



**Федеральный Центр
Проектного Финансирования**

**Опыт инвестирования средств пенсионных накоплений с
целью реализации инфраструктурных проектов**



Москва, 2015

СОДЕРЖАНИЕ

Приветственное слово Светланы Бик, исполнительного директора Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ)

Раздел 1. Опыт инвестирования средств пенсионных накоплений с целью реализации инфраструктурных проектов

Раздел 2. Отчет по результатам исследования «Опрос представителей негосударственных пенсионных фондов и других институциональных инвесторов»

Траектория развития

Негосударственные пенсионные фонды стремятся инвестировать в инфраструктуру России. К сожалению, у нас нет пока серьезных оснований для такого оптимистичного заключения: результаты проведенного ФЦПФ исследования в отношении аппетитов НПФ к инвестированию в инфраструктуру на данном этапе скорее говорят об обратном. Отечественная индустрия негосударственных пенсионных фондов и их управляющих в целом занимает позицию выжидания, отдельные представители отрасли активно изучают новый класс активов, который на наших глазах формируется на карте инвестиционного рынка страны, и только единицы – создают эти активы на практике, наработывая ошибки и конкурентные преимущества.

Любой опрос и неизбежное статистическое усреднение его результатов грешат, как известно, условностями. Чем больше зрелость рынка, чем точнее правила и конкурентнее среда, тем погрешность становится меньше. В нашем случае – погрешности усреднения велики, поскольку складывается многолетний опыт и знания одних игроков и теоретические представления о процессе инвестирования в инфраструктуру других.

Организаторы исследования сознательно пошли на такие допущения, поскольку данный продукт – часть долгосрочного информационно-аналитического проекта по мониторингу формирования рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру, и на старте проекта нам было важно сделать срез о намерениях рынка, а не оценивать квалификацию отдельных его участников или получить отрицательные ответы по несуществующим еще в природе нашего рынка опциям.

Строго говоря в стоимостном выражении опыт инвестирования средств НПФ в российскую инфраструктуру не может превышать 55 млрд. руб. Именно таков в настоящее время суммарный объем эмиссий 13-ти выпусков концессионных облигаций, размещенных на рынке шестью эмитентами – проектными обществами, созданными консорциумами инвесторов для реализации концессионных проектов. Не весь объем из 55 млрд. находится в портфелях НПФ, часть облигационных выпусков выкупили ВЭБ и крупные коммерческие банки. По нашим оценкам, реальный объем вложений НПФ в российские инфраструктурные проекты – порядка 40 млрд. Хотя уже в ближайшей перспективе, судя по выпускам и программам облигаций, которые находятся сейчас на регистрации или в процессе размещения, объемы инвестиций НПФ в инфраструктурные проекты могут удвоиться.

Безусловно, помимо концессионных облигаций фонды приобретают в свои портфели на вторичном рынке акции инфраструктурных компаний, но реальных инвестиций инфраструктуре это, как известно, не добавляет, хоть и может приносить доход самим НПФ и их клиентам. Вложения в корпоративные облигации инфраструктурных эмитентов являются ресурсами

развития самих эмитентов, и для того, чтобы точно вычленив из объема эмиссии объем реальных инвестиций в инфраструктуру, надо проводить углубленные исследования – они у нас еще впереди. Прямые инвестиции в инфраструктурные проекты для российских НПФ пока невозможны. А других инструментов и механизмов, к сожалению, нет.

Методика проведения последующих исследований будет развиваться в соответствии с возможностями самого рынка. А это во многом будет зависеть от общей экономической ситуации, а также от регулирования и нормативного обеспечения. Вне системы регулирования, на свой страх и риск, можно наработать опыт выпечки пирожков по новой рецептуре, но построить мост через реку, путепровод в мегаполисе или отремонтировать систему городского водоснабжения - и все это сделать с привлечением средств НПФ – невозможно.

Особенность предлагаемого исследования не только в мониторинге становления российского рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру с привлечением средств НПФ, но в рассмотрении этого процесса в контексте актуальных тенденций, которые происходят в этом сегменте рынка в мире.

Даже при всех особенностях момента в отношении внешних и внутренних условий - моратория на доступ к зарубежным рынкам капитала и моратория на перевод пенсионных накоплений в российские НПФ - развитие инфраструктуры страны неизбежно будет проходить в той или иной степени синхронизации с объективно складывающимися мировыми трендами. Каковы они?

1. После кризиса 2008 года, ставшего отчасти итогом серьезных диспропорций в мировой экономике в сторону краткосрочного инвестирования, в регулировании финансовых рынков стали происходить существенные изменения. Во многих странах рынок долгосрочного инвестирования в инфраструктуру стал формироваться в проактивном режиме с участием государства, бизнеса и сообщества институциональных инвесторов.

Это, в первую очередь, относится к Австралии, Великобритании, Канаде, ЕС. Однако в зоне нашего пристального внимания будет находиться не только опыт стран-лидеров, но и тех, кто активно набирает обороты по развитию рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру за счет активов институциональных инвесторов, как на национальном, так и на глобальном уровнях – США, Индонезия, Корея и др. Пенсионные фонды этих стран – государственные и частные – стремятся инвестировать в инфраструктуру, средний показатель по данному классу активов в портфелях фондов неуклонно растет.

2. Пенсионные фонды стран-лидеров консолидируют потенциалы – активы, компетенции, технологии. Формы этой консолидации вариативны, но задачи и мотивации общие: сокращение издержек и рисков, приумножение квалификаций, повышение эффективности инвестиций, развитие инфраструктуры как базиса экономики роста.

В ответ на регуляторное воздействие со стороны государства в индустрии управления пенсионными активами стали развиваться новые формы долгосрочного инвестирования: глобальные инфраструктурные фонды, инфраструктурные платформы, объединенные стратегии управления и совместное инвестирование различных НПФ и других типов институциональных инвесторов.

В 2011 году Национальной ассоциацией пенсионных фондов Великобритании (NAPF), Пенсионным гарантийным фондом (PPF) и девятью пенсионными фондами Великобритании была создана Пенсионная инфраструктурная платформа (Pension Infrastructure Platform, PIP) с целью расширения возможностей осуществления инфраструктурных инвестиций пенсионными фондами.

Первый фонд Пенсионной инфраструктурной платформы (The PPP Equity PIP Limited Partnership) ориентирован на британские инфраструктурные проекты в рамках государственно-частного партнерства. В общей сложности им осуществлено инвестиций на сумму свыше 250 млн. фунтов стерлингов. Фонд находится под управлением компании Dalmore Capital. В конце апреля 2015 года в него пришли семь новых инвесторов, объем фонда увеличился до 500 млн. фунтов стерлингов.

В феврале 2015 года PIP и управляющая компания Aviva объявили о создании нового совместного фонда, ориентированного на развитие возобновляемых источников энергии. И уже объявлено, что в начале 2016 года будет создан третий инфраструктурный фонд.

30 июня 2014 года был закрыт первый раунд инвестиций Инвестиционного фонда открытого типа «IST3 Мировой инфраструктурный фонд», который был сформирован при участии 10 крупнейших швейцарских пенсионных фондов, в числе которых Migros Pensionskasse (MPK), Luzerner Pensionskasse, PKE Energie, Manor and Roche. Объем инвестиций первого раунда - 333 млн. долл.

Летом 2014 года в США создана некоммерческая организация Доверительная Инфраструктурная Инициатива (Fiduciary Infrastructure Initiative), которая стала площадкой для диалога пенсионных фондов с федеральными,

региональными и муниципальными властями с целью определения перспективных инфраструктурных проектов и организации прямого инвестирования в эти проекты. ФП следует мировому тренду, в рамках которого пенсионные фонды стоят во главе национальных инициатив инфраструктурного инвестирования.

3. Стратегия институциональных инвесторов, специализирующихся на долгосрочных вложениях в инфраструктуру, все дальше уходит от классических стратегий управления инвестиционными портфелями в сторону управления проектами. На смену парадигме качественного управления активами приходит парадигма качественного структурирования портфеля и, во многих случаях, активного влияния на создание содержания самого актива.

Институциональные инвесторы активно меняют роли и переписывают классический сценарий инфраструктурной партии. Наряду с приобретением долговых инструментов, выпущенных для финансирования инфраструктурных проектов, негосударственные пенсионные фонды все активнее входят в капитал проектных компаний, защищая свои интересы еще на стадии разработки тех или иных бизнес-процессов и решений, а также следуя правилам «разумного инвестора» максимально используют возможности прямых инвестиций в рамках проектного финансирования.

4. Пенсионные фонды создают интернациональные и глобальные инструменты и механизмы для инвестирования в инфраструктуру.

IFM Investors – компания по управлению глобальными инвестиционными фондами была создана 20 лет назад, ее учредителями выступили 30 крупнейших австралийских пенсионных фондов. Объем инвестиций под ее управлением - 53 млрд. долл.

IFM Investors управляет активами Глобального инфраструктурного фонда (Global infrastructure fund), который был создан в декабре 2004 года для привлечения средств институциональных инвесторов из разных стран и их инвестирования в перспективные проекты в сферах генерирования и дистрибуции электроэнергии, добычи и транспортировки газа, платных дорог, телекоммуникаций, железнодорожной инфраструктуры, морских портов, аэропортов, очистки сточных вод и водоснабжения. Среди активов фонда – аэропорт Манчестера, где доля IFM - 35%; крупнейшее предприятие по очистке сточных вод и обеспечения водными ресурсами в Британии «Англиан Уотер» (Anglian Water), где доля IFM – 19,8%; а также предприятие по дистрибуции

нефтепродуктов для военных нужд в США «Колониал Пайплайн» (Colonial Pipeline), где доля IFM - 16,08%.

5. Пенсионные фонды участвуют в создании механизмов влияния на принятие решений в экономике своих стран.

В США активно обсуждается предложение создать Американский инфраструктурный банк и Совет по инфраструктурному планированию, (Infrastructure Planning Council) для координации всех мероприятий в инфраструктуре и обеспечения максимальной эффективности федеральных программ.

В ряде стран государственные регуляторы инвестиций в инфраструктуру уже созданы, они разрабатывают стратегические планы по развитию инфраструктуры. В Великобритании действует специальное подразделение Министерства финансов «Infrastructure UK», в Индонезии – Национальное агентство по планированию развития (BAPPENAS) при Министерстве экономического развития.

В декабре 2014 года была создана Рабочая группа по продвижению и осуществлению финансирования долгосрочных проектов при Европейском Парламенте (Intergroup On Long Term Investment).

Основными функциями Рабочей группы являются определение отраслей нуждающихся в долгосрочном финансировании, разработка диверсифицированных инструментов финансирования экономической инфраструктуры, социальной инфраструктуры, поиска инноваций, содействие сотрудничеству между европейскими финансовыми институтами. Рабочая группа по продвижению и осуществлению долгосрочного финансирования может являться органом наблюдения для членов Европейского Парламента за продвижением долгосрочных инвестиций.

5 октября 2015 года в Лондоне было объявлено о создании в стране Национальной инфраструктурной комиссии (National Infrastructure Commission, NIC), которая будет определять потребности Великобритании в национально значимой инфраструктуре, помогать сохранить конкурентоспособность Великобритании среди стран G20 и обеспечивать большую определенность для инвесторов, устанавливая долгосрочные правила при реализации крупных инвестиционных решений, стоящих перед страной.

NIC приступает к работе не дожидаясь законодательного закрепления ее функций, поскольку актуальные для Великобритании направления деятельности комиссии на данном этапе уже сформулированы. Они включают:

- решение проблемы транспортной доступности городов на севере страны, в том числе по высокоскоростной железной дороге (HS3);
- определение приоритетов для будущего крупномасштабного инвестирования в инфраструктуру общественного транспорта в Лондоне;
- разработку предложений по обеспечению эффективных инвестиций в энергетическую инфраструктуру.

Национальная инфраструктурная комиссия Великобритании в качестве независимого органа будет публиковать свои рекомендации для Правительства и Парламента в процессе формирования бюджета страны. И уже сейчас NIC приступает к работе по выработке стратегии развития национальной инфраструктуры на последующие 30 лет.

Работа комиссии будет синхронизирована с другими направлениями инфраструктурной политики страны, которая включает планы по решению проблемы заброшенных территорий, объединению пенсионных фондов 89 местных органов власти в 6 пенсионных фондов национального уровня с активами более £25 млрд. каждый, а также продаже земли, сооружений и иных активов, находящихся в государственной собственности, с последующим направлением вырученных средств на развитие инфраструктуры.

Наряду с тенденцией на объединение активов под конкретные долгосрочные проекты и программы, сами долгосрочные инвесторы в инфраструктуру стали все четче определять свои интересы, права и условия. Консолидируя активы, они объединяют свои голоса и политический вес.

В июле 2013 г. в Париже после публикации Зеленой книги Европейской комиссии по вопросам долгосрочного финансирования Европейской экономики была создана Европейская ассоциация долгосрочных инвесторов (The European Long Term Investors association). Она объединяет 24 европейских финансовых учреждения с суммарным балансом €2,45 трлн.

В июле 2014 г. в Париже была создана еще одна ассоциация - Ассоциация долгосрочных инфраструктурных инвесторов (Long-Term Infrastructure Investors Association) для разработки правил ведения бизнеса и защиты долгосрочных инвестиций при финансировании инфраструктуры, а также для проведения исследований и анализа инвестиций в инфраструктуру во всем мире с

привлечением научно-исследовательских институтов, университетов, и профессиональных ассоциаций. Объединяет 13 ведущих мировых инвесторов в инфраструктуру.

6 марта 2015 года в Лондоне девятнадцать ведущих инвесторов в инфраструктуру создали глобальную ассоциацию (Global Infrastructure Investor Association) для дальнейшего укрепления взаимодействия инфраструктурных инвесторов с правительствами и регулирующими органами по всему миру. Учредители ассоциации имеют около € 2,4 трлн совокупных активов под управлением, примерно €177 млрд. они проинвестировали в инфраструктурные активы и планы. ГИА создана в то время, когда правительства по всему миру становятся все более заинтересованы в изучении партнерства с частными инвесторами для финансирования своих долгосрочных инвестиционных планов по развитию инфраструктуры. Ассоциация стремится упростить взаимодействие между инвесторами, с одной стороны, и правительствами и регулирующими органами, с другой, и призывает к предсказуемости в отношении действий со стороны государственного сектора.

Светлана Бик,

Исполнительный директор Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ)

Раздел 1. Опыт инвестирования средств пенсионных накоплений с целью реализации инфраструктурных проектов

1. Постановка проблемы

В последние годы установилась практика проведения регулярных дискуссий о судьбе использования накопительной части пенсии¹. В 2015 г. эти дискуссии уже закончились принятием решения об очередном замораживании пенсионных накоплений еще на один год². В результате такой меры ожидается, что федеральный бюджет в 2016 г. получит дополнительные 342,2 млрд руб., которые могут быть направлены на сокращение дефицита Пенсионного фонда РФ для выплаты текущих пенсий пенсионерам. Причина таких дискуссий заключается в необходимости определения оптимального пути экономического развития: решение текущих бюджетных задач (например, по состоянию на 1 сентября 2015 г. дефицит федерального бюджета составил 994,1 млрд руб.) либо использование длинных пенсионных ресурсов для реализации инфраструктурных проектов с целью создания новых точек роста.

Со второй половины 2013 г. были заморожены пенсионные накопления граждан, затем дважды был введен мораторий на отчисления взносов на накопительную часть пенсии. Только в мае 2015 г. 24 частных фонда³, вошедших в систему гарантирования пенсионных накоплений до 1 марта 2015 г., смогли получить 400 млрд руб.⁴.

Социальный блок правительства высказывался за полное перераспределение пенсионных средств в страховую часть в текущих экономических условиях, а экономический – за сохранение накопительной части. Аргументы экономического блока выглядели вполне логично, и основывались на результатах деятельности пенсионных фондов многих зарубежных стран, который показывает, что пенсионные ресурсы являются одним из основных источников для осуществления долгосрочных инвестиций в инфраструктуру, что, в свою очередь, повышают надежность и устойчивость всей пенсионной системы. В этом плане у социального блока превалирует ситуативный подход: деньги необходимо направить на социальные задачи (в соответствии с

¹ <http://top.rbc.ru/economics/14/04/2015/552d2fd19a79473e71962f00> – Медведев решит судьбу накопительной пенсии в следующую среду (14.04.2015). <http://top.rbc.ru/finances/23/07/2015/55b1349c9a7947c49a120f6f> – Источник в правительстве сообщил о принятом решении по пенсиям (23.07.2015). <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/55b207c79a7947391eca252a> – Кремль заявил об отсутствии решения по пенсиям (24.07.2015). <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/09/15/608701-zamorazhivanie-nakopitelnoi-chasti-pensii-v-2016> – Пенсионные деньги хотят снова отправить в бюджет (15.09.2015).

² <http://government.ru/news/> – Заседание Правительственной комиссии по бюджетным проектировкам (07.10.2015).

³ По состоянию на 30 июля 2015 года в России функционирует 117 негосударственных пенсионных фондов, из них 28 не входят в систему гарантирования пенсионных накоплений.

⁴ По состоянию на 1 сентября 2015 г. в НПФ было перечислено 564,6 млрд руб.

российским законодательством необходимо индексировать социальные обязательства на фактический уровень инфляции (в 2014 г. – 11,2%, за январь-август 2015 г. – 15,9%⁵) в ситуации отсутствия инвестиций в реальный сектор экономики со стороны российских пенсионных фондов, которые уже длительное время работают с пенсионными накоплениями и пока не дают существенных результатов. Изменение подхода к индексации – подрыв доверия граждан. Однако индексация на фактический уровень инфляции - это только решение текущей бюджетной и социальной задачи, в дальнейшем (в случае сохранения негативной макроэкономической конъюнктуры) спираль проблем может еще больше закрутиться, т.к. база для начисления пенсий будет уже гораздо большей по объему и государству будет сложнее выполнить свои социальные обязательства. В этой связи возникает вопрос определения дальнейших приоритетов сфер инвестирования негосударственными пенсионными фондами.

В рамках исполнения поручений Президента РФ от 1 апреля 2015 г. Правительству РФ совместно с Банком России необходимо разработать и представить механизмы направления средств негосударственных пенсионных фондов на финансирование долгосрочных инвестиционных проектов с оценкой объемов такого финансирования⁶.

Минфин, в частности, предложил ввести портфель удерживаемых до погашения активов, которые не будут переоцениваться ежедневно и соответственно подвергаться высокой волатильности, а также ввести обязательную минимальную долю инфраструктурных облигаций в портфелях фондов. Банк России последнее предложение Минфина России не поддерживает. 29 июля 2015 г. завершилось общественное обсуждение законопроекта «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов».

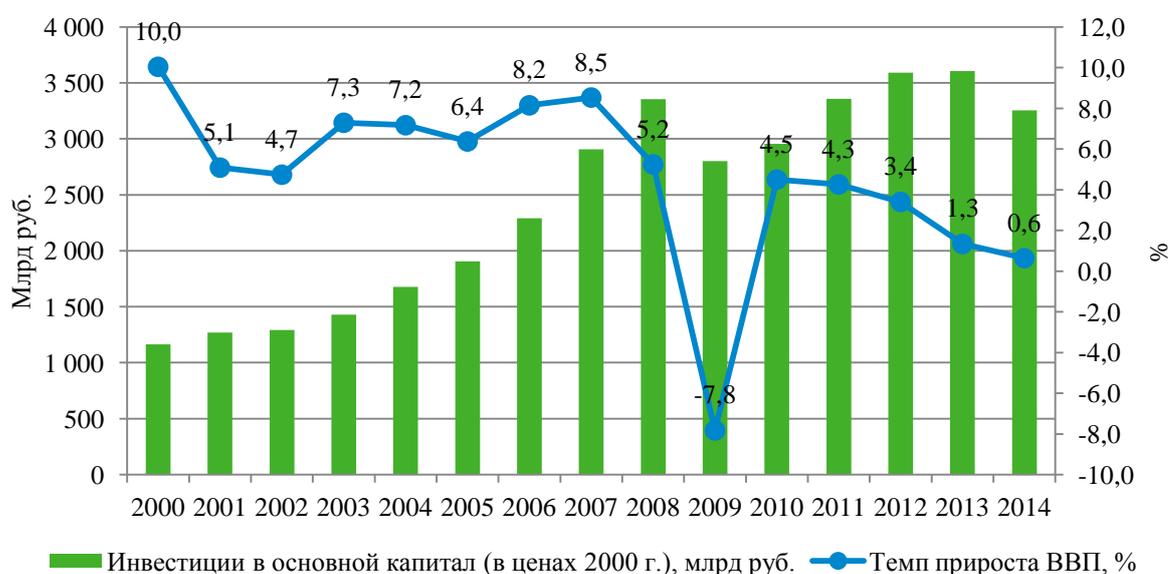
В этой связи важно научное обоснование необходимости создания долгосрочных инвестиционных ресурсов в рамках пенсионного страхования, основанного на анализе зарубежного опыта и выявления факторов, препятствующих российским институциональным инвесторам осуществлять инвестиции в инфраструктуру. В рамках данной работы будет проведена оценка в потребностях финансирования отечественной инфраструктуры, а также проведен опрос институциональных инвесторов, в активах которых находятся пенсионные накопления.

⁵ По данным Росстат (http://www.gks.ru/free_doc/doc_2015/info/info08.rar).

⁶ См. <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/49318> – Пр-728, п. 2 перечня поручений по итогам совещания с членами Правительства от 1 апреля 2015 года.

2. Оценка потребностей финансирования инфраструктуры в Российской Федерации

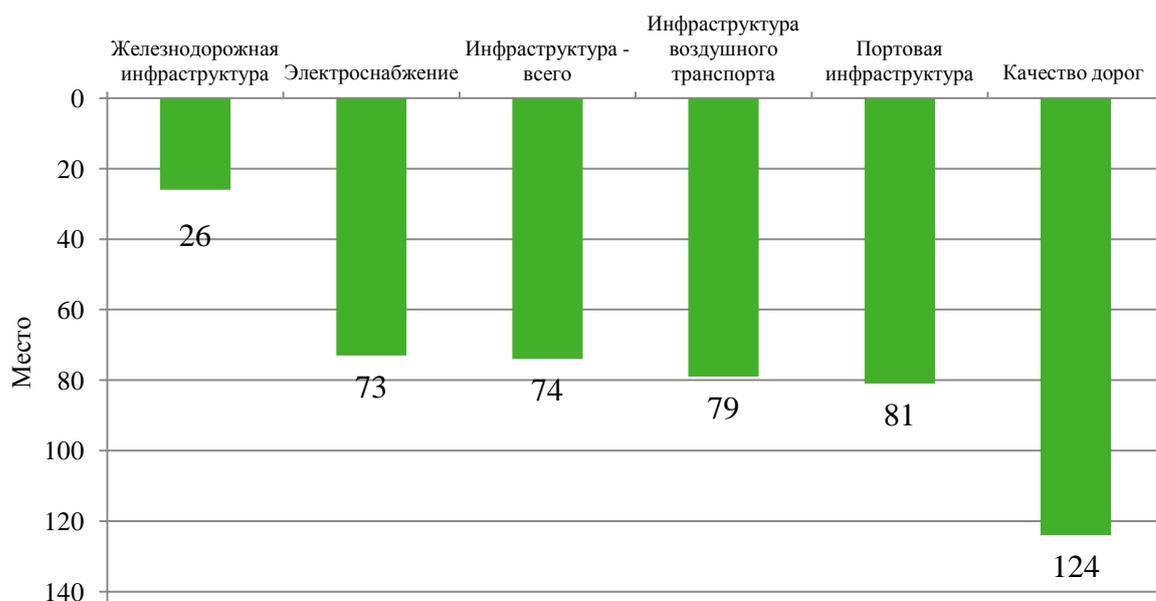
Текущее состояние российской общественной инфраструктуры можно назвать тяжелым, что выражается в отсутствии нормативного количества объектов, предоставлении услуг ненормативного качества, недостаточно высоком охвате населения услугами. Несмотря на существенный рост инвестиций в основной капитал в период относительно высоких темпов экономического развития 2000-2008 гг. (рис. 1) не удалось принципиальным образом решить вопрос строительства новых объектов общественной инфраструктуры.



Источник: Росстат, расчеты ФЦПФ.

Рис. 1. Основные макроэкономические параметры развития российской экономики в 2000-2014 гг.

Вне зависимости от темпов экономического роста, уровня экономического развития и величины нефтегазовых сверхдоходов – реального роста обеспеченностью общественной инфраструктурой не происходило. На сегодняшний день по качеству многих объектов общественной инфраструктуры Российская Федерация занимает низкие места относительного своего потенциала роста и размера экономики среди остальных стран мира (рис. 2).



Источник: The Global Competitiveness Report 2014-2015, по данным World Economic Forum, расчеты ФЦПФ.

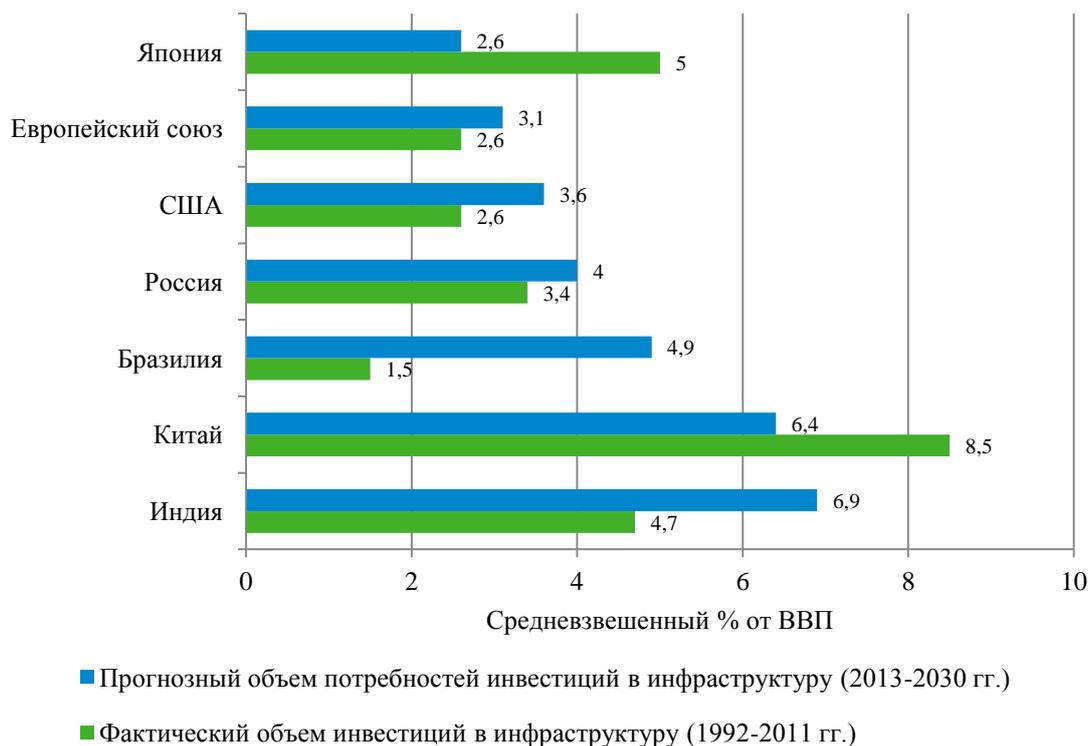
Рис. 2. Качество объектов общественной инфраструктуры Российской Федерации по состоянию на 2015 г.

Во многом такая ситуация с качеством общественной инфраструктуры является следствием ее недофинансирования на протяжении длительного периода времени.

В краткосрочной перспективе снижение капитальных расходов в инфраструктуру не является критичным, поскольку снижение расходов при условии последующего их возобновления на прежнем уровне не оказывает существенного влияния на состояние из-за ее инертности, что в том числе позволяет использовать некоторые объекты инфраструктуры, построенные еще в советское время. В долгосрочной же перспективе происходят необратимые процессы разрушения инфраструктуры, что по той же причине инертности приводит к увеличению отставания и снижению конкурентоспособности экономики, что также приводит к отставанию роста экономики и в случае начала резкого увеличения инвестиций.⁷

Для обеспечения положительных показателей экономического роста в Российской Федерации необходим значительный приток инвестиций в инфраструктуру (рис. 3). Соответственно важной задачей является консолидация всех имеющихся в экономике финансовых ресурсов для развития общественной инфраструктуры.

⁷ Алаев А. Проектные облигации как ключевой механизм развития общественной инфраструктуры // Рынок ценных бумаг. М., 2015. С. 19.



Источник: McKinsey & Company. Global lessons on financing infrastructure. Infrastructure round table. Lagos. August 5, 2013. P. 4.

Рис. 3. Потребности в осуществлении инвестиций в общественную инфраструктуру в различных странах

По оценкам Всемирного банка, общие расходы на инфраструктуру в России должны составлять не менее 4-5% ВВП в год, то есть больше 4 трлн руб.⁸. Аналогичный вывод делают и эксперты McKinsey & Company: для ускорения российской экономики нужно на протяжении 2013-2030 гг. ежегодно инвестировать не менее 4% ВВП в инфраструктурные проекты. До 2011 г. совокупный объем инвестиций в инфраструктуру не превышал 3,4%.

Из представленных данных видно, что для России характерна наименьшая разница между фактическим объемом инвестиций, направленных в инфраструктуру в 1992-2011 гг. и прогнозируемым объемом потребностей – 0,6%. В этом плане наибольшая потребность в инвестициях существует в Бразилии (разница между фактическим и прогнозируемым объемом инвестиций) составляет 3,4%, Индии – 2,2%, США – 1%.

Однако указанные значения не свидетельствуют о том, что потребности России в инфраструктурных инвестициях меньше, чем в ряде указанных стран. Во многом это объясняется:

- масштабом экономики;

⁸ <http://www.worldbank.org/> – Официальный сайт Всемирного банка.

- неравномерностью распределения инвестиций.

Российская экономика входит в 10 стран с наибольшим объемом ВВП, уступая только Китаю, США, Японии, Германии, Великобритании, Франции, Бразилии, Италии и Индии. Соответственно в абсолютном выражении объем необходимых инвестиций российской экономике выглядит более внушительным – не менее 60 трлн руб. до 2030 г. И это в случае сохранения существующей экономической системы. В случае смены экономического курса в сторону развития производств с большей добавленной стоимостью, объем необходимых инвестиций может значительно увеличиться.

Неравномерность распределения инвестиций обусловлена тем, что значительная часть инвестиций была направлена на реализацию масштабных по своим объемам проектов (например, Саммит АТЭС 2012 (239 млрд руб.), Универсиада в Казани 2013 (230 млрд руб.), Олимпиада в Сочи 2014 (500 млрд руб.), Чемпионат мира по футболу 2018 (336 млрд руб.)⁹). В тоже время инфраструктура регионального и местного значения испытывает существенный дефицит в финансировании, а бюджетные возможности крайне ограничены. Институциональные инвесторы, учитывая их роль и ориентацию на долгосрочный горизонт инвестирования, должны являться одними из основных поставщиков финансовых ресурсов для реализации инфраструктурных проектов.

⁹ Постановление Правительства РФ от 20 июня 2013 г. № 518 «О Программе подготовки к проведению в 2018 году в Российской Федерации чемпионата мира по футболу».

3. Зарубежный опыт инвестирования средств пенсионных фондов в инфраструктурные проекты

По данным ОЭСР совокупный объем активов пенсионных фондов составляет более 25 трлн долл. или более 35% мирового ВВП¹⁰. По показателю относительного уровня пенсионных накоплений Российская Федерация занимает 53-е место среди 67 стран, которые раскрывают значение данного показателя.

В настоящий момент объем пенсионных накоплений России составляет 3,6 трлн руб. (4,9% ВВП), из них 1,9 трлн руб. находится под управлением Внешэкономбанка, а 1,7 трлн руб. в негосударственных пенсионных фондах. Учитывая мультипликативные эффекты, получаемые от инвестиций в инфраструктуру, а также объем пенсионных накоплений, даже имеющихся в настоящее время ресурсов может хватить России для решения вопросов, связанных с диверсификацией экономики и экономического развития.

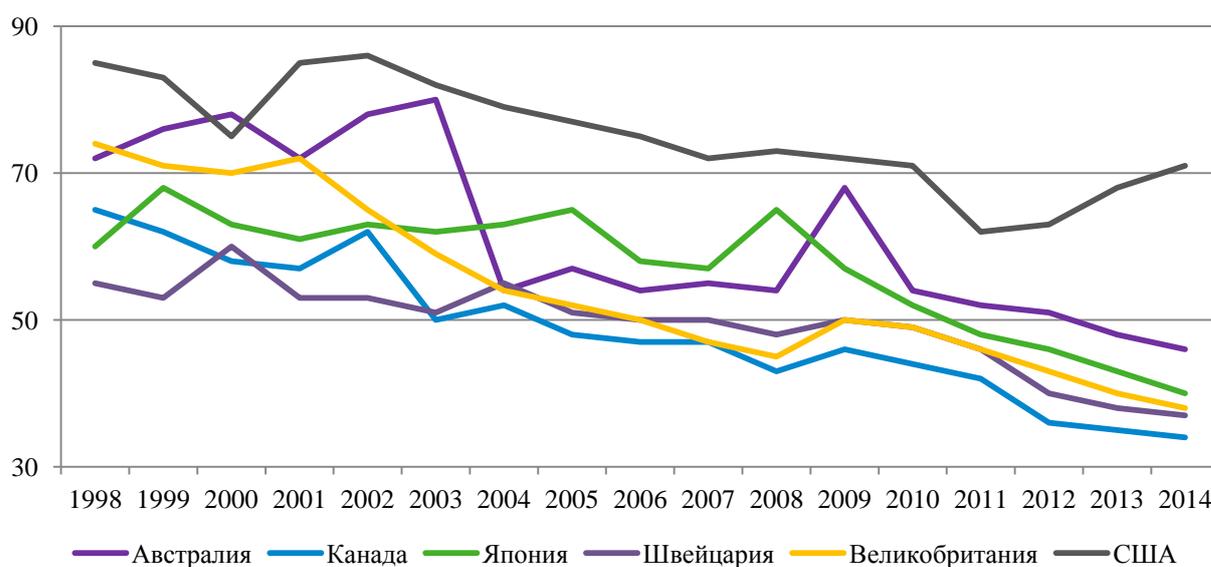
Анализ зарубежной практики инвестирования средств пенсионных фондов показывает множественность подходов к управлению средствами фондов, политике регулирования их деятельности, контроля, надзора, структуры формирования инвестиционных портфелей и доходностей.

Вместе с тем можно выделить общую тенденцию результатов деятельности пенсионных фондов, связанную со смещением акцента инвестирования пенсионных накоплений из рискованных акций в сторону альтернативных источников с меньшим уровнем риска, в том числе инвестиций в инфраструктуру. Такое положение дел в большей степени свойственно экономической природе управления рисками институциональными инвесторами, ориентированные на длинные горизонты планирования в связи с долгосрочной структурой их пассивов.

Глобальная рецессия 2008 г. привела к резкому снижению стоимости активов зарубежных пенсионных фондов при росте обязательств. Незащищенность фондов от волатильности рынка, инфляции и рисков процентных ставок привела к изменению инвестиционных политик многих фондов, переоценке распределения собственных активов и началу расширения спектра инструментов инвестирования, в том числе с использованием различных гарантийных механизмов (например, таких как Индонезийский инфраструктурный гарантийный фонд, Государственный корейский инфраструктурный гарантийный фонд, гарантии по займам для европейских транспортных проектов в рамках деятельности Европейского инвестиционного банка).

¹⁰ http://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=PNN_NEW&lang=en# – OECD.Stat.org.

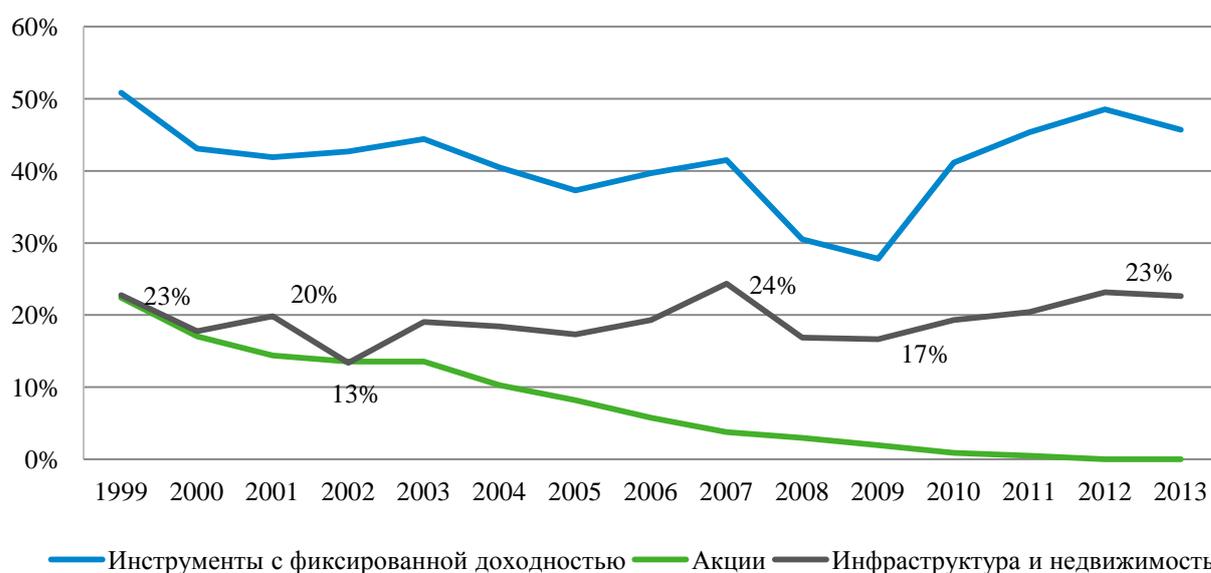
Данную тенденцию можно видеть из динамики объемов инвестиций пенсионных фондов развитых стран в акции (рис. 4).



Источник: Global Pension Assets Study 2015, Towers Watson, February 2015. P. 30.

Рис. 4. Изменение инвестиций пенсионных фондов в акции в 1998-2014 гг., %

Кроме того, динамика структуры инвестиций одного из крупнейших канадских пенсионных фондов Ontario Teachers' Pension Plan (ОТПП) подтверждает структурное изменение направленности капиталовложений пенсионных фондов после кризисов 2000 и 2008 годов. Доля инвестиций, чувствительных к инфляции (в том числе и инвестиций в инфраструктуру), превысила долю инвестиций в акции в 2009 г. (рис. 5).



Источник: Pension Funds Investment in Infrastructure: A Survey. International Future Programme. Project on Strategic Transport Infrastructure to 2030. OECD and Oliver Wyman, 2011, P. 50.

Рис. 5. Изменение структуры инвестиций Ontario Teachers' Pension Plan (ОТПП) в период с 1999 по 2013 гг., %

Поскольку инвестиции в инфраструктуру подразумевают инвестирование в более материальную и реальную сферу в отличие от инвестиций в различные финансовые инструменты, инфраструктурные проекты привлекли внимание большого числа пенсионных фондов за рубежом. Долгосрочный характер инвестиций и социальная направленность вложений обусловили популярность финансирования инфраструктурных проектов пенсионными фондами.

ОЭСР в своем отчете Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2014 определила размер рынка крупных пенсионных фондов в 3,9 трлн долл. (15,6% от совокупного объема пенсионных накоплений). Исследование структуры инвестиционных портфелей крупных инвестиционных фондов показало, что 52,1% общих активов составляют ценные бумаги с фиксированным доходом и наличные денежные средства, 31,5% – акции, 1,6% – прямые инвестиции в инфраструктуру, 14,8% – прочие альтернативные инвестиции. Однако следует иметь в виду, что прямые инвестиции в инфраструктуру разрешено осуществлять не во всех странах (например, в России такая возможность отсутствует). Для финансирования объектов инфраструктуры могут использоваться ценные бумаги (акции, облигации). Поэтому совокупная доля инвестиций в инфраструктуру будет выше. По некоторым оценкам ОЭСР более 6 трлн долл. (24% от совокупного объема активов фондов) приходится на инвестиции в инфраструктуру и находится под управлением пенсионных фондов¹¹.

Австралийская инвестиционная компания AMP Capital и американское исследовательское агентство Institutional Investor Custom Research Group провели исследование рынка пенсионных фондов, в том числе социологический опрос среди высшего руководства 56 крупных пенсионных фондов в Северной Америке, Европе и Азии (включая Японию и Австралию). По состоянию на конец 2014 г. была определена следующая структура инвестиций пенсионных фондов в целом по миру¹²:

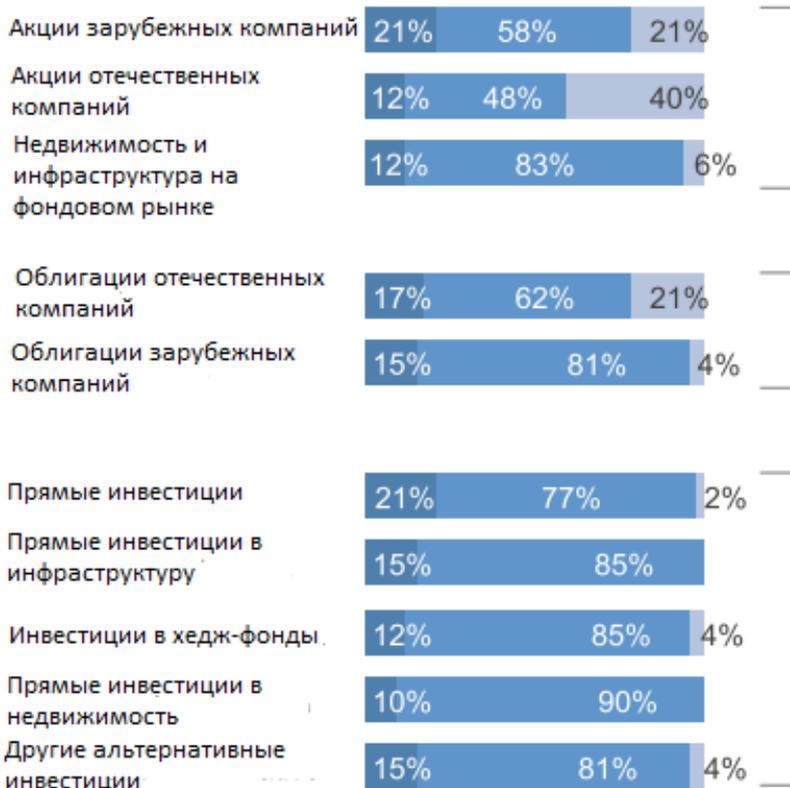
- 46% – акции;
- 38% – облигации;
- 14% – альтернативные вложения (включая прямые инвестиции в инфраструктуру – 1%);
- 2% – наличные денежные средства.

¹¹ Шарипова Е. Как запустить конвейер долгосрочных инвестиций в инфраструктуру? Роль институциональных инвесторов. 2013. С. 21.

¹² Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. Report on Pension Funds' Long-term investments 2014, OECD. P. 11.

Руководители высшего звена пенсионных фондов планируют сократить вложения в акции (42% респондентов) и увеличить долю альтернативных капиталовложений (35% респондентов), в том числе прямые инвестиции в инфраструктуру (15% респондентов).

Респонденты, планирующие изменить структуру инвестиций в узких категориях активов



Респонденты, планирующие изменить структуру инвестиций в общих категориях активов



■ увеличить ■ оставить без изменений ■ уменьшить

Источник: Asset Allocation Shifts at Pension and Retirement Plans by the International Investor Custom Research Group and AMP Capital, Issue 4, October 2014. P. 14-15.

Рис. 6. Результаты опроса руководителей 56 пенсионных фондов

Данную тенденцию подтверждают конкретные примеры: крупнейшие 10 пенсионных фондов (капитал объемом в 1,5 трлн долл. США) за последние 4 года сократили долю инвестиций в акции с 42,4 до 39,3% и увеличили долю альтернативных инвестиций с 17,6 до 19,5% (около 300 млрд долл.) к концу 2013 г. Например, турецкий пенсионный фонд OYAK и канадский OMERS увеличили объемы своих альтернативных инвестиций до 40,3 и 42,7% соответственно¹³. Кроме того, в мире существует ряд

¹³ Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. Report on Pension Funds' Long-term investments 2014, OECD. P. 14.

пенсионных фондов, которые имеют высокую долю инфраструктурных инвестиций в инвестиционном портфеле (табл. 1).

Таблица 1 – Мировые лидеры по доле инфраструктурных инвестиций среди пенсионных фондов

Фонд	Страна	Размер фонда (млрд долл.)	Доля инфраструктурных инвестиции (%)
Banco BPI	Португалия	3,1	20
OMERS	Канада	52,3	15,5
Previ	Бразилия	88,8	13,5
AustralianSuper	Австралия	33,8	11,8
AFP Horizonte	Колумбия	7,9	11,5

Источник: Делла Кроче Р. (2012) «Trends in Large Pension Fund Investment in Infrastructure», OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.29, OECD Publishing.

Так, бразильский фонд Previ при объеме в 88,8 млрд долл. инвестирует порядка 13,5% средств в инфраструктуру (в пересчете на российский рубль 779 млрд руб. или 45,5% от всех средств, которыми располагают российские НПФ).

Ключевым фактором привлечения пенсионных фондов к финансированию инфраструктурных проектов является необходимость изыскания большого объема капиталовложений для улучшения общественной инфраструктуры и строительства новых инфраструктурных объектов. Потребности стран в инфраструктуре непрерывно растут, а последний финансовый кризис ограничил доступ к традиционным источникам финансирования из бюджетов стран и от частных инвесторов.

Согласно прогнозам ОЭСР до 2030 г. ежегодные потребности на передачу и распределение энергии, развитие дорог и железнодорожного транспорта, телекоммуникаций, возведения водных сооружений составят 3,5% от мирового ВВП, т.е. приблизительно 2 трлн долл. США. Всего для развития инфраструктуры в странах ОЭСР до 2030 г. необходимо привлечь около 50 трлн долл., что невозможно достичь при использовании только бюджетов государств¹⁴. При этом суммарные активы всех институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды и паевые инвестиционные фонды составляют более 90 трлн долл.¹⁵. Теоретически в случае создания определенных условий возможно закрытие потребностей в финансировании инфраструктуры за счет ресурсов институциональных инвесторов. Но на практике они распределены неравномерно (большая часть сосредоточена в США (более 10 трлн долл.)). Кроме этого, существуют страновые ограничения по

¹⁴ Pension Funds Investment in Infrastructure: A Survey. International Future Programme. Project on Strategic Transport Infrastructure to 2030., OECD and Oliver Wyman, 2011, P. 27.

¹⁵ Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds. Report on Pension Funds' Long-term investments 2014, OECD, P.10.

инвестированию инфраструктуры в зарубежные страны. Ярким примером отсутствия таких ограничений является Южная Корея, где Корейский Национальный Пенсионный Сервис владеет зданиями SONY Centre в Берлине и штаб-квартирой холдинга HSBC в Лондоне, а также имеет 12% акций аэропорта Гэтвик. Правительства многих стран поощряют инвестиции в инфраструктуру. Например, в Великобритании власти поощряют пенсионные фонды инвестировать инфраструктуру через свой национальный план развития инфраструктуры.

Инвестиции в инфраструктуру привлекательны для институциональных инвесторов благодаря нескольким факторам¹⁶:

- долгосрочный характер инвестиций в инфраструктуру соответствует долгосрочному характеру обязательств пенсионных фондов и страховых компаний;
- доходы от инвестиций в инфраструктуру часто привязаны к инфляции, что позволяет хеджировать обязательства пенсионных фондов и страховых компаний, чувствительных к инфляции;
- инвестиции в инфраструктуру способны генерировать привлекательную инвестиционную доходность в размере, превышающую доходность на рынке облигаций;
- инвестиции в инфраструктуру являются эффективным средством диверсификации инвестиционного портфеля благодаря слабой корреляции с другими традиционными финансовыми инструментами.

Институциональные инвесторы участвуют в подобных долгосрочных инфраструктурных проектах с целью перестроения собственного инвестиционного портфеля и достижения финансовой стабильности фонда. Например, один из крупнейших государственных пенсионных фондов в США, The California Public Employee Retirement System, вложил 155 млн долл. в строительство аэропорта Гатвик в Лондоне, выкупив 12,7% акций.

Как один из способов инвестирования в инфраструктуру механизм государственно-частного партнерства (ГЧП) предоставляет возможность пенсионным фондам финансировать инфраструктурные проекты. Пенсионные фонды участвуют в проектах ГЧП и как прямые инвесторы, и как портфельные – через покупку финансовых инструментов, выпущенных специальной проектной компанией

Отдельного внимания заслуживает опыт Канады и Австралии, где фонды являются одними из наиболее активных инвесторов в инфраструктуру. В результате доля инвестиций в инфраструктурные проекты в инвестиционных портфелях отдельных пенсионных фондов может превышать 10%.

¹⁶ OECD (2011). Pension Funds Investment in Infrastructure – A Survey.

Только за несколько месяцев 2014 г. пенсионные фонды Канады и Австралии направили прямых инвестиций в инфраструктуру в объеме не менее 5% от совокупного объема собственных активов, что является самым высоким показателем по сравнению с общемировым (около 1%)¹⁷.

Многолетний опыт и внушительный ресурсный потенциал позволяют пенсионным фондам в Канаде и в Австралии не только выступать в роли соинвесторов, но и играть лидирующую роль в консорциумах. Ресурсный потенциал также позволяет проводить собственную экспертизу проекта и оценку риска.

Австралийский опыт

Суммарная величина активов пенсионной системы в Австралии (superannuation system) по данным ASFA в 2013 г. составила более 1,5 трлн австралийских долларов, что превысило ВВП Австралии, а темп роста активов пенсионных фондов в 18,2% стал самым высоким среди развитых стран. По данным ОЭСР Австралия располагает 6,7% суммарных активов пенсионных фондов всех стран Организации и занимает 4 место в рейтинге по данному показателю после США, Японии и Великобритании. Большинство пенсионных фондов используют схему с фиксированными взносами (около 13% от ставки заработной платы), в них сосредоточены 90% активов пенсионных фондов¹⁸.

Пенсионные фонды в Австралии открыли для себя рынок инфраструктурных инвестиций в начале 1990-х гг., когда данный вид инвестиций был признан как самостоятельный класс активов, что было вызвано крупномасштабным процессом приватизации инфраструктурных активов, главным образом в энергетической, транспортной отраслях и области телекоммуникаций. Финансовые эксперты участвовали в структурировании портфелей, с тем чтобы они отвечали долгосрочным целям пенсионных фондов. В результате государство предложило частному сектору принять участие в строительстве и финансировании 10-километровой платной автомагистрали к западу от Сиднея. 20-летняя концессия на финансирование, строительство, эксплуатацию и обслуживание этой дороги была предоставлена компании Statewide Roads Limited.

В 1992 г. была открыта 22-километровая платная автомагистраль M5 к юго-западу от Сиднея. Дорога подлежит эксплуатации по концессионному соглашению в течение 30 лет – до 2023 г. В период между 1995 и 1998 гг. акции автомагистрали M5 приобрели институциональные инвесторы.

¹⁷ Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada, Rotman international Journal of Pension Management, Volume 7, Issue 1, Spring 2014. P. 41.

¹⁸ Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia and Canada, OECD, July 2013, P. 8.

В области электроэнергетики в 1992 г. правительство штата Виктория начало проводить ряд реформ, целью которых было ускорить разделение сбытовой цепочки в трех направлениях: передача, распределение и генерация электроэнергии. Реформа была проведена в 1994-1997 гг. и дала бюджету 33,1 млрд долл. В 1996 г. Группа CFS стала основным инвестором электростанции Victoria Hazzlwood после ее приватизации.

Другой интересный пример – индустрия аэропортов. В 1994 г. Федеральное правительство объявило планы по приватизации 22 аэропортов, которые управлялись Федеральными корпорациями аэропортов. Процесс разгосударствления этих объектов шел с 1997 по 2003 г., что позволило пополнить бюджет на 12,5 млрд долл. Большинство аэропортов было продано частным организациям на условиях, что они будут управляться по контрактам, заключенным на 50 лет с возможностью пролонгации еще на 49 лет. Группа CFS являлась основным акционером аэропортов в Брисбанае и Аделаиде после их приватизации в 1997 и 1998 гг. соответственно. В результате расходы бюджета Австралии на инфраструктуру уменьшились с 14% в 1970 г. до 5% в 2005 г.

В последние годы развитие инфраструктуры в Австралии стало одной из главных политических задач. В 2008 г. австралийские власти объявили о создании нового подхода к планированию, финансированию и реализации будущих инфраструктурных проектов (National Infrastructure Plan), который также стимулировал пенсионные фонды к инвестированию в инфраструктуру:

- The Infrastructure Finance Working Group (IFWG): для реформирования системы финансирования инфраструктурных проектов;
- The Building Australia Fund: для финансирования инфраструктурных проектов в области транспорта, коммуникаций, энергетики и водоснабжения;
- The Regional Infrastructure Fund: объем капитала 6 млрд австр. долл.: для устранения сдерживающих факторов развития экономики и модернизации инфраструктуры страны;
- The Clean Energy Finance Corporation: объем капитала 10 млрд австр. долл.; для развития отрасли возобновляемых источников энергии.

Ключевыми факторами успешного опыта пенсионных фондов и развития пенсионной системы в Австралии стали следующие предпосылки:

- введение обязательной негосударственной пенсионной системы;
- одновременный процесс приватизации государственных активов и введение обязательной пенсионной системы в начале 1990-х годов;
- стремительный процесс накопления активов пенсионных фондов в результате экономического роста и благоприятной демографической ситуации;

- появление финансовых посредников, таких как инвестиционные банки, управляющие и инфраструктурные компании, которые поддерживали приток инвестиций в инфраструктуру, могли консультировать фонды по поводу разумности вложений в тот или иной проект (актив), а также брать часть фонда под управление;
- рост доверия собственников к инфраструктурным проектам как к доходному активу;
- стабильность прибыли (фиксированная ставка над инфляцией);
- долгосрочные активы;
- потенциальные налоговые льготы для всего портфеля фонда.

В настоящее время пенсионная система Австралии не только одна из самых старых в мире, но и одна из самых устоявшихся. В последние годы австралийские пенсионные фонды неизменно входят в пятерку крупнейших в мире по активам под управлением.

Инвестирование в инфраструктуру в Австралии происходит через посредников, которые «запаковывают» инфраструктурные активы в большое количество фондов, ценные бумаги которых торгуются на бирже. После кризиса набрала популярность тенденция инвестирования через инвестиционные фонды без ограничения выпуска акций, которые не торгуются на фондовом рынке. Подобные фонды имеют более низкие взносы. По данным на 2012 г. 8 из 20 самых крупных инфраструктурных фондов расположены в Австралии. Они располагают 2/3 суммарных активов данных фондов. Размер их активов составил 92 млрд долл.

Эти пенсионные фонды могут размещать свои активы четырьмя способами:

- покупка ценных бумаг не котирующихся на бирже компаний;
- покупка ценных бумаг инфраструктурных фондов и компаний, включенных в котируемый список;
- приобретение долговых бумаг операторов инфраструктуры;
- создание ассоциаций с другими компаниями для совместного владения и управления инвестициями (проектное финансирование).

В настоящее время структура портфелей пенсионных фондов выглядит следующим образом (табл. 2).

Таблица 2 – Инфраструктурные инвестиции пенсионных фондов Австралии по общему размеру фонда, с указанием доли в инфраструктурных инвестициях

№ п/п	Название фонда	Размер фонда (USD Billion)	Доля инфраструктурных инвестиций (%)
1	Future fund	73	5,2
2	AustralianSuper	43	14,0
3	Qsuper	32	6,2
4	State Super	32	13,8
5	First State SA	31	3,5
6	UniSuper	29	5,0
7	Retail Employees	20	6,0
8	Australian Reward	20	13,8
9	HESTA Super	18	10,0
10	Sunsuper	18	5,0

Источник: AMP, from 2010/11 Annual Reports.

Канадский опыт

В отличие от Австралии приватизация инфраструктурных активов оставалась непопулярной мерой, большинство крупных транспортных узлов, таких как морские порты и аэропорты оставались под управлением не коммерческих организаций, а активы энергетического сектора сохранялись в руках государства.

Канадские пенсионные фонды начали включать в свои инвестиционные портфели инфраструктурные проекты в начале 2000-х годов. Сегодня пенсионные фонды и страховые компании Канады являются признанными лидерами в области инвестиций в инфраструктуру.

В 2006 г. власти Канады в лице федеральной организации Infrastructure Canada, созданной из инфраструктурных организаций каждой из канадских провинций, объявили о запуске программы по созданию инфраструктуры Building Canada Plan на 33 млрд канадских долл., а позже в 2013 г. составили новый план New Building Canada Plan на 53 млрд канадских долл.¹⁹.

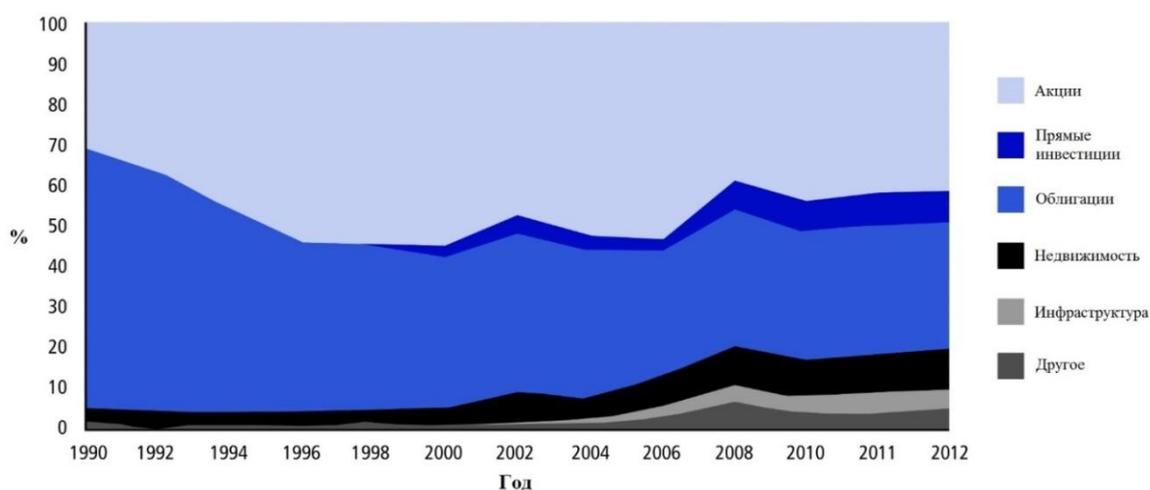
Суммарные активы пенсионных фондов в Канаде в 2013 г. составили более 1,5 трлн долл. США или около 2/3 ВВП Канады. В течение 10 лет темп роста активов пенсионных фондов составлял около 7%. Доля Канады в суммарных активах пенсионных фондов стран ОЭСР составила около 5,6%, что позволило ей занять 6 место в рейтинге стран по данному показателю. 95% активов канадских пенсионных фондов сосредоточены в системе фиксированных пенсионных выплат (defined benefit (DB) schemes). Наиболее крупные пенсионные фонды Канады, 7 из которых входят в топ-100 самых крупных

¹⁹ Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia and Canada, OECD, July 2013. P. 25.

фондов в мире и 19 – в топ-300, располагают активами в размере около 800 млрд долл. США.

В период с 2002 по 2013 годы доля альтернативных активов в инвестиционных портфелях пенсионных фондов выросла с 12% до 23%. Данная доля инвестиций могла вырасти в еще большем объеме, если бы не препятствовали следующие факторы:

- потребность пенсионных фондов Канады в высоколиквидных активах в связи с негативным потоком наличных средств;
- инвестиционная стратегия пенсионных фондов, сосредоточенная на ликвидных активах, таких как облигации и свопы;
- влияние нормативных требований по платежеспособности и порядок бухгалтерского учета, связанных с долгосрочными инвестициями;
- нерасположенность к риску со стороны учредителей пенсионных фондов.



Источник: Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 7, Issue 1, Spring 2014, P. 43.

Рис. 7. Структура активов канадских пенсионных фондов в период с 1990 по 2012 гг. Канадские пенсионные фонды Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) и Ontario

Финансовые организации, участвующие в Municipal Employees Retirement System (MERS), стали первопроходцами на рынке инфраструктурных инвестиций среди пенсионных фондов в конце 1990-х годов. В итоге к концу 2012 г. средняя доля активов в инфраструктурных инвестициях среди пенсионных фондов Канады составляла около 5%. Основным драйвером перераспределения средств в сторону инфраструктурных инвестиций стала потребность в диверсификации инвестиционного портфеля в связи с нестабильностью фондового рынка.

Таблица 3 – Рейтинг крупнейших канадских пенсионных фондов и их доля активов, инвестированных в инфраструктурные проекты

Пенсионный фонд	Дата отчетности	Суммарные активы	Активы в инфраструктурных проектах	
		млрд канад. долл.	млрд канад. долл.	%
ОТПР	31/12/2012	129,5	9,6	7,4
PSP	31/03/2012	64,5	3,6	5,6
СРР	31/03/2013	183,3	11,2	6,1
ОМЕРС	31/12/2012	61,5	9,8	14,8
Alberta	31/03/2012	69,7	3,1	4,4
Total		508,5	37,3	7,3

Источник: Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada, Rotman international Journal of Pension Management, Volume 7, Issue 1, Spring 2014, P. 44.

По данным на 2011 г. в Канаде инвестируют напрямую 51% инфраструктурных инвесторов, что является самым высоким показателем в мире. Данный подход, названный «канадской моделью», изучается по всему миру благодаря ряду преимуществ:

- более низкие транзакционные издержки чем в модели с участием финансового посредника в лице инфраструктурного фонда;
- непосредственный контроль над активами, возможность принимать быстрые решения.

Исследования зарубежных ученых показывают различные оценки того, что доходность пенсионных фондов во многом является результатом эффективного распределения активов в инвестиционных портфелях, а не результатом их активного управления, которое, как правило, выражается в сокращении срока владения финансовыми активами и повышения оборачиваемости пенсионных портфелей. Так, подтверждено эмпирическими данными, что более 60% волатильности от общей доходности пенсионных фондов обусловлено именно распределением инвестиционных активов в их портфелях²⁰. В этом плане исследования российских ученых свидетельствуют о том, что 25% доходности НПФ определяется стратегиями активного управления. Остальная доходность НПФ обеспечивается распределением активов²¹.

Зарубежная практика показывает, что эффективность управления пенсионными накоплениями во много объясняется гибкостью настройки режимов государственного

²⁰ См.: Brinson G.P., Hood L.R., Beebower G.L. (1986). Determinants of portfolio performance. Financial Analysts Journal, Vol. 42. № 4. P. 39-44. Aglietta M., Brière M., Rigot S., Signori O. (2012). Rehabilitating the Role of Active Management for Pension Funds. Journal of Banking and Finance, Vol. 1. № 9. P. 2565-2574.

²¹ Абрамов А., Чернова М. Анализ эффективности портфелей негосударственных пенсионных фондов и паевых пенсионных фондов в Российской Федерации // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. Т. 2. №1. С. 15-40.

регулирующего и надзора. Жесткие ограничения состава и структуры пенсионных накоплений, практикуемые преимущественно в развивающихся странах, часто искусственно ограничивают свободу маневра управляющих при распределении активов и сдерживают инвестиции, связанные с повышенным риском. Нередко это снижает доходность портфелей долгосрочных инвестиций и негативно отражается на экономическом росте²². В результате именно такого рода ограничения приводят к формированию у управляющих пенсионными средствами компаний краткосрочных горизонтов планирования. В итоге сокращаются вложения в менее ликвидные активы, например, в инфраструктурные проекты.

Для снижения жесткости государственного регулирования в большинстве развитых странах используется специальный подход – «правило разумного инвестора», которое не предполагает установления специальных правил инвестирования в плане состава и структуры инвестирования. Однако применение такого подхода возможно только в случае достаточно высокой прозрачности деятельности пенсионных фондов и ее доступности для общества. Согласно данным ОЭСР из 68 стран, по которым велся учет состава и структуры пенсионных накоплений, в 16 странах использовалось правило разумного инвестора. При этом исследования показывают, что в странах, где действовало такое правило, в целом доходность пенсионных портфелей выше, чем в странах с жесткими требованиями²³. Страны, использующие правило разумного инвестора, в большей степени ориентированы на осуществление долгосрочных инвестиций. Соответственно и доля инфраструктурных инвестиций в структуре инвестиционного портфеля у них будет выше.

Анализ зарубежной практики также показывает, что в странах, в которых существуют одновременно жесткие требования к структуре капитала и отсутствует достаточная прозрачность деятельности пенсионных фондов, нередко можно наблюдать отрицательную реальную доходность от результатов инвестирования. Так, в рамках одного из исследований была проанализирована деятельность частных пенсионных фондов в 8 странах Европейского союза за 2000-2013 гг. В результате авторы пришли к выводу, что одновременное наличие данных факторов не позволяет обеспечить реальную доходность на среднесрочном интервале времени²⁴.

Другим фактором, влияющим на уровень доходности пенсионных фондов, является качество корпоративного управления в пенсионном фонде. Так, фонды с высоким

²² Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. №7. С. 27.

²³ Queisser M. (2000). Pension reform and international organisations: from conflict to convergence. *International Social Security Review*. Vol. 53. №2. P. 31-45.

²⁴ Berthon J., Davydov D., Gabaut L. (2014). Pension savings: the real return. Brussels: The European Federation of Financial Services Users.

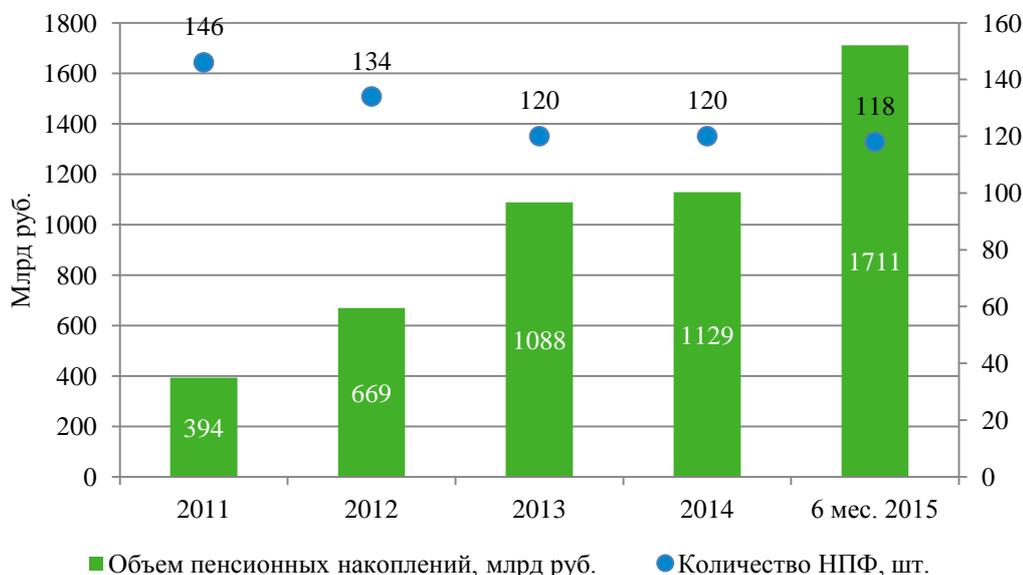
уровнем корпоративного управления получали в среднем доходность на 2,4% выше, чем в фондах с более низким уровнем корпоративного управления²⁵.

