

ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ, СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ БИЗНЕСА

FOREIGN PRACTICE OF INVESTING IN INFRASTRUCTURE PROJECTS OF INSTITUTIONAL INVESTORS, CORPORAL GOVERNANCE OF BUSINESS

*M. Valishina
E. Valishin*

Summary. The features of international investment practice by institutional investors in infrastructure projects, the social responsibility of business and social governance and the possibility of using it in Russia are considered. The authors pay attention at international practice of investing in infrastructural projects with pension funds, insurance companies. Analyze of investing in infrastructure of investors, carried out according to foreign practice, has confirmed that institutional investors have enormous resources and are successful dedicated investors. It was concluded the largest pension funds, investment funds began to consolidate with management companies for infrastructure projects, paying attention on looking for new sources of profit and the improvement of investment risk diversification, the authors substantiated that, in this process, they go beyond the traditional asset classes, analyzing the internationale practice of investing in infrastructure that a new asset class is being formed is unlisted illiquid infrastructure assets.

Keywords: Institutional investors, diversification of investment risk, new class of assets, unlisted illiquid infrastructure assets, distribution of the principle of responsible investment, socially important projects, social responsibility of business, corporal governance, societies for project financing, attraction of syndicated loans, regulation.

Валишина Марина Евгеньевна

*К.э.н., Советник Генерального директора,
АО «Негосударственный пенсионный фонд
«БЛАГОСОСТОЯНИЕ», Москва
MValishina@npfb.ru*

Валишин Евгений Николаевич

*К.псх.н., доцент, Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации, Москва
ewgeni-v@rambler.ru*

Аннотация. Рассматриваются особенности зарубежного опыта инвестирования институциональными инвесторами в инфраструктурные проекты, социальная ответственность бизнеса и возможность применения его в России. Авторами проанализирован зарубежный опыт инвестирования инфраструктурных проектов пенсионными фондами, страховыми компаниями. Анализ, инвестирования институциональными инвесторами инфраструктурных проектов, проведенный по зарубежной практике, подтвердил, что институциональные инвесторы обладают огромными ресурсами и являются успешными инвесторами. Сделан вывод, что крупнейшие пенсионные фонды, инвестиционные фонды стали консолидироваться с управляющими компаниями по инфраструктурным проектам, растет уровень их социальной ответственности, ищут новые источники прибыли и улучшение диверсификации инвестиционного риска, авторы обосновали, что, в этом процессе они выходят за пределы традиционных классов активов, анализ зарубежного опыта инвестиций в инфраструктуру показал, что формируется новый класс активов это нелистинговые неликвидные инфраструктурные активы.

Ключевые слова: Институциональные инвесторы, диверсификация инвестиционного риска, новый класс активов, нелистинговые неликвидные инфраструктурные активы, распространение принципа ответственного инвестирования, социально важные проекты, социальная ответственность бизнеса, специализированные общества проектного финансирования, привлечение синдицированных кредитов, регулирование.

Согласно оценкам ОЭСР, с 2015 по 2030 год глобальные потребности в новых инфраструктурных активах составляют \$90 трлн., что больше, чем стоимость существующего фонда инфраструктуры во всём мире. Чтобы удовлетворить эти потребности, ежегодные инвестиции в инфраструктуру должны удвоиться с нынешних \$3 трлн. до \$6 трлн., однако текущие совокупные ассигнования на инфраструктуру не соответствуют этим уровням. Проведенный анализ практики инвестирования показал, что сегодня на рынок финансирования инфраструктурных проектов выходят институциональные инвесторы, которые обладают огромным потенциалом денежных средств. Институциональные инвесторы тра-

диционно играют важную роль для рынков капитала и экономики в целом. По данным аналитиков дефицит по инфраструктуре сегодня, составляет около 0,8 трлн. долл.США или 3,8% мирового ВВП ежегодно до 2030 г. [2]

Следует отметить то, что опыт зарубежных стран в финансировании инфраструктурных проектов институциональными инвесторами неоднозначен так, например, объёмы вложений британских институциональных инвесторов на британском фондовом рынке в течение некоторого времени снижались. Британские страховые компании являлись держателями около 6% британского фондового рынка в 2016 году, а пенсионные фонды Ве-

ликобритании — около 3%, что значительно ниже чем в 1990- годах. Вероятно, основной причиной являлась тенденция к «дерискованию», так, например, распределение активов британских пенсионных фондов на внутренние акции сократилось примерно на две трети до 16% в период между 2001 и 2016 годами. В Великобритании исторически сложилась традиция инвестирования частного капитала в долгосрочные инфраструктурные проекты. Мощная государственная поддержка проектов ГЧП обеспечивает широкую поддержку инвесторов и создает привлекательную среду для инвестиций.

