

Оговорка

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

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

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

Содержание

Оговорка.....	3
О чем наша аналитика?.....	11
Инфраструктура России. Десять инвестиционных трендов на ближайшие пять лет.....	12
I. ИНФРАСТРУКТУРА И БЮДЖЕТ.....	15
Чтого ждали в 2016-м?.....	17
Федеральный бюджет: что осталось после секвестра • Региональные бюджеты: не до инвестиций? • Региональный запас прочности для инфраструктуры • Забытые государственные гарантии • Федеральные госгарантии — все на борьбу с кризисом • Спецрежим для 1044 • Региональные гарантии — непозволительная и ненужная роскошь • Возможно ли в ближайшее время формирование государственного посевного фонда? • «Перекошенные» проекты • Будущее несбалансированных проектов • Авансирование под угрозой • Авансы не для всех	
Тренды 2017+.....	25
Жизнь после секвестра: на что рассчитывать инфраструктуре? Или на кого? • Федеральный бюджет: «голодная трехлетка»? • «Переэкономили» — так ли все плохо с федеральным бюджетом? • Дотации для регионов: шанс вернуться к госзаказу? • Сколько регионы все же потратят на инфраструктуру? • Зачем регионам ГЧП и концессии? • Почему не стоит бояться МГД? • «Забалансовые» обязательства: как поможет регионам проектный подход • Проекты и бюджет: какие отрасли еще ждут господдержки, а кому просто не надо мешать? • От гарантий к гарантированию	
Регулирование рынка. Чтого ждали в 2016-м?.....	34
Минфин и ГЧП: «любовь» после анализа • Антикризисная проектная документация • Ни документации, ни проекта • Проследить за большими стройками • Кто будет отчитываться • Ответственность за секвестр перед подрядчиками • Административные и право-охранительные риски концессий • Новое юридическое иждивенчество: хочу стать концедентом • Угроза концессионному рынку • Судебные прецеденты: Орловский тоннель • Споры с заказчиком — кто крайний?	
Тренды 2017+.....	41
Бюджетный процесс — тормоз для инфраструктуры? • Господрядчикам обещают факторинг • Как помочь действующим проектам • Публичная сторона тоже рискует • «Особые» проекты в приоритете • Казначейство: избыточный контроль или очистка рынка? • Казначейство и концессии • Рискует ли инвестор? • Прецеденты ФАС: кто еще рискует • Инфраструктуре поможет ипотека?	
II. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ФОРМЫ ГОСПОДДЕРЖКИ.....	49
Чтого ждали в 2016-м?.....	51
Остались ли еще деньги на инфраструктуру в ФНБ? • Стоит ли рассчитывать на свободный остаток? • Заветные	

цифры 1044 • Поможет ли инфраструктуре государственная поддержка проектного финансирования? • Кредиты по 1044 — прерогатива госбанков? • Антикризисные концессии • Ценные 2,2% — налог на имущество в концессионных проектах • Стоит ли рассчитывать на отмену налога на имущество для инфраструктурных проектов? • В поисках денег на посевной стадии • Есть ли источники для финансирования посевной стадии?

Тренды 2017+..... 57

Источники финансирования: что государство может и должно • Закат эпохи «прямой» господдержки • ФНБ: закрытое окно больших возможностей • Потери для инфраструктуры: надолго ли забыты суверенные фонды? • На чем стоит рынок инфраструктурных инвестиций • «Платон» поможет регионам? • Что останется на концессии? • Маховик дорожных концессий • Рынок в ожидании проектов • Платежная дисциплина: как увеличить сборы с большегрузов? • Налоговые стимулы: дискуссия о TIF нарастает • Отмена налога на имущество — ждать ли льготы? • «Коварный» НДС — избавиться от скрытых трансфертов • НДС для аэропортов: вернуть «нулевую» ставку • Институты развития и фонды. Новые приоритеты ВЭБа • «Фабрика проектного финансирования»: высоки ли шансы ВЭБа реализовать новую стратегию • Корпоративные попытки работы с посевной стадией • РФПИ: год после развода • Что мешает РФПИ? • Декларации и инвестиции: сработался ли РФПИ с иностранными партнерами? • Как с периферии выбиться в лидеры? • Фонд содействия реформированию ЖКХ: как поддержать коммунальные проекты • ФРДВ: бесплатные деньги ищут проекты • Equity по-дальневосточному • Российско-китайские инициативы ФРДВ • «Восход» уходит в закат: зачем рынку финансовая инфраструктура • Почему ОЭЗы не стали экономическими оазисами • Проторят ли ТОРы дорогу к процветанию? • ТОР: возможности для концессий и ГЧП • Пришвартовать инвестиции: много ли в Свободном порту инфраструктуры? • Нефинансовые способы поддержки: как облегчить жизнь инвесторам и строителям? • Правила игры для подрядчиков: каждый за себя? • От «советских» цен к ресурсному методу • Карьеры без аукционов • Расшивка земельных проблем • Проектирование и строительство «в одни руки»? • Иллюзия ЕРСМ

III. ТАРИФЫ..... 95

Чего ждали в 2016-м?..... 97

Дерегулирование тарифов как прецедент? • Как разрешить тарифные ограничения не только для МАУ • Ценовое регулирование в автодорожных концессиях против либерализации тарифов в МАУ • До предельных тарифов • После введения ограничений • Как предельные ограничения отразились на действующих федеральных проектах? • Снизится ли привлекательность федеральных автодорожных проектов? • С оглядкой на центр • Опыт квази-инфраструктурных сборов • Новая инфраструктурная парадигма — ящик Пандоры или источник развития?

Тренды 2017+..... 103

Дерегулирование тарифов МАУ — стоила ли игра свеч? • Опыт «Пулково» для МАУ — пример? • Тренд или исключение: будущее инфраструктурных сборов • Шаг назад: чем грозит попытка отмены либерализации портовых тарифов • Предельные тарифы на дорогах не испугали инвесторов? • Тарифные ограничения не для регионов • Как работает «режим особых обстоятельств» • Новый старый регулятор: чего ждать инфраструктуре • «Либерализовать нельзя запрещать»

IV. ЧАСТНЫЙ КАПИТАЛ 111

Чего ждали в 2016-м? 113

Банки: от топ-3 к следующим топ-7 и далее к топ-17 • Пенсионные накопления — что осталось? • Новая приватизация: претенденты на средства НПФ множатся • В инфраструктуру идут все те же • Инвестиции на вырост • «Фонды вернувшихся денег» и валютные барьеры

Тренды 2017+ 117

Частный капитал и деньги госструктур: есть ли повод для прямой конкуренции • Банки накопили слишком много? • Кризис в банковском секторе ударит по инфраструктуре? • Занять на инфраструктуру: почему банки и концессионеры интересны друг другу • От желаний к инвестициям: какой путь выбрать банкам • Синдицированные кредиты и инфраструктура: чего не хватает рынку? • Инвестировать будущие пенсии • M&A для НПФов: к чему приведет консолидация • Пенсионная система ждет стабильности • Как потратили «пенсионные деньги» • Удар по депозитам и облигациям: выиграет ли инфраструктура? • Страховые компании попробуют рынок? • Облигации для инфраструктуры: реальный инструмент или маркетинг? • Три признака концессионных облигаций • Как концессионные облигации выходят на рынок • Преимущества и недостатки особых классов бондов • «Эффект бабочки»: как одна инструкция ЦБ может перевернуть рынок • За что торговаться инвестору? • Как проблемы строителей влияют на инфраструктурные бонды • Проектные инфраструктурные облигации • Нереализованный потенциал СОПФ • Почему рынок не понял СОПФ? • Ненстоящие инфраструктурные облигации • Как псевдо-инфраструктурные дефолты расшатывают рынок • «Зеленые» облигации: какие инструменты нужны рынку • Частные инвесторы и фонды • Сегодня строитель, завтра инвестор • Сколько стоят деньги для концессионеров • Нужно ли в России ПКФ? • Долговое финансирование VS акционерное

V. ИНОСТРАННЫЙ КАПИТАЛ 161

На что может рассчитывать российская инфраструктура? 163

Ушли, но обещали вернуться? • Два года без ЕБРР • АТР: магнит для инвестиций или их источник? • И снова Азия... • Когда люди лучше нефти: почему АТР привлекает инвесторов? • Китай задает тон: «входящие» и «исходящие» инвестиции Азии • Сколько нужно остальным? • Мода на инфраструктуру: новые и старые международные институты развития в Азии • AIB присматривается к России • «Азиатские» деньги: конкуренция нарастает • Сколько стоят «азиатские» деньги • Трудности перевода: как занять на азиатских рынках и не ошибиться • Китайские деньги: круг претендентов от инфраструктуры сужается • Один пояс, одна дорога

Практики.

Какой опыт соседей России стоит учесть и перенять? 197

Долгая дорога на биржу: зачем инфраструктуре индексы • Инфраструктурные фонды пришли на японскую биржу • «Особенности национального IPO»: выиграет ли инфраструктура от ухода мелких игроков? • Нужна ли Москве инфраструктурная госкорпорация? • Обратный опыт Сингапура: как сделать государственную инфраструктуру эффективной? • Чем полезен и опасен «забаланс»: победы и ошибки Китая • «Связанное» финансирование — кто в выигрыше? • «Зеленые» бонды очистят экономику Китая? • Пора ли российским проектам «зеленеть»? • «Зеленые» индексы • Как у них: почему работают СЭЗы • Masquarie — инвестор из Австралии, завоевавший инфраструктуру мира?

VI. ИНФРАСТРУКТУРА И ВЛАСТЬ	221
Чтого ждали в 2016-м?	223
Мифы о мультипликативном эффекте • Старые мегапроекты на новый лад • Особый путь СМП • Инфраструктура и общество: особые риски инфраструктурных инвестиций • Ответственный за общественные риски • Последствия для проектов и их держателей • Споры о «Платоне» • Профилактика вместо тушения пожара • Электоральное давление на инфраструктурные инвестиции • Приоритет проектов, отвечающих предвыборной повестке • Активная подготовка проектов и медленный запуск строительства • «Политические» сроки реализации проектов: главное — начать • Забвение вместо авралов • Рискованный пример моста через Лену	
Тренды 2017+	231
«Свои» и «не свои»: меняется ли расстановка сил на рынке инфраструктуры? • Управление мегапроектами становится лучше? • «Европа — Западный Китай»: туман над трассой? • То ли партнеры, то ли конкуренты • «Проблема-2018»: ожидать ли новой предвыборной заморозки	
 VII. РЫНОК ПРОЕКТОВ	237
Чтого ждали в 2016-м?	239
Кто пробьется? • Путь от идеи к проекту • Пробившиеся проекты • Обязательства по планированию — как помочь рынку? • Будущее регулирования ЧКИ • Уполномоченный по инициативам • Финансисты или отраслевики? • Каков потенциал ЧКИ?	
Тренды 2017+	247
Много ли проектов на рынке: о чем говорит официальная статистика? • Или о чем статистика молчит? • Почему концессия и ГЧП нужна собственная площадка? • От денег до проектов: легко ли инвестору выйти на рынок? • Большие планы: какие проекты уже «на столе»? • Стремительный рост или медленный запуск? • Будущее проектов «на столе»: ждать ли профицита • Средства на посевную • Непростой консалтинг • ЧКИ — способ «раскачать» заказчика? • Перспективы «корпоративного ГЧП» • Как работает квази-ЧКИ? • Схема для «сложных» случаев • Оптом — выгоднее. Проектная секьюритизация	
 VIII. ТРЕНДЫ ПО ОТРАСЛЯМ	261
Автодороги. Чтого ждали в 2016-м?	263
Региональные проекты: в ожидании федеральной поддержки • Проекты вперед денег • Ученики и последователи «Платона» • Заработать на нарушителях? • Негативный опыт заразителен	
Автодороги. Тренды 2017+	267
Будущее ГК «Автодор»: ждать ли новых федеральных проектов? • О ДИСах пора забыть? • Остатки сладки: ближайшие планы госкомпании • Недоступные ЧКИ: надо ли помогать «Автодору»? • «Игра в капитализацию»: эксперименты с корпоративным ГЧП • Долгоиграющий ЦКАД • Из Питера в Москву через Китай? • Есть ли шансы у альтернативного маршрута? • «Меридиан» — драйвер для ЧКИ? • Концессии — будущее ФДА? • «Сервисные» концессии • Забытые инвестиционные возможности Росавтодора • Москва выбирает госзаказ: надолго ли? • Хорда без концессии • У столицы деньги есть?	

Телематика. Тренды 2017+	278
<ul style="list-style-type: none"> «Платон»: еще год без денег на развитие? • Технологии меняют рынок • Что еще может «Платон»? • Штрафные концессии поставили на hold • Фотовидеофиксация и прочие «родственники» «Платона» • На стыке отраслей: куда еще шагнет телематика? 	
Железные дороги и рельсовый транспорт.	
Чего ждали в 2016-м?	283
<ul style="list-style-type: none"> Новые решения старых задач • Инвестиционный потенциал РЖД — новый сегмент российского инфраструктурного рынка? • Пригород — не место для инвестиций? • Аэроэкспрессы теряют темп • ЛРТ и инвестиционная привлекательность агломераций • Новые рельсы вблизи Москвы 	
Железные дороги и рельсовый транспорт. Тренды 2017+.....	288
<ul style="list-style-type: none"> Споры о моделях • Пассажирская демонополизация • Потенциал РЖД: время инвестиций настало? • Лизинг для локомотивов • Вагоны — на пути к естественной консолидации • Дорога в Арктике: настало ли время построить СШХ? • Подружить монополии • Дороги до месторождений • Московские кольца: как входит в моду «наземное метро» • Сложность и притягательность ЛРТ • ЧКИ придаст трамваям скорость? 	
Аэропорты и авиация. Чего ждали в 2016-м?	298
<ul style="list-style-type: none"> MAU: «новая» приватизация и концессия • Предполагаемая акционерная структура «Внуково» • «Домодедово» подало пример • MAU мало аэропортов • Начало торговли проектами • На чем зарабатывает аэропорт и как нужно делиться • Полосы — отдельно, терминалы — отдельно • Долгая дорога в «открытое небо» • Модернизация инфраструктуры воздуха 	
Аэропорты и авиация. Тренды 2017+	306
<ul style="list-style-type: none"> MAU: от консолидации до концессии? • «Внуково»: концессия не повод забыть об инвестициях? • «Шереметьево» выбился в лидеры • И снова... полоса для «Домодедово» • Эффект консолидации: с какими аэропортами MAU будет проще договориться? • Увеличение тарифов — не панацея для концессий MAU? • Инфраструктурный сбор — способ окупить вложения? • Аэропорты в ожидании «режима единственного концессионера» • «Платон» для подражания • Недоступный «Домодедово»: как решить проблему подъезда к аэропорту • «Жуковский» пока не полетел • Продать «Пулково» • Кто управляет региональными аэропортами? • Региональные M&A: за какими аэропортами выстроится очередь? • Крым нашел инвестора • «Россия» пробует рынок? • Инфраструктура воздуха: желающих много, пустят ли инвестиции? 	
Порты и водный транспорт. Чего ждали в 2016-м?.....	321
<ul style="list-style-type: none"> Портовая стагнация • Инвестиции на рейде • Ждать ли портовых концессий? 	
Порты и водный транспорт. Тренды 2017+.....	324
<ul style="list-style-type: none"> Концессии заходят в порты • Комплексные проекты: как «поженить» разную инфраструктуру • Реки — государству и инвесторам не до инвестиций? • Водные ГЧП: о чем еще думать инвесторам 	
Социальная инфраструктура. Чего ждали в 2016-м?.....	328
<ul style="list-style-type: none"> Лечебные концессии или лечебное ГЧП? • Социальные и инвестиционные приоритеты — где место встречи? • Нетрадиционные инвестиции • Проекты городской среды 	
Социальная инфраструктура. Тренды 2017+.....	331
<ul style="list-style-type: none"> Деньги в пенсии: почему государство не хочет платить за инфраструктуру для граждан • «Проблема-2018» — для «социалки» вовсе не проблема • Экономия на здоровье: удастся ли заменить выпавшие бюджетные инвестиции частными? • Проблемные медпроекты: 	

сложно запустить, еще сложнее реализовать? • ГЧП или концессия: что нужно региону и инвесторам • Образование, культура, спорт — в каком направлении смотреть инвесторам? • Корпоративное ГЧП: когда на «конфетно-букетный» период с инвесторами нет времени • Благоустройство городов — новая ниша для инвестиций? • Платные парковки: какие проекты интересны бизнесу? • Московские ТПУ: развитие городской среды или девелопмент?

Коммунальная инфраструктура. Тренды 2017+..... 347

ЖКХ: самая «развитая» или самая «серая» зона ГЧП? • О чем мечтает Минстрой: появятся ли крупные «коммунальные» игроки • «Коробочные» решения для ЖКХ • Альтернатива коробочным решениям, или Как привлечь мейджоров в «коммуналку»?

Переработка ТБО и «зеленые» проекты. Тренды 2017+352

Долгожданное регулирование • Экологический сбор за ТКО: дополнительные деньги в бюджет? • Правовые пробелы: готова ли система к приходу региональных операторов • Готовы ли регионы? • Первые «мусорные» концессии — бенчмарк для рынка? • Заманчивые гарантии для «мусорщиков» • Год экологии: шанс для «зеленых» проектов или повод «позеленеть»?

Энергетика и ТЭК. Тренды 2017+ 359

Сети ждут ГЧП и концессий • Энергия ветра: утопия или близкое будущее для России? • Почему генерации не приходится рассчитывать на инвестиции?

Объекты Минобороны. Тренды 2017+ 363

Склады для военных — в руки «частников» • От сервисной инфраструктуры к обороне и безопасности • Следующие за ПЛК — ТЭК

От возможностей к действию:

на какие отрасли смотреть инвесторам..... 367

Глоссарий.....372

О компании InfraONE375

Роль InfraONE в проектах • Об InfraONE Research

Авторский коллектив.....377

Благодарности377

О чем наша аналитика?

Основа этого сборника — аналитические обзоры инвестиционной компании InfraONE за 2016 и 2017 годы. В них мы исследуем состояние российского инфраструктурного рынка, перспективы его развития и инвестиционные возможности, которые он дает.

Заблуждение о том, что инфраструктура — закрытая и излишне политизированная сфера до сих пор не покидает умы многих, даже погруженных в проблемы рынка представителей бизнеса и чиновников. Зачастую именно поэтому привлечение внебюджетных инвестиций идет так медленно — держатели денег ориентируются на собственные устаревшие представления, а публичная сторона не спешит их разубеждать, так как не привыкла работать со сложными инвестиционными моделями. Хотя, конечно, многие чиновники и бизнесмены демонстрируют явно более прогрессивный подход.

Впрочем, несмотря на некоторые реальные, а зачастую надуманные ограничения, рынок инфраструктурных инвестиций развивается и даже растет, хотя пока и гораздо скромнее собственного потенциала.

Помимо официальной статистики, которой достаточно на страницах этого сборника, этот тезис подтверждается тем, что внимание к инфраструктуре и концессиям было приковано на федеральном уровне в течение всего 2017 года (и вероятно, не ослабеет в 2018-м).

Причина повышенного интереса — несколько серьезных угроз, которые нависли над рынком еще в начале года, но он справился с ними, во многом благодаря единой позиции бизнеса и профильных министерств.

Как следствие, в течение всего 2017-го первые лица государства регулярно заявляли, что инфраструктуру в стране нужно развивать и делать это за счет частных инвестиций.

В результате, если хотя бы часть отданных на разработку инициатив доведут до конца, через несколько лет рынок инфраструктурных инвестиций может стать качественно иным.

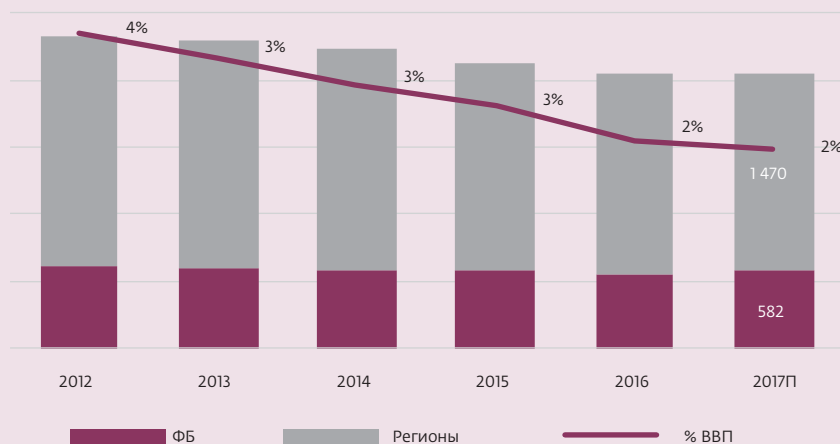
Инвестиции в инфраструктуру в России остаются привлекательной нишей. Хотя качественно структурировать проект часто сложнее и дольше, чем, например, вложить деньги на финансовом рынке, но эффекты, которые получают инфраструктурные инвесторы и публичная сторона, как правило, значительно выше. Для финансовых институтов — это диверсификация портфеля и привлекательные условия по резервированию, для подрядчиков и поставщиков — гарантированный портфель заказов, для власти — поступления в бюджет от новой инфраструктуры, для бизнеса — новые возможности для развития.

Надеемся, что наша аналитика поможет расширить представление о нынешнем состоянии инвестиций в инфраструктуру в стране и о том, в каком направлении будет двигаться рынок в ближайшие годы.

Инфраструктура России. Десять инвестиционных трендов на ближайшие пять лет

1. Расходы бюджетной системы на инфраструктуру продолжают сокращаться — в 2016–2017 годах они остаются на уровне максимум 2–2,1% ВВП ежегодно. Ограниченные бюджетные ресурсы получать всё труднее — власти ужесточают бюджетную дисциплину и сокращают прямые инвестиции. Средства суверенных фондов, субсидии и прочие дотационные механизмы окончательно потеряны для инфраструктуры. Если в ближайшие год-два из них и профинансируют несколько проектов, то это будут, скорее, исключения.

РАСХОДЫ БЮД-
ЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ
НА ИНФРАСТРУКТУ-
РУ, МЛРД РУБ.

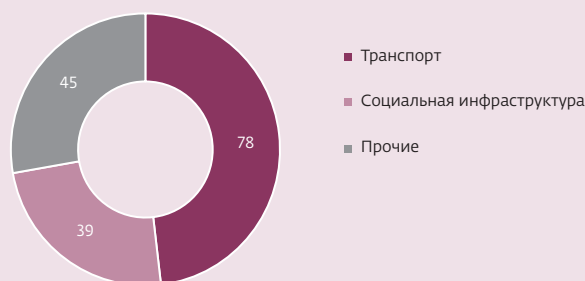


2. На смену субсидиям приходят «непрямые» инструменты поддержки и бюджетная оптимизация, заточенная под перевод проектов в ГЧП и концессии. Если раньше, чтобы запустить проект, нужны были дополнительные вливания от государства, то теперь его параметры стараются перекроить так, чтобы привлечь частные инвестиции. Во многих случаях ГЧП или концессия — единственный способ реализовать проект, на который недостаточно денег в бюджете.
3. Рынок инфраструктурных инвестиций в ближайшие годы будет расти. В 2017-м он рос, несмотря на то, что многие сложные проекты отложили до окончания нынешнего политического цикла. Рост

продолжится и в 2018 году вне зависимости от внешних факторов: предварительно можно предположить, что он несколько замедлится и не превысит 12% к 2017 году по количеству проектов и 18% по объёму вложений (более детальный прогноз мы представим в следующих обзорах). Мы ждем, что рост рынка выровняется и даже ускорится в 2019–2022 годах, именно тогда «с полок» достанут многие проекты, замороженные в предвыборный период.

4. **Рынок российских проектов остается рынком продавца.** Несмотря на ряд ограничений, в ближайшие годы теоретически доступных инфраструктуре средств по-прежнему будет больше, чем качественных проектов, которые реально готовы их привлечь. По нашей оценке, финансовые институты и иные спонсоры могут инвестировать минимум 2 трлн руб., и эта сумма покрывает минимальные потребности инфраструктуры. Если учесть средства, которые заложены на развитие в бюджет, то выходит, что денег в стране вполне достаточно. Но остро ощущается дефицит компетенций и правильно структурированных проектов.
5. **Количество денег растет не только в абсолютных цифрах, но и за счет прихода новых классов игроков.** Инфраструктуру «разморозили» для страховых компаний. Частные банки и несверхкрупные пенсионные фонды, ранее не интересовавшиеся рынком, делают первые пробы. Строительные компании, традиционно предпочитающие работать по классической подрядной схеме, начинают понимать, что так их портфели заказов не гарантированы, и тоже постепенно приходят в сегмент инвестиций через концессии и ГЧП.
6. **Потенциал рынка по инвестициям в инфраструктурные проекты остается недоиспользованным в основном в силу субъективных причин.** Многие банки, НПФы и другие финансирующие организации все еще «плохо знают предмет». Одновременно инициаторы чрезмерно увлекаются коммуникациями с госбанками. Впрочем, и с той и с другой стороны появляются исключения.
7. **Отраслевая структура проектов выравнивается, но по объему вложений лидирует по-прежнему транспорт.** По числу качественных,

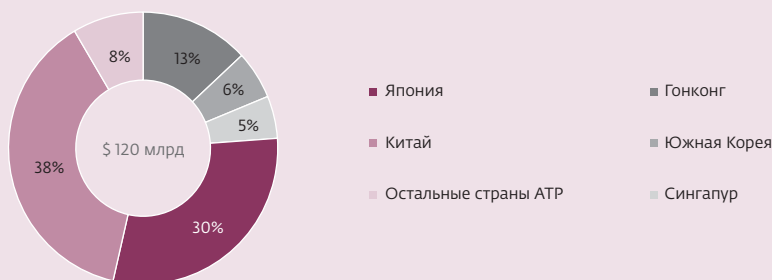
ОТРАСЛЕВАЯ
СТРУКТУРА
ПРОЕКТОВ



готовых привлечь инвестиции инициатив его довольно быстрыми шагами догоняют остальные сферы: в социальной инфраструктуре, ЖКХ и некоторых других отраслях проекты не столь дорогие, но соотношение затрат, будущей доходности и дополнительных возможностей монетизации зачастую более привлекательно.

8. **В последние годы инфраструктурный рынок оставался под влиянием не только экономических, но и политических факторов.** Политизированность инфраструктурного рынка вместе со спецификой общественных рисков особенно чувствуется в предвыборный период и сказывается на отборе запускаемых проектов, а также на сроках их реализации. В частности, ряд проектов — по социальным объектам и городскому благоустройству, которые можно «упаковать» в концессии и ГЧП — могли быть в большей степени направлены на реализацию предвыборной повестки. С другой стороны, многие капиталоемкие проекты в транспорте и «штрафные» концессии были отложены.
9. **Российская инфраструктура интересна иностранным инвесторам, но пока они занимают пассивную позицию.** Качественные проекты из крупного, среднего и малого среднего сегментов разбирают лидеры рынка, а зарубежным остаются мегапроекты либо проекты с перекосами. Будучи опытными игроками, на последнюю группу они даже не смотрят, а перспективных мегапроектов мало, как таковых. Впрочем, мы ждем, что отдельные проекты с участием иностранцев будут появляться на рынке в ближайшие годы, несмотря на ограничения.
10. **Среди наиболее перспективных зарубежных инвесторов в российскую инфраструктуру — страны Азиатско-Тихоокеанского региона.** Они продолжают наращивать внешние инвестиции, но Россия в распределении этих средств почти не участвует. Количество инфраструктурных проектов в стране с участием азиатских инвесторов хоть и растет, но все еще невелико. Последнее — прямое следствие недостатка проработанных проектов и активности отечественных финансовых мейджоров. Их возможностей пока хватает, чтобы профинансировать то небольшое, что доходит до реализации в России.

ПРОГНОЗНЫЕ ВНЕШНИЕ ИНВЕСТИЦИИ СТРАН АТР В ИНФРАСТРУКТУРУ, 2017



I.

Инфраструктура и бюджет

Долгое время бюджетная система оставалась практически единственным источником для развития инфраструктуры. Впрочем, в последние два года ситуация начала медленно меняться.

Сколько осталось в бюджете на инфраструктурные проекты? Как совместить жесткую бюджетную дисциплину и развитие инфраструктуры? Какие проекты в приоритете на ближайшие два-три года?

Чего ждали в 2016-м?

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ: ЧТО ОСТАЛОСЬ ПОСЛЕ СЕКВЕСТРА

В бюджете остается все меньше средств на развитие. Даже при среднегодовой цене нефти в \$40 за баррель (против \$32 по итогам I квартала 2016 года) доходы сократятся на 1,04 трлн руб. относительно утвержденных законом о бюджете, подсчитали в Центре развития ВШЭ. И если сохранять дефицит на уровне 3% ВВП, то расходы придется сокращать на 1,13 трлн руб. Для сравнения — на все расходные статьи открытых частей ФЦП на 2016 год было заложено 978 млрд руб.

По нашим оценкам, капитальные вложения в инфраструктуру (без «специального комплекса») в 2016 году составляли немногим более 500 млрд руб. — с учетом намеченного 10%-ного секвестра и обострившимися проблемами исполнения расходов. Это около 0,6% ВВП, или почти вдвое меньше уровня 2011 года.

РИСУНОК 1.
РАСХОДЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА НА ИНФРАСТРУКТУРУ
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КАЗНАЧЕЙСТВА, РАСЧЕТЫ INFRAONE

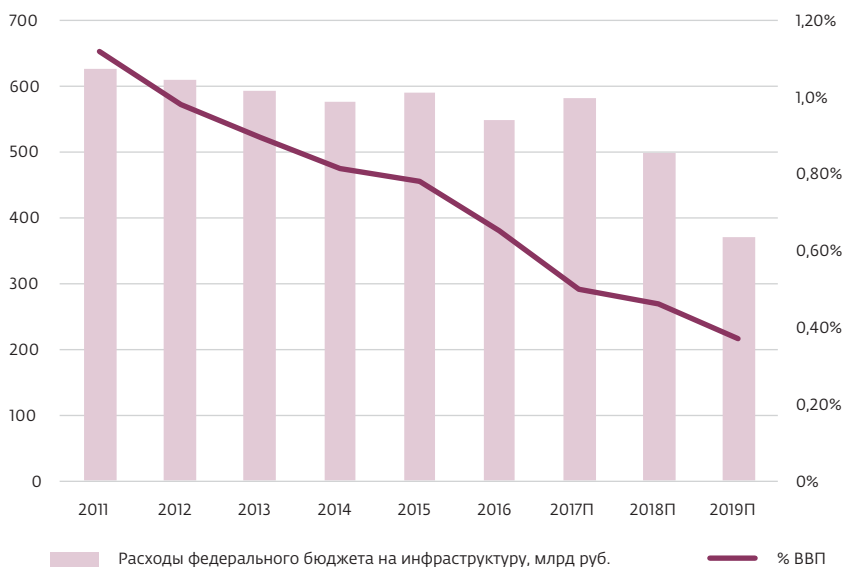


РИСУНОК 2.
РАСХОДЫ РЕГИОНОВ НА ИНФРАСТРУКТУРУ ПО ОТРАСЛЯМ В 2015 ГОДУ, МЛРД РУБ.
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КАЗНАЧЕЙСТВА, РАСЧЕТЫ INFRAONE



**РЕГИОНАЛЬНЫЕ
БЮДЖЕТЫ:
НЕ ДО ИНВЕСТИЦИЙ?**

Регионы начали резать расходы еще в 2015 году: 33 региона снизили расходную часть, подавляющее большинство из них сокращали раздел «Национальная экономика» — то есть капитальные вложения. Доля инвестиций в расходах регионов с 2008 года сократилась вдвое: с 22,1% до 11,7% в 2015 году, оценивал Минфин. Расходы регионов на инфраструктуру продолжали снижаться, несмотря на электоральное давление 2016–2018 годов. Собственных доходов не хватало, федеральная поддержка сокращалась (на нее, по оценкам S&P, приходилось до 40% капитальных вложений, а по оценкам InfraONE — около 35%). Существенно нарастить долг также не было возможности.

По нашим оценкам, в 2016 году регионы могли направить на инфраструктуру порядка 1,1 трлн руб. — эта сумма учитывает и текущее содержание, и развитие транспортной инфраструктуры, социального комплекса и ЖКХ, возможный секвестр в течение года и традиционно низкие темпы освоения средств. Причем, это лишь размер профильных ассигнований бюджета в пределах одного года. Если бы эти средства были инвестированы через концессии и ГЧП, в региональную инфраструктуру могло бы поступить почти 3,5 трлн руб. (по оценкам, среднее соотношение государственного и привлеченного финансирования в действующих проектах — 1:3,175).

Расходы бюджетной системы на инфраструктуру в 2016 году продолжали сокращаться в реальном выражении и составили 2,5% ВВП.

**РЕГИОНАЛЬНЫЙ ЗАПАС
ПРОЧНОСТИ ДЛЯ
ИНФРАСТРУКТУРЫ**

Задача развивать инфраструктуру не снимается, и все больше регионов видят инструменты ГЧП и концессий как легальный и безболезненный способ обойти текущие бюджетные ограничения. С учетом прогнозов по долгу и бюджетных нормативов, а также задела на срочные заимствования и их обслуживание, консервативная оценка для «средняков» и более благополучных регионов — еще 2,5–5% собственных доходов на «забалансовые» обязательства или до 250 млрд руб.

В то же время в половине регионов уровень долга превышал 60% доходов, в том числе в 12 из них долг был больше всех собственных доходов. Чем выше уровень долговой нагрузки, тем более консервативной стратегии придется придерживаться и в отношении «забалансовых» обязательств.

**ЗАБЫТЫЕ
ГОСУДАРСТВЕННЫЕ
ГАРАНТИИ**

Возможность предоставления инвесторам госгарантий напрямую зафиксирована в законе о концессиях 115-ФЗ (а с 2016-го и в законе о ГЧП 224-ФЗ). На практике госгарантии (как федеральные, так и региональные) применялись в весьма ограниченном количестве проектов, но время от времени они возвращаются в инфраструктурную повестку.

Интерес к ним проявляют, как правило, менее опытные участники инфраструктурного рынка, а также иностранные инвесторы, которые видят в госгарантиях внешне эффективный инструмент снижения рисков, не всегда зная, что в концессионных проектах есть более действенный инструмент так называемого «государственного гарантирования». Ряд условий самого концессионного соглашения и прямого (финансового) соглашения зачастую справляются с потребностями инвесторов даже эффективнее и надежнее, чем государственные гарантии.

ФЕДЕРАЛЬНЫЕ ГОСГАРАНТИИ — ВСЕ НА БОРЬБУ С КРИЗИСОМ

Федеральные госгарантии применялись на нескольких флагманских концессиях, и некоторые «горячие головы» инфраструктурного рынка до сих пор, со ссылкой на эти проекты, говорят о необходимости госгарантий. Госгарантии в первых проектах — скорее исключение, которое было необходимо, чтобы запустить пилотные концессии.

С одной стороны, получение федеральных гарантий — достаточно трудоемкий процесс для инвестора, с другой — Минфин (зачастую небезосновательно) полагает, что в большинстве случаев проекты можно структурировать и без госгарантий.

В федеральном бюджете на 2016 год были заложены госгарантии на общую сумму 175,3 млрд руб. — на инвестиционные проекты или «иные установленные правительством цели». Как показал 2015 год, с началом кризиса основной функцией госгарантий стала поддержка системообразующих предприятий. С конца 2014 года госгарантии получили «Трансаэро», «Уралвагонзавод», «Ютэйр», обсуждалось предоставление помощи ЧТПЗ, группе «ГАЗ», ОАК и др. Инвестиционных инфраструктурных проектов в этих обсуждениях не было, а антикризисная функция госгарантий сохранилась и в 2016–2017 годах.

На федеральном уровне госгарантии обсуждались для мегапроектов, попавших в политическую повестку. Остальным проектам рассчитывать на них не стоило. Тем более, что и в предыдущие годы из-за несовершенного регулирования не было возможности применять госгарантии максимально эффективно — то есть не для подстраховки всего проекта, а лишь ключевых точек риска.

СПЕЦРЕЖИМ ДЛЯ 1044

Следует различать еще один вид госгарантий, заложенных в федеральном бюджете — госгарантии под инструмент 1044 (соответствуют номеру постановления правительства о поддержке проектов, реализуемых на основе проектного финансирования). Они впервые появились в бюджете-2015 и являются составной частью механизма 1044. Такие гарантии обеспечивают дополнительный комфорт ЦБ при рефинансировании кредитов, выданных под инвестпроекты. При запуске инструмента предполагалось, что выдача гарантий в рамках программы 1044 будет почти автоматической, впрочем,

на практике все равно возникали сложности (подробнее см. «Заветные цифры 1044»).

**РЕГИОНАЛЬНЫЕ
ГАРАНТИИ —
НЕПОЗВОЛИТЕЛЬНАЯ
И НЕНУЖНАЯ РОСКОШЬ**

На пике «сытых» лет регионы достаточно активно выдавали госгарантии. К началу 2014 года их объем достиг 124,2 млрд руб. или 7% госдолга регионов (согласно Бюджетному Кодексу, гарантии полностью учитываются в составе госдолга субъекта). Региональные госгарантии применяются в различных региональных инвестпроектах, но практически не используются для ГЧП и концессий.

Инвесторы, и прежде всего — финансовые спонсоры, как правило, не воспринимают региональные госгарантии как реальный инструмент подстраховки проекта. Во-первых, с учетом ситуации с большинством региональных бюджетов в нужный момент у регионов может просто не хватить средств на исполнение выданных гарантий. Во-вторых, многие регионы в своем законодательстве предусмотрели субсидиарную ответственность по обязательствам гаранта: то есть кредитор сможет обратиться к государственному партнеру только после того, как предпримет все необходимое для взыскания со своего заемщика. Такой гарантийный механизм также не устраивает финансовых спонсоров.

Госгарантии активно применялись в первых концессиях и проектах ГЧП, но практика показала, что проекты могут быть эффективно структурированы и без них.

У регионов на развитие инструмента просто нет денег. Кроме того, госгарантии регионов давно беспокоят федеральный Минфин, и он рекомендовал ограничить их выдачу.

В 5–7 продвинутых регионах со сравнительно стабильным финансовым положением госгарантии еще могли представлять интерес для инвесторов в концессии и ГЧП. Но как раз эти регионы понимали, что есть иные способы структурирования проектов, не требующие госгарантий — в частности, инструменты гарантирования внутри договоров концессии и прямых (финансовых) соглашениях, заключаемых на их основе.

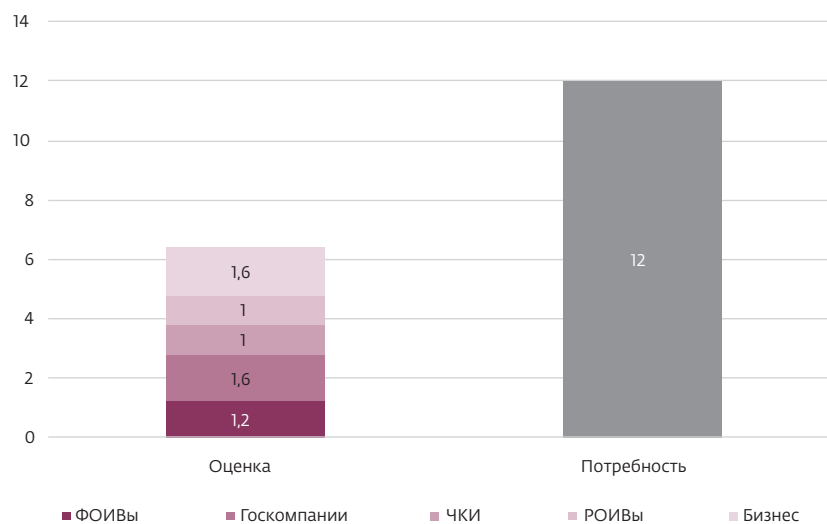
**ВОЗМОЖНО ЛИ
В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ
ФОРМИРОВАНИЕ
ГОСУДАРСТВЕННОГО
ПОСЕВНОГО ФОНДА?**

Посевные фонды достаточно распространены в зарубежной практике: это могут быть и частные инвестиционные фонды, и национальные или международные инициативы. В России еще не сформировались такие фонды. Подобную структуру можно было бы создать на основе одного из действующих институтов развития, у большинства из которых нет мандата на такую деятельность, зато есть простаивающие средства, которым не хватает качественных проектов.

Один из примеров — основанный в группе ВЭБа Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ, подробнее см. «РФПИ: год после развода»). Его специализация — акционерное финансирование, а большинство проектов, которые выставляются на рынок, ориентированы исключительно на долговое финансирование. Но инвестиции на посевной стадии размоют его фокус, поэтому такое преобразование маловероятно в ближайшие годы, и проблема посевных инвестиций вряд ли найдет быстрое системное решение.

РИСУНОК 3.
ФИНАНСИРОВАНИЕ
НА ПОСЕВНОЙ СТА-
ДИИ, 2015 ГОД (МЛРД
РУБ.)

ИСТОЧНИК: ОПРОСЫ
УЧАСТНИКОВ РЫНКА,
РАСЧЕТЫ INFRAONE



«ПЕРЕКОШЕННЫЕ» ПРОЕКТЫ

Отсутствие посевного фонда и некачественная подготовка проектов могут повлечь проблемы на любой из дальнейших стадий. Один из примеров — так называемые «перекошенные» проекты: если будущие параметры проекта формируют банки или подрядчики, а у публичной стороны нет четко сформулированной детальной позиции, то инвесторы постараются максимизировать выгоды и проект будет «перекошен» в сторону их интересов.

Существует множество причин перекоса проектов: это и многогранная проблема «квалифицированного заказчика» (экономия на подготовительной стадии, сжатые сроки запуска проекта и др.), и общая несбалансированность рынка в пользу интересов финансовых спонсоров и ряд иных.

Перекос проекта может выражаться в параметрах финансирования, распределении обязательств и рисков, особых обстоятельствах и др. Один из недавних примеров — проект автодороги в Коми. Региональные власти приняли решение пересмотреть параметры проекта, чтобы сбалансировать интересы инвестора и государства, хотя концессионный проект уже был запущен и даже вошел в программу 1044. Длительное время проект был на грани отмены в виду несбалансированности интересов сторон, весь рынок следил за этим процессом. Но в итоге его удалось сдвинуть

с мертвой точки в относительно сжатые сроки: спустя 9 месяцев после подписания концессионного соглашения было заключено прямое соглашение между регионом и финансовым спонсором проекта, Газпромбанком.

В отсутствие квалифицированных инвестиций на посевной стадии проекты нередко формируются инициаторами или спонсорами с «перекосом» в сторону собственных интересов.

Выявление «перекоса» на ранней стадии — один из наиболее благоприятных сценариев в такой ситуации, хотя и приводит к пробуксовке проекта. Сохранение дисбаланса в дальнейшем приводит к «неожиданным» дополнительным расходам бюджета (которые на самом деле были заложены в соглашении через обязательства сторон и распределение рисков) или пробуксовке на еще более чувствительных стадиях — во время строительства или при сдаче в эксплуатацию.

БУДУЩЕЕ НЕСБАЛАНСИРОВАННЫХ ПРОЕКТОВ

Учитывая, что рынок подготовки проектов пока не сложился, а внимание к эффективности бюджетных расходов возросло, в будущем мы можем вновь стать свидетелями пробуксовки проектов, сделанных инвесторами с перекосом в собственную сторону — как новых,

ТАБЛИЦА 1.
ПРИМЕРЫ ЗАРУБЕЖНЫХ
ФОНДОВ ПОДГОТОВКИ
ПРОЕКТОВ
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ
ФОНДОВ И БАНКОВ
РАЗВИТИЯ

Название	Страны действия	Капитал	Доноры/ Инвесторы	Деятельность
EBRD Infrastructure Project Preparation Facility (IPPF)	Все страны, где ведет свою деятельность ЕБРР	€40 млн	Доноры ЕБРР	Оплачивает услуги консультантов по подготовке проектов ГЧП
Public-Private Partnership Project Preparation in the Southern and Eastern MEDiterranean (MED 5P)	Египет, Иордания, Ливан, Марокко, Тунис	€5 млн	EU Neighbourhood Investment Facility, European Investment Bank	Финансирование для юридической, финансовой и технической подготовки проектов ГЧП
NEPAD Infrastructure Project Preparation Facility (NEPAD-IPPF) Special Fund	Страны Африки	\$46 млн	African Development Bank, ряд стран ЕС, США и Канада	Гранты на подготовку и сопровождение проектов
Asia Pacific Project Preparation Facility (AP3F)	Страны АТР	\$73 млн	Asian Development Bank, Япония, Канада, Австралия	Поддержка органов власти при подготовке инфраструктурных проектов ГЧП
Inter-American Development Bank Project Preparation Facility (PPF), Project Preparation and Execution Facility (PROPEF)	Страны Латинской Америки	\$6,5 млн	Inter-American Development Bank	Гранты на подготовку и сопровождение проектов

так и действующих, которым придется пройти через реструктуризацию. Пик таких реструктуризаций может прийти на 2018 год и наиболее вероятен на региональном уровне.

АВАНСИРОВАНИЕ ПОД УГРОЗОЙ

Еще более существенная угроза для инфраструктурного рынка — новый порядок авансирования. Ужесточение правил может оставить подрядчиков без авансов, усугубляя их непростое положение.

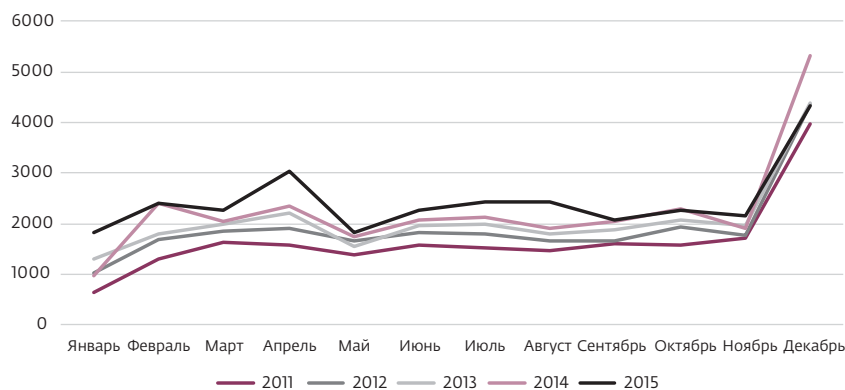
В кризисной ситуации традиционные проблемы бюджетной дисциплины становятся еще более существенным ограничением для инфраструктурного рынка.

На конец третьего квартала 2015 года нереализованных авансов (фактически перечислены, но не используются) только за счет федерального бюджета скопилось на 4,1 трлн руб., оценивала Счетная палата. Для сравнения: это около 25% всех расходов федерального бюджета, запланированных на 2016 год.

В 2016 году Минфин существенно ужесточил предоставление авансов: по заявлениям руководства ведомства, деньги будут выделяться только «под потребности» и на счета в Казначействе. Мера задумывалась как способ эффективнее доводить авансы до экономики. Но на практике рынок мог вообще лишиться авансирования. С учетом формирующегося административного тренда госзаказчики могли перестраховаться и полностью отказаться от авансов, чтобы потом не пришлось доказывать их обоснованность проверяющим.

Для подрядчиков авансы фактически являются возможностью пополнить оборотные средства. Без авансирования и с учетом неритмичных выплат и традиционного переноса на конец года основных контрактных платежей многим придется кредитоваться, причем по все более высоким ставкам.

РИСУНОК 4.
ТЕМПЫ ОСВОЕНИЯ
КОНСОЛИДИРОВАННОГО БЮДЖЕТА В 2011–2015 ГОДАХ, МЛРД РУБ.
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ
КАЗНАЧЕЙСТВА, РАСЧЕТЫ INFRAONE



Из общего жесткого порядка авансирования могут делаться исключения для крупных «политических проектов» — например, для объектов, которые создаются к Чемпионату мира по футболу. Ведь неритмичное финансирование и проблемы подрядчика могут быстро превратиться в проблемы заказчика, а на проектах с «внешними дедлайнами» власти стремятся минимизировать подобные риски. Так, подрядчикам, которые возводят стадионы к чемпионату, уже перечислено 50% средств на строительство — такое обязательство госзаказчика предусмотрено законом о подготовке и проведении Чемпионата мира по футболу.

По мере приближения сроков ввода в эксплуатацию аналогичный порядок может быть предусмотрен и по другим проектам, которые будут признаны «политическими» — например, если они создаются для международного события или имеют особую важность в контексте электоральной кампании (подробнее см. раздел «Инфраструктура и власть»).

Тренды 2017+

**ЖИЗНЬ ПОСЛЕ
СЕКВЕСТРА: НА ЧТО
РАССЧИТЫВАТЬ
ИНФРАСТРУКТУРЕ? ИЛИ
НА КОГО?**

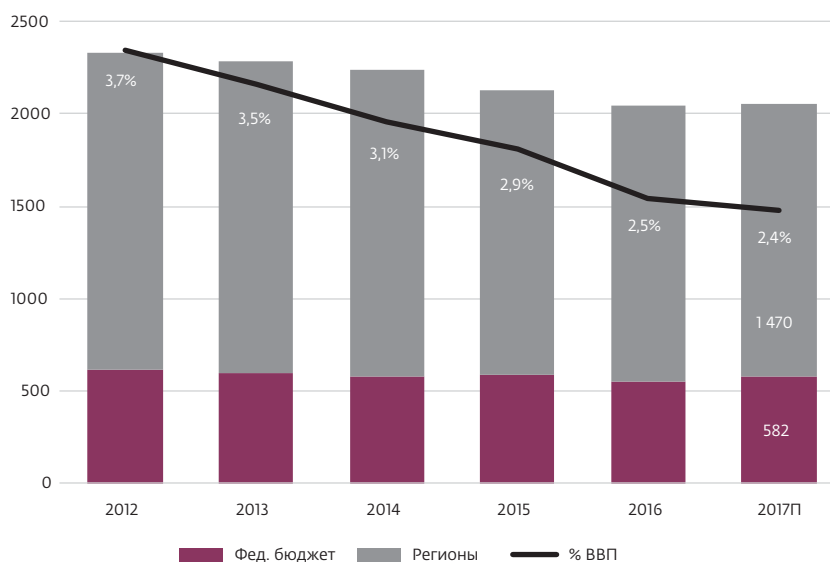
Расходы бюджетной системы на инфраструктуру за последние пять лет сократились с 3,7% ВВП до 2,5% (см. рисунок 5), причем большая часть этих денег уходит на ремонты и модернизацию уже существующих объектов, а не на создание новых.

Несмотря на это в стране появляются новые мосты, путепроводы, дороги, линии городского транспорта, детские сады, поликлиники, мусороперерабатывающие заводы и другая инфраструктура. Но темпы ее создания значительно медленнее, чем требуется.

Объем вложений в строительство в номинальном выражении снижается с 2005 года, но напрямую из бюджетов финансируют менее трети всех строек. Мы полагаем, что в ближайшие два года инвестиции государства будут и дальше сокращаться, в первую очередь это коснется инфраструктуры.

РИСУНОК 5.
РАСХОДЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА ИНФРАСТРУКТУРУ, МЛРД РУБ.

ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ
КАЗНАЧЕЙСТВА, РАСЧЕТЫ INFRAONE



**ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ:
«ГОЛОДНАЯ ТРЕХЛЕТКА»?**

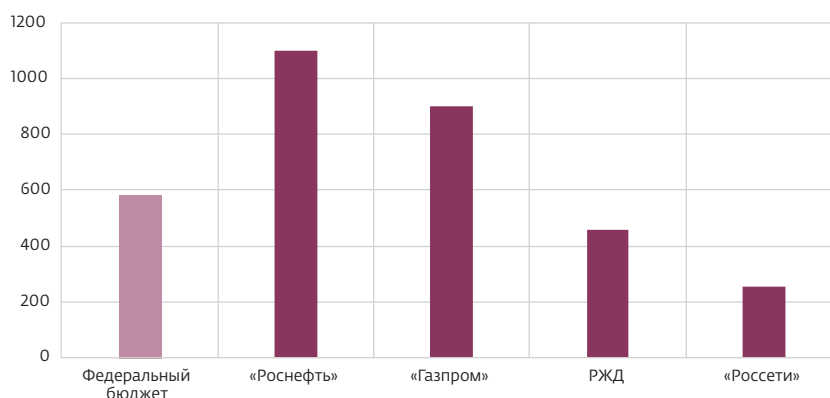
В ближайшие три года правительство планирует последовательно сокращать расходы, чтобы снизить дефицит бюджета. Без учета инфляции в 2019 году собираются потратить на 253,8 млрд руб. меньше, чем в 2017-м, но дефицит все равно сохранится на уровне 1,2% ВВП.

Бюджетные инвестиции будут сокращаться вслед за расходами. По нашим оценкам, в 2017 году объем чистых капитальных вложений в инфраструктуру из федерального бюджета, в том числе спецпроекты типа Керченского моста (но без учета гособоронзаказа, взносов в уставные капиталы компаний и затрат на эксплуатацию), еще останется на прежнем уровне — около 500 млрд руб.,

но к 2019 году достигнет минимума — приблизительно 400 млрд руб. (см. рисунок 6), или всего 0,4% ВВП. Для сравнения, инвестиционная программа «Газпрома» на 2017 год вдвое больше — 900 млрд руб., а запланированные инвестиции РЖД сопоставимы с бюджетными вложениями в инфраструктуру — 460 млрд руб.

Если продолжить цепочку, то капитальные вложения «Роснефти» на этот год — 1,1 трлн руб., «Россетей» — 254,2 млрд руб.: выходит, государство далеко не лидер по инвестициям в инфраструктуру, а некоторые монополии ему буквально «дышат в спину» по объему инвестиций.

РИСУНОК 6.
РАСХОДЫ НА ИНФРАСТРУКТУРУ
В 2017 ГОДУ: ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ И ГОСКОМПАНИИ, МЛРД РУБ.
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КАЗНАЧЕЙСТВА, ДАННЫЕ КОМПАНИЙ, РАСЧЕТЫ INFRAONE



«ПЕРЕЭКОНОМИЛИ» — ТАК ЛИ ВСЕ ПЛОХО С ФЕДЕРАЛЬНЫМ БЮДЖЕТОМ?

Бюджет на 2017-й и плановые 2018–2019 годы верстали исходя из прогнозной цены нефти в \$40 за баррель и доллара за 67,5 руб. Несмотря на этот довольно пессимистичный сценарий, на деле все оказалось не так плохо: в январе-сентябре 2017-го средняя цена барреля Urals составила \$50,55, а средний курс доллара был равен 58 руб.

Минфин в своих прогнозах достаточно консервативен и ожидает, что нефть будет колебаться на уровне \$40–60 за баррель в следующие три года, но даже так выходит, что бюджет сверстан по минимальной границе, что создает значительный потенциал для снижения дефицита. Объем дополнительных поступлений, по оценке самого министерства, может составить от 1 до 1,5 трлн руб., потенциально эта сумма покрывает до 50% дефицита бюджета. Впрочем, пока ведомство намерено направлять излишки в резервы только для покрытия недостачи в случае резкого падения нефтяных цен.

Мы считаем, что, по сравнению с прошлым годом, перспективы бюджета значительно оптимистичней, не в последнюю очередь благодаря проведенной в последние два года оптимизации. Но даже если сработают самые позитивные факторы, мы не ждем, что это серьезно скажется на объеме инвестиций государства в инфраструктуру. На дополнительные субсидии из бюджета, по нашему мнению, смогут претендовать только «особые» государственные проекты.

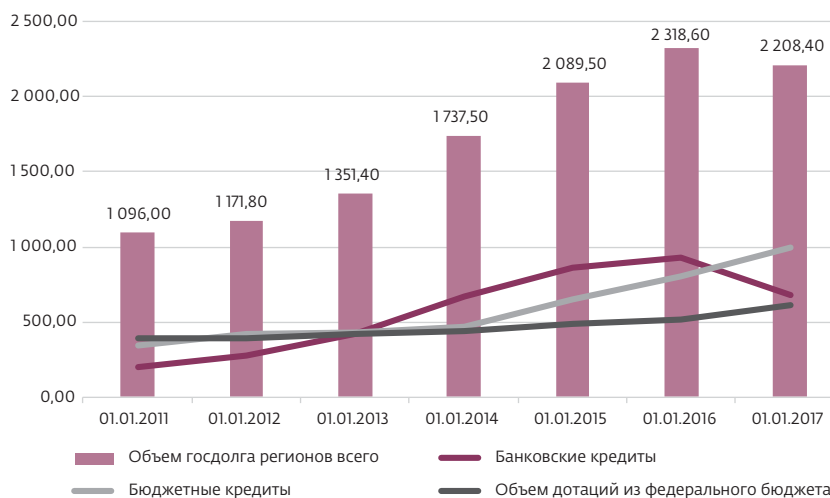
**ДОТАЦИИ ДЛЯ
РЕГИОНОВ: ШАНС
ВЕРНУТЬСЯ К ГОСЗАКАЗУ?**

У регионов тоже почти не остается денег на инвестиции. По крайней мере, так представляется на первый взгляд. Их бюджеты в основном дефицитные, доходы растут слишком медленно, а поддержка из федерального бюджета сокращается — за 2016 год объем трансфертов снизился на 2,4%, а в следующие три года станет меньше еще на 6%. По прогнозу S&P, из-за роста дефицита бюджетов прямой долг регионов превысит 43% объема доходов к 2019 году. Для сравнения, в 2016 году долг составлял лишь 23,7%. Если анализировать конкретные территории, ситуация выглядит еще более критичной — долг половины регионов к концу 2018 года превысит 60% их текущих доходов, отмечают аналитики.