Важно отметить, что на решение институциональных инвесторов осуществлять инвестиции в инфраструктурные проекты влияет не только ожидаемая доходность и риски связанные с долгосрочным инвестированием, но и сама институциональная среда. Например, в международной практике облигации, выпускаемые органом власти для реализации инфраструктурных проектов, отделены от обязательств самого органа власти, и обеспечиваются доходами, полученными от самого проекта (revenue bonds). В результате привлекательность таких активов для институциональных инвесторов повышается при прочих равных условиях.

²⁵ Ambachtsheer K., Capelle R., Lum H. (2008). The pension governance deficit: Still with us. *Rotman International Journal of Pension Management*. Vol. 1. №1. P. 14-21.

4. Анализ российской практики инвестирования средств негосударственных пенсионных фондов

В настоящее время на территории России действует 118 НПФ (рис. 8).



Источник: Банк России.

Рис. 8. Количество негосударственных пенсионных фондов в Российской Федерации и совокупный объем их накоплений

В период с 2005 по 2015 гг. число НПФ сократилось более чем в 2 раза (с 261 до 118). Основная причина столь резкого сокращения количества пенсионных фондов заключалась в ужесточении требований к их деятельности, что было обусловлено значительным увеличением объема средств, находящихся в фондах.

Среди требований можно отметить²⁶:

- установление правил формирования, учета и исполнения обязательств НПФ перед вкладчиками и застрахованными лицами;
- наделение правом установления дополнительных требований Банком России к объему раскрываемой фондами информации о деятельности НПФ;
- постоянный мониторинг инвестиционных рисков и рисков, связанных со смертностью застрахованных лиц;
- минимальный размер уставного капитала фонда – не менее 120 млн руб., а с 1 января 2020 г. – не менее 150 млн руб.;
- организация внутреннего контроля в фонде и др.

²⁶ См.: Федеральный закон от 28 декабря 2013 г. № 410-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» / Собрание законодательства РФ, 30.12.2013, № 52 (часть I), ст. 6975. Федеральный закон от 21 июля 2014 г. № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» / Собрание законодательства РФ, 28.07.2014, № 30 (Часть I), ст. 4219.

В ближайшие несколько лет, учитывая текущую макроэкономическую ситуацию и требования к их созданию, а также необходимость усиления прозрачности в деятельности НПФ со стороны пенсионных бенефициаров и общества, можно ожидать дальнейшее снижение количества фондов (по нашим оценкам как минимум на 30%). При этом новые НПФ вряд ли будут созданы. Так, за последние несколько лет лицензию на осуществление данного вида деятельности получил только один новый НПФ – «Сибирский региональный».

Несмотря на снижение количества НПФ, объем пенсионных накоплений фондов имеет тенденцию к росту (см. выше *рис. 8*). Если в 2011 г. в распоряжении НПФ было 394 млрд руб., то в 2014 г. уже 1129 млрд руб. В связи с размораживанием части пенсионных средств в 2015 г. пенсионные фонды получили дополнительно 564,6 млрд руб., что позволило увеличить совокупный объемов фондов к 1 июля 2015 г. до 1,7 трлн руб. (2,3% ВВП).

Следует отметить, что в условиях, когда пенсионные фонды не получали дополнительных поступлений в виде пенсионных накоплений (2013-2014 гг.) объем средств фондов увеличился всего на 41 млрд руб., что в ценах 2013 г. (при индексе потребительских цен 111,2% в 2014 г.) привело, напротив, к снижению совокупного объема фондов на 6,7%. В целом 2014 г. оказался одним из самых неуспешных для пенсионных фондов за последние годы. Средняя доходность НПФ составила всего 3,33% (см. *рис. 9*).



Источник: Банк России.

Рис. 9. Финансовые результаты деятельности негосударственных пенсионных фондов

Проведенные расчеты показывают, что в 2005-2013 гг. среднегеометрическая реальная доходность большинства пенсионных планов в мире была положительной, однако в России за данный период времени аналогичный показатель для портфелей пенсионных накоплений находился в отрицательной зоне. Так, при среднем уровне инфляции в 9,1% средневзвешенная доходность пенсионных накоплений составила -0,6%. Однако исследования показывают, что область положительной реальной доходности может начинаться только при инфляции в 4-4,5%²⁷. Соответственно потенциал для повышения доходности пенсионных фондов заключается не столько в повышении эффективности деятельности фондов, сколько в борьбе с уровнем инфляции. Однако в условиях низкого уровня инфляции вряд ли удастся обеспечить такой уровень доходности по альтернативным источникам. Поэтому вопрос поиска источников, которые в условиях волатильности рынков позволят получать реальную положительную доходность, остается открытым. И соответственно инфраструктурные проекты в таких условиях могут стать одним из приоритетных направлений для инвестиций фондов.

В целом в России деятельность большинства НПФ позволяет обеспечивать положительную номинальную доходность. Например, в 2013 г. средняя доходность составила 5,23%, а количество НПФ, получивших убыток – 2 (для сравнения в 2014 г. таких фондов было 9). С 2013 г. большая часть фондов, в результате принятых решений по заморозке пенсионных накоплений, а также наличия избыточных пруденциальных требований (например, наличие обязательств по обеспечению прибыли ежегодно, зависимость вознаграждения НПФ от результата деятельности и др.) стала смещать акцент инвестирования НПФ в сторону более ликвидных и краткосрочных активов (корпоративные облигации, краткосрочные депозиты). В целом такой подход НПФ соответствует политике поведения институциональных инвесторов в аналогичных условиях в других странах мира. Отсутствие притока пенсионных накоплений является одним из основных препятствий для формирования инвестиционных портфелей с высокой долей инвестиций в инфраструктурные проекты.

В 2015 г. доходность от инвестирования НПФ заметно выросла и составила в среднем 7,29%. Одновременно с этим снизилось количество НПФ, получивших убыток от результатов инвестирования (с 9 в 2014 г. до 5). Повышение доходности НПФ объясняется наличием выгодных предложений со стороны коммерческих банков по размещению депозитов в конце 2014 г. в связи с резким ростом ключевой ставки – с 10,5 до 17%,

²⁷ Абрамов А., Радугин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. №7. С. 35-36.

необходимостью привлечения средств на депозиты и вклады, а также влияния других макроэкономических факторов.

Во многом на результаты финансовой деятельности НПФ в 2015 г. оказали влияние поступившие пенсионные накопления, замороженные еще в 2013-2014 гг. На данный момент НПФ получили дополнительный объем средств в размере 564,6 млрд руб., из которых 293,6 млрд руб. (52%) были размещены на банковских депозитах, в т.ч. 212 млрд руб. из них на депозитах со сроком погашения до 3 месяцев.

В целом основная часть средств пенсионных фондов сейчас размещена на банковских депозитах – 690,4 млрд руб. (40,3% от совокупного объема пенсионных накоплений) (рис. 10). Этот инструмент привлекателен для НПФ с позиций надежности, предсказуемости, возможности обеспечивать положительную доходность на коротком периоде времени.



Источник: Минфин России, Банк России.

Рис. 10. Направления инвестирования средств российских негосударственных пенсионных фондов

Вторым направлением инвестирования средств НПФ являются корпоративные облигации российских эмитентов – 581,9 млрд руб. (34%). Облигации представляются интерес для институциональных инвесторов с позиции их надежности относительно других инструментов, который при этом позволяет получить доходность выше, чем, например, по государственным ценным бумагам. Кроме этого, облигации в большей степени позволяют минимизировать риски инвестиций от девальвации национальной валюты и риска изменения рыночной процентной ставки, что достигается за счет введения купонных выплат с плавающей процентной ставкой, индексирующихся в определенные

интервалы времени. Недостаток такого инструмента в российских условиях заключается в нерыночном характере размещения большинства займов, отсутствии достаточной информации о реальном положении дел в компании-эмитенте, а также низкая ликвидность, которая критична особенно для небольших фондов.

В целом такая структура инвестиционного портфеля характерна для большинства российских фондов. Несмотря на это, в отдельных случаях, это позволяет получать относительно высокую доходность. Так, с начала 2015 г. 5 НПФ показали доходность выше 20% (табл. 4).

Таблица 4 – Пять негосударственных пенсионных фондов с лучшей и худшей доходностью инвестирования средств пенсионных накоплений с начала 2015 г. (по состоянию на 1 июля 2015 г.)

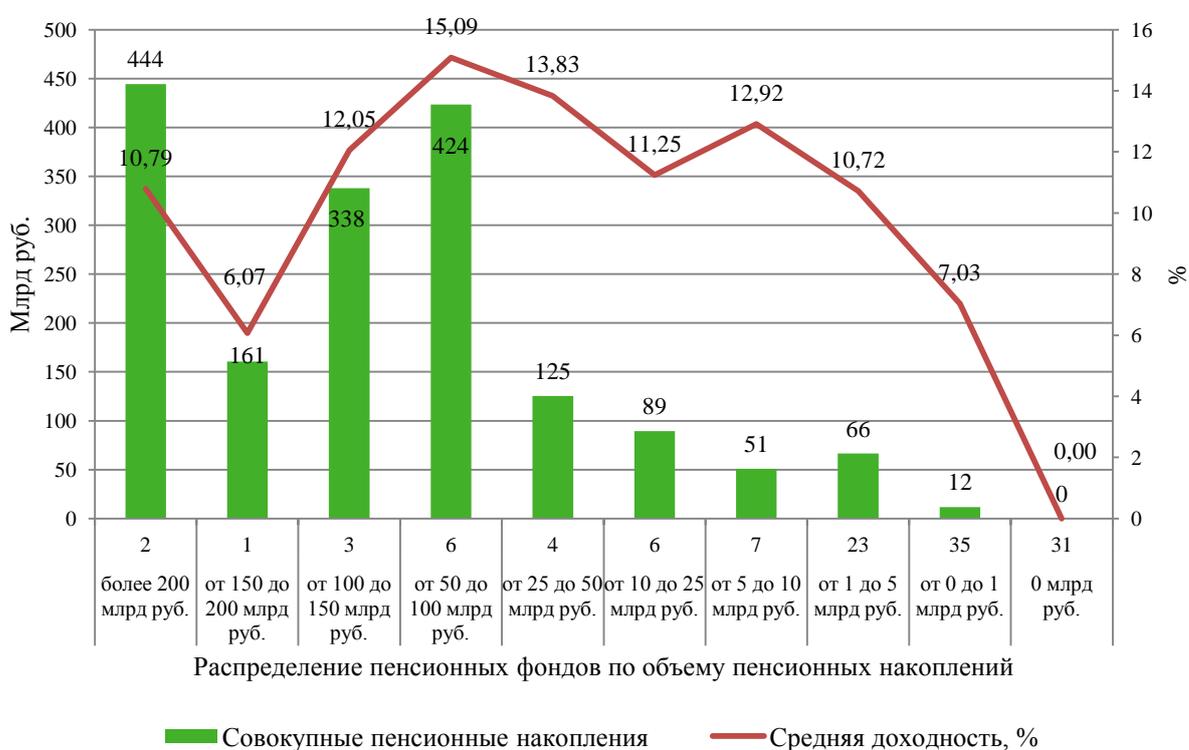
№ п/п	Наименование НПФ	Объем пенсионных накоплений, млн руб.	Доходность, %
1	Закрытое акционерное общество «Негосударственный пенсионный фонд «Доверие»	33 687,0	27,08
2	Негосударственный пенсионный фонд «Европейский пенсионный фонд» (Закрытое акционерное общество)	58 554,3	23,29
3	Негосударственный пенсионный фонд «РЕГИОНФОНД» (Закрытое акционерное общество)	13 010,1	20,60
4	Негосударственный пенсионный фонд «Империя»	64,2	20,43
5	Негосударственный пенсионный фонд «Негосударственный Сберегательный Пенсионный Фонд»	8,7	20,32
114	Негосударственный пенсионный фонд «Профсоюзный негосударственный пенсионный фонд «Гарант-Проф» – некоммерческая организация - социального обеспечения	9,1	-3,46
115	Акционерное общество «Негосударственный пенсионный фонд «Башкортостан»	401,6	-4,33
116	Акционерное общество негосударственный пенсионный фонд «Адекта-Пенсия»	3 452,0	-13,08
117	Негосударственный Пенсионный Фонд «Тихий Дон»	148,8	-40,96
118	Некоммерческая организация негосударственный пенсионный фонд «Уралоборонзаводский»	906,4	-44,27

Источник: Банк России.

К сожалению, из публичных данных невозможно точно выделить объем средств, который направляется фондами на реализацию инфраструктурных проектов и соответственно эффективность их использования. Международный опыт показывает, что только высокая прозрачность деятельности пенсионных фондов и ее доступность для общества, а также отсутствие жестких ограничений по инвестированию при условии предсказуемой экономической политики со стороны государства, позволяет достигать высокой эффективности деятельности НПФ. В России прозрачность деятельности пенсионных фондов еще находится на низком уровне. В отношении инвестиций пенсионных фондов в инфраструктуру известно только то, что совокупный объем средств

НПФ составляет 112,9 млрд руб. или 6,5% от совокупного объема накоплений НПФ²⁸. В целом российскими пенсионными накоплениями еще надо будет научиться распоряжаться, обеспечивая их долгосрочную эффективность. Пенсионные фонды – это объект повышенного внимания со стороны государства, а организация контроля за деятельностью НПФ является важнейшей задачей финансового регулятора²⁹.

Несмотря на значительное количество действующих НПФ в России (118), активное инвестирование производят сейчас только 88, часть из них инвестирует в инфраструктуру. Однако имеется достаточно большое количество фондов (31), которые не имеют пенсионных накоплений и соответственно не получают доход от инвестирования (см. рис. 11).



Источник: Банк России.

Рис. 11. Пенсионные накопления (балансовая стоимость) и доходность инвестирования средств пенсионных накоплений с начала 2015 г. (по состоянию на 1 июля 2015 г.)

Для осуществления инвестиций в инфраструктурные проекты и диверсификации рисков необходим значительный объем пенсионных накоплений. Это является одной из причин необходимости дальнейшей консолидации ресурсов пенсионных фондов. Сейчас НПФ могут производить инвестирование средств в инфраструктурные проекты через

²⁸ На основании доклада Минфина России об эффективности инвестирования пенсионных накоплений. Данные сведения были получены Минфином в ходе опроса НПФ. В публичном доступе информация по структуре активов не раскрывается.

²⁹ См.: Медведев Д.А. «Новая реальность: Россия и глобальные вызовы» // Вопросы экономики. № 10. 2015. С. 18.

облигационный механизм. Однако к данным видам облигаций предъявляются достаточно высокие требования со стороны регулятора³⁰. Например, для выпуска ценная бумага должна соответствовать одному из пяти критериев. Один из критериев касается включения ценной бумаги в котировальный список высшего уровня хотя бы одной российской биржи. Для этого, в частности, минимальный объем выпуска должен быть не менее 2 млрд руб. По другим трем критериям (в части выпуска субординированных облигаций, выпуска ценных бумаг /при отсутствии рейтинга выпуска – эмитенту/, исполнение всех обязательств по облигациям обеспечением поручительства юридического лица) Советом директоров Банка России устанавливается минимальный уровень рейтинга, необходимый для выпуска облигаций. В этом плане Совет директоров Банка России руководствуется результатами рейтинговых агентств Fitch Ratings, Standard & Poor's, Moody's Investors Service и «Эксперт РА» (по национальной шкале)³¹. Так в отношении одного из критериев (исполнение всех обязательств по облигациям должно быть обеспечено поручительством юридического лица) необходимо наличие рейтинга (по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств) не ниже суверенного рейтинга Российской Федерации в соответствующей валюте, присвоенного соответствующим рейтинговым агентством, сниженного на три ступени³². Сейчас суверенный рейтинг Российской Федерации на инвестиционном уровне поддерживает только агентство Fitch (BBB-), у остальных агентств (S&P и Moody's) российский рейтинг находится на «мусорном» уровне. Данное положение дел, а также недавнее принятие специального федерального закона³³ пока не позволяет окончательно выстроить инфраструктуру финансового рынка, устойчивую к геополитическим рискам, за счет объективной системы оценки.

В тоже время положительное влияние на решение НПФ в отношении инвестирования средств могут оказать решения, принятые в конце июня 2015 г. в части

³⁰ См. п. 1.4.1 Положения об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительных требований, которые управляющие компании обязаны соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений (утв. Банком России 25.12.2014 № 451-П).

³¹ Информация Банка России от 23 апреля 2015 г. «Об установлении уровня рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений».

³² Или рейтинг должен составлять не менее «А++» по национальной шкале по классификации рейтингового агентства «Эксперт РА».

³³ См.: Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

изменения специфических требований к облигациям³⁴. Так, теперь разделены требования к рейтингу выпуска классических облигаций (при отсутствии рейтинга выпуска требования устанавливаются к эмитенту таких облигаций либо поручителю (гаранту)) и субординированных облигаций, в которые могут быть инвестированы пенсионные средства. Во всех случаях требования устанавливаются также Советом директоров Банка России³⁵. Другим важным изменением является установление требований к облигациям выпущенных эмитентом, являющимся концессионером по концессионному соглашению. В качестве концедента может выступать Российская Федерация, субъект Российской Федерации, муниципальное образование, но только с численностью населения более 1 млн человек (на 1 января 2015 г. таких городов в России 15)³⁶. При этом сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций эмитента на каждый день не должна превышать 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом концессионными соглашениями. Данное ограничение обусловлено тем, что в соответствии с требованиями гражданского законодательства объем затрат на строительство любого объекта (не только объекта концессии) может быть превышено лицом, осуществляющим строительство, на 10% от первоначальной стоимости строительства (увеличение расходов должно быть обоснованным и подтвержденным документально)³⁷. В этой связи возникло требование о выпуске концессионных облигаций, на 10% превышающий объем инвестиций. Эти дополнительные затраты на создание объекта концессии принимаются концедентом и подлежат включению в балансовую стоимость объекта концессии на законных основаниях. В случае досрочного прекращения концессионного соглашения эти дополнительные затраты в составе совокупных затрат на создание объекта концессии подлежат возмещению концедентом концессионеру. Ограничение установлено для того, чтобы исключить нецелевое использование привлеченных концессионером через размещение облигационного займа средств пенсионных накоплений.

Вместе с этим установленное требование к муниципальному образованию должно помимо численности населения учитывать другие показатели, которые могли бы

³⁴ Указание Банка России от 24 июня 2015 г. № 3692-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 25 декабря 2014 года № 451-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительных требований, которые управляющие компании обязаны соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений».

³⁵ По состоянию на 25 сентября такие требования еще не приняты.

³⁶ г. Москва, г. Санкт-Петербург, г. Новосибирск, г. Екатеринбург, г. Нижний Новгород, г. Казань, г. Челябинск, г. Омск, г. Самара, г. Ростов-на-Дону, г. Уфа, г. Красноярск, г. Пермь, г. Воронеж, г. Волгоград.

³⁷ Ст. 450 Гражданского кодекса РФ (часть 1), ст. 744 Гражданского кодекса РФ (часть 2).

позволить использовать данный механизм менее крупным городам, но с качественными проектами и необходимыми условиями для возврата инвестиций. Следует отметить, что для включения облигаций эмитента-концессионера в котировальный список установлены менее строгие требования по объему выпуска – не менее 1 млрд руб., что на 1 млрд руб. меньше по сравнению с другими выпусками ценных бумаг, что также облегчает использование механизма проектного финансирования в концессионных соглашениях³⁸.

В соответствии с успешной практикой отдельных зарубежных пенсионных фондов доля инвестиций в инфраструктуру может занимать в среднем до 10% инвестиционного портфеля. Из этого следует, что теоретически в случае принятия решения российским НПФ о выкупе полного пакета облигаций в 2 млрд руб. (минимальный объем выпуска), объем отдельного фонда должен составлять не менее 20 млрд руб. На данный момент такой капитал в России имеется только у 17 фондов (совокупный объем пенсионных накоплений 1519 млрд руб. или 88,8% от всех средств пенсионных фондов). Однако, на практике НПФ как правило выступают в качестве портфельных инвесторов. В этой связи важно создания рынка проектов, который позволял бы осуществлять институциональным инвесторам портфельные инвестиции.

Сейчас более половины всех средств, которые были направлены на финансирование инфраструктурных проектов через приобретение облигаций, приходится на всего на несколько проектов, в т.ч. Западный скоростной диаметр (Санкт-Петербург), платный участок трассы М1 в обход г. Одинцово (Московская область), физкультурно-оздоровительные центры в Нижегородской области, строительство и эксплуатация ледового дворца «Волга Спорт Арена» в Ульяновске, строительство участка платной скоростной дороги М11 Москва – Санкт-Петербург, три проекта по управлению твердыми бытовыми отходами. В 2012-2014 гг. не было новых эмитентов, в том числе по причине неопределенности в отношении дальнейшего развития российской пенсионной системы, наличия относительно доходных и более ликвидных инструментов – банковских депозитов, отсутствия крупных инвестиционных инфраструктурных проектов.

Вместе с тем другие ограничения – законодательно установленные максимальные пределы инвестирования в основные классы активов в форме ограничений – сейчас практически не будут оказывать влияние на политику инвестирования средств НПФ (табл. 5).

³⁸ Приказ ФСФР России от 30 июля 2013 г. № 13-62/пз-н «О Порядке допуска ценных бумаг к организованным торгам» (Зарегистрировано в Минюсте России 30.08.2013 № 29801).

Таблица 5 – Требования к структуре инвестиционного портфеля фонда

№ п/п	Базовые требования в соответствии с Федеральным законом*	Дополнительные требования в соответствии с Положением Банка России**
1	не более 10% ценных бумаг одного эмитента или группы связанных эмитентов***	не более 40% государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и облигаций, выпущенные от имени муниципальных образований (в совокупности); не более 40% ипотечных ценных бумаг, выпущенных в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах (в совокупности)
2	не более 25% депозитов в кредитной организации и ценные бумаги, эмитированные этой кредитной организацией	
3	не более 10% ценных бумаг, эмитированных аффилированными лицами фонда, управляющей компании, специализированного депозитария и актуария	
4	не более 20% депозитов, размещенных в кредитных организациях, являющихся аффилированными лицами фонда, управляющей компании	не более 60% депозиты с оставшимся сроком более трех месяцев (в совокупности)
5	не более 10% капитализации акций одного эмитента	не более 65% акций российских акционерных обществ, субординированных облигаций кредитных организаций, а также паев (акций, долей) иностранных индексных инвестиционных фондов, проспекты эмиссии которых (правила доверительного управления которыми) предусматривают возможность инвестировать средства фондов в акции (в совокупности)
6	не более 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций одного эмитента	
7	не более 50% совокупного объема находящихся в обращении ценных бумаг одного эмитента	
8	не более 20% средств, размещенных в ценные бумаги иностранных эмитентов	не более 20% ценных бумаг международных финансовых организаций, а также паев (акций, долей) иностранных индексных инвестиционных фондов (в совокупности)

Источник: Банк России.

