

ТИПОЛОГИЯ ИНВЕСТОРА

В СЕНТЯБРЕ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЦЕНТР ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (ФЦПФ) ПРОВЕЛ ОПРОС ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ — 35 КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ УПРАВЛЯЮЩИХ КОМПАНИЙ И НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ — С ЦЕЛЮ ВЫЯСНИТЬ ИХ ОТНОШЕНИЕ К ИНФРАСТРУКТУРНЫМ ПРОЕКТАМ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ МЕХАНИЗМОВ ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА. ИССЛЕДОВАНИЕ ПОКАЗАЛО, ЧТО ЛИШЬ 46% ИЗ НИХ ГОТОВЫ ВКЛАДЫВАТЬСЯ В ПРЕДЛОЖЕННЫЕ ПРОЕКТЫ В ТЕЧЕНИЕ БЛИЖАЙШИХ ПЯТИ ЛЕТ. ПЕТР РУШАЙЛО

Впрочем, такое положение дел неудивительно. «До недавнего времени в России о рынке долгосрочного инвестирования в инфраструктуру с привлечением средств НПФ даже и не говорили, — рассказывает первый заместитель генерального директора УК „Лидер“ Юрий Сизов. — Отдельные проекты были, но рынок существовал только в краткосрочном формате. Ставки, объемы, ликвидность, рыночные индикаторы — все было заточено под краткосрочный сегмент. Даже НПФы, будучи по природе своей долгосрочными инвесторами, жили и работали в условиях доминирования краткосрочной парадигмы регулирования финансового рынка. Поэтому только сейчас рынок начинает всматриваться в долгосрочные финансовые инструменты, меняются регуляторные условия инвестирования для НПФов, риск-менеджмент фондов нарабатывает практику финансового мониторинга не только эмитентов, но и проектов». Поэтому уже можно считать достижением то, что 29% опрошенных активно участвуют в инвестировании в инфраструктурные проекты. Правда, даже те, кто причисляет себя к активным игрокам на данном рынке, отмечают ряд факторов, делающих такие инвестиции затруднительными.

ПЕРВООЧЕРЕДНЫЕ РИСКИ Как всегда, первоочередное внимание инвесторы уделяют рискам. Внешне в этом плане все выглядит довольно привлекательно — как для государства, так и для инвесторов. «Если говорить о выгодах для инвестора, то прежде всего нужно отметить меньший уровень рисков инфраструктурных проектов в сравнении с коммерческими проектами, поскольку любой проект ГЧП предполагает определенные гарантии окупаемости вложений, — отмечает руководитель направления управления активами ГК „Регион“ Андрей Жуйков. — Для государства же эти проекты — это прежде всего повышение эффективности использования бюджетных средств, стимулирование инвестиционной активности, создание новых рабочих мест за счет привлечения в экономику долгосрочных средств».

Вместе с тем опрошенные инвесторы оценивают риски при инвестировании в инфраструктуру как высокие и малоуправляемые. Каждый из предложенных для оценки 15 типов рисков не менее половины респондентов оценили как значительный. Больше всего инвесторы боятся, что смена чиновников в каком-либо ведомстве или местных властей приведет к отказу нового руководства от обещаний, данных их предшественниками.

«Для увеличения числа концессионных проектов с реальными инвестициями через механизм концессионных облигаций и в целом для развития рынка долгосрочных инвестиций в инфраструктуру целесообразно принять ряд мер в сфере регулирования, — говорит Юрий Сизов. — Необходимо установить субсидиарную ответственность бюджета высшего уровня в отношении обязательств концедента нижнего уровня, например субсидиарную ответственность федерального бюджета по обязательствам концедента регионального уровня, субсидиарную ответственность регионального бюджета по обязательствам концедента муниципального уровня. Также желательно введение законодательной нормы о том, что государство объявляет конкурс на концессию только при условии оформленных земельных отношений. Это приведет к снижению риска задержки реализации и снижения доходности проекта по причине неурегулированности отношений земельной собственности со стороны концедента. И, наконец, желательно введение особого режима поддержки проекта со стороны государства в форс-мажорных обстоятельствах».

ОЦЕНКА ЗНАЧИМОСТИ РИСКОВ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ* (%)

ИСТОЧНИК: ФЦПФ.



*В процентах от числа инвесторов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты.

Пока же наилучшими формами обеспечения рисков участия в инфраструктурном проекте для респондентов являются договорные обязательства частного контрагента и залог прав на выручку: их назвали привлекательными 69% опрошенных. А вот договорные обязательства публичного контрагента (то есть местных органов власти) считают приемлемыми лишь 50% институциональных инвесторов.

«Мы рассматриваем возможность поручительства по обязательствам концессионера перед держателями облигаций по специфическим рискам, связанным с особенностями структурирования инфраструктурных проектов, до 5% от объема размещаемого долга на самые рискованные 3 года проекта, — говорит первый заместитель генерального директора ФЦПФ Мария Панина. — Этот объем риска соответствует международной статистике. Рассчитываем, что это будет учитываться регулятором для включения в котировальный список».

ИНСТРУМЕНТАЛЬНОЕ СОПРОВОЖДЕНИЕ

Не соответствуют пока пожеланиям инвесторов и экономические параметры существующих проектов. Для трети (33%) институциональных инвесторов, планирующих инвестиции в инфраструктурные проекты, ожидаемый срок размещения инвестиций — десять и более лет, тогда как целесообразным чаще всего называют срок размещения инвестиций на три года и более короткие сроки.

Едва ли это пожелание исполнимо по отношению к самим проектам. «Исходя из опыта проектов ГЧП, с которыми мы работали, минимальный срок инвестирования составляет семь-десять лет, — констатирует Андрей Жуйков. — Конкретные сроки сильно зависят от объема капитальных затрат и структуры привлечения средств».

ОЦЕНКА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ФОРМ ОБЕСПЕЧЕНИЯ РИСКОВ ПРИ УЧАСТИИ В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ* (%)

ИСТОЧНИК: ФЦПФ.



*В процентах от числа инвесторов, выразивших готовность к инвестированию в инфраструктурные проекты.

«В нашем портфеле в настоящее время уже 13 ГЧП-проектов на основе концессий, структура финансирования которых включает или предполагает выпуск проектных облигаций эмитентами-концессионерами, — рассказывает Юрий Сизов. — Эти проекты реализуются в автодорожной сфере, в сфере обращения с отходами, эксплуатируются четыре спортивных объекта. В Волгограде недавно было подписано концессионное соглашение о модернизации системы водоснабжения и водоотведения — это уникальный проект, такого на рынке ГЧП-проектов еще не было: при обязательствах концессионера только на первом этапе инвестировать около 7 млрд руб. для потребителей в городе тарифы не повышаются».

ХОЗЯЙСТВЕННЫЙ ВОПРОС

Помимо политических рисков инвесторы отмечают и серьезные хозяйственные риски инфраструктурных объектов. 75% инвесторов считают серьезным риском, связанным с необходимостью завершить этап строительства в оговоренные сроки и в рамках заданной сметы. «Основной риск для проектов ГЧП несет рост стоимости материалов и строительно-монтажных работ, поскольку изменить согласованную оценку объекта для его передачи государству или местным властям, а также размер платы за доступ или использование объекта крайне сложно, — объясняет Андрей Жуйков.

Эти риски увеличиваются в кризисное время, когда резко возрастает вероятность изменения процентных ставок, а инфляция становится малопредсказуемой. Впрочем, стоит отметить, что с подобными сложностями государство уже начинает бороться — так, в дорожной отрасли уже идет подготовка ряда конкурсов с обязательствами концедента взять их на себя (подробнее см. материал «Дороги жизни» — стр. 10).

В целом это совпадает с пожеланиями инвесторов. На вопрос «Какую доходность и превышает ее на 3–4 процентных пункта, — говорит Юрий Сизов. — При оценке рисков инвестирования в эти ценные бумаги мы исходим из того, что они выпущены для финансирования конкретных проектов на основе государственно-частного партнерства, имеют в своей основе договор частного инвестора с РФ, субъектом федерации или муниципалитетом крупного города. Это ставит облигации концессионера в некое среднее положение между государственными ценными бумагами и обычными корпоративными облигациями. По крупным проектам федерального уровня, как правило, предусматриваются гарантии Минфина РФ, а также софинансирование проекта со стороны государства».

Как отмечает председатель совета директоров «ВТБ Капитал Управление активами» Владимир Потапов, «для институциональных инвесторов такие проекты интересны тем, что они могут инвестировать деньги по интересным доходностям, часто привязанным к определенному уровню реальной доходности выше инфляции, а для эмитента это новые возможности привлечения долгосрочного финансирования, так необходимого сейчас».