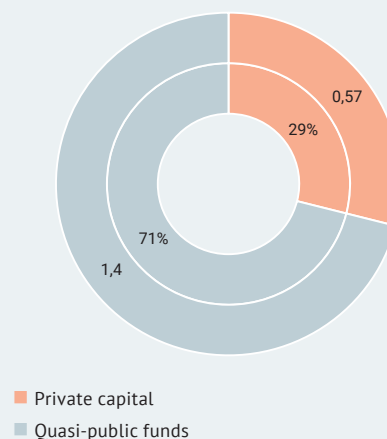
- Expenditures of the budgetary system on the infrastructure decreased in nominal and real terms, *while their share in GDP fell below 2%*. However, the fall was not so dramatic - by 0.3 percentage points only - mainly because Federal State Statistics Service updated the data on GDP for the past years adjusting the methodology for its calculation. It can be stated that the budgetary system has been showing record low figures: *budget expenditures on infrastructure are unlikely to decrease in the next year or two*. The current level, in our opinion, is close to critical.
- Projects initiators are *slowly adapting to new conditions*: large transport concessions are nearing launch, they managed to do without large capital grants. Before, they all claimed state subsidies. *But a significant part of the market continues to look back at the federal center* and is waiting for help in one form or another. However, this mainly results in a loss of time.
- So far, all investments in infrastructure by the state and private participants, according to our calculations, do not exceed 4.8% of GDP or 4.3 trillion rubles. Moreover, even among extrabudgetary funds, public sector accounts for a large share. *According to our estimates, the minimum need for financing is 2.3 trillion rubles, and about 3.3 trillion rubles is needed for development.*
- There is enough money for the infrastructure development in the market despite all the shocks that the banking system experienced in 2017. According to our calculations, *almost 2 trillion rubles can be invested* (13% less than last year's estimate), but a little more than a quarter will turn into real investment in the next two years. More than 70% of these funds are quasi-public.
- The shortage of projects that are ready for financing does not allow funds to get into infrastructure while there is a demand for such investments from the largest state banks and financial institutions. According to our estimates, as of the end of January 2018, about 190-235 projects in various infrastructure sectors were discussed in the leading segment of the market (concessions over 1 billion rubles), *but only a quarter of them have a chance to reach implementation stage.*

Dynamic of infrastructure investments and needs in Russia, trillion rubles



Source: Rosstat, Federal Treasury, World Bank, calculations, analysis and projections of InfraONE

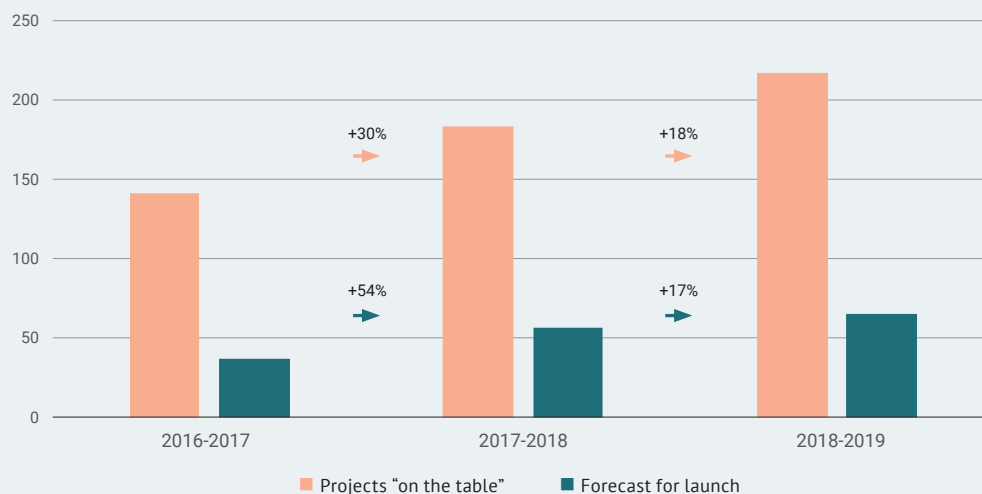
Ratio of private capital and quasi-public funds, available for infrastructure, trillion rubles



Source: InfraONE calculations based on data provided by companies, regulators, industry associations and surveys of market participants

- The number of running projects is growing slowly. One of the reasons is the pre-election “freezing” because of which, in 2017, *25-30% less concessions worth more than 1 billion rubles managed to reach the agreement conclusion stage* as comparing with the previous year. As a result, the projects quality also suffers. Considering the number of projects being prepared, we expect that the *market growth rates will begin to recover starting in May-June*. The number of agreements in 2018 may grow by 40-50% compared with 2017.
- Federal authorities and regulators are gradually softening and clarifying the regulatory framework in an attempt to stimulate investors’ interest. *Some procedures and requirements simplify investments attraction, but some of the rash amendments cause damage* - this is due to inattention, and the efforts of business lobbyist from certain industries. For example, in January, lawmakers wanted to include the IT system in the list of objects for concession law, but they also included a provision on the procedure for assessing the effectiveness of concession agreements and this nearly brought the market down. The threat has lifted, but most likely, such incidents will continue in 2018.
- Infrastructure was included in agenda of the presidential program. Probably, infrastructure investment market is bound to be the center of attention in 2018, but in our view, *only few will be able to get “cheap financing”, much less “free” money from the state*. And it means that the authorities will inevitably have to raise private funds.

Growth dynamics of projects “on the table”



Source: analysis by InfraONE

I. INFRASTRUCTURE AND THE BUDGET

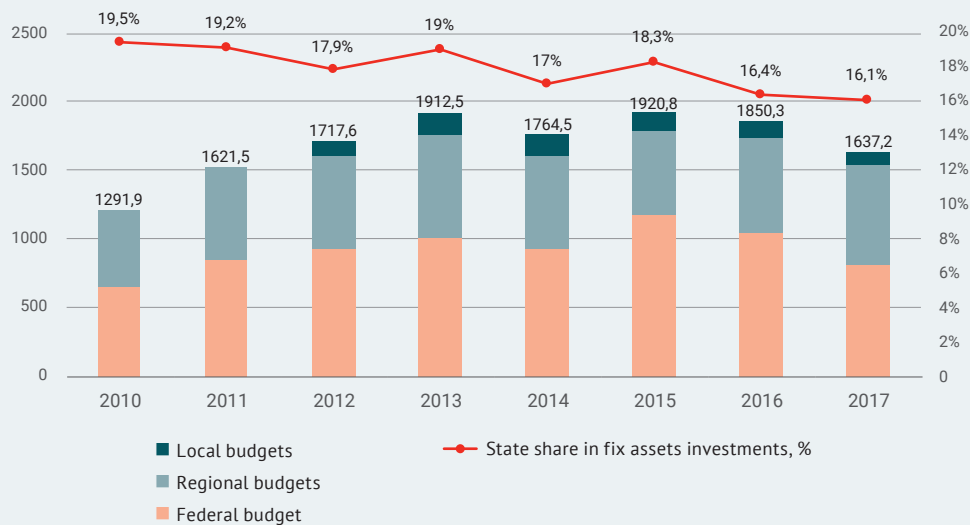
How much does the state spend on infrastructure?

The share of the budget system in fixed assets investment structure is traditionally low: as for three quarters of 2017 in Russia the federal and regional budgets accounted only for 16.1% of all investments in fixed assets, and for the last five years this share did not exceed 19% (see Figure 1).

In the developed countries on average around 15-16% of expenses on fixed assets annually are invested by the budget, the record low figure is in Germany -10.6%, but much higher than the average level, for example, is invested in less developed Latvia - 19.2%. So Russia in this parameter falls in a general tendency, but up to a point that it lags behind on the development of infrastructure from the countries listed in the chart - France, the United States and Great Britain - (see Figure 2).

The state is responsible for the creation and maintenance of a network of highways, airstrips, quay walls in sea and river ports, the construction of schools and hospitals and other infrastructure. Therefore, even with a lack of its own funds, the authorities of different levels have to look for other opportunities for greenfield and brownfield projects.

Figure 1. State share in fixed assets investments, billion rubles

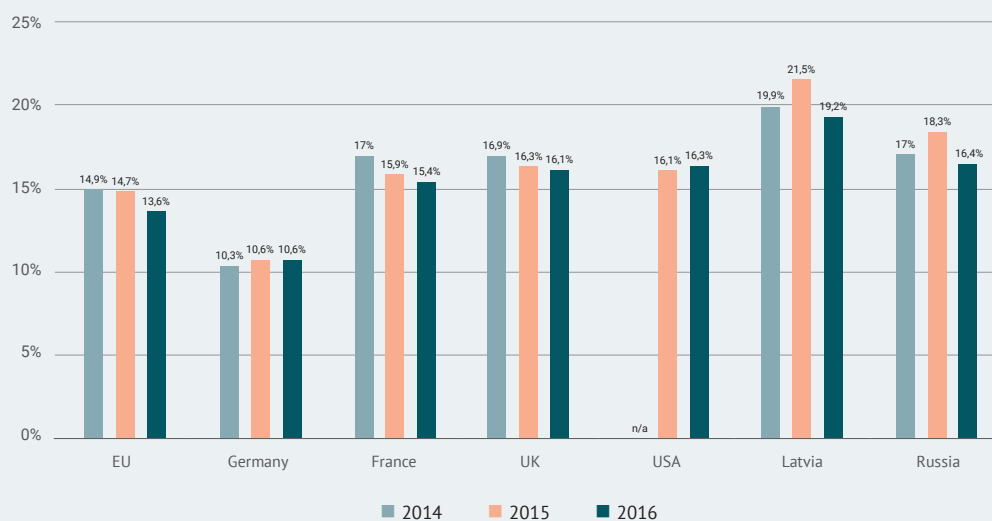


Source: Rosstat, InfraONE calculations

Russian infrastructure needs

According to our calculations, in 2017, the state and private sector invested about 4.3 billion rubles in infrastructure, the ratio of budgetary and extra-budgetary investments is approximately 1:1.5. But this money is not enough, as a significant part of it is dedicated to reconstruction and repair, while many significant for the development of the economy and improving the quality of life depend heavily on budget investments or are controlled by state-owned companies which investment opportunities are limited by investment programs and subsidies.

Figure 2. Countries' state budget expenditures on infrastructure, % of total fixed assets

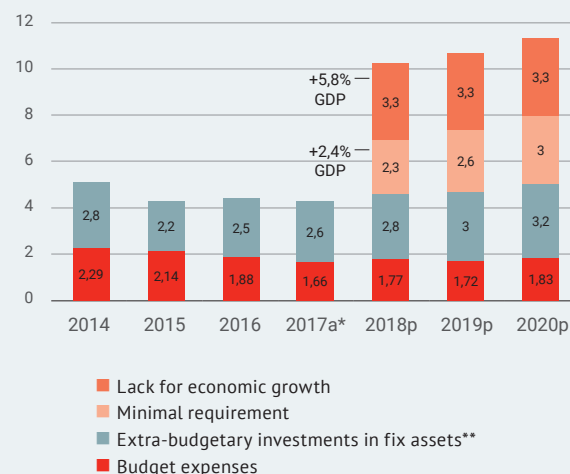


Source: EU Open Data Portal, OECD Data, World Bank, Rosstat, InfraONE calculations

The minimum requirement of the Russian infrastructure for 2018, according to our estimates, is 2.3 billion rubles. But for a noticeable economic growth it is necessary to invest up to 5.6 billion rubles. And the first figure is quite achievable: for investments at least 2 billion rubles is available of extra-budgetary funds, but they do not fall into projects at times for rather subjective reasons or from a banal lack of projects (for more details see).

We believe that the situation with a high probability will change slowly: the market is too conservative, and if you just “pour” it with money, it will not bring long-term effect. Nevertheless, the demand for infrastructure projects is high, because even intangible incentives from the state can help it grow substantially. We expect that the competition for concessions and PPP projects in 2018 will grow, despite the limited supply.

Figure 3. Dynamics of infrastructure investments and needs in Russia, trillion rubles



* Calculation of infrastructure investments in monetary terms is made on monthly reports of the Federal Treasury (adjusted estimate will appear in May 2018). When assessing investments, we did not take into account the costs of the defense sector and contributions to the authorized funds of state companies.

** Extra-budgetary investments in infrastructure were estimated on the basis of data on the structure of investment in fixed assets by economic activity: we have cleared this figure of real estate construction, investments made by industrial enterprises, manufacturing industries, the agricultural sector, financial transactions and trade. This category includes investments of state-owned banks and state-owned companies, private businesses, and investors from abroad.

Source: Rosstat data, Federal Treasury, World Bank, InfraONE calculations

II. ALTERNATIVE FORMS OF GOVERNMENT SUPPORT

Will the state help the infrastructure?

Despite the fact that in 2017 the representatives of all the levels of government insistently called for investing in infrastructure, and it was stated as a priority in most strategic plans, there are still few real opportunities to support projects from the state.

Specialized officials are still raising the topic of direct budget investments and issuing state guarantees for infrastructure projects, but even this rhetoric has changed. Similar expenses and obligations become more “deliberate”: they require a more thorough examination of projects, a greater percentage of private investments, the transfer of a significant part of the risks to investors, etc. (for details, see “What the factory of project financing will be like”).

We believe that a limited number of projects will be able to receive direct financial support from the state and various state institutions in the next two to three years. At the same time, the state will stimulate the investor interests indirectly: for example, by giving tax breaks, the opportunity to attract cheaper financing, etc.

According to our estimation, the use of alternative forms of state support in aggregate will help to direct 0.34-1% of GDP to the infrastructure projects on the horizon of three years, depending on how actively the authorities work with investors and initiators of projects and stimulate the use of different forms of support within one project.

Will TORs get out of mono mode?

The process of implementation of Priority Social and Economic Development Area (TORs) started in 2014 in terms of development of the Russian Far East. This mechanism presupposes allowance of broad tax privileges to investors in relation to a certain territory.

TORs proved to be more successful than special economic zones (SEZs) that had a similar list of benefits, in large part because they did not appear «artificially», but for specific investors and projects.

Despite the fact that the agreements were concluded with 211 residents by the end of 2017 in 18 Far Eastern TORs, most of the projects are at the stage of launch or construction, and it is too early to speak about the large-scale effect for the economy.

Since 2016, the experience of TORs began to spread beyond the Far Eastern regions for the first time - in order to raise the economy of the most problematic single-industry towns. In two years the government created 37 such territories outside the Far East, but the residents were registered only in 23 by the beginning of 2018. Their total number is 93 and it is still below the analogous Far Eastern index.

The number of new TORs outside the Far East in the coming years may grow even more significantly - the authorities have planned to launch a similar mechanism to attract investors in 100 single-industry towns. In order to create territories not on paper, they want to provide for a mechanism for accelerated status revocation, if residents do not come.

Table 1. Top 5 TORs in single-industry towns and in the Far East by the number of residents (as of the end of 2017)

SINGLE-INDUSTRY TOWNS			FAR EAST		
Name	Region	Number of residents	Name	Region	Number of residents
TOR Tolyatti	Samara Oblast	18	TOR Nadezdinskaya	Primorsky Krai	36
TOR Naberezhnye Chelny	Tatarstan	17	TOR Kamchatka	Kamchatka Krai	34
TOR Gukovo	Rostov Oblast	8	TOR Khabarovsk	Khabarovsk Krai	25
TOR Kumertau	Bashkiria	7	TOR Beringovsky	Chukotka Autonomous Okrug	24
TOR Anzhero-Sudzhensk	Kemerovo Oblast	5	TOR Komsomolsk	Khabarovsk Krai	18

Source: data of the Ministry of Economic Development and the Ministry of Regional Development

Even with the full implementation of the corresponding plans, TORs are unlikely to have a large impact on infrastructure investment, since they do not directly provide for the implementation of projects in this area. But they can become one of the elements of concessions and PPPs, significantly improving their economies.

What the “factory” of project financing will be like

The launch of the “factory” of project financing on the basis of VEB is scheduled for February. The creation of a “factory” implies the introduction of syndicated financing, which will allow VEB not only to invest independently but also attract other investors using sophisticated financial instruments - syndicated loans and securitization of the portfolio.

The mechanism for attracting financing developed by the development bank assumes investments for a period of 10-15 years according to the “80/20” scheme: in share capital in amount not less than 20%, borrowed funds - up to 80%. Moreover, the loan capital will be divided into three tranches: tranche A - reliable bonds with low yield for NPFs, insurance companies, asset managers, tranche B - bonds with higher yields and risks for banks and international financial organizations and tranche B, which VEB itself will repurchase for payment of interest on tranches A, B at the investment stage and partial coverage of project risks.

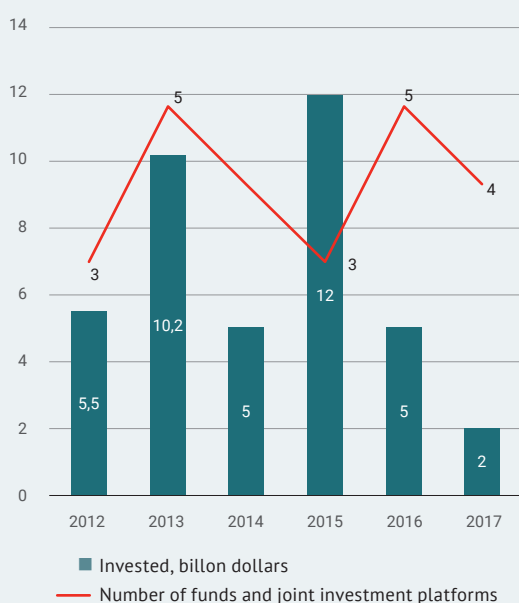
The implementation of this mechanism requires changes in the existing regulatory framework (in terms of reservation, entry of securities into Lombard lists, etc.). But so far a significant part of the innovations is at the project stage.

In November, the draft amendments to the CBR standards were published with a proposal to introduce a credit risk assessment system within the framework of VEB's project financing. And since January 1, 2018, the Lombard list of the Central Bank may also include securities that do not have the A(RU)/ ruA rating, but are provided by the state guarantees.

Now VEB, according to its own data, is considering 30 projects for 365 billion rubles. To raise funds through the “factory” of project financing only projects from 3 billion rubles will be selected. For ordinary loans VEB, by contrast, is planning to lower the minimum threshold from 1 billion rub up to 300-500 million rub for all projects (previously projects of up to 500 million rubles were considered exclusively in single-industry towns).

In addition, at the end of the last year, the Ministry of Economic Development proposed transferring the development bank with a significant part of the powers to form the infrastructure mortgage mechanism (up to the creation of a special fund on the basis of VEB).

Figure 4. RDIF funds and joint investment platforms with foreign investors



* Estimation is made based on the RDIF materials available to the public

Source: RDIF data

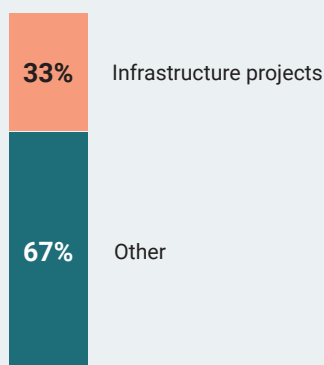
In our opinion, the creation of a development institute in the country that could accumulate cash flows into project financing is a positive step, provided that this is done through the introduction of complex financial instruments, rather than the distribution of “free” money.

Vnesheconombank’s new strategy for the most part says that it needs to become a market player, but in fact, there are still the attempts to attach new state support mechanisms to the development institute.

The implementation of project financing “factory” this year is generally good news for the market, but it is unlikely that such a structure will significantly accelerate its development. We believe that the success of VEB (especially with regard to attracting co-investments) will depend on how effectively it will use sophisticated tools. If the development institution becomes a player which will provide a platform for investments to smaller participants of the financial market - this can lead it to the leaders.

Taking into account that VEB now works with four industries, it is unlikely that more than half of its portfolio will be needed for annual investment in infrastructure, instead it will be likely limited to a third (due to the capital-intensive projects). That is, in 2018 VEB’s investments in infrastructure are unlikely to exceed 36-55 billion rubles.

Figure 5. Share of infrastructure projects in RDIF portfolio



* Estimation is made based on the RDIF materials available to the public

Source: RDIF data

Will RDIF become closer to the infrastructure?

In almost seven years of operation, the Russian Direct Investment Fund (RDIF) has created 9 funds for \$10 billion and 15 platforms for joint investments with a total capitalization of about \$40 billion (with the reserved capital of the RDIF itself at \$10 billion). According to the proprietary data, RDIF’s portfolio includes more than 45 projects, but public data is available only on 42 of them. Besides the information on the amount of investments is not usually disclosed.

Table 2. Examples of RDIF infrastructure projects

Project	Total sum, billion rubles	RDIF participation forms	Status
The purchase of Vladivostok International Airport	6	Equity participation in the acquiring company	Transaction is closed
Construction of a railway bridge across the Amur River	9	Equity participation in the project company	Construction was defrosted in 2016
Operation of the M4 Don section, 1091-1319 km	53*	Equity participation in the company-operator	Agreement is signed
Construction of cancer detection centers in Podolsk and Balashikha, Moscow region	3.8	Equity participation in the project company	Operation
Construction of the central Circular Road-4, Moscow region	76.5	Equity participation in the project company	Agreement is signed, financial close is delayed

* CAPEX 7 billion rubles

Source: RDIF data, media reports, InfraONE analysis

The Fund is devoted to joint financing of projects and can invest only together with foreign investors (in minimum ratio of 50/50). Up to 20% of the RDIF capital can be invested outside of Russia provided that these projects create added value for the country's economy.

In fact the main objective of the RDIF is to maintain the ecosystem of the Russian investment market in general and attraction of foreign investors into the domestic economy. The latter are interested in investing on favorable terms, so the fund and its partners provide money on market terms.

Although infrastructure is one of the main directions of the RDIF strategy, such projects in the fund's portfolio are just over its third part (14 pieces). This is because the fund's orientation for equity financing and most of the Russian projects were initially structured for lending. Another reason is that the RDIF is not too active in the market for infrastructure investment: the fund does not have mandate for own self-interest projects structuring, simultaneously RDIF is focused on high-quality investments. That is why around half of infrastructure projects of RDIF are in a form of second public offering.

But in 2017 there were set some changes: RDIF together with the Leader MC created the United Transport Concession Holding, which will deal with the implementation of investment projects in the transport sector, including the use of PPP mechanisms.

The holding was also joined by Mubadala Development (UAE) and the Russian-Chinese Investment Fund (RCIF), and the Investment Fund of Saudi Arabia (PIF) signed an agreement with RDIF on joint investments up to \$100 mln within the holding.

While at the development stage, the holding has projects worth about 13 billion rubles: operation and management of a roundabout way near Moscow Odintsov on the M-1 highway, the creation of a relief road of Kutuzovsky Prospect in Moscow and the light rail transit (LRT) in St Petersburg.

We believe that the RDIF partnership with an experienced player in the Russian infrastructure investment market will help the fund to increase the share of investments in this segment. In particular, the Leader MC will be able to provide the joint company with quality projects that have rarely reached the RDIF in recent years.

Eastern Partnership of FEDF

FEDF and Chinese China National Gold Group are planning to create an investment platform worth \$1 billion - for the extraction of precious metals in the Far East. The original capital of the fund will be \$500 million: \$100 million will be invested by each of the investors, and \$300 million will be attracted from private investors.

The first investments in this platform is already planned for 2018. Since 2009, China Gold has been interested in the Russian precious metal deposits, but the first asset was received only in 2017 - the development of the Klyuchevskoye gold deposit in the Trans-Baikal Territory.

The FEDF has an agreement with the Chinese companies on the creation of two investment platforms. In 2017, within the framework of the One Belt, One Road project, the FEDF together with Metropoly Holdings and Sinohigh Investment, agreed to create two funds with an original capital of \$1 billion, and later each party's capital is planned to reach \$10 billion. Within five years, the funds are planning to invest in international infrastructure and development projects and there are already first concerned participants: 15 gold mining industries, the two largest copper-gold projects in the far East and seven tourist and other infrastructure projects.

III. INFRASTRUCTURE AND THE GOVERNANCE

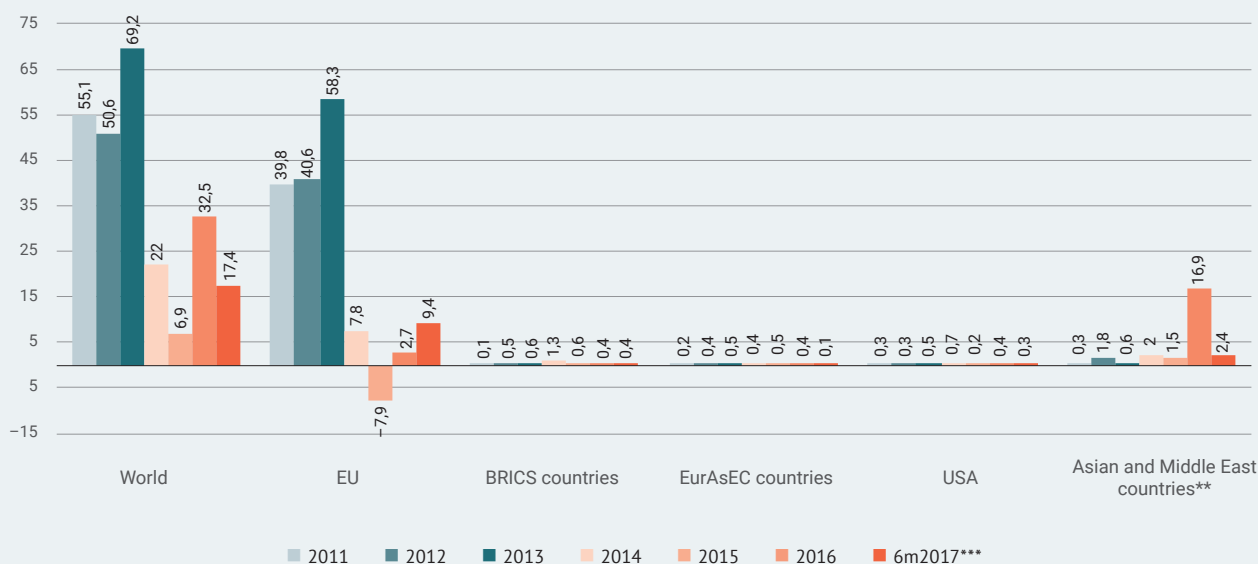
Cutting Down on Investments with Sanctions

USA and EU imposed sanctions against VEB, VTB, Sberbank, Russian Agricultural Bank and Gazprombank. Thus, the European investors were prohibited to buy new shares and to purchase bonds issued by abovementioned financial organizations, as well as to provide them long-term financing.

All these events has affected the value of money in the country, including money for infrastructure projects.

Besides, in 2014-2016 international rating agencies such as S&P, Fitch and Moody's were sequentially decreasing Russia's sovereign credit rating and credit ratings of Russian companies that also affected the chances of the latter ones to borrow capital in foreign markets. Banks of Asia, Middle East and BRICS countries were still open for the Russian bank system, so there were ambitious statements about the future turn to the East, especially in the first few months after sanctions had been implemented. However, though the investment flow from Asian countries increased in 2014-2017, the European capital wasn't completely substituted (see figure 6). Besides, a peak of investments from Asia in 2016 was connected with the fact that Rosneftegaz arranged sale of 19.5% shares of Rosneft (\$11.1 billion at the moment) via Singapore.

Figure 6. How the amount of foreign investments in the Russian bank sector and non-bank corporations was changing in 2012-2017, billion dollars*



* According to the Russian balance of payments (balance of payments with these countries)

** This geographic group includes Middle East Arab countries, countries of South Asia, East Asia and Southeast Asia (excluding countries of Central Asia (that earlier had formed the Soviet Union), Israel, Palestine, Jordan, Lebanon, Syria)

*** Full 2017 year data was not available at the time the review was published

Source: data provided by CBR

Should partners be afraid of sanctions?

Until 2014 the amount of US investments in the Russian financial system was significantly less than the European one. For instance, balance of payments with the USA was comparable with the same figure for countries of the Customs Union (included into EurAsEC). Ahead of imposing the first sanctions in 2013 figures for USA and EurAsEC stood at \$485 mln и \$466 mln respectively, and they practically didn't change three years later and amounted to \$414 mln и \$402 mln respectively.

In case with the USA the main threat for those in the "black list" is not a lack of opportunities to bring in investments from abroad, but a limited access to supply of American equipment, technologies and other deals with local contractors.

The nature of limitations concerning legal entities imposed by US till 2018 was not only geographic (their belonging to Crimea), but sectoral as well. Several Russian companies related to the State Defense Procurement and Acquisition and military and technical cooperation were on US sanctions list, in particular, Rostec, Kalashnikov, UralVagonZavod, Russian Helicopters, Almaz-Antey, United Shipbuilding Corporation, etc., as well as a few companies in field of power engineering, such as Rosneft, Novatek and so on. As for infrastructure companies, prohibited entities were construction contractors of the Kerch Strait Bridge (Stroygazmontazh, Mostotrest), constructors of Tavrida road (VAD) and pipeline infrastructure.

Some companies that were on sanction list changed their ownership structure back in 2014-2015, in the period of the first wave of limitations. At the prospect of new sanctions of the end of 2017 players who potentially could make the list also started to worry.

According to the data provided by participants of the market a couple of companies with BOT projects also began to change their structures. Though sanctions are not so critical for small and middle BOT projects, they are still inconvenient when it comes to sophistication of transaction structure, the process of raising money and hence loss of time.

IV. INVESTORS AND CAPITAL MARKET

Capital market: where can money for infrastructure be found?

According to our estimation, about 2 trillion rubles are available for Russian infrastructure. The public sector remains the biggest investor: following the results of 2017 year 71% of this sum accounts for quasi-public funds. A trend for strengthening the role of the state remains: CBR hasn't finished cleaning up the banking sector, where all the changes affect holders of "long-term" money, such as pension funds and insurance companies.

We assume that activity of private banks will be less perceptible for the market next year, because the players that used to be most interested in infrastructure investments have now turned to the segment of state second tier banks. But even banks beyond the scope of 50 biggest ones get interested in deals related to infrastructure.

We expect that next two years international banks of development will start investing in Russia more actively. Private investors, including repatriated capital funds, maintain their interest in infrastructure. Still, there are players that are only theoretically interested in the market: for example, those that are interested in insurance companies and pension funds without any experience in such investments.

Considering a lack of ready-to-fund projects and the fact that many investors only venture into the market or just observe it, we expect real investments to amount to a little over one quarter of available funds - around 520 billion rubles. In case of the active position of the state and a positive macroeconomic situation they are likely to approximate 560 billion rubles (see figure 7).

Why does the market need long bonds

Banks, non-state pension funds and insurance companies control capital of more than 80 trillion rubles. They can invest at least 5-10% of this sum for a period over five years (according to OECD international practices and analytics). But these funds are mostly invested in financial market - federal loan bonds, corporate bonds and stocks, securities of regions, municipalities and international financial organizations (see figure 8).

Figure 7. How much money can end up in infrastructure, trillion rubles

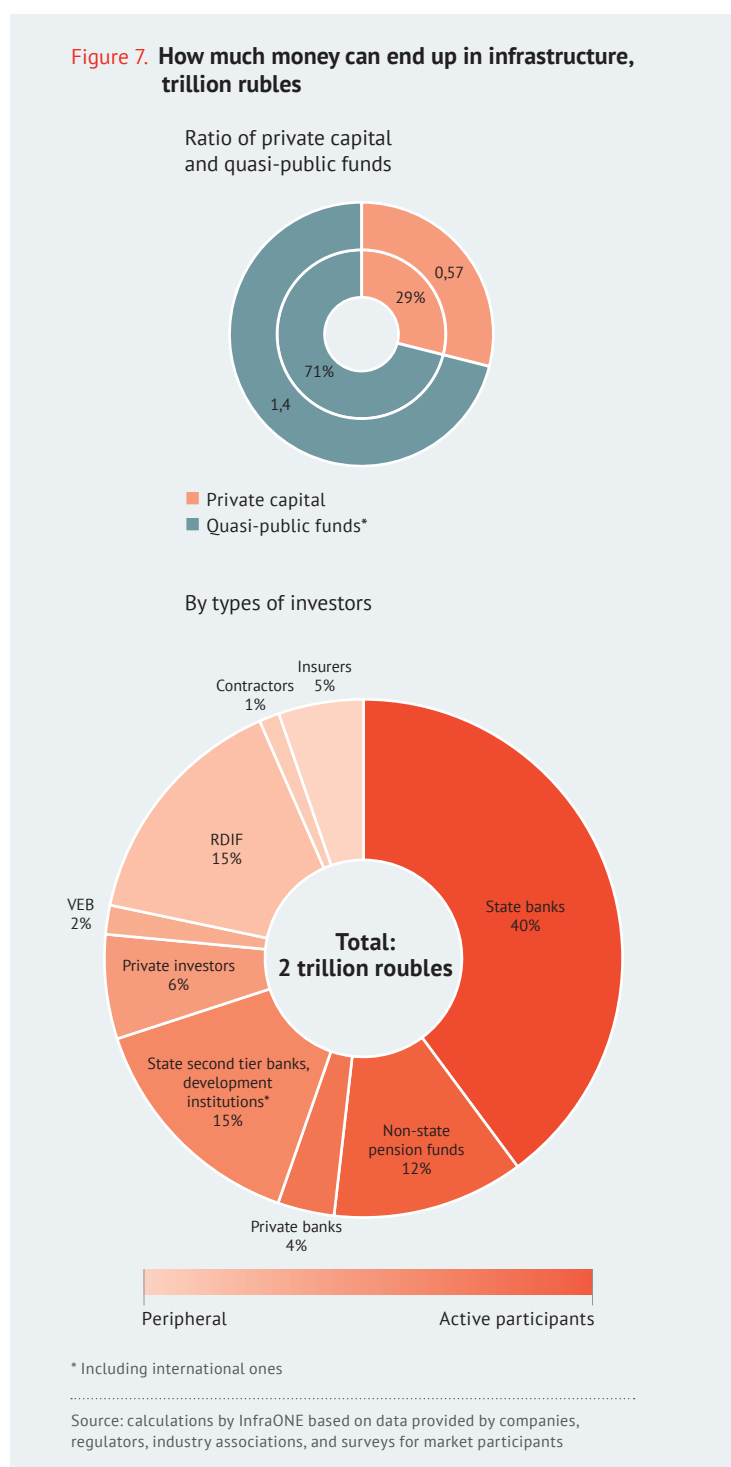
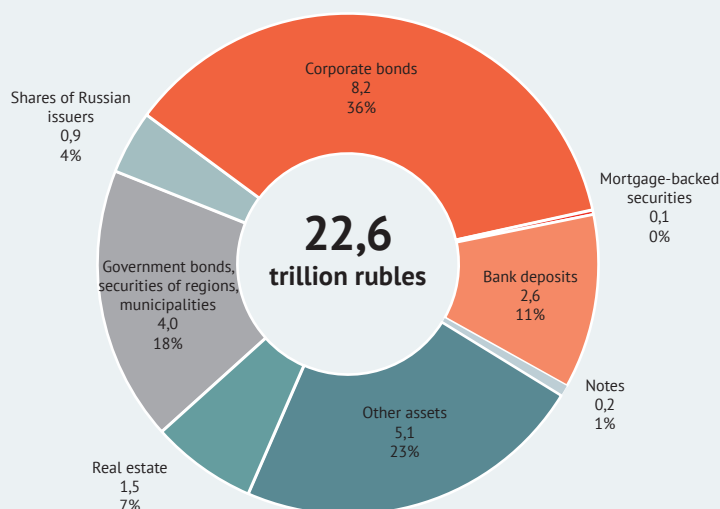


Figure 8. Financial tools appropriate for long-term investment, trillion rubles



Source: data provided by CBR (as of the end of 2017 year), calculations by InfraONE

Mentioned tools represent a traditional and quite narrow kit; its capabilities are no longer enough for investors. Financial organizations have to sustain a necessary level of portfolio diversification and to pass stress tests regularly in order to keep the most sound papers and tools based on the results.

These investments don't work directly for economy. They are sort of additional investments: primarily, stock market trading without being bound to any particular project.

Large financial institutes in developed European countries, as well as in the USA and Canada, as a rule, invest up to 3-5% of funds in creating new facilities (according to data of Preqin for the first half of 2017 year - Investor Outlook: Alternative Assets). First of all, it's about investments in infrastructure based on principles of public-private partnership and project financing.

There is a potential for such investments in Russia, but existing tools are used minimally (e.g. in case of concession bonds).

According to our calculations, the demand for "special" types of securities exceeds the size of the market almost fourfold: 380-400 billion rubles could be invested in them, which is 17-20% of all available funds for infrastructure in the country.

Infrastructure bonds: how to distinguish a real tool from marketing

The concept of infrastructure bonds is not codified by law in Russia, that's why securities of any company somehow related to infrastructure are often called this way. It's usually done to raise the profile of common corporate securities in the eyes of investors. But if bonds are not bound to any particular project, funds raised with their help could be spent for any purpose, not for infrastructure development only.

Still, infrastructure securities as a type do exist in Russia: concession bonds can be considered such securities. This group can also include bonds issued by special project finance associations (SPFA) for purposes of infrastructure projects.

Besides, that also entails concession bonds that are already working and other securities that are not yet codified by law or just not issued yet. We expect new tools to appear in the market in 2018 already, but no least of all it will depend on active position of market players.

In the nearest year or two pension funds are very likely to remain the main consumers of these bonds.

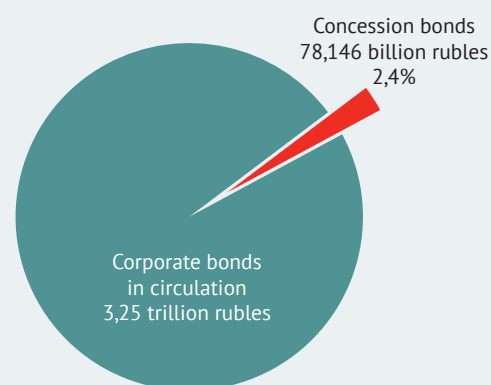
Concession bonds. The market and its volume

By 2018 the volume of the market increased almost 9.5 times - as of 1 February there are 24 issues of concession bonds in circulation with a volume of 78.146 billion rubles. With these funds 10 issuers finance 13 projects.

With respect to the requirements of the market this amount is still miniscule - only 2.4% of all corporate bonds in circulation (see figure 9). Many participants of the market explain this dynamic by lack of regulatory environment for full use of the tool, and they expect a pro-active approach from CBR. In our view, the challenge of regulation does exist - it's necessary to make changes in the legislation, but it's not the main obstruction right now.

A small amount of concession bonds in circulation is primarily connected with a lack of projects in the market and the fact that the best of them are often structured straight for credit financing cutting off other interested participants.

Figure 9. Share of concession bonds in the market (as of February 1, 2018)



Source: data provided by MOEX, data provided by the National Settlement Depository, calculations by InfraONE

How much does money cost for concession owners?

In December, 2017 the Central Bank lowered its key rate to 7.75%. It was the sixth reduction of the key rate over a year. In the beginning of 2018 the market expects a new reduction of rate to 7.5%. Such a quantitative monetary easing of CBR has its impact on the cost of debt financing. Thus, both conditions that are stated by financial institutes at the phase of negotiations - before signing the concession agreement and the direct (financial) agreement - and final "subscription" criteria are lowered.

In 2015-2017, initial conditions decreased by approximately 2 p.p. following the decision of CB to reduce the key rate. In 2018, they can become even lower.

The difference between marketing financing terms and subscription ones is being reduced as well. While in 2010-2014 financial institutes could start with rates exceeding final rates almost three times, now the difference has been reduced to a few percentage points.

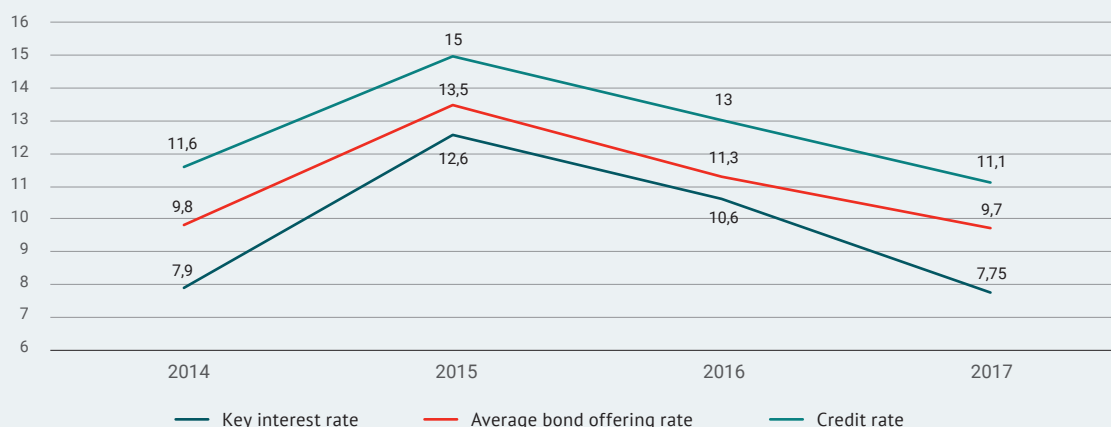
As far as "sellers" gathered actuarial historical data, an opportunity to draw conclusions concerning real financing terms for projects appeared which put in significant question all the criteria offered at the "entry" stage.

We expect the gap between initial financing terms and final ones to be reduced in the next couple of years. In our opinion, a benchmark is 1-1.5 p.p.

It is not improbable that as it is reached, various direct and hidden charges will grow: during the period of reducing the gap between marketing financing terms and real ones rates in this category grew, though they didn't cover reduction of value of money on the main positions.

In regard to final financing terms macroeconomy is not the only thing to influence limiting appetites of banks and other donors. There's an oversupply of financial institutes in the market in the context of an evident lack of "project sellers", so even if a project is well-structured for a certain type of financing, two or three players are ready to invest in it, i.e. a private party has an opportunity to choose more attractive conditions. In our view, such a trend will remain till the end of 2018: competition between sponsors will increase, so it is quite possibly that the most active ones will get to the seed stage and prepare projects for themselves

Figure 10. Distribution of borrowing rates in financial market, % p.a.



Source: data provided by the Central Bank of the Russian Federation, cbonds.ru, ACRA, calculations by InfraONE

Table 3. The cost of financing by international banks for development and funds

Financial institution	Product	Commitment fee	Front-end fee	Interest rate						
				Interbank loans rate	+ borrowing spread (bank premium depending on the term of placement years)					
					up to 8	8-10	10-12	12-15	15-18	18-20
AIIIB	Sovereign loan	0,25%	0,25%	LIBOR*	0,75%	0,9%	1%	1,15%	1,3%	1,40%
					Total: 2,65-3,4%					
NDB	A multi-tranche financial project, project financing, sustainable development credit, development financing	0,25%	0,25%	LIBOR/ EURIBOR**	8-13	13-16	16-19	+ risk premium		
					0,6%	0,65%	0,7%	The rate is determined depending on the risk of a particular local market		
Total: 0,5-2,5%										

Financial institution	Product	Commitment fee	Front-end fee	Interest rate	
				Interbank loans rate	+ borrowing spread (bank premium depending on the term of placement years)
SRF	Credit	-	-	1.5-3% for the period up to 20 years	
IIB	Credits, intermediated financing, investment financing	N/A	N/A	For Russia: CBR key rate + 2.5% Europe: EURIBOR : + (1%-2.5%)	
EDB***	Long-term credits, stock ownership, mezzanine financing, issue	N/A	N/A	in US Dollars 9.28% (9.84%) in rubles: 12.40% (11.89%) in tenge: 10.62% (10.45%)	
EBRD	Direct financing: credits, share investment and guarantees	Exist; established individually for every country; classified		Fixed and floating rates (depend on the market condition), e.g. bound to LIBOR. The rate is influenced by the credit period; can be presented in foreign or local currency; depend on rates in the corresponding local market.	
IFC	Debt financing and equity financing	N/A	N/A	Floating rates (depend on the market condition), e.g. bound to LIBOR or interbank lending rates. The rate is influenced by the credit period; can be presented in foreign or local currency and depend on rates in the corresponding local market. Average weighted rate (in the base bound to 6-month LIBOR rate (USD) in 2017: 5.4%	

* Current 6-month LIBOR rate (USD): 1.93175% as of 19.01.2018

** Current 6-month EURIBOR rate: -0.276 % as of 19.01.2018

*** Based on the annual financial statements (average rate for 2016); the figure in brackets is an average rate from the semi-annual reporting for 2017.

Source: data provided by banks for development and funds, Market Data Centre WSJ, calculations and analysis by InfraONE

V. POOL OF INFRASTRUCTURE PROJECTS

Projects “on the table”: how many of them has been piled up during the year of the “frost”

Over the past year the number of projects “on the table” (those that managed to move beyond preliminary discussions - see more details in the notes to table 4) has increased about 17-20%. In 2017, we estimated their number as 162-200 projects, and now about 190-235 of them are being discussed.

The increase in 2017 was a bit leaner than as of the year-end 2016, because at the prospect of the elections of local authorities and federal agencies as well as private investors didn’t rush to launch projects in a politically volatile environment.

Though the number of preliminary elaborated initiatives increased, the market is still very sensitive to a deficit of well-structured projects ready to raise funds. We expect only a quarter of discussed projects to be launched in the next two years, from 47 to 78 initiatives.

Of course, it’s not the entire market potential, but its most advanced part which serves as a solid benchmark for investment professionals and appeals to large financial institutes.

We think, this year a significant part of projects piled “on the table” during 2016-2017 stands a chance to be implemented from the second quarter already. Conventionally less capital-intensive social projects will be the first to be launched. We also expect that in the next two years a railway concession market will be visible, as well as other projects based on principles of public-private partnership in this field. Besides, a list of public-private partnership projects is supposed to be complemented with informational and telecommunication facilities, and in this case it looks like a new market will start evolving this year already.

Table 4. Projects discussed and ready for launch in the next years

Items of the Agreement	Concession projects and public-private partnership projects “on the table”, 2018	Forecast for launch in 2018-2019
TRANSPORT INFRASTRUCTURE		
Roads	22	7-9
Bridges, tunnels and other engineering structures	6-8	1-3
Associated road-transport projects (surface infrastructure development, collection of charges, motorway service, etc.)*	18-22	1-3
RAILWAY TRANSPORT		
Railways, express lines and high-speed networks	12-14	7-9
Other facilities of railroad transport	3-5	1-3
AIR TRANSPORT		
Airways terminals and airfield infrastructure	3-4	1-2
Facilities categorized as the property of state aviation or air management	5-7	1-2
Aerial vehicles**	3-4	0

Items of the Agreement	Concession projects and public-private partnership projects "on the table", 2018	Forecast for launch in 2018-2019
WATER TRANSPORT		
Sea ports and their infrastructure	3-5	2-3
River ports and other facilities of inland water transport infrastructure	5-7	1-3
Facilities of water transport (water crafts, ferry lines, docks, etc.)	4-5	1-2
POWER ENGINEERING AND FEC (FUEL AND ENERGY COMPLEX)		
Facilities of pipeline transport	2-3	1-3
Generation	8-9	1-2
Networks	12-15	2-3
SOCIAL INFRASTRUCTURE		
Health care establishments	15-20	5-7
Sport Facilities	13-17	3-5
Recreational facilities	15-20	3-5
OTHER PURPOSE BUILT SECTORAL INFRASTRUCTURE		
Facilities of military industrial complex and associated infrastructure	17-20	5-7
Infrastructure of agricultural industry and fishing industry	7-8	1-2
Communication facilities**	17-20	3-5
TOTAL	190-235	47-78

* The analysis includes regional systems of photo and video fixation and a Federal system of weight and dimensional control (WDC), but doesn't include regional analogues of "Platon" system or regional WDC systems.

** Projects that are impossible or difficult to be implemented at the moment based on Federal Act No. 115-FZ, thus which are with models being developed in accordance with Federal Act No. 224-FZ. It should be taken into account that port infrastructure of the fishing-industry complex can be constructed as sea port infrastructure. Therefore, it's impossible to say that these projects don't match concessions. The term "hindered" is applicable to the more classic fishing or telecommunication economy.

Source: analysis by InfraONE, surveys for market participants, data provided by companies and government bodies

"Concession projects and public-private partnership projects "on the table" are projects that are being actively prepared discussed; they have already moved beyond preliminary presentation materials. In the analysis we took into account classic concessions according to Federal Act No. 115-FZ, as concession remains the most elaborated and gaining banks support model for now. The analysis also includes projects that don't make the business list according to the Federal Act No. 115-FZ, so now their implementation is regarded on the base of Federal Act No. 224-FZ (e.g. amelioration in agricultural projects). However, we don't overvalue our chances to launch such projects next year. Nevertheless, as the practice is enhancing, the market capacity for such projects will gradually increase.

The analysis didn't include small municipal projects and "quasi-concessions" with the duration of agreements up to 5 years, as well as projects that need excessive budgetary subsidization due to the bad state of the economy and low effective demand for infrastructure service they offer. Besides, the analysis didn't include projects that were being implemented at the moment of consideration within the framework of Federal Act No. 44-FZ and were eligible for reformatting into concessions.

"Forecast for 2018-2019" describes how many projects of those "on the table" at the moment of assessment could be launched in the next years, according to our forecasts, in particular – to make it be official invitation for tenders or application within the framework of the Private Concession Initiative (PCI).

At first sight, our estimations are quite conservative and have differences with the number of officially registered applications. However we willfully adopted quite aggressive limits to assess the potential of the leading market segment – high-grade projects, launch of which in the next years can promote the entire sector of infrastructure investments.

ГЛОССАРИЙ

AIIB	Asian Infrastructure Investment Bank (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций)
IIB	International Investment Bank (Международный инвестиционный банк)
M&A	Слияния и поглощения (Mergers and Acquisitions)
NDB	New Development Bank BRICS (Новый банк развития БРИКС)
OECD/ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития (The Organisation for Economic Co-operation and Development)
SPV/СПК	Специальная проектная компания (Special-Purpose Vehicle)
TIF	Механизм поддержки инфраструктурных проектов, основанный на возможности вкладывать в создание инфраструктуры будущие налоговые поступления от появления новых объектов и тем самым стимулирующий прирост налоговой базы (Tax Increment Financing)
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
ВСМ	Высокоскоростная магистраль
ГК ОрВД	Государственная корпорация по организации воздушного движения в Российской Федерации
ГТЛК	Государственная транспортная лизинговая компания
ЗСД	Западный скоростной диаметр
ИПЦ	Индекс потребительских цен
ЛРТ	Легкорельсовый транспорт
МАУ	Московский авиационный узел (включает в себя аэропорты Внуково, Домодедово, Жуковский и Шереметьево)
МГД	Минимальный гарантированный доход
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
Облигации с индексируемым номиналом	Выпуски, в которых на инфляцию индексируется тело долга (номинал), а не купон

ОФЗ	Облигации федерального займа
ОЭЗ	Особая экономическая зона
РФПИ	Российский фонд прямых инвестиций
СВГК	Система весогабаритного контроля
СШХ	Северный широтный ход - проект строительства железнодорожной магистрали, соединяющей Северную и Свердловскую железные дороги
ТБО	Твердые бытовые отходы
ТКО	Твердые коммунальные отходы
ТОР	Территория опережающего развития
ТПУ	Транспортно-пересадочный узел
ФАИП	Федеральная адресная инвестиционная программа
ФНБ	Фонд национального благосостояния
ФРДВ	Фонд развития Дальнего Востока
ФЦП	Федеральная целевая программа
ФЦПФ	Федеральный центр проектного финансирования
ЧКИ	Частная концессионная инициатива

О КОМПАНИИ INFRAONE

Инвестиционная компания InfraONE («Первая инфраструктурная компания») создана в 2011 году группой специалистов, имеющих значительный опыт работы в инвестиционных проектах различных инфраструктурных отраслей.

Основная сфера деятельности InfraONE – прямые инвестиции в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraONE представляют инвестиции в проекты через инструменты ГЧП, концессий, проектного финансирования. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

Роль InfraONE в проектах

При реализации проектов InfraONE традиционно выполняет одну из следующих ролей:

- инвестиционный советник и консультант федеральных, региональных или муниципальных властей или частной стороны;
- инвестиционный агент, реализующий проект под ключ до стадии фактического запуска, принимающий на себя часть рисков, в том числе финансовых;
- управляющий инфраструктурными проектами и активами;
- организатор и провайдер инвестиционных сделок;
- инвестор в инфраструктурные проекты;
- организатор пула инвесторов.

В некоторых случаях InfraONE выполняет иные функции – от общего управления подготовкой и продвижением проекта до выполнения отдельных блоков задач. Традиционно проекты реализуются в интересах публичной стороны (федеральных, региональных, муниципальных властей) и частных интересантов, представляющих различные сегменты бизнеса – операторов, строителей, поставщиков, эксплуатантов, а также в собственных инвестиционных целях.

Об InfraONE Research

InfraONE Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных видах инфраструктуры, включая те проекты, где InfraONE выступает организатором, инвестиционным агентом, инвестиционным советником государственной или частной стороны, а также инвестором. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Во всех публичных материалах InfraONE Research соблюдается принцип независимости аналитических суждений. Мнение InfraONE Research может расходиться с мнением InfraONE.

Публичная аналитика компании публикуется в целях информирования рынка об актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций, не является рекламой или офертой.

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ

InfraONE Research | Исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE

Александра Галактионова

Джиргала Дорджиева

Алексей Жундрик

Екатерина Якунина

research@infraone.ru

Над аналитикой также работали:

Карен Аракелян, Александр Волков, Анастасия Гуторова, Альберт Еганян, Даниил Завьялов, Александр Кижло, Анна Козлова, Станислав Кочев, Валерий Ли, Виталий Нефёдов, Алексей Савельев, Павел Турбанов, Дмитрий Фёдоров, Алексей Харламов, Роман Чертков.

Благодарности

Авторы выражают благодарность всем экспертам и специалистам из федеральных и региональных органов власти, инвестиционного сообщества, банковской и финансовой сферы, участникам проектов и остальным, кто помогал в подготовке обзора или его отдельных частей, поделившись своим профессиональным опытом и мнениями в ходе интервью, опросов и мозговых штурмов.

БОЛЬШЕ АНАЛИТИКИ
ЧИТАЙТЕ НА **INFRAONE.RU**

INFRAONE

ООО «ПЕРВАЯ ИНФРАСТРУКТУРНАЯ»
119049, РОССИЯ, МОСКВА
УЛ. КОРОВИЙ ВАЛ, 5, БЦ «ОАЗИС»
ТЕЛ.: +7 495 231 32 18
ФАКС.: +7 495 231 32 19
WWW.INFRAONE.RU