Чтобы поддержать субъекты и скорректировать динамику их долга, Минфин несколько лет назад начал замещать банковские кредиты более дешевыми бюджетными. Но и они требуют обслуживания, пусть минимального. В 2017 году вместо кредитов регионам решили выделить дотации (см. рисунок 7).

Позволят ли бесплатные деньги вновь инвестировать в инфраструктуру через госзаказ? Скорее всего, нет. Дотации даются только на один год, поэтому любой более длительный проект рискует быть замороженным. Дополнительно занять на стройку не получится: одно из условий выделения денег — запрет на новые банковские кредиты и требования по оздоровлению финансовой системы региона. Да и кредитовать под будущие поступления при нынешнем состоянии консолидированного бюджета не станет ни один финансовый институт.

РИСУНОК 7.
СТРУКТУРА ГОСДОЛГА РЕГИОНОВ И ДОТАЦИИ ИЗ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА, МЛРД РУБ.
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ МИНФИНА

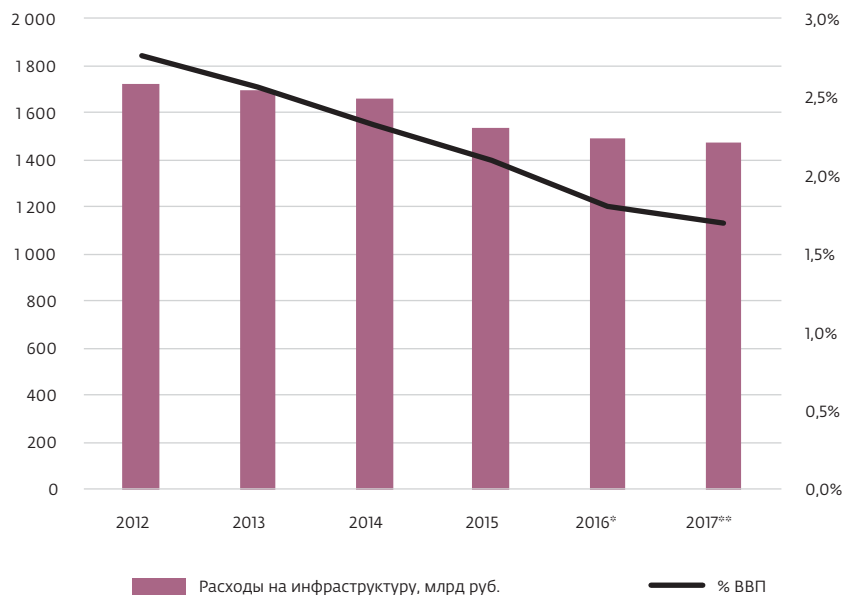


**СКОЛЬКО РЕГИОНЫ
ВСЕ ЖЕ ПОТРАТЯТ
НА ИНФРАСТРУКТУРУ?**

Основные затраты бюджетов большинства субъектов приходятся на текущие расходы. На инвестиции идет лишь 5% всех расходов, посчитали в АКРА. Заметно больше на развитие тратят только в Москве и Санкт-Петербурге — в среднем 19% всех расходов.

По нашей оценке, в 2017 году регионы могут направить на инфраструктуру до 1,5 трлн руб., но в эту сумму входят и расходы на текущее содержание и ремонт, и на и строительство транспортной инфраструктуры, социальных объектов и ЖКХ. Если хотя бы половину этих денег инвестировать через ГЧП и концессии, то инвестиции в инфраструктуру выросли бы почти до 4 трлн руб. При том, что минимальный объем потребностей составляет только 2 трлн руб.

РИСУНОК 8.
РАСХОДЫ БЮДЖЕТОВ СУБЪЕКТОВ НА ИНФРАСТРУКТУРУ
ИСТОЧНИК: ДАННЫЕ КАЗНАЧЕЙСТВА, РАСЧЕТЫ INFRAONE



ЗАЧЕМ РЕГИОНАМ ГЧП И КОНЦЕССИИ?

Обязательства по соглашениям на условиях государственно-частного или муниципально-частного партнерства и по концессиям на долговой нагрузке регионов чаще всего никак не отражаются. Они формируют так называемые «параллельные обязательства», которые Минфин пока не учитывает при оценке сбалансированности региональных бюджетов. Эти обязательства в российской и иностранной практике именуют еще и «забалансовыми».

Позиция министерства вполне разумна, потому что, например, включенный в условия концессии минимальный гарантированный доход, как показывает практика, скорее всего, так и не станет реальными выплатами, а часть обязательств по такому соглашению может вообще не иметь прямого финансового исчисления. В том случае, если все же придется платить, то, скорее всего, не в полном объеме, а только в части. Она и будет учтена в следующем бюджете.

Число регионов, заинтересованных в ГЧП и концессиях, год от года растет: с помощью этих инструментов субъекты получают

* Оценка InfraONE.

** Прогноз InfraONE.

возможность поддержать поток инвестиций в инфраструктуру, несмотря на недостаток средств в бюджете.

ПОЧЕМУ НЕ СТОИТ БОЯТЬСЯ МГД?

Минимальный гарантированный доход (МГД) — инструмент, довольно часто используемый при структурировании концессий, но при этом до сих пор необоснованно вызывающий страхи и опасения у публичной стороны.

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

Используя этот инструмент, властям полезно помнить — в бюджет закладывается не весь объем МГД до конца действия концессионного соглашения, а лишь та небольшая часть, которая может сработать в текущем налоговом периоде. Остальная сумма потенциальных обязательств остается за балансом долга, а следовательно не сказывается на финансовых показателях.

По нашей оценке, из 100 концессий с МГД он срабатывает в 10–15% случаев, при этом объем средств, который приходится возмещать инвестору, редко превышает 10–12% от суммы в годовом исчислении.

Сейчас многие проекты, готовые к запуску, структурированы именно с использованием МГД. Полагаем, что использование МГД в концессиях и ГЧП сохранится в качестве тренда для инфраструктурного рынка и на 2018 год. Причем в перспективе для государства это хороший способ заместить капитальный грант, который в отличие от МГД имеет фиксированное денежное выражение и выплачивается «сразу» — в более короткий период строительства. В то же время, заложенная в концессию гарантия минимального дохода размывается по периоду эксплуатации, а время платить может так и не наступить.

«ЗАБАЛАНСОВЫЕ» ОБЯЗАТЕЛЬСТВА: КАК ПОМОЖЕТ РЕГИОНАМ ПРОЕКТНЫЙ ПОДХОД

Согласно нашим расчетам, совокупные забалансовые обязательства российской бюджетной системы по итогам 2016 года составляли порядка 400 млрд руб.

Единого мнения насчет привлечения инвестиций через формирование параллельных обязательств у участников рынка и регуляторов во всем мире нет.

По такому принципу, например, отражается в будущих бюджетных периодах разница между «планом» и «фактом» минимального гарантированного дохода концессионера (МГД). Только эта дельта будет учитываться в бюджете на следующий период (для тех концессий, где это применимо), а не весь плановый МГД, который,

несмотря на общее заблуждение, является лишь расчетным ориентиром. При этом, во многих проектах МГД и вовсе не срабатывает, то есть предмет для дискуссии отсутствует.

С одной стороны, то, что долг не отражается на балансе, не означает, что его нет. С другой стороны, он не отражается в полном объеме во многих случаях именно потому, что никогда не наступит.

Но это лишь один из источников забалансовых обязательств. Есть еще платежи государства за создание объектов государственной собственности (капитальный грант) или компенсация эксплуатационных расходов и другие. Они могут (но редко) выходить за пределы одно-, трехлетнего бюджетного цикла и быть рассчитаны на длительный период.

В большинстве случаев, когда говорят о «забалансовых обязательствах», смешивают в одну кучу капитальный грант, эксплуатационную субсидию (которая тоже может быть меньше плановой) и МГД (который может и вовсе не наступить).

Обязательства, которые принимает на себя государство, заключая концессии и ГЧП, в большинстве случаев выходят за бюджетный цикл и далеко не всегда в принципе «срабатывают». На деле указанные 400 млрд руб. могут оказаться 150 или даже 100 миллиардами, но такой статистики в России не ведется. Как, впрочем, и в большинстве стран.

Пока, по нашей оценке, общий объем «забалансовых» долгов российских бюджетов не превышает 3% всех «открытых» обязательств страны и составляет всего 0,5% ВВП (см. рисунок 9). Такой уровень «параллельного» долга не кажется критичным: при сохранении темпов роста госдолга в среднем на 3% в год к 2025 году объем «забаланса» в России достигнет максимум 24% всех обязательств.

Доля долгов страны с учетом «параллельных» обязательств едва превышает 17,5% ВВП («забаланс» в них всего 0,5% ВВП), для сравнения в Китае этот показатель составляет почти 240% ВВП (с долей забаланса в нем 64%), и государство эту нагрузку выдерживает, хоть и балансирует на грани (см. рисунок 10 и подробнее см. «Чем полезен и опасен «забаланс»: победы и ошибки Китая»).

Конечно, наращивать «скрытый» долг до бесконечности нельзя, но учитывая, что в концессионных и ГЧП соглашениях он, как правило, разнесен по годам, нынешний уровень задолженности регионов не кажется критичным.