Так, 10% фондового рынка связано с инфраструктурой, а суммарные активы 237 инвесторов инфраструктуры в Великобритании составили 4,8 трлн. фунтов. Анализ показал, что 60% из них инвестирует в инфраструктуру через нелистинговые фонды, лишь 21% вкладывают в листинг и 19% напрямую.

Заинтересованность институциональных инвесторов, пенсионных фондов, в инфраструктурных проектах объясняется тем, что такие проекты традиционно имеют долгосрочную и стабильную доходность, хотя их доходность не самая высокая на рынке инвестиций. Только за первые три квартала частные инвестфонды привлекли на такие проекты \$68 млрд., что на 17% больше, чем годом ранее и больше чем за весь 2016 год. Эксперты объясняют такой интерес инвесторов к инфраструктурным проектам их стабильным, пусть и не самым высоким доходом на фоне все еще низких учетных ставок и высоких цен на энергоносители. На сегодня привлекательными являются проекты, связанные с новым строительством, реконструкцией мостов, трубопроводов, авто и железнодорожной инфраструктуры. Больше всего за 2017 год вложений в инфраструктурные проекты осуществили фонды KKR, Stonepeak Infrastructure Partners, Squared Capital, которые собрали каждый примерно по \$7 млрд.

Мировыми лидерами инвестирования пенсионных средств в развитие государственной экономики считаются Канада, Великобритания и Австралия. Эти страны стали осваивать инвестиции в инфраструктурные проекты раньше всех и добились заметных результатов.

Весной 2017 года Всемирный экономический форум (ВЭФ) опубликовал аналитический отчет, согласно которому к 2050 году дефицит пенсионных систем Австралии, Великобритании, Индии, Канады, Китая, Нидерландов, США и Японии достигнет 400 трлн. долл. США, что в пять раз превышает объем мировой экономики в целом. Ключевыми факторами роста дефицита указываются: стремительное старение населения, высокий процент работников неформального сектора, а также рост среднего класса.

Одной из форм проявления социальной ответственности бизнеса является создание и поддержка негосударственного пенсионного обеспечения. Такая система обеспечивает участие в формировании достойного уровня жизни не только государство, но и работодателя и также самого гражданина, что влияет на организацию и реализацию эффективной социальной защиты пенсионеров.

Инвестирование пенсионных средств происходит через инфраструктурные фонды. В связи с этим, Фонды, являющиеся механизмами проектного финансирования, предоставляют инвесторам возможность инвестиций в инфраструктуру, поскольку позволяют как крупным, так и небольшим инвесторам участие в проекте. В 2017 году, стал крупнейшим Global Infrastructure Partners III его активы составили 15,8 миллиарда долларов. Средства инфраструктурного проекта зависят от качества управления проектом. Так, например, Токийская фондовая биржа скорректировала правила раскрытия информации для фондов инфраструктуры: в отличие от фондов инвестиций в недвижимость, они должны раскрывать информацию об операторах объектов инфраструктуры, которые являются частью фонда. Также инфраструктурные фонды должны разработать и опубликовать свою политику отбора операторов объектов инфраструктуры.

Сегодня существуют различные модели инвестиций в инфраструктуру, «Канадская модель» представляет собой непосредственное участие в инфраструктурных компаниях, в управлении внутренними активами (или контролируруемыми дочерними компаниями) и сильных принципах управления (Inderst and Della Croce 2013). Он широко используется в Австралии, Нидерландах, Северной Европе, Великобритании. Институциональные инвесторы Великобритании довольно давно придерживаются данной схемы участия. Прямые инвестиции осуществляются всеми инвесторами, такими как SWF, инвестиционные фонды и управляющие компании. Например, канадские пенсионные фонды (OMERS, OTPP, CPP) инвