

РОЛЬ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РАЗВИТИИ ИНВЕСТИЦИОННО-НАКОПИТЕЛЬНЫХ МЕХАНИЗМОВ ПЕНСИОННОГО СТРАХОВАНИЯ

© 2014 Калмыков Владимир Юрьевич
Казанский (Приволжский) федеральный университет
420000, Казань, ул. Кремлевская, д. 18
E-mail: darkmessenger2005@yandex.ru

Рассматриваются механизмы инвестирования пенсионных средств в инфраструктуру и опыт реализации крупных инфраструктурных проектов с их использованием. Раскрываются преимущества инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные облигации в рамках концессионных соглашений. Анализируются инвестиционные характеристики основных сегментов инфраструктуры. Даются рекомендации по формированию инвестиционного портфеля инфраструктурных инвестиций с использованием различных инструментов и объектов инвестирования.

Ключевые слова: пенсионное страхование, пенсионные накопления, инвестирование пенсионных средств, инфраструктура, инфраструктурные инвестиции, инфраструктурные облигации, концессионные соглашения.

В настоящее время российская экономика испытывает острую потребность в наращивании инвестиций в инфраструктурные проекты. По расчетам McKinsey Global Institute, до 2030 г. потребности России в инфраструктурных инвестициях оцениваются в 4 % ВВП¹. В то время как Китай начиная с 2000-х гг. инвестирует в инфраструктуру 8-10 % ВВП, а Индия - 4-6 %, Россия едва дотягивает до 1-2 %, находясь на уровне стран Латинской Америки. Зарубежные страны прилагают большие усилия по модернизации инфраструктуры, поскольку рассматривают ее как платформу для инноваций. Кроме того, 1 млрд долл., инвестируемый в инфраструктуру, создает напрямую 15 тыс. рабочих мест и примерно 30 тыс. дополнительных рабочих мест в смежных с инфраструктурой отраслях.

На современном этапе развития России необходимо инвестировать значительные капиталы практически во все секторы инфраструктуры, начиная от универсальных высокоскоростных широкополосных систем связи до модернизации транспортных и энергетических систем. Еще в 2007 г. правительство оценило потребности в модернизации российской инфраструктуры на уровне 1 трлн долл., которые нужно потратить в течение 10 лет, большая часть которых, как предполагалось, должна прийти из частного сектора. Однако из-за финансового кризиса в 2008 г. и роста политических рисков частные инвестиции в инфраструктуру в больших объемах так и не пошли.

По нашему мнению, в текущих условиях крайней изношенности и несоответствия современным технологиям объектов инфраструктуры в России на развитие инфраструктуры требуется выделять не менее 6 % ВВП страны - около 4 трлн руб., или 120 млрд долл. в год (66,76 трлн руб. составил ВВП в 2013 г.). По оценкам американских экспертов, потребности в инфраструктурных инвестициях в России в 2014 г. (включая нефтегазовые инвестиции) также составляют порядка 120 млрд долл. Так, одна только транспортная стратегия России предусматривает на период 2013-2030 гг. инвестиции в размере порядка 1,8 трлн долл., половину из которых должны обеспечить внебюджетные источники.

Вложения в инфраструктуру осуществляются с использованием различных инструментов, но в случае с инвестированием пенсионных средств наилучшим образом подходит такой класс активов, как инфраструктурные облигации. Ключевыми отличиями инфраструктурных облигаций от иных способов финансирования инфраструктурных проектов являются заложенные в самой их сущности публичная обращаемость и дробность инвестиций. Фактически это означает ликвидность инвестиций, наличие публичного контроля реализации проекта, доступность для более широкого круга инвесторов.

Инфраструктурные облигации, как и любой другой финансовый инструмент, имеют свои инвестиционные качества и особенности, которые

характеризуют его как объект инвестирования. Эти качества обусловлены как свойствами самого инструмента, так и лежащими в его основе реальными экономическими процессами, и именно последние определяют интерес инвесторов к данному инструменту. К ним относят:

- длительный период обращения инфраструктурных облигаций (как правило, 15-30 лет), что соответствует среднему сроку реализации проекта. В ходе его осуществляется строительство (модернизация) объекта и период эксплуатации проекта;

- наличие обеспечения (государственные и муниципальные гарантии, банковские гарантии и поручительства, залог имущества);

- целевой характер использования средств от размещения инфраструктурных облигаций: устанавливается перечень объектов или виды работ (услуг), финансируемых за счет средств, полученных от размещения облигаций;

- встроенные механизмы страхования от инфляционных потерь при наличии купона, индексированного в соответствии с уровнем инфляции;

- низкая зависимость от ситуации на рынке ценных бумаг;

- выпуск инфраструктурных облигаций, проводимый, как правило, на основании концессионного соглашения или соглашения о государственно-частном партнерстве (ГЧП) между государством (на федеральном или региональном уровнях) и муниципальными органами власти, с одной стороны, и проектной компанией, осуществляющей эмиссию облигаций, - с другой².

Важным плюсом инфраструктурных облигаций является низкая корреляция их котировок с другими финансовыми инструментами, что позволяет долгосрочным инвесторам эффективно диверсифицировать свои вложения, обеспечивать гарантированную доходность инвестиций, а также соответствие инфраструктурных облигаций требованиям к составу и структуре активов, установленным для пенсионных фондов и страховых организаций, что позволяет таким инвесторам вкладывать в них свои средства.

В нашей стране реализация инфраструктурных проектов с использованием инфраструктурных облигаций осуществляется в рамках создания ГЧП, действующих на основе концессионных соглашений. Согласно российскому законодательству, концессионное соглашение представляет собой договор, в котором одна сторона - концес-

сионер (любое юридическое лицо либо индивидуальный предприниматель) обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением имущество (объект концессионного соглашения), право собственности на которое принадлежит или будет принадлежать другой стороне - концеденту (Российская Федерация, от имени которой выступают органы власти). В то же время концессионер обязуется осуществлять деятельность с использованием объекта концессионного соглашения, а концедент - предоставить на определенный данным соглашением срок концессионеру права владения и пользования объектом для осуществления указанной деятельности³. В качестве объектов концессионного соглашения могут выступать объекты транспортной, социальной, энергетической инфраструктуры: автомобильные дороги (или отдельные их участки), объекты железнодорожного транспорта, аэродромы (включая сооружения авиационной инфраструктуры), объекты образования, спорта, здравоохранения, коммунальные сети, гидротехнические сооружения и пр.

Опыт реализации масштабных проектов общегосударственного значения путем заключения концессионных соглашений рассмотрим на примере проекта Министерства транспорта РФ, которое в своей инвестиционной декларации называет концессионные соглашения одним из основных механизмов развития транспортной инфраструктуры страны и использует их при строительстве автомобильных и железных дорог⁴.

В число таких проектов входит строительство скоростной платной автомобильной дороги М11 "Москва - Санкт-Петербург", ввод в эксплуатацию которой планируется в 2018 г. Строительство дороги ведется в разбивке по участкам, по каждому из которых государственная компания "Российские автомобильные дороги" (ГК "Автодор") является концедентом и заключает отдельное концессионное соглашение (рис. 1).

Организация финансирования одного из участков проекта (15 км - 58 км) разделена на две стадии: инвестиционную и стадию эксплуатации. На инвестиционной стадии осуществляется привлечение средств на строительство объекта из различных источников. Так, при общей стоимости проекта по строительству участка дороги 66,08 млрд руб. - около 45 % (или 29,5 млрд руб.) составляет капитальный грант, который выделяет Правительство РФ за счет средств Инвестиционного фон-

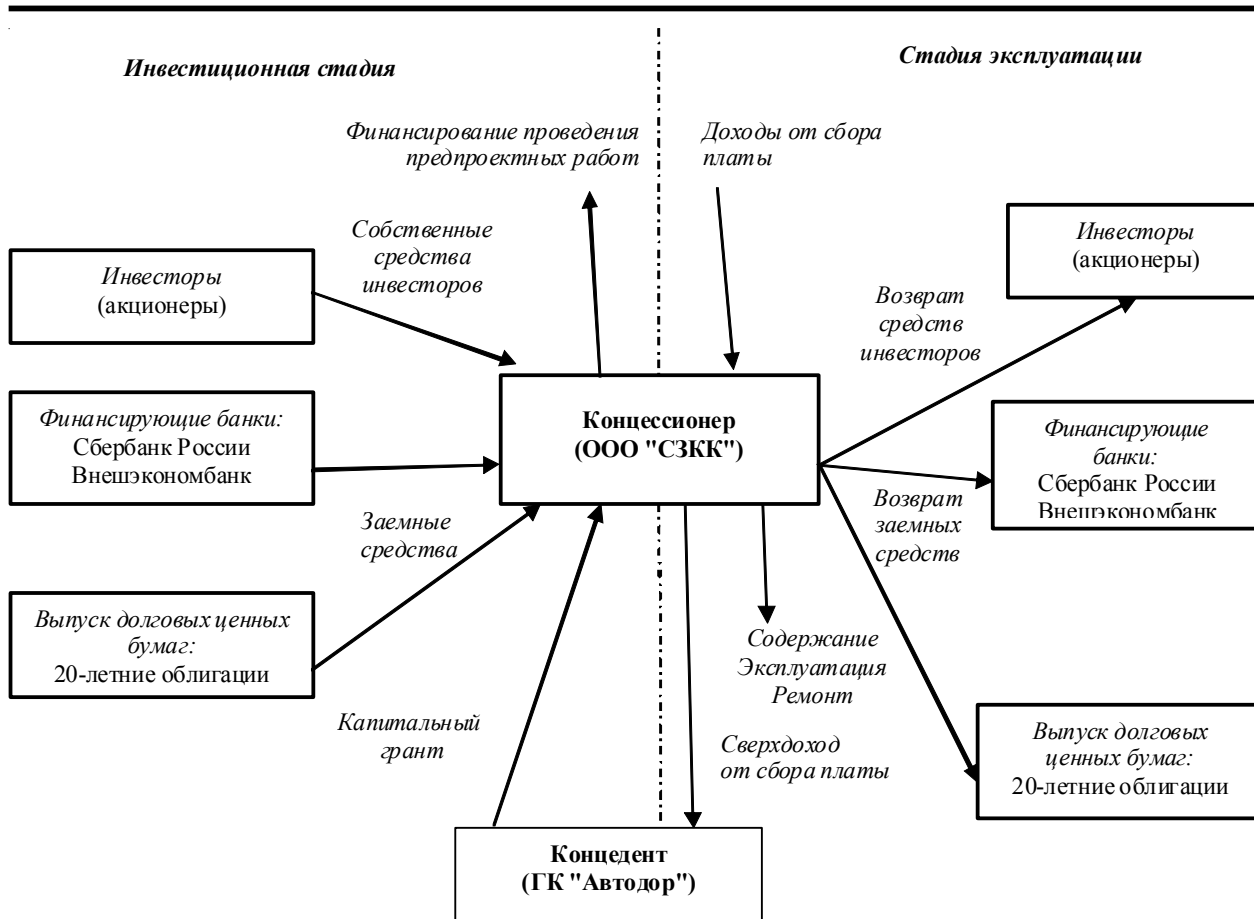


Рис. 1. Организация финансирования проекта

да РФ, остальные средства привлекает концессионер ООО “Северо-Западная концессионная компания” (СЗКК). Банковское финансирование реализовано в виде синдицированного кредита на сумму 29,2 млрд руб. на срок 20 лет от двух российских банков - Сбербанка России и ВЭБ. Для финансирования проекта СЗКК также были выпущены облигации со сроком обращения 20 лет на сумму 10 млрд руб., обеспеченные государственной гарантией. По облигациям установлены полугодовые купоны: по первому купону - на уровне 11,15 % годовых, по остальным доходность плавающая, она установлена на уровне инфляции, увеличенной на 3 процентных пункта.

Продукция и доходы, полученные концессионером СЗКК на стадии эксплуатации, являются его собственностью. При этом если в ходе эксплуатации участка платной дороги доходы будут ниже согласованных параметров, ГК “Автодор” возлагает на себя обязательства по обеспечению минимального размера дохода путем перечисления компенсационных платежей. В этом заключается риск концедента ГК “Автодор”, которому необходимо осуществить верный прогноз спроса

со стороны пользователей автомобильной дороги, а также разработать тарифную политику, условия ее применения в зависимости от видов транспортных средств, погодных и других условий.

Долгосрочные облигации, выпущенные СЗКК для финансирования указанного проекта, по своим инвестиционным качествам удовлетворяют критериям эффективности при выборе объекта инвестирования пенсионных накоплений: во-первых, характер выплачиваемого дохода по ним обеспечивает защиту от инфляции; во-вторых, обязательства по ним гарантированы государством, что обеспечивает надежность инструмента, - из чего следует сохранность вложенных средств. Горизонт инвестирования соответствует той части пенсионных средств, выплата которых ожидается в долгосрочной перспективе.

Таким образом, данный инструмент с точки зрения соответствия критериям эффективности объекта инвестирования пенсионных средств является весьма привлекательным для пенсионных фондов. Необходимо отметить, что выпуск облигаций СЗКК можно считать серьезным шагом на пути к развитию всего рынка инфраструктур-

ных инвестиций пенсионными фондами, открывающим новые возможности как для совершенствования инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования, так и для развития экономики страны.

При общем объеме пенсионных ресурсов 3,82 трлн руб. (по состоянию на 31 декабря 2013), 78 % из которых составляют пенсионные накопления (2,99 трлн руб.) и 22 % - пенсионные резервы (831,64 млрд руб.), в инфраструктуру можно вложить не менее 25 % средств (или около 1 трлн руб.) с использованием различных инструментов.

Отметим, что если ранее были законодательные ограничения по покупке подобных облигаций государственной управляющей компанией (ВЭБ) пенсионными накоплениями, то после внесения изменений в декабре 2012 г. в инвестиционную декларацию расширенного инвестиционного портфеля, максимальная доля таких облигаций в портфеле не ограничена. Более того, теперь не устанавливается максимальная доля входящих в расширенный инвестиционный портфель таких облигаций одного выпуска, что решает проблему поиска соинвесторов, для того чтобы выпуск состоялся⁵.

Однако при том, что в нашей стране уже имеется первый опыт участия пенсионных средств в реализации инфраструктурных проектов, по сравнению с зарубежными странами данное направление еще имеет серьезный потенциал своего развития. В свою очередь, реализация инфраструктурных проектов предоставляет возможности для развития концессионного механизма в нашей стране, использование которого позволяет привлекать частные инвестиции в экономику.

Таким образом, роль инфраструктурных инвестиций в развитии инвестиционно-накопитель-

ных механизмов пенсионного страхования заключается в следующем:

- защита пенсионных накоплений от резких колебаний изменения стоимости, доходности и инфляции;
- обеспечение соответствия горизонтов инвестирования пенсионных средств долгосрочным пенсионным обязательствам;
- обеспечение диверсификации пенсионных накоплений при их инвестировании.

Следует отметить и тот факт, что инфраструктурные проекты способны наглядно показать гражданам, как их пенсионные средства могут приносить реальную пользу современной действительности, развивая инфраструктуру страны и улучшая качество жизни самих граждан, способны повысить интерес граждан к пенсионной системе в целом и стимулировать активную гражданскую позицию по управлению пенсионными накоплениями.

В то же время при выборе объектов инфраструктуры необходимо учитывать, что инвестиционные характеристики у различных объектов инфраструктуры отличаются и при формировании инфраструктурного инвестиционного портфеля важно соблюдать принцип диверсификации вложений пенсионных средств (см. таблицу).

Инфраструктурным проектам свойственны и риски, среди которых выделяют: задержки сроков строительства, увеличение стоимости бюджетов строительства, ошибочные прогнозы окупаемости проектов, сложности с получением разрешений и прочие бюрократические проблемы. Кроме того, финансовые инструменты, с использованием которых осуществляется финансирование инфраструктурных проектов, также имеют свои собственные риски. В связи с этим мы

Инвестиционные характеристики основных сегментов инфраструктуры*

Сегмент	Риск	Средняя годовая доходность в первые 5 лет, %	Средняя внутренняя норма доходности IRR, %
Платные дороги (эксплуатация)	Низкий	4-8	8-12
Платные дороги (строительство)	Умеренно-высокий	3-5	12-20
Железные дороги	Умеренный	8-12	14-18
Воздушные и морские порты	Умеренный	5-10	15-18
Проектное финансирование	Умеренно-низкий	6-12	9-11
Энергия, сети, системы долгосрочного тарифного регулирования	Умеренно-низкий	6-10	10-15

* *Larry W. Beeferman* Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper // Pensions and Capital Stewardship - Project Labor and Worklife Program - Harvard Law School - Occasional Paper Series. № 3, December, 2008.



Рис. 2. Классификация инфраструктурных инвестиций по степени риска

предлагаем следующую классификацию инфраструктурных проектов в зависимости от степени риска (рис. 2).

В процессе инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные проекты представляется целесообразным диверсифицировать вложения между различными инфраструктурными проектами и использовать различные финансовые инструменты. Мы предлагаем вариант распределения пенсионных средств, при котором в качестве основного структурного элемента портфеля будут использованы инфраструктурные облигации, обоснованные нами как наиболее подходящий инструмент для инвестирования пенсионных средств, обеспечивающий критериями сохранности и длительного периода инвестирования (рис. 3).

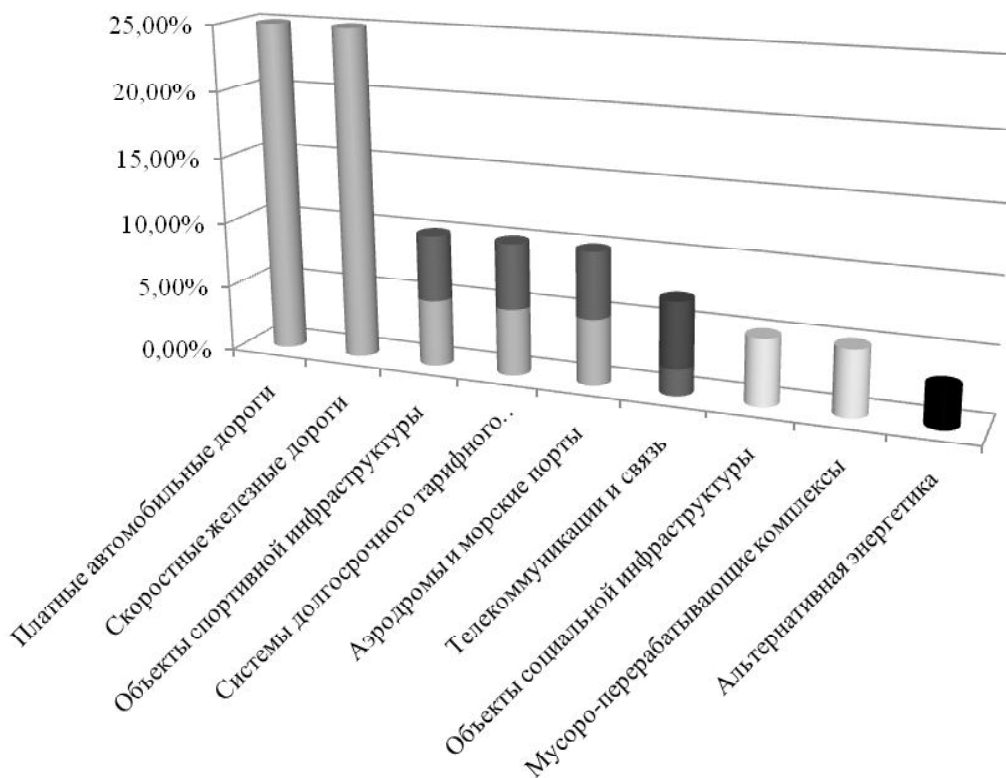
Как видно из рисунка, доля инфраструктурных инвестиций с использованием инфраструктурных облигаций в предложенной структуре портфеля составляет 65 %. Другие инструменты, такие как корпоративные облигации, акции, инвестиционные паи фондов, прямые инвестиции, так-

же необходимы для поддержания ликвидности и увеличения доходности портфеля, на них приходится оставшаяся часть средств.

Таким образом, необходимо совершенствовать процесс использования финансовых ресурсов в пенсионной системе путем вложения их в инструменты финансового рынка, непосредственно связанные с долгосрочными инфраструктурными проектами. Инфраструктурные инвестиции обладают не только важными социальными функциями и способствуют экономическому росту страны, но и выступают как инструмент, соответствующий основным критериям эффективности вложения пенсионных ресурсов:

- обеспечение сохранности пенсионных средств;
- соответствие горизонтов инвестирования обязательствам;
- надежность объектов инвестирования.

При этом, учитывая также возможность диверсификации средств между различными объектами инфраструктуры и способами инвестирования, данный инструмент имеет особое значение



■ Инфраструктурные облигации ■ Корпоративные облигации ■ Фонды ■ Акции ■ Прямые инвестиции

Рис. 3. Структура инвестиционного портфеля по инфраструктурным инвестициям

для развития инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования нашей страны.

¹ Глобальный институт McKinsey (MGI) / McKinsey Global Institute Эффективная Россия. Производительность как фундамент роста. URL: <http://www.mckinsey.com/mgi>.

² Макаревич К.А. Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно-правовое регулирование в России // Вопросы экономики и права. 2011. № 2. С. 208.

³ О концессионных соглашениях: федер. закон от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ: [ред. от 28 дек. 2013 г.]. Доступ из справ.-правовой системы "Консультант Плюс".

⁴ Министерство транспорта РФ: офиц. сайт. URL: <http://www.mintrans.ru/>.

⁵ Об утверждении Инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании: постановление Правительства Рос. Федерации от 1 сент. 2003 г. № 540: [ред. от 25 дек. 2013 г.]. Доступ из справ.-правовой системы "Консультант Плюс".

Поступила в редакцию 03.05.2014 г.