Примечание: * – Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».

** – «Положение об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительных требований, которые управляющие компании обязаны соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений» (утв. Банком России 25.12.2014 № 451-П).

*** – с 1 июля 2015 г. не более 25% в соответствии с Положением Банка России № 451-П.

Из приведенной таблицы видно, что, например, доля вложений пенсионных накоплений в акции не должна превышать 65% при условии, что акции включены хотя бы в один котировальный список высшего уровня. Однако по данным ОЭСР нет ни одной страны мира, где бы доля акций в портфелях фондов превысила бы 60%. В среднем в мире это показатель составляет 15% (в России 10,5%). Соответственно данное ограничение выполняет формальную роль. Аналогичную роль выполняет и ограничение в отношении

доли облигаций корпоративных российских эмитентов в размере 80% (сейчас 34%). Согласно данным ОЭСР только в 4 странах было превышение данного показателя (Албания, Румыния, Коста-Рика, Чехия). В среднем по миру доля облигаций не превышает 45% в портфеле пенсионных фондов.

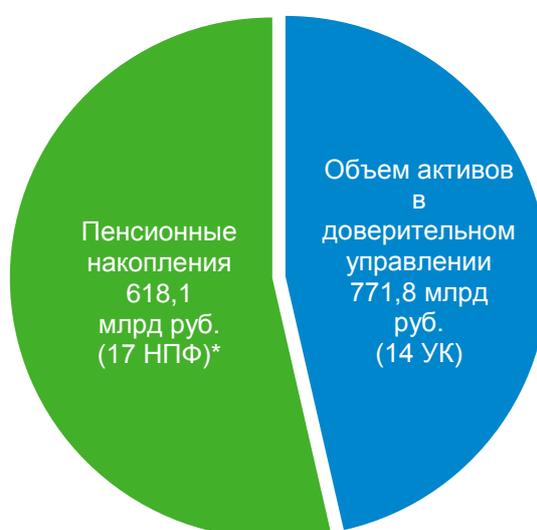
Единственное ограничение, которое действительно может влиять на поведение пенсионных фондов в текущих экономических условиях – это размещение средств на банковских депозитах. По этой причине регулятором в 2015 г. было введено условие о снижении максимальной доли средств, которая может быть направлена на банковские депозиты – 60% (ранее 80%)³⁹. Ужесточение доли в структуре инвестиционного портфеля может стимулировать инвестиционные фонды рассматривать альтернативные источники инвестиций, в т.ч. в инфраструктурные проекты. Другими положительными факторами, направленными на стимулирование НПФ к осуществлению долгосрочных инвестиций, могут также стать принятые решения в отношении смягчений по получению прибыли пенсионных фондов и изменение системы платы за управление пенсионными накоплениями. В настоящее время НПФ ориентированы на получение текущей прибыли, т.к. отчетность перед регулятором должна показывать высокие результаты каждый год. Вместе с тем инвестиции в инфраструктуру имеют свой цикл доходности, который на первом этапе может предусматривать снижение финансовых показателей. Так, в отношении средств суверенных российских фондов, ориентированных в определенной степени на реализацию инфраструктурных проектов, предусмотрено, что «в целях обеспечения стабильного уровня доходов от их размещения в долгосрочной перспективе допускает возможность получения отрицательных финансовых результатов в краткосрочном периоде»⁴⁰. Поэтому важно было допустить возможность отсутствия доходности по инвестициям. Именно цикл отрицательной доходности в краткосрочном периоде характерен для инфраструктурных проектов, сдерживает инвесторов не уверенных в завтрашнем дне.

³⁹ С 2016 г. доля будет снижена до 40%.

⁴⁰ Ст. 96.11 «Бюджетный кодекс Российской Федерации» от 31.07.1998 № 145-ФЗ.

5. Основные выводы по результатам опроса российских негосударственных пенсионных фондов и других институциональных инвесторов

В ходе опроса приняли участие 34 институциональных инвестора, из них 17 негосударственных пенсионных фондов и 14 управляющих компаний (см. *рис. 12*)⁴¹. Кроме этого, в опросе приняли участие 1 строительный холдинг и 2 страховые компании. Объем пенсионных накоплений фондов, которые приняли участие в опросе, составил 618,1 млрд руб. или 36,1% от всех средств, которыми располагают НПФ. Средний размер пенсионных накоплений на фонд составил более 35 млрд руб. со средней доходностью более 11% с начала 2015 г.



Примечание: пенсионные резервы 17 опрошенных НПФ составили 535 млрд руб. (55,9% от всех пенсионных резервов НПФ).

Источник: Банк России, ПФР, расчеты ФЦПФ.

Рис. 12. Объем активов участников целевой группы, принявшей участие в исследовании (млрд руб.)

Одна из задач настоящего исследования заключалась в том, чтобы определить дальнейшие перспективы использования пенсионных накоплений для развития инфраструктуры на территории Российской Федерации.

Период проведения опроса негосударственных пенсионных фондов и других институциональных инвесторов был выбран не случайно (сентябрь 2015 г.). К данному моменту времени уже было принято ряд системных решений и изменений, которые уже закладывает основы для дальнейшей политики поведения пенсионных фондов:

- снижение доли в структуре портфеля по депозитам до 40% с 2016 г.;

⁴¹ Подробнее с результатами отчета можно ознакомиться на сайте ФЦПФ (<http://www.fcpf.ru/>).

- изменение вознаграждения НПФ, что делает их зависимыми не только от результатов инвестирования, но и размера активов;
- смягчение ограничений по получению прибыли, позволяющее закладывать более долгосрочные перспективы для инвестирования;
- завершение перевода НПФ на акционерную организационно-правовую форму;
- повышение минимального размера уставного капитала фонда к 1 января 2020 г. – не менее 150 млн руб.;
- получение в 2015 г. ранее замороженных пенсионных накоплений граждан в объеме достаточном, чтобы взглянуть по-новому на собственные инвестиционные портфели с позиции рисков и необходимости диверсификации.

Все это закладывает правила поведения пенсионных фондов, в т.ч. в рамках финансирования реализации инфраструктурных проектов.

Большая часть респондентов (63% от всех опрошенных) отметила, что недостаточно активно участвует в инфраструктурных проектах. В качестве основной причины более половины опрошенных инвесторов отметили высокие риски долгосрочного инвестирования в принципе (65%). Долгосрочное финансирование предполагает необходимость стабильной и эффективной фискальной и денежно-кредитной политики. В условиях непредсказуемости изменения процентных ставок, высокой волатильности курса национальной валюты, а также проблем определения справедливой стоимости долгосрочных активов во времени, вынуждает институциональных инвесторов ориентироваться на краткосрочные интересы, чтобы в случае резкого изменения рыночной ситуации суметь наиболее оптимально перераспределить активы. Немаловажной проблемой, препятствующей инвестированию в инфраструктуру, является отсутствие или несовершенство самих механизмов инвестирования, которые позволяли бы обеспечить оптимальное соотношение доходности, риска при длительном сроке погашения. Так, к несовершенным механизмам можно отнести проектное финансирование, например, в части требований к анализу и мониторингу проекта на всех стадиях его жизненного цикла, а также создание и оценка рисков деятельности проектных компаний. К механизмам, которые отсутствуют, можно отнести специальные механизмы гарантирования (например, таких как Индонезийский инфраструктурный гарантийный фонд, Государственный корейский инфраструктурный гарантийный фонд, гарантии по займам для европейских транспортных проектов в рамках деятельности Европейского инвестиционного банка), позволяющих повысить рейтинг проекта для выпуска облигаций, разграничить обязательства бюджета и проекта, снизить риски недополучения дохода от проекта на операционной стадии и т.д.

Соответственно в таких условиях только менее половины опрошенных институциональных инвесторов (47%) выразили готовность инвестировать в инфраструктурные проекты в течение ближайших 5 лет. Для того чтобы инфраструктурные проекты были привлекательны для институциональных инвесторов, помимо различных факторов, влияющих на решение об инвестировании, важно обеспечение минимальной и оптимальной доходности. Опрос показал, что в качестве минимально приемлемой для рассмотрения инвесторами доходность является «инфляций плюс маржа». Важно отметить, что институциональные инвесторы достаточно скептически относятся к формуле «ключевая ставка плюс маржа», что, по всей видимости, объясняется отсутствием прямой зависимости размера ключевой ставки и состоянием экономики, а также стоимостью капитала на рынке.

Респонденты, которые несмотря на различные риски, связанные с долгосрочным инвестированием, рассматривают возможности инвестирования в инфраструктурные проекты, ожидают, что срок размещения инвестиций будет все-таки более 10 лет. При этом оптимальным сроком инвестирования, напротив, хотели бы видеть короткий период – не более 3-х лет. Это раздвоение будет сдерживать инвесторов от принятия окончательных решений по инвестированию средств в инфраструктуру. В текущих условиях институциональные инвесторы не заинтересованы в инвестициях в долгосрочные проекты с теми преимуществами, которые могут быть получены только в случае долгосрочных инвестиций. Инфраструктура рассматривается на одном уровне с другими инструментами финансирования (акции, облигации, депозиты) без привязки к результатам экономического роста, которые могут быть получены только в результате реализации инфраструктурных проектов.

Инвестиции в инфраструктурные проекты, по мнению институциональных инвесторов, остаются высоко рискованными. К основным рискам, препятствующим инвестированию относятся:

- политические риски изменения политики органов власти (длительные сроки и сложность процедур запуска инфраструктурного проекта, тарифное регулирование, платежеспособность публичного контрагента в проекте и его способность обеспечить исполнение принимаемых обязательств, жесткость контрактных отношений при изменении экономической ситуации в долгосрочном периоде, смена руководства);
- проектный риск в части превышения сметной стоимости и увеличения сроков строительства.

В качестве обеспечения рисков участия в инфраструктурном проекте респондентами был отмечен залог прав на выручку. В качестве самой непривлекательной

формы в качестве обеспечения рисков отмечалось залог имущества, что объясняется низкой ликвидностью объектов инфраструктуры.

Среди всех отраслей общественной инфраструктуры наиболее привлекательной для институциональных инвесторов является энергетическая инфраструктура (так считает половина опрошенных), прежде всего, - в сфере теплоэлектростанций (см. *табл. 6*). На втором месте идет транспортная инфраструктура (вокзалы, железнодорожная инфраструктура высокоскоростного сообщения, аэропорты и железнодорожная инфраструктура главного пути), где сейчас реализуется большая часть проектов с участием НПФ. Несмотря на то, что в настоящее время в транспортной сфере реализуется ряд проектов по строительству автомобильных дорог, автомобильные дороги по своей привлекательности среди проектов транспортной инфраструктуры занимают только 7 место из 12.

На третьем месте по привлекательности находится коммунальная инфраструктура (электрические сети и водоканалы).

Таблица 6 – Рейтинг отраслей общественной инфраструктуры по степени инвестиционной привлекательности для институциональных инвесторов

Место	Вид общественной инфраструктуры	Наиболее привлекательные отрасли
1	Энергетическая инфраструктура	теплоэлектростанции
2	Транспортная инфраструктура	вокзалы, железнодорожная инфраструктура высокоскоростного сообщения, аэропорты и железнодорожная инфраструктура главного пути
3	Коммунальная инфраструктура	электрические сети и водоканалы
4	Инфраструктура телекоммуникаций	–
5	Социальная инфраструктура	спорт
6	Инфраструктура государственного управления, безопасности, правопорядка и обороны	–

Источник: ФЦПФ.

Тревожным знаком для развития отрасли является низкий интерес со стороны институциональных инвесторов к объектам социальной инфраструктуры, в которой отмечается рост проектов ГЧП.

Результаты опроса также показали, что 2/3 инфраструктурных инвесторов заинтересованы в долгосрочном профессиональном партнере по инвестированию в инфраструктуру. Наиболее важной квалификацией партнера, по мнению респондентов, является способность к совместному инвестированию и брать риски со-инвестирования. Одна из причин такого подхода заключается в отсутствии опыта по участию институциональных инвесторов в инвестировании инфраструктурных проектов. Так, 41% всех опрошенных фондов имеют небольшой опыт инвестирования в инфраструктуру (от 1 до 2 проектов).

6. Ключевые выводы по результатам проведенного исследования

1. Темп роста инвестиций в общественную инфраструктуру отставал от темпов роста российской экономики на протяжении всего благоприятного конъюнктурного экономического цикла. В качестве основных причин можно выделить: низкий объем бюджетных инвестиций, несовершенство и вовсе отсутствие механизмов привлечения частного бизнеса к реализации инфраструктурных проектов, низкая эффективность использования бюджетных средств.

2. По самым скромным расчетам для поддержания российской экономики необходимо до 2030 г. направлять в инфраструктурные проекты не менее 4% ВВП ежегодно.

3. Пенсионные накопления, финансовые ресурсы институтов развития, средства суверенных фондов на протяжении многих лет рассматривались как «подушка безопасности» в случае ухудшения экономической конъюнктуры. Сегодня, когда эта конъюнктура негативна, использование данной «подушки безопасности» для решения только краткосрочных текущих задач нецелесообразно, поэтому средства институциональных инвесторов вновь начали рассматриваться для развития экономики.

4. Совокупный объем активов пенсионных фондов составляет более 25 трлн долл. или более 35% мирового ВВП. Пенсионные накопления во многих странах превышают 100% ВВП и используются для поддержания национальной экономики. В России пенсионных накоплений всего 4,9% ВВП и они лишь в незначительной части используются для реализации инфраструктурных проектов (не более 7%).

5. Инвестиции в инфраструктуру – это возможность создания мультипликативных эффектов. Поэтому в случае эффективного использования пенсионных накоплений, как источников длинных денег для реализации инфраструктурных проектов, возможно создание значительных социальных и экономических эффектов⁴².

6. Зарубежный опыт показывает, что инвестиции в инфраструктуру становятся привлекательными для институциональных инвесторов в период экономической нестабильности и волатильности рынков. По этой причине с 2008 г. происходит смещение акцента инвестирования пенсионных накоплений из рискованных акций в сторону

⁴² Согласно некоторым экспертным оценкам, каждый доллар, вложенный в инфраструктуру, способствует росту экономической активности на 1-1,60 доллара. Рост ВВП от инвестиций в инфраструктуру равняется 1,80 долларов (ОЭСР (2013). Особенности развития накопительной пенсионной системы. С. 70).

альтернативных источников с меньшим уровнем риска, в том числе инвестиций в инфраструктуру. Основная цель фондов – стабильный доход.

7. Институциональные инвесторы готовы рассматривать инвестиции в инфраструктуру только в случае уверенности в получении минимального объема гарантий. По этой причине во многих странах используются специальные гарантийные механизмы, которые позволяют увязывать компетенции и финансы целого круга заинтересованных сторон.

8. Прямые инвестиции, осуществляемые пенсионными фондами в инфраструктуру, составляют в среднем по миру не более 10%. Однако это не единственный способ финансирования инфраструктуры. Другим, более популярным способом, является выкуп облигаций (более 30%), в т.ч. проектных компаний, что позволяет в меньшей степени нести риск инфляции.

9. Для реализации масштабных инфраструктурных проектов в мире широко применяется кооперация фондов на взаимовыгодных условиях. Ресурсный потенциал крупнейших фондов позволяет проводить собственную экспертизу проекта и оценку степени риска, что также привлекает других участников для сотрудничества (например, в Канаде и в Австралии).

10. Особая роль в привлечении ресурсов пенсионных фондов для реализации инфраструктурных проектов отведена институтам развития (например, в Австралии), которые осуществляют подготовку качественных проектов и выпускают их на рынок, на котором активно функционируют фонды.

11. Доходность пенсионных фондов во многом является результатом эффективного распределения активов в инвестиционных портфелях, а не результатом их активного управления, которое, как правило, заключается в сокращении срока владения финансовыми активами и повышения оборачиваемости пенсионных портфелей, что противоречит сути долгосрочного инвестирования.

12. Жесткие ограничения состава и структуры пенсионных накоплений, практикуемые преимущественно в развивающихся странах, негативно отражаются на доходности инвестиционных портфелей. Это приводит к краткосрочным горизонтам планирования и спекулятивным настроениям.

13. Страны, использующие правило разумного инвестора, в большей степени ориентированы на осуществление долгосрочных инвестиций. Данное правило успешно работает только в случае развитых институтов гражданского общества, высокой степени публичности и прозрачности деятельности фондов.

14. На решение институциональных инвесторов осуществлять инвестиции в инфраструктурные проекты влияет не только ожидаемая доходность и риски связанные с долгосрочным инвестированием, на и сами институциональные особенности регуляторной среды.

15. В Российской Федерации наблюдается тенденция к снижению количества НПФ (с 2005 г. число НПФ сократилось более чем в 2 раза – с 261 до 118). Основная причина - это ужесточение требований к регулированию деятельности НПФ. В результате происходит либо ликвидация, либо объединение фондов. В среднесрочной перспективе количество НПФ может сократиться на 30%. Для реализации инфраструктурных проектов, в случае сохранения существующих требований, объединение капитала фондов может отразиться положительно, т.к. для инвестирования в инфраструктурные проекты необходим значительный объем средств. Многие НПФ не могут рассматривать инфраструктурные проекты как объект инвестиций, т.к. незначительный капитал не позволяет диверсифицировать инвестиционный портфель.

16. Доходность российских НПФ является относительно волатильной. При этом среднегеометрическая реальная доходность с 2005 г. находится в отрицательной зоне. Основная причина не низкое качество управления, а высокий уровень инфляции (среднегодовой уровень инфляции 9,3%).

17. Неопределенность относительно использования накопительной части пенсионных накоплений, а также избыточные пруденциальные требования (например, наличие обязательств по обеспечению прибыли ежегодно, зависимость вознаграждения НПФ от результата деятельности и др.) привела к смещению акцента инвестирования НПФ в сторону более ликвидных и краткосрочных активов (корпоративные облигации, краткосрочные депозиты). Смягчение ряда требований может создать условия для долгосрочных инвестиций. Однако в случае сохранения неопределенности относительно использования накопительной части пенсий с 2017 г. увеличение доли инвестиций в инфраструктурные проекты от объема средств НПФ не предвидится (без установления законодательных требований).

18. Для финансирования инфраструктурных проектов институциональные инвесторы используют облигационный механизм. К данным типам облигаций установлены жесткие требования, например, в части кредитного рейтинга эмитента. С целью стимулирования инвестиций в инфраструктуру целесообразно рассмотреть вопрос снижения требований, ограничивающих возможности использования ресурсов пенсионных фондов и препятствующих реализации менее крупных по стоимости инвестиционных проектов, но значимых для региона и крупного города, а также создания

гарантийных механизмов, позволяющих повысить качество эмитентов и снизить риски инвестирования.

19. Результаты опроса показали, что институциональные инвесторы готовы рассматривать инфраструктурные проекты как объекты инвестиций (наиболее привлекательными являются объекты генерации). Однако для этого необходимо решить общие вопросы, связанные с долгосрочным финансированием (основные риски – политические и проектные (отклонение сметных параметров проектов)), а также разработать специальные механизмы, позволяющие участвовать инвесторам в таких проектах. Доходность, необходимая НПФ для рассмотрения инфраструктурных проектов – инфляция плюс маржа.

20. Смягчение условий инвестирования институциональными инвесторами облигаций по концессионным соглашениям является шагом в верном направлении с позиции стимулирования направления средств в инфраструктурные проекты. Вместе с этим, необходимо изменение требований к концеденту по концессионным соглашениям с использованием таких облигаций за счет новой системы критериев, которая бы включала помимо единственного количественного критерия (численность населения муниципального образования), что само по себе не имеет финансово-экономического обоснования, введением дополнительных критериев финансовой устойчивости и уровня экономического развития, что дало бы возможность небольшим, но успешным городам, использовать такие концессионные соглашения для реализации проектов.