Мы считаем, что российские регионы и федеральный бюджет вполне способны справиться с нынешними «забалансовыми» обязательствами и даже их нарастить. С учетом недостатка на рынке проектов для финансирования и среднем приросте «забаланса» примерно на 30% в год (оценка InfraONE), момент, когда долг перестанет быть незначительным, по нашему мнению, наступит примерно через 8–10 лет.

РИСУНОК 9.
ДИНАМИКА ГОСДОЛГА И ПРОГНОЗ РОСТА ЗАБАЛАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ РОССИИ, 2012–2025 ГОДЫ

ИСТОЧНИК: РОССТАТ, ДАННЫЕ МИНФИНА, IMF, АНАЛИЗ, РАСЧЕТЫ И ПРОГНОЗ INFRAONE

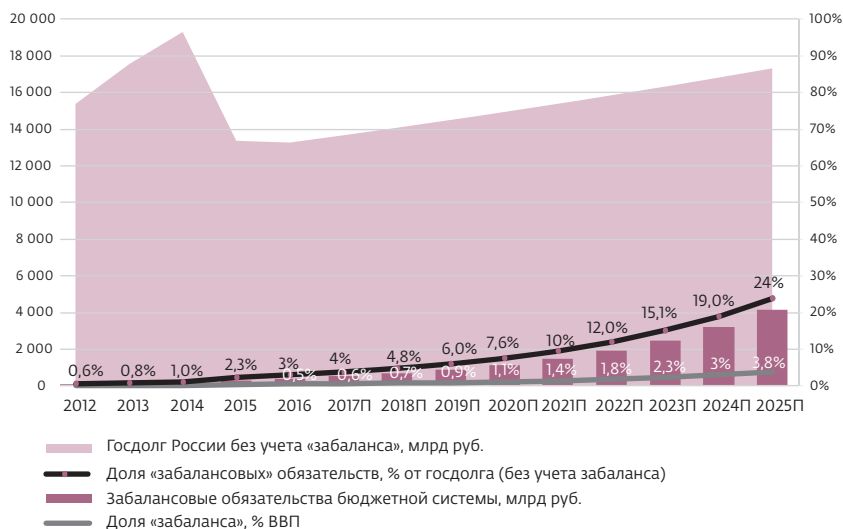
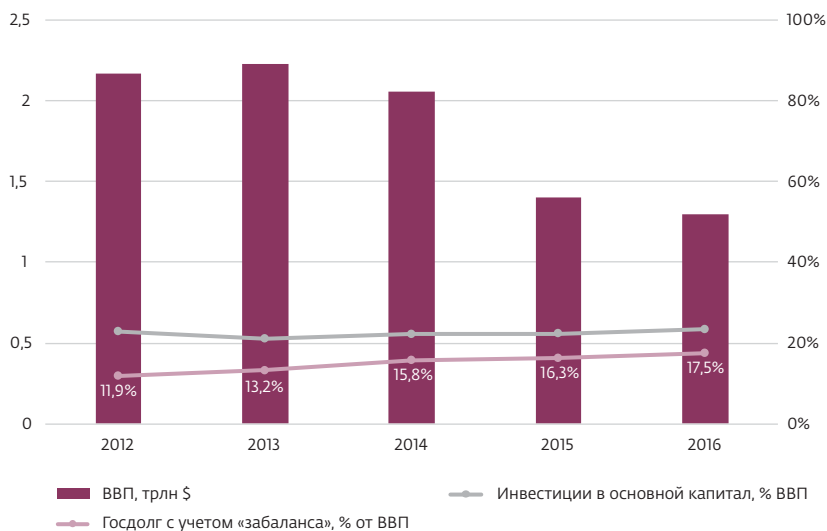
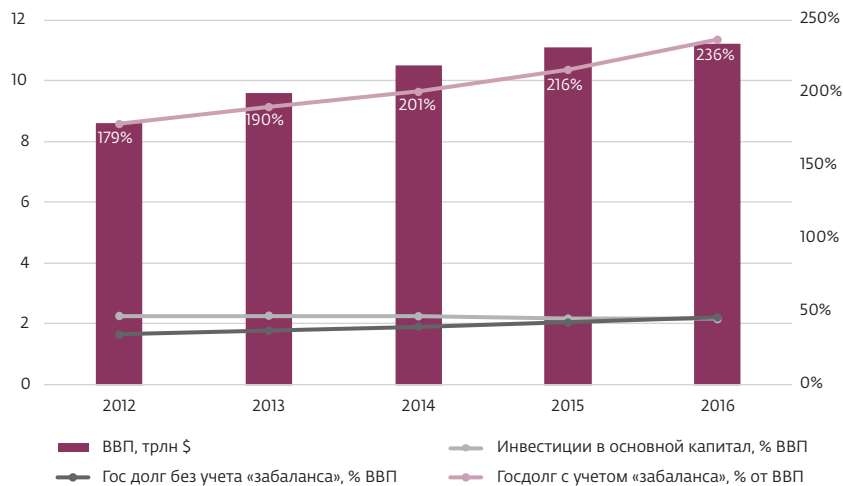


РИСУНОК 10.
ДИНАМИКА ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ РОССИИ И КИТАЯ, ВКЛЮЧАЯ «ЗАБАЛАНС»

РОССИЯ
ИСТОЧНИК: IMF, РОССТАТ, АНАЛИЗ И РАСЧЕТЫ INFRAONE



КИТАЙ
ИСТОЧНИК: IMF, NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA, АНАЛИЗ И РАСЧЕТЫ INFRAONE



**ПРОЕКТЫ И БЮДЖЕТ:
КАКИЕ ОТРАСЛИ ЕЩЕ
ЖДУТ ГОСПОДДЕРЖКИ,
А КОМУ ПРОСТО НЕ НАДО
МЕШАТЬ?**

В большинстве уже реализующихся в России концессионных и ГЧП-проектов соотношение бюджетных инвестиций к частным в среднем 3:1. Примерно в 60 проектах, которые, по нашей оценке, могут быть запущены в ближайшие год-два, оно на уровне около 30% бюджетных вложений к 70% частных (если не брать в расчет наиболее тяжелые с точки зрения капитальных затрат проекты в сфере транспорта). В идеале этот показатель должен достичь 1:3.

Полагаем, на горизонте двух-трех лет больше шансов запуститься будет у тех проектов, которые в меньшей степени ориентированы на прямое участие государства: за счет капитального гранта на этапе строительства, либо эксплуатационного платежа, МГД и прочих гарантированных платежей — на этапе эксплуатации.

То есть наиболее перспективны для запуска проекты из группы А таблицы 2 — все, что касается дорожного сервиса, благоустройства, сфер культуры и развлечений, ЖКХ и прочих. Также неплохие шансы, на наш взгляд, у группы В, причем здесь, вероятно, будет проще проектам из нижней части таблицы, где капзатраты значительно ниже эксплуатационных. А вот те объекты, которые нуждаются в более серьезных вложениях государства, скорее всего, будут

ТАБЛИЦА 2.
ПРИМЕРЫ СУБСИДИРОВАНИЯ ПРОЕКТОВ ГОСУДАРСТВОМ НА СТАДИЯХ СТРОИТЕЛЬСТВА И ЭКСПЛУАТАЦИИ (КОНЦЕССИИ, ГЧП, ДИСЫ И ПР.)^{*} МЫ АНАЛИЗИРОВАЛИ КАК СДЕЛКИ «НА СТОЛЕ», ТАК И УЖЕ ДЕЙСТВУЮЩИЕ ПРОЕКТЫ
ИСТОЧНИК: АНАЛИЗ INFRAONE

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

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

Группа А — светло-фиолетовый, **Группа В** — фиолетовый, **Группа С** — темно-фиолетовый

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

запускаться в основном в тех случаях, когда их удастся структурировать так, чтобы снизить потребности в бюджетном финансировании за счет более детального распределения рисков.

В сегментах, оставшихся пустыми, сделки тоже возможны, но в 2017–2018 годах они будут скорее исключениями, так как предполагают слишком большую ответственность государства, либо частной стороны.

ОТ ГАРАНТИЙ К ГАРАНТИРОВАНИЮ

Хоть в законах о концессии и ГЧП закреплена возможность предоставления инвесторам федеральных и региональных госгарантий, о них инфраструктурным проектам стоит забыть.

Федеральные гарантии более-менее активно применялись на первых концессиях. Как правило, Минфин необходимости в них не видит, и чаще всего он прав: большинство проектов можно структурировать без госгарантий.

В регионах дела обстоят еще печальнее — объем долга у них такой, что они просто не могут себе позволить воспользоваться этим инструментом. И даже если попытаются, инвесторы уже давно не воспринимают эту меру поддержки всерьез. Во-первых, у регионов чаще всего просто нет денег, чтобы заплатить, кроме того в некоторых субъектах к госгарантиям применяется субсидиарная ответственность, что существенно снижает ценность гарантийного механизма.

Стоит иметь в виду, что регионы из топ-10 все же могут предоставлять «уважаемые рынком» гарантии. Но они знают им цену и не слишком торопятся их давать, придерживая для иных случаев. За аксиому здесь берется утверждение, что ГЧП и концессии можно делать, используя иные инструменты господдержки. Часто их мнение не беспочвенно.

Мы считаем, что, вопреки расхожему заблуждению, госгарантии больше не в авангарде рынка. Они не исключены в единичных проектах, но трендом быть перестали.

В концессиях и прямых (финансовых) соглашениях, заключаемых на их основе, есть другие более действенные механизмы государственного гарантирования. С высокой степенью уверенности можно говорить, что в ближайшие годы проекты будут осуществляться именно с использованием таких механизмов, а инвесторы привыкнут к мысли, что бесплатных государственных денег на инфраструктуру в стране больше нет.