**Отчёт по результатам исследования
«Опрос представителей
негосударственных пенсионных
фондов и других
институциональных инвесторов»**

Исследование проведено Национальным агентством
финансовых исследований по заказу
ОАО «Федеральный центр проектного
финансирования»



ВЕБ

**Федеральный Центр
Проектного Финансирования**



Содержание исследования

Наименование слайда	№ слайда
Оценка активности участия институциональных инвесторов в инфраструктурных проектах	6
Причины недостаточной активности институциональных инвесторов в инфраструктуре	7
Готовность институциональных инвесторов инвестировать в инфраструктурные проекты	8
Ожидания институциональных инвесторов относительно доходности инвестиций в инфраструктурные проекты	9
Ожидания институциональных инвесторов относительно сроков размещения инвестиций в инфраструктуру	10
Предпочтения инвесторов относительно видов инфраструктурных активов	11
Предпочтения инвесторов по отношению к эмитентам	12
Оценка значимости рисков при инвестировании в инфраструктуру	13
Оценка привлекательности различных форм обеспечения рисков участия в инфраструктурном проекте	15
Оценка инвестиционной привлекательности различных видов инфраструктуры	16
Привлекательность энергетической инфраструктуры для инвестиций	17
Привлекательность транспортной инфраструктуры для инвестиций	18

Содержание исследования

Наименование слайда	№ слайда
Привлекательность коммунальной инфраструктуры для инвестиций	19
Привлекательность дорог и дорожных объектов для инвестиций	20
Привлекательность социальной инфраструктуры для инвестиций	21
Привлекательность инфраструктуры здравоохранения для инвестиций	22
Привлекательность инфраструктуры социального обеспечения по уходу за пожилыми людьми для инвестиций	23
Привлекательность инфраструктуры образования и науки для инвестиций	24
Привлекательность инфраструктуры туризма для инвестиций	25
Привлекательность спортивной инфраструктуры для инвестиций	26
Привлекательность жилищной инфраструктуры для инвестиций	27
Заинтересованность в долгосрочном профессиональном партнёре по инвестированию в инфраструктуру	28
Опыт инвестирования в инфраструктуру	29
Участие в инфраструктурных проектах	30
Наличие связей с инфраструктурными игроками	31
Список инвесторов, принявших участие в исследовании	33

Методология исследования

Целевая группа

Негосударственные пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы
Всего было опрошено 34 инвестора

Метод сбора данных

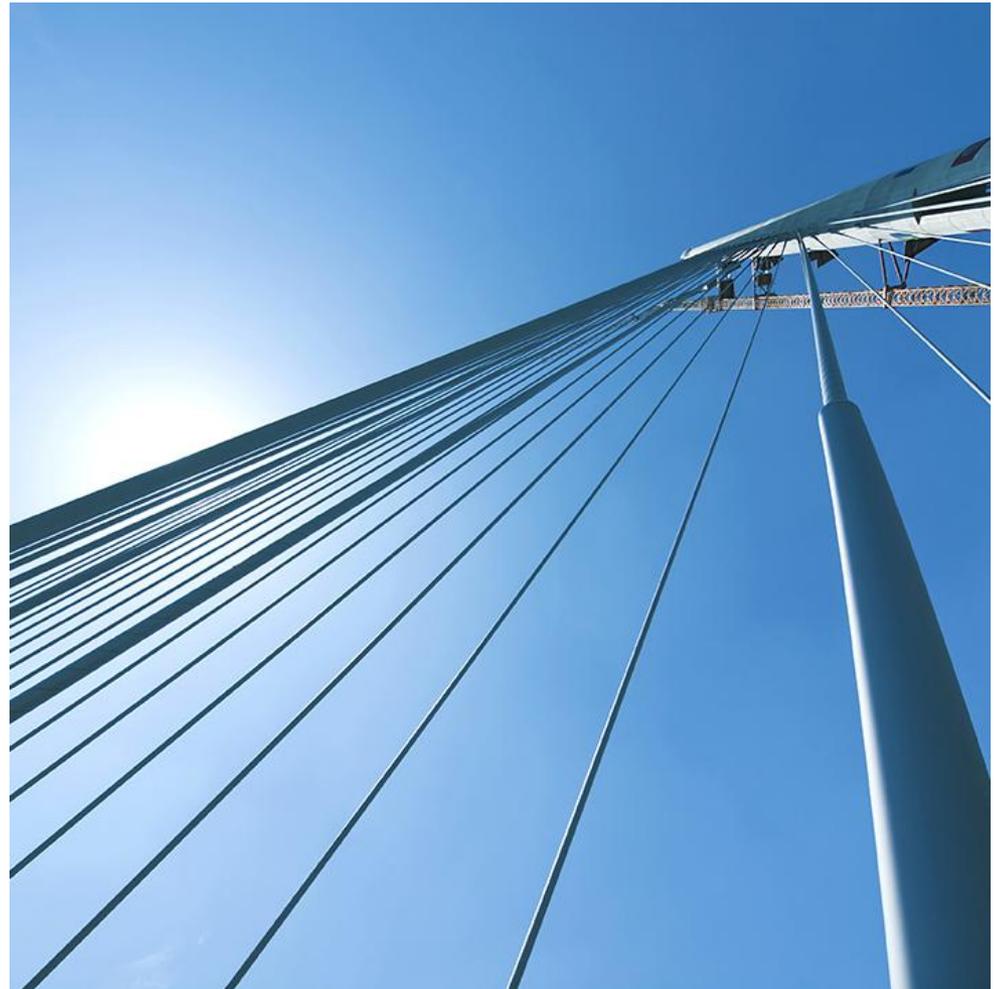
Опрос целевой аудитории осуществлялся посредством метода гибридного CATI (computer-assisted telephone interview)

Респондент заполнял анкету по индивидуальной ссылке, либо отвечал на вопросы по телефону согласно электронному скрипту

Респондент в некоторых вопросах мог выбрать несколько вариантов ответа

Период проведения опроса

Сентябрь 2015 года

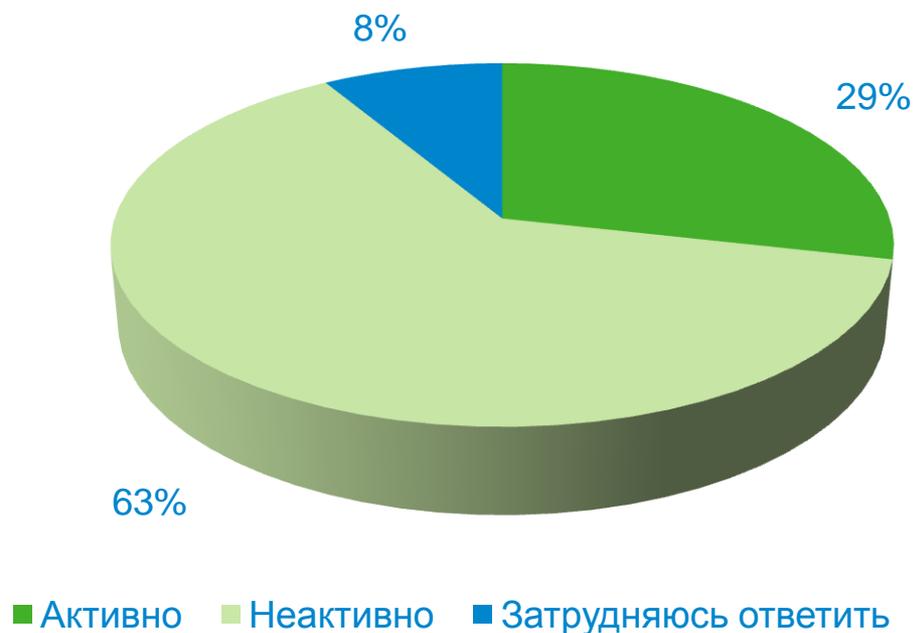


**ОПРОС ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И
ДРУГИХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ**

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Оценка активности участия институциональных инвесторов в инфраструктурных проектах

Большинство (63%) опрошенных институциональных инвесторов считает, что их инвестиции в инфраструктурные проекты осуществляются недостаточно активно



% от общего числа опрошенных (n=34)

Причины недостаточной активности институциональных инвесторов в инфраструктуре

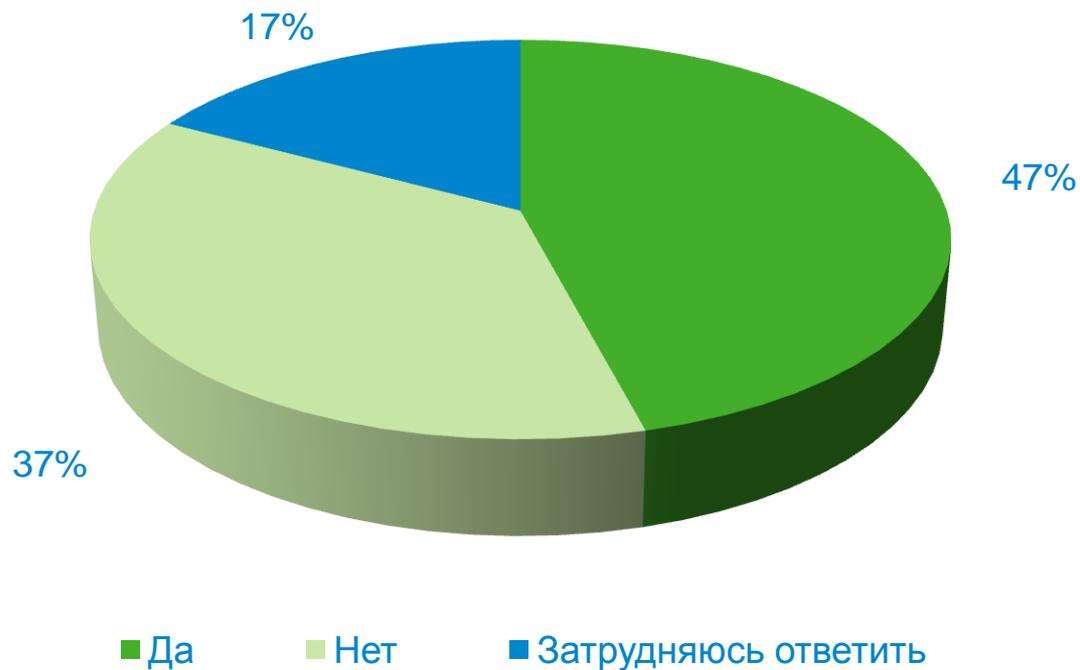
Чаще всего среди причин недостаточной активности институциональных инвесторов респонденты называли высокие риски долгосрочного инвестирования (65%), а также отсутствие отработанного механизма инвестирования в инфраструктурные проекты (57%). Указанные факторы респонденты считают и наиболее значимыми



% от числа респондентов, считающих что институциональные инвесторы недостаточно активно инвестируют в инфраструктурные проекты (n=25)

Готовность институциональных инвесторов инвестировать в инфраструктурные проекты

Практически половина (47%) опрошенных институциональных инвесторов выразили готовность инвестировать в инфраструктурные проекты в течение ближайших 5 лет



% от общего числа опрошенных (n=34)

Ожидания институциональных инвесторов относительно доходности инвестиций в инфраструктурные проекты

В качестве минимально приемлемой доходности при инвестировании в инфраструктурные проекты инвесторы чаще всего называли показатель «инфляция плюс маржа». Второй по популярности показатель минимальной доходности – «ключевая ставка ЦБ РФ плюс маржа». Показателем плановой доходности при инвестировании в инфраструктурные проекты для инвесторов чаще других является «инфляция плюс маржа» и «абсолютная доходность»

Какую доходность при инвестировании в инфраструктуру Вы считаете минимально приемлемой для рассмотрения?



Какую доходность при инвестировании в инфраструктуру Вы считаете плановой?



**Иные показатели минимально приемлемой доходности (указанные респондентами):

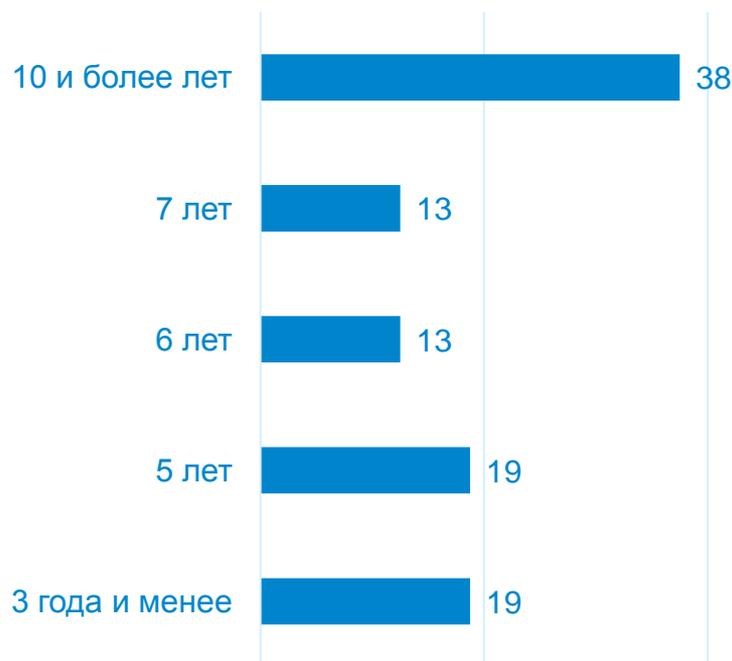
- Показателей доходности может быть несколько, и в каждом конкретном случае принимается конкретное решение
- Зависит от показателей проекта, в первую очередь от периода инвестирования

% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18)

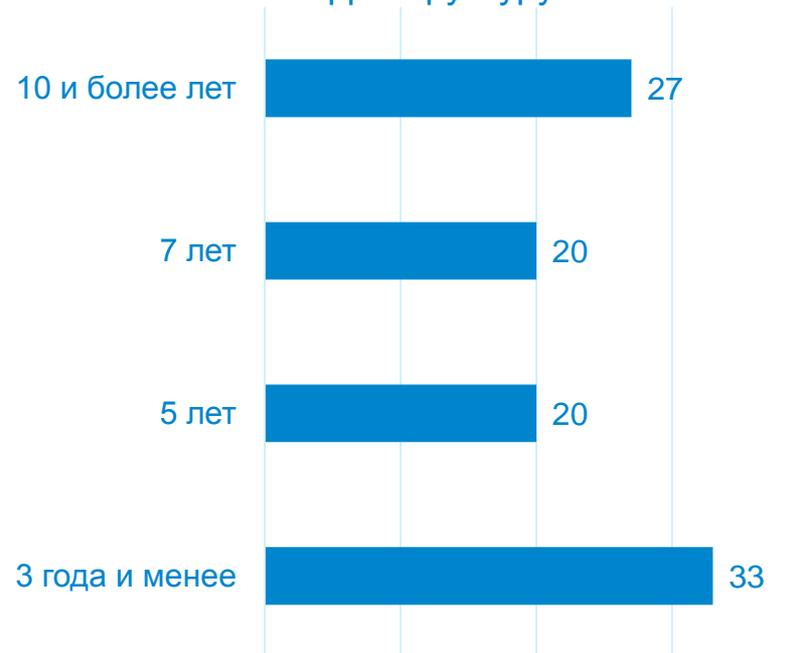
Ожидания институциональных инвесторов относительно сроков размещения инвестиций в инфраструктуру

Для 38% институциональных инвесторов, планирующих инвестиции в инфраструктурные проекты, ожидаемый срок размещения инвестиций – 10 и более лет, тогда как целесообразным чаще всего в текущих экономических условиях называют срок размещения инвестиций 3 года и менее

Каков ожидаемый срок размещения инвестиций в инфраструктуру?



Каков целесообразный срок размещения инвестиций в инфраструктуру?



% от числа ответивших (n=16)

Предпочтения инвесторов относительно видов инфраструктурных активов

Для инвесторов облигации представляются наиболее привлекательными активами при инвестировании в инфраструктурные проекты (35%). Акции готовы рассмотреть в качестве вида активов только 29%. Комбинированный пакет вложений в акции и облигации предпочтут 25% инвесторов

Какие виды инфраструктурных активов являются для Вас наиболее предпочтительными?



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=17)

Предпочтения инвесторов по отношению к эмитентам

Наиболее привлекательными инфраструктурными эмитентами для инвесторов являются естественные монополии (72% инвесторов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктуру рассматривают их в качестве объектов для инвестиций), частные компании, ведущие деятельность в инфраструктуре и локальные монополии (по 56% инвесторов). Проектные компании готовы рассматривать только 39% инвесторов

Каких эмитентов Вы рассматриваете в качестве объектов для инвестиций?



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18). Вопрос с множественным выбором

Оценка значимости рисков при инвестировании в инфраструктуру

В целом инвесторы оценивают риски при инвестировании в инфраструктуру как высокие и малоуправляемые. Каждому из рисков не менее половины респондентов поставили оценку высокий / скорее высокий риск. Политические риски, а также управление стройкой для завершения проекта в рамках сметы и в срок воспринимаются как наиболее значительные риски при инвестировании в инфраструктуру



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18)

Оценка значимости рисков при инвестировании в инфраструктуру (продолжение)



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18)

Оценка привлекательности различных форм обеспечения рисков участия в инфраструктурном проекте

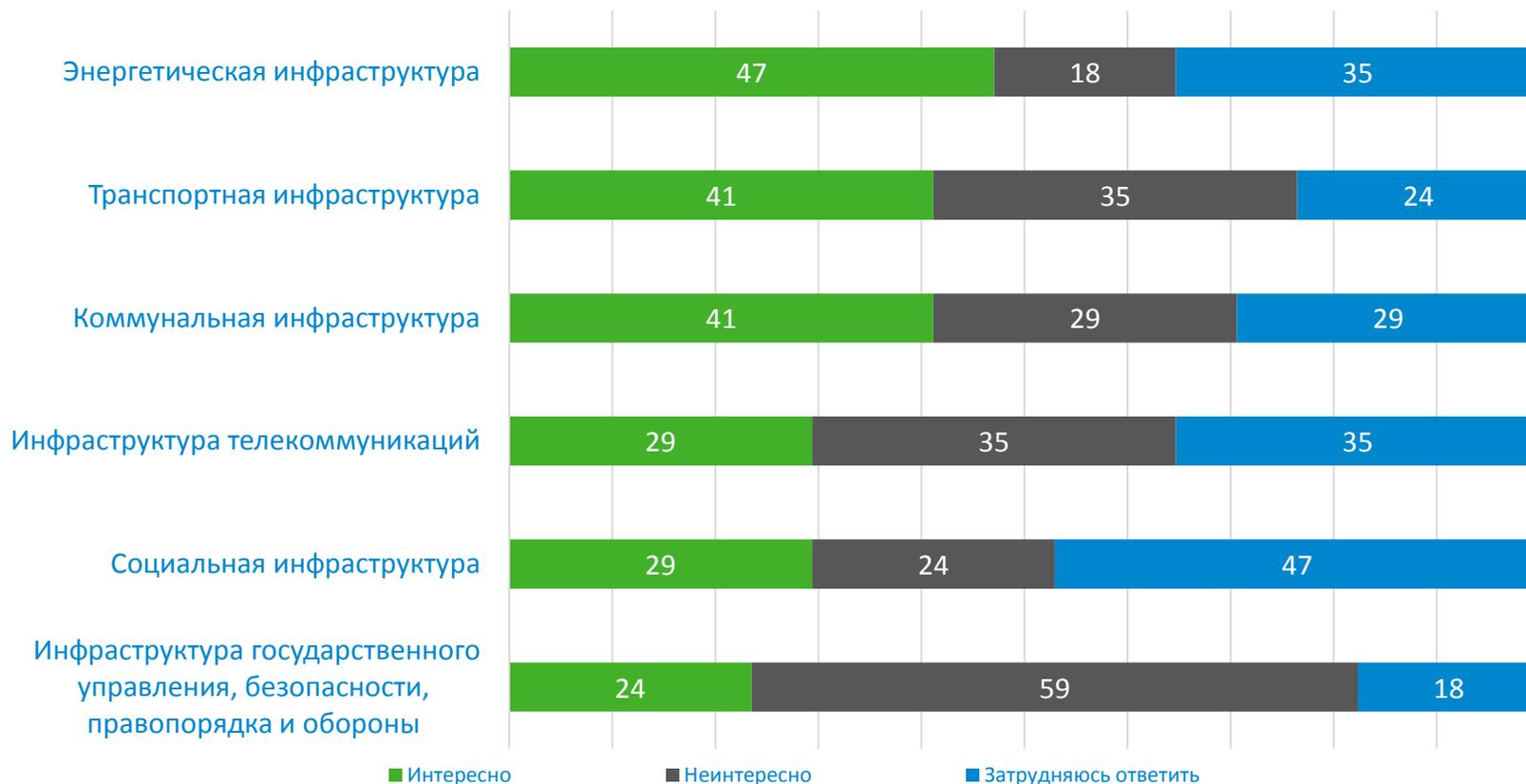
Наиболее привлекательными формами обеспечения рисков участия в инфраструктурном проекте для респондентов является залог прав на выручку



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18)

Оценка инвестиционной привлекательности различных видов инфраструктуры

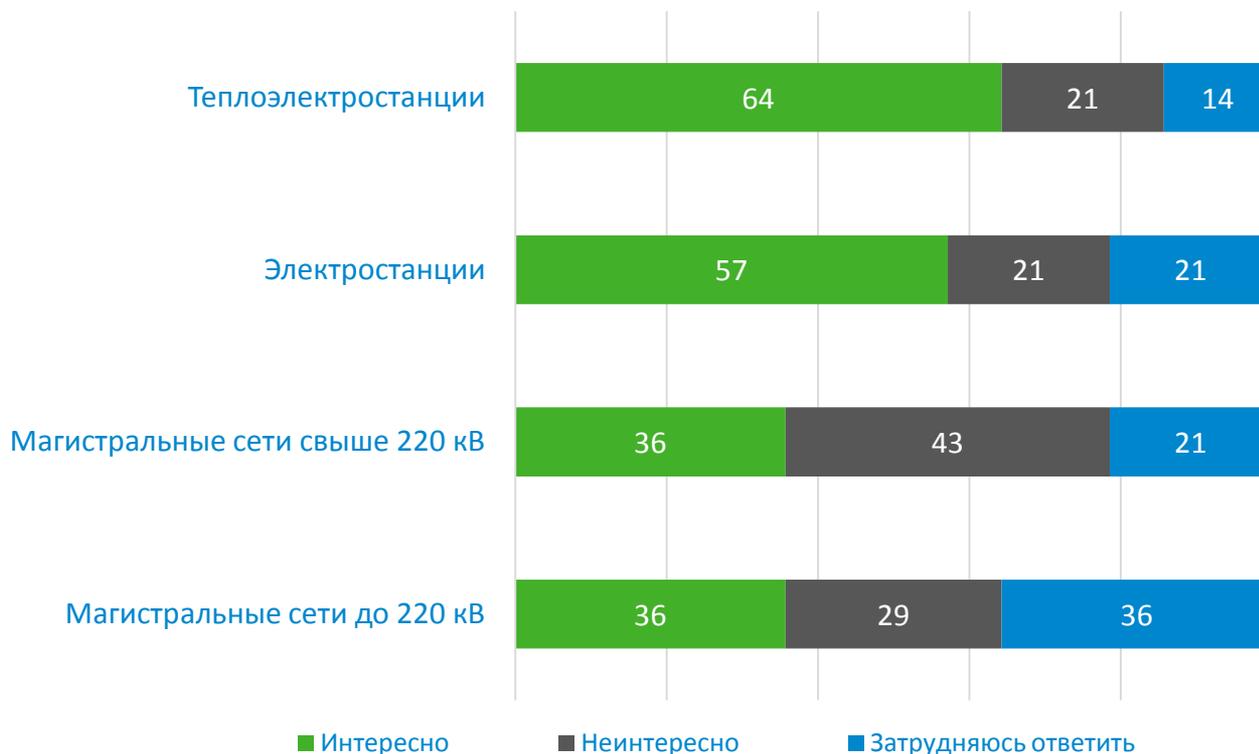
Наиболее привлекательными для инвесторов представляются энергетическая, транспортная и коммунальная инфраструктура. Наименьший интерес для инвесторов представляет инфраструктура государственного управления, безопасности, правопорядка и обороны



% от числа респондентов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты (n=18)

Привлекательность энергетической инфраструктуры для инвестиций

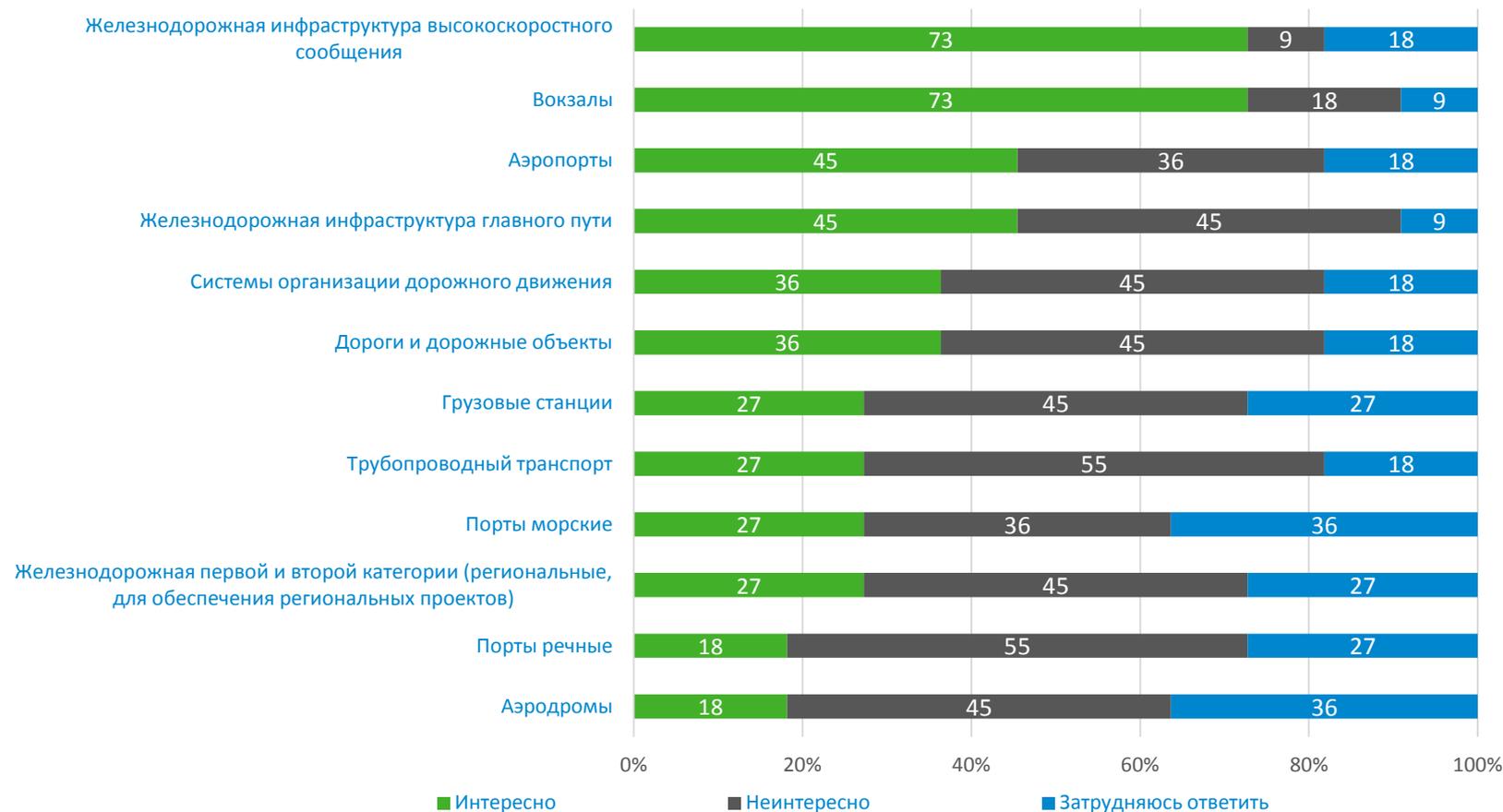
Наиболее привлекательными для респондентов видами энергетической инфраструктуры являются теплоэлектростанции и электростанции



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в энергетическую инфраструктуру (n=15)

Привлекательность транспортной инфраструктуры для инвестиций

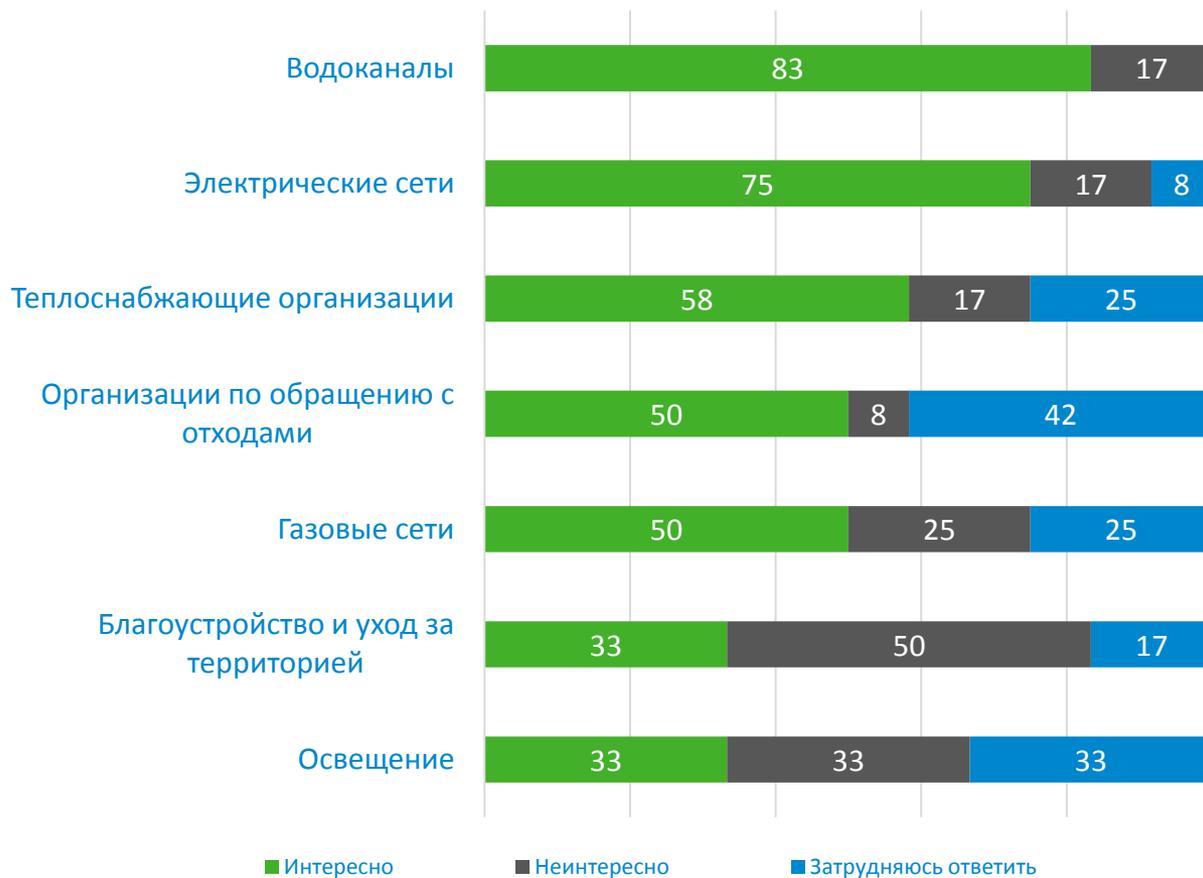
Среди транспортной инфраструктуры наиболее привлекательными респондентам представляются вокзалы, железнодорожная инфраструктура высокоскоростного сообщения, аэропорты и железнодорожная инфраструктура главного пути



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в транспортную инфраструктуру (n=12)

Привлекательность коммунальной инфраструктуры для инвестиций

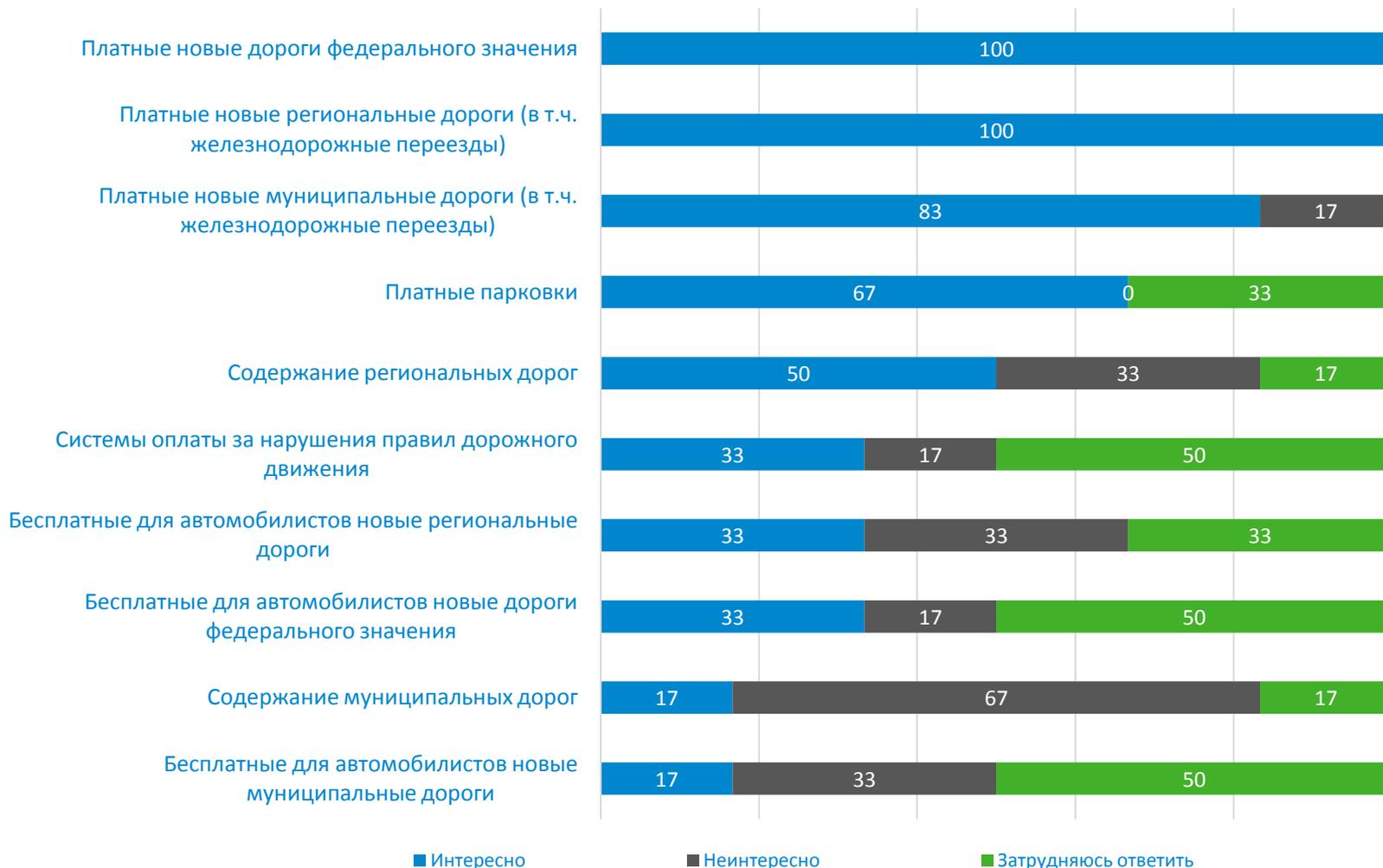
Наиболее привлекательными для респондентов видами коммунальной инфраструктуры являются электрические сети и водоканалы



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в коммунальную инфраструктуру (n=13)

Привлекательность дорог и дорожных объектов для инвестиций

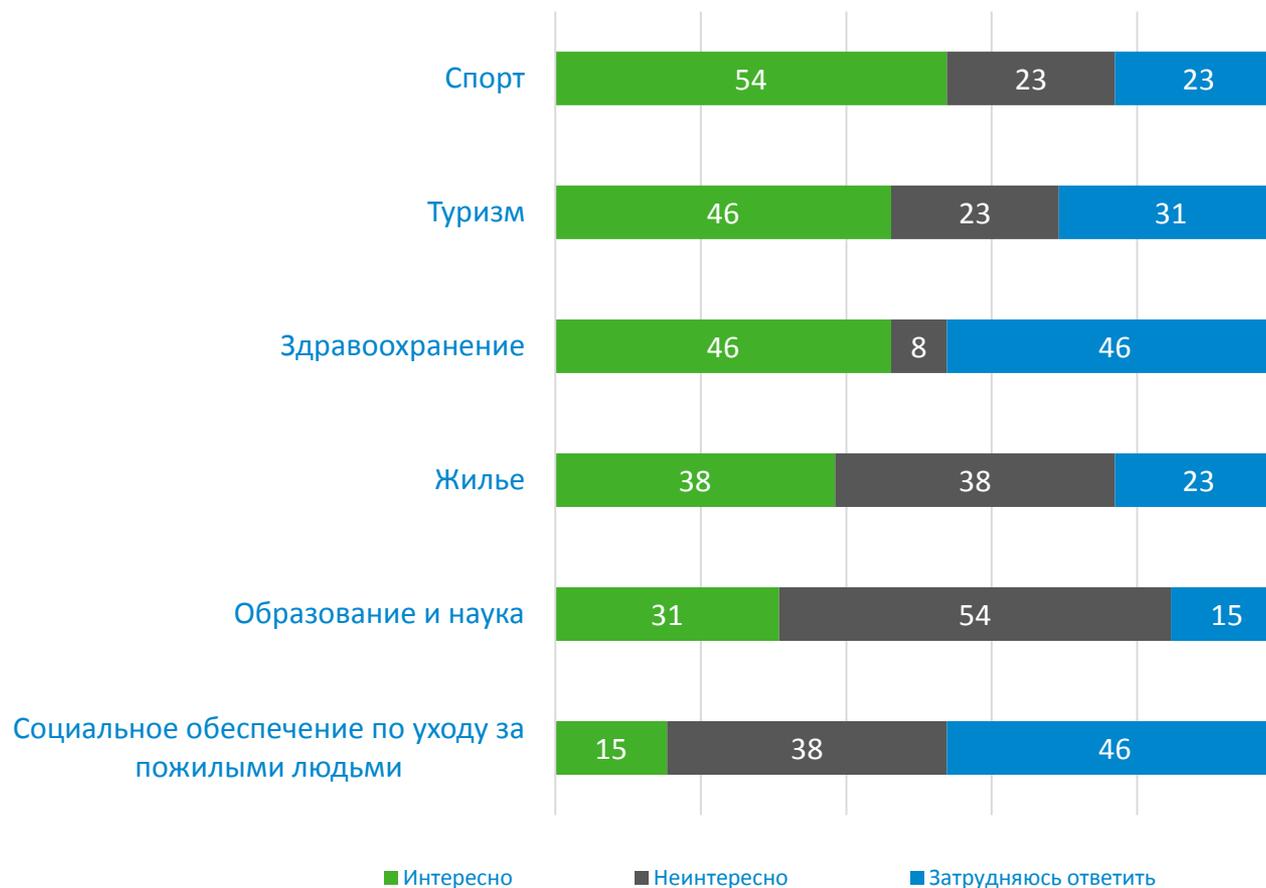
Среди инфраструктуры дорог и дорожных объектов наиболее привлекательными для респондентов являются платные дороги и платные парковки



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в дороги и дорожные объекты (n=7)

Привлекательность социальной инфраструктуры для инвестиций

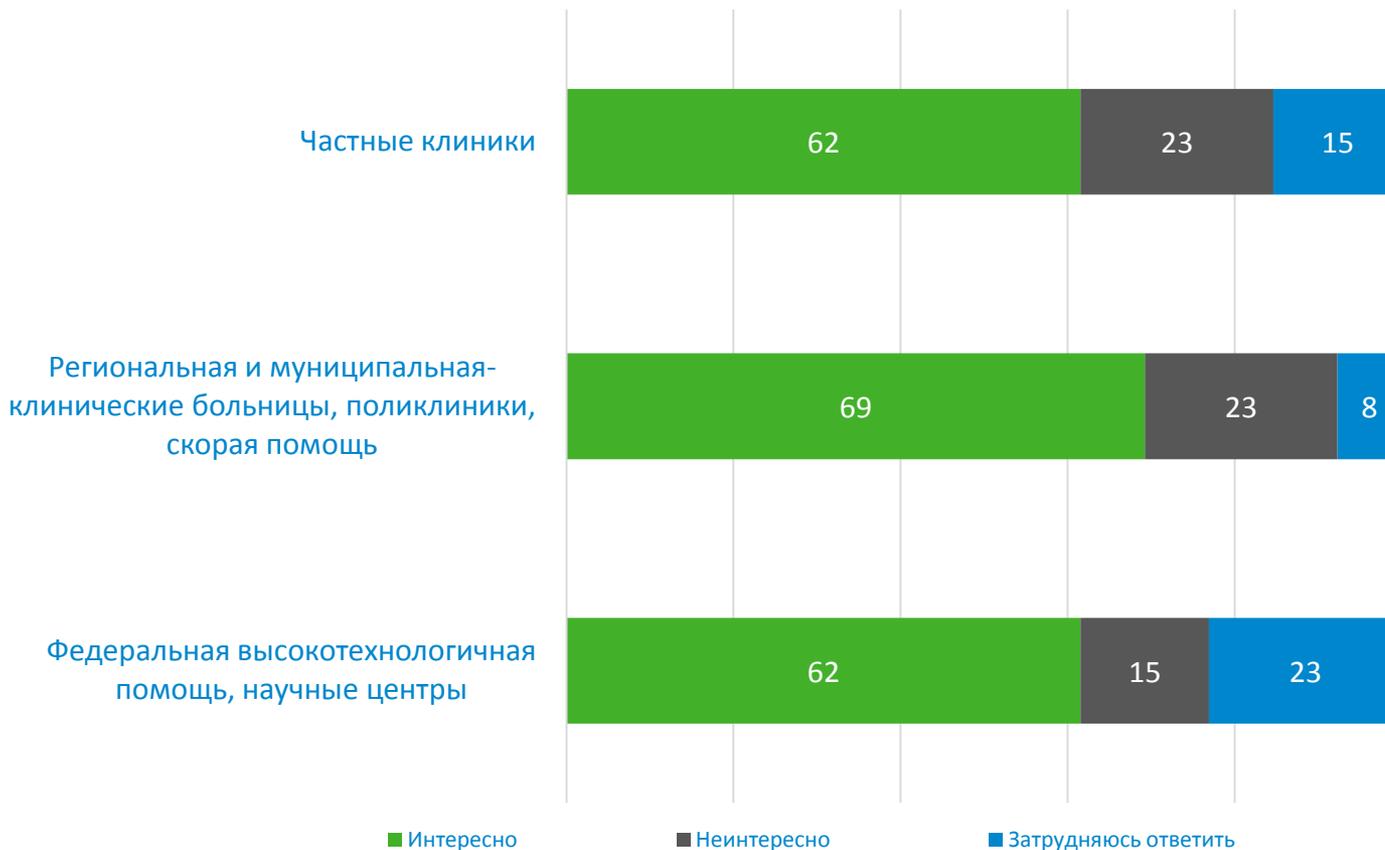
Наиболее привлекательными видами социальной инфраструктуры для институциональных инвесторов является спорт



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в социальную инфраструктуру (n=14)

Привлекательность инфраструктуры здравоохранения для инвестиций

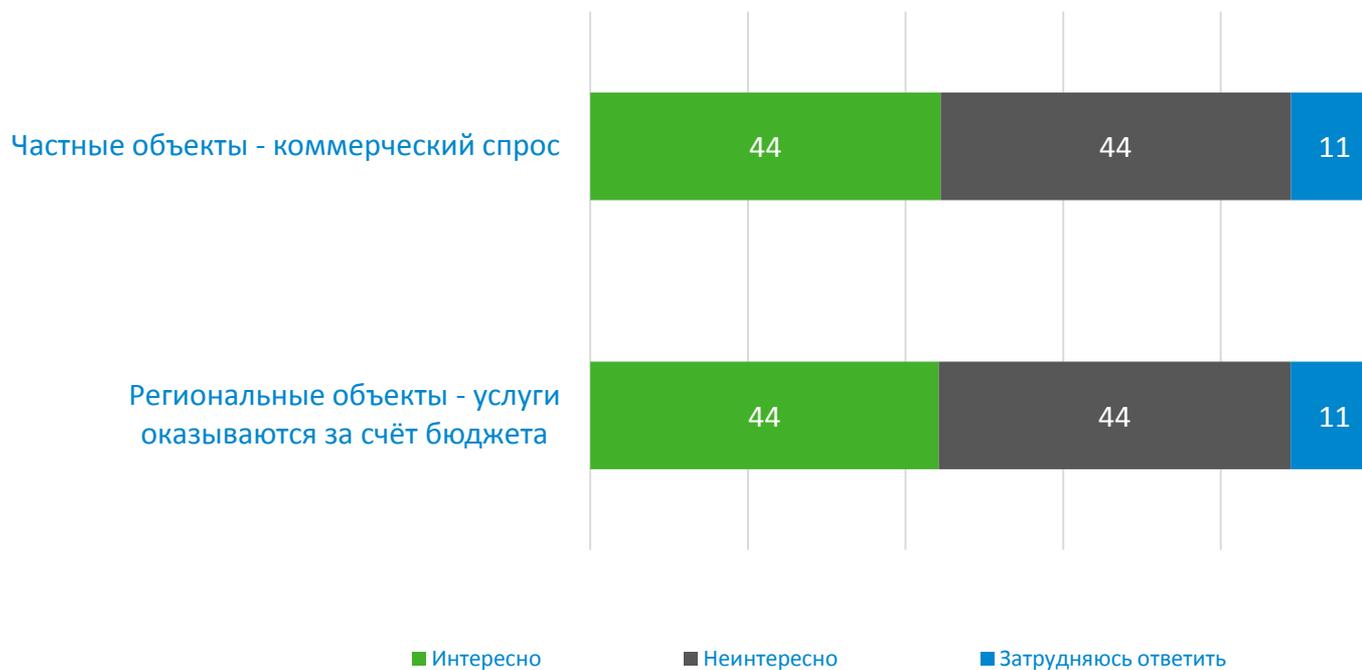
Наиболее привлекательными видами инфраструктуры здравоохранения для институциональных инвесторов являются региональная и муниципальная клинические больницы, поликлиники, скорая помощь



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в инфраструктуру здравоохранения (n=14)

Привлекательность инфраструктуры социального обеспечения по уходу за пожилыми людьми для инвестиций

Частные и региональные объекты по уходу за пожилыми людьми выглядят в равной степени привлекательными для инвесторов, заинтересованных в инвестировании в социальную инфраструктуру по уходу за пожилыми людьми



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в инфраструктуру социального обеспечения по уходу за пожилыми людьми (n=10)

Привлекательность инфраструктуры образования и науки для инвестиций

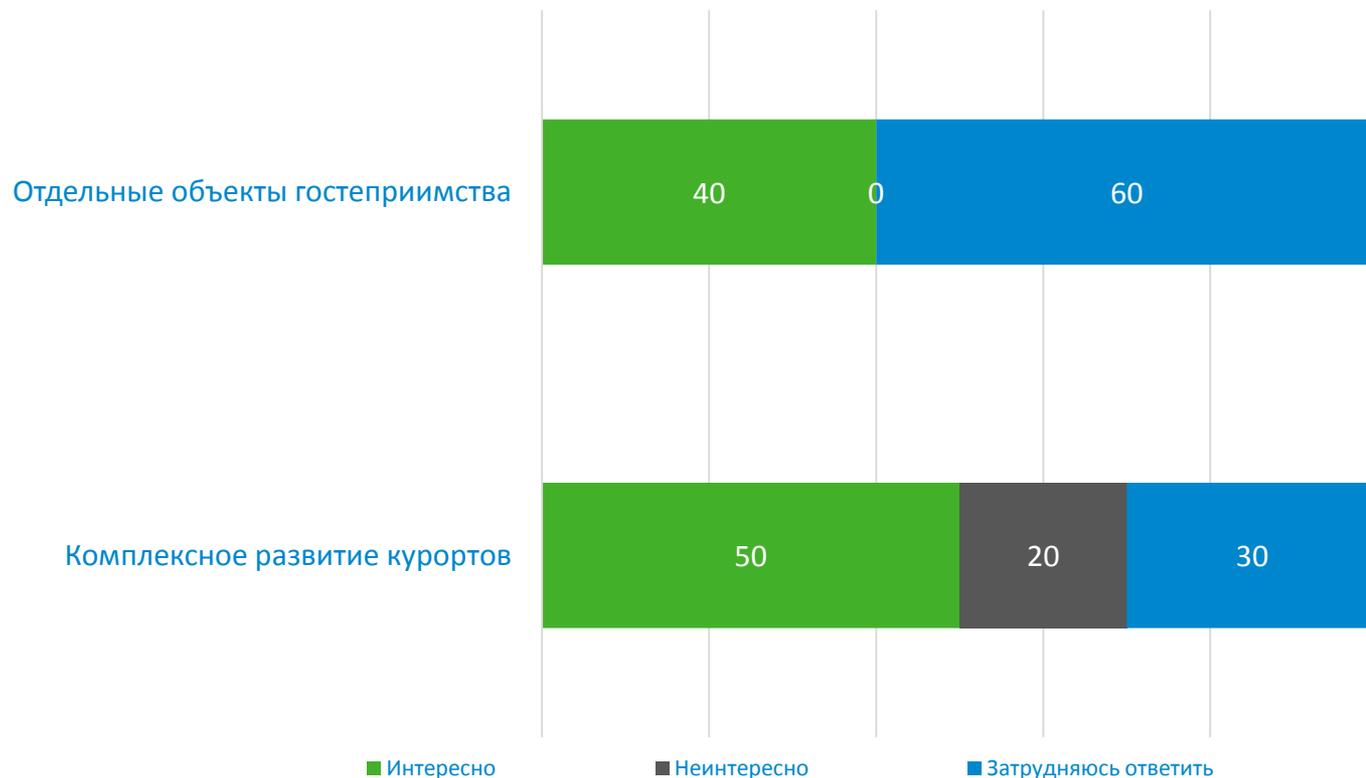
Университеты и школы как частные, так и федеральные, являются более привлекательными для инвесторов, выразивших интерес к инвестированию в инфраструктуру образования и науки, чем региональные и муниципальные школы и детсады



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в инфраструктуру образования и науки (n=10)

Привлекательность инфраструктуры туризма для инвестиций

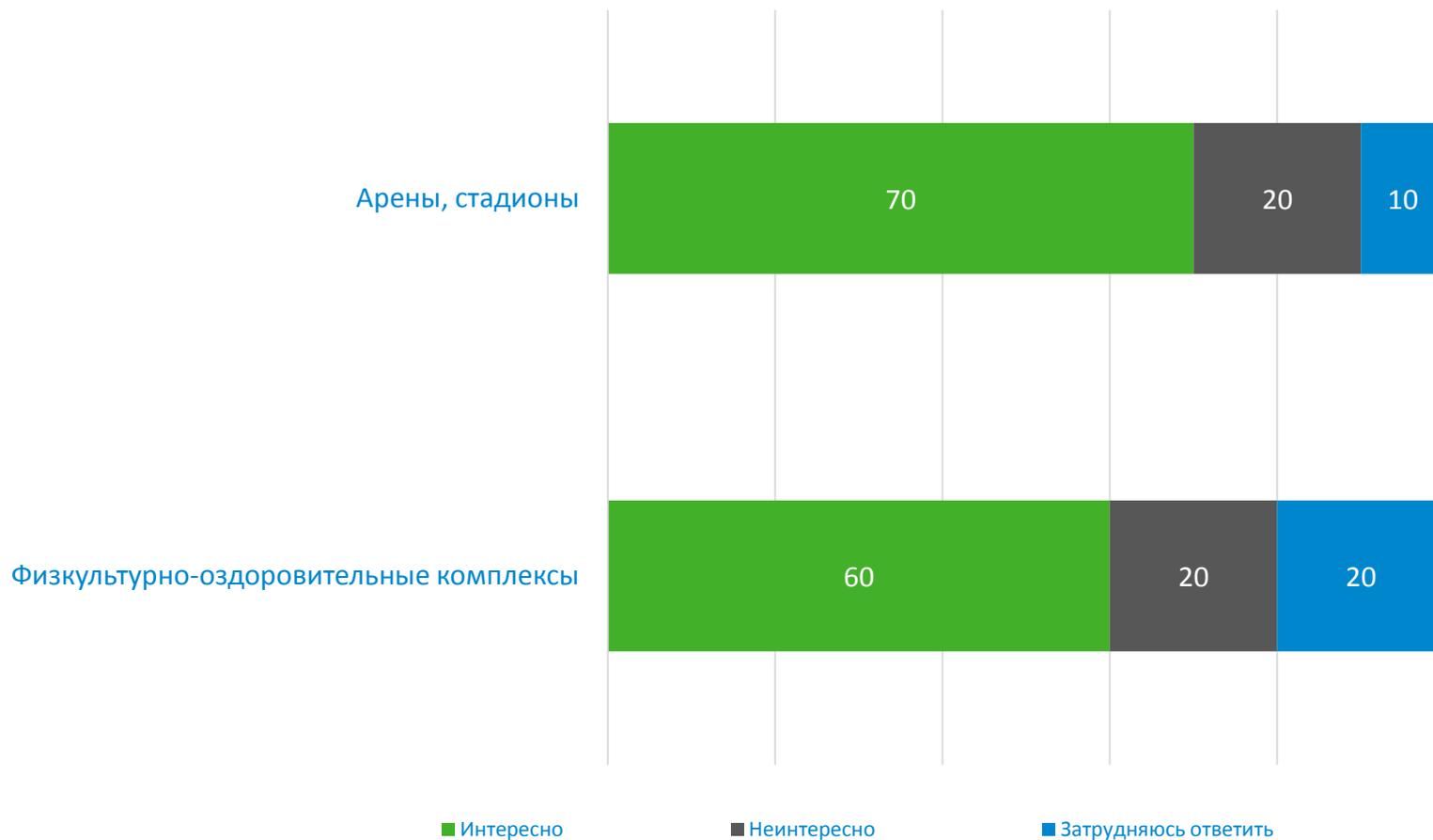
Комплексное развитие курортов является более интересным для инвестиций институциональных инвесторов по сравнению с инвестициями в отдельные объекты гостеприимства



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в инфраструктуру туризма (n=11)

Привлекательность спортивной инфраструктуры для инвестиций

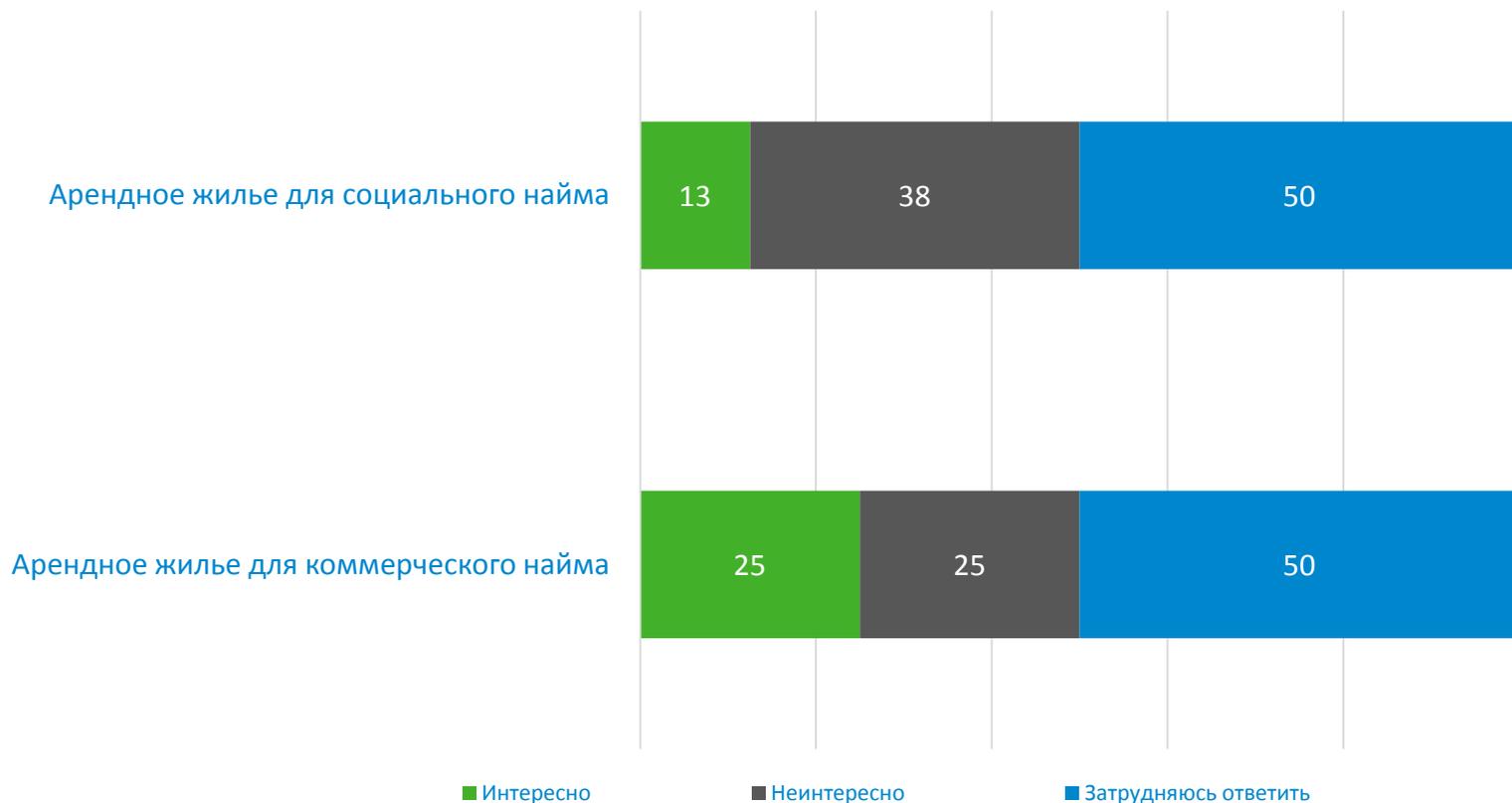
Инвестиции в арены и стадионы вызывают больший интерес институциональных инвесторов по сравнению с инвестированием в физкультурно-оздоровительные комплексы



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в спортивную инфраструктуру (n=11)

Привлекательность жилищной инфраструктуры для инвестиций

Инвестирование в арендное жилье для социального и для коммерческого найма воспринимается инфраструктурными инвесторами неоднозначно, хотя в целом арендное жильё для коммерческого найма выглядит более привлекательно



% от числа респондентов, выразивших интерес к инвестированию в жилищную инфраструктуру (n=9)

Заинтересованность в долгосрочном профессиональном партнере по инвестированию в инфраструктуру

67% инфраструктурных инвесторов заинтересованы в долгосрочном профессиональном партнере по инвестированию в инфраструктуру. Наиболее важной квалификацией партнера по мнению респондентов является способность к совместному инвестированию и разделению рисков

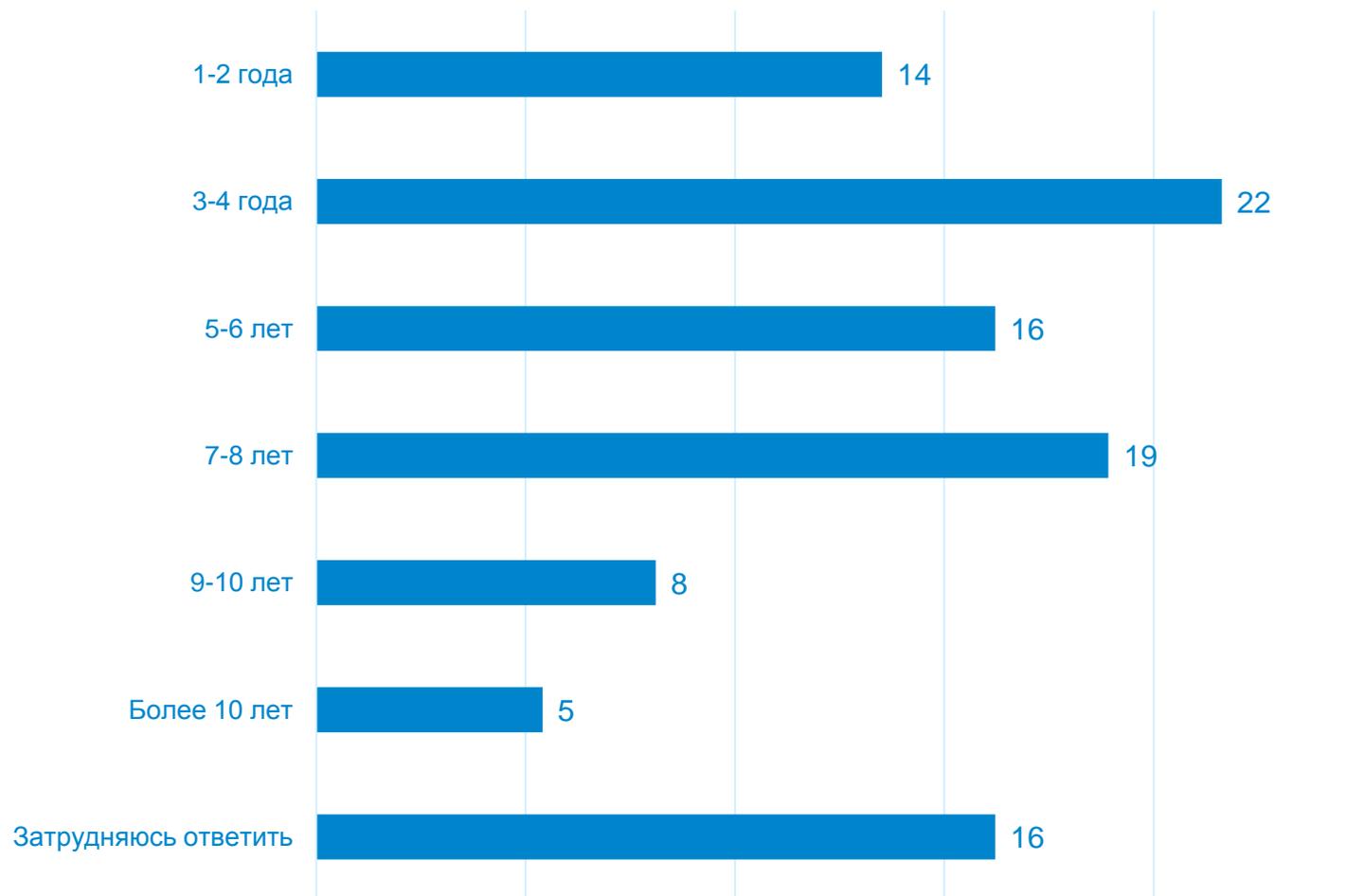
Наиболее важные квалификации партнера по инвестированию в инфраструктуру

1. Способность инвестировать совместно, брать риски со-инвестирования
2. Наличие опыта структурирования и анализа инфраструктурных проектов
3. Способность мобилизовать финансовую поддержку проекту
4. Наличие собственного пайплайна проектных возможностей
5. Наличие опыта деятельности на фондовом рынке
6. Наличие опыта управления инфраструктурными проектами
7. Способность мобилизовать политическую поддержку проекту
8. Способность самостоятельно нести риски развития бизнеса в рамках согласованной совместной инвестиционной политики



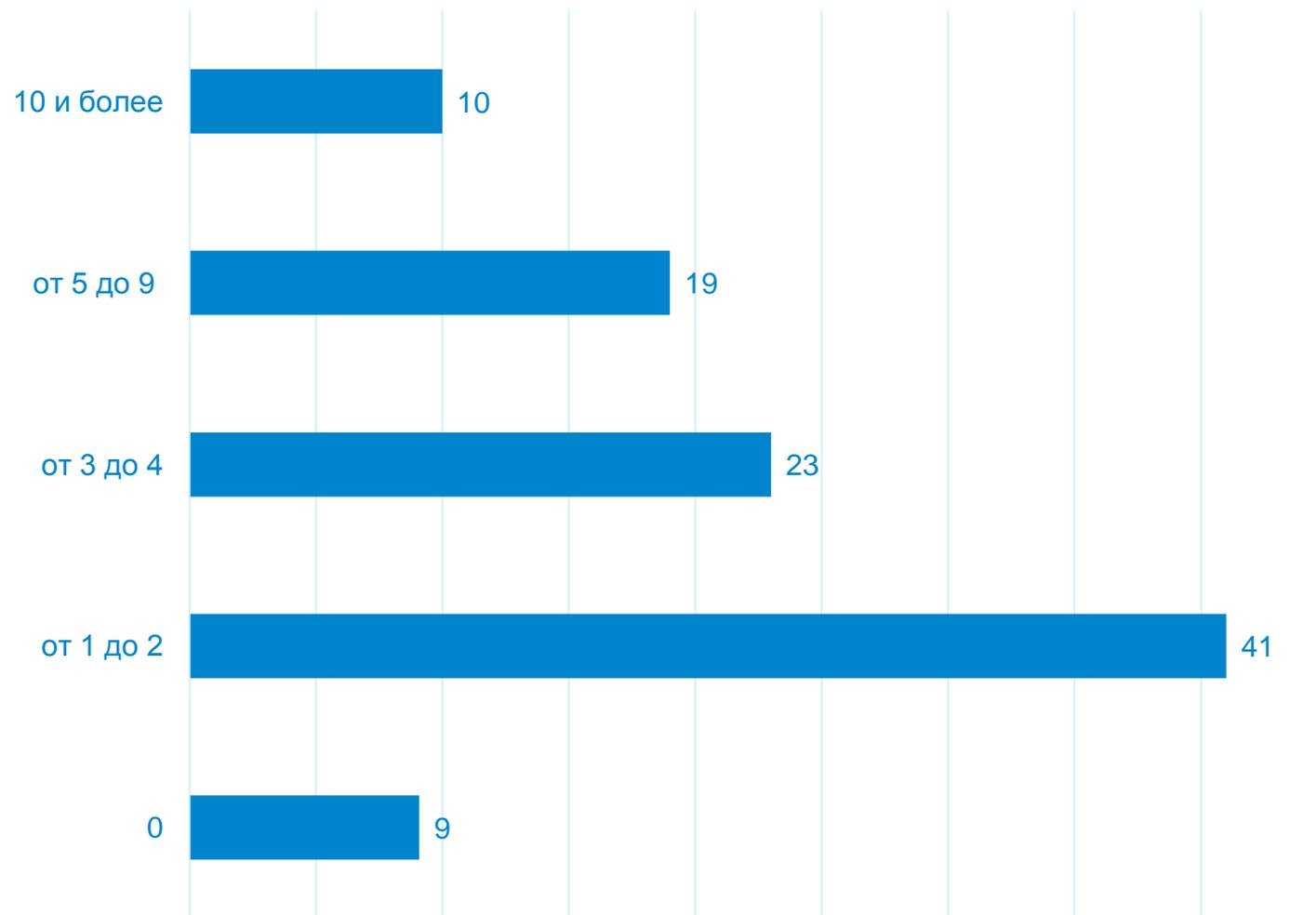
% от числа опрошенных (n=34)

Опыт инвестирования в инфраструктуру



% от числа опрошенных (n=34)

Участие в инфраструктурных проектах



% от числа ответивших (n=25)

Наличие связей с инфраструктурными игроками



% от числа опрошенных (n=34)

**ОПРОС ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И
ДРУГИХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ**

ПРИЛОЖЕНИЕ

Список инвесторов, принявших участие в исследовании

1. ОАО «НПФ «ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ»
2. ЗАО «НПФ СБЕРБАНКА»
3. АО НПФ «ВТБ ПЕНСИОННЫЙ ФОНД»
4. ЗАО «НПФ «НАСЛЕДИЕ»
5. НПФ «ТРАНСНЕФТЬ»
6. ЗАО «НПФ «ПРОМАГРОФОНД»
7. ОАО «НПФ «СТАЛЬФОНД»
8. НПФ «НЕФТЕГАРАНТ»
9. ОАО «НПФ «ТЕЛЕКОМ-СОЮЗ»
10. ЗАО МНПФ «БОЛЬШОЙ»
11. ОАО «ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ НПФ»
12. ЗАО «НАЦИОНАЛЬНЫЙ НПФ»
13. ЗАО НПФ «РЕГИОНФОНД»
14. АО «НПФ «МЕЧЕЛ-ФОНД»
15. СОГАЗ (СТРАХОВАЯ ГРУППА)
16. ООО «КОМПАНИЯ БКС»
17. ООО УК «АЛЬФА-КАПИТАЛ»
18. ООО УК «ФИНАМ МЕНЕДЖМЕНТ»
19. ООО УК «УНИВЕР МЕНЕДЖМЕНТ»
20. ООО УК «ОТКРЫТИЕ»
21. ООО УК «РФЦ-КАПИТАЛ»
22. ЗАО «НАЦИОНАЛЬНАЯ УК»
23. ООО УК «ПРОМСВЯЗЬ»
24. ОАО УК «ИНГОССТРАХ-ИНВЕСТИЦИИ»
25. ЗАО «СОЛИД МЕНЕДЖМЕНТ»
26. ЗАО УК «НИК РАЗВИТИЕ»
27. МАРА МNG
28. ЗАО «ВТБ КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ»
29. RUSSIA PARTNERS
30. ОАО «СТРОЙТРАНСГАЗ»
31. ОАО «НПФ «СУРГУТНЕФТЕГАЗ»
32. ЗАО УК «ЛИДЕР»
33. АО «НПФ «ТРАНСНЕФТЬ»
34. НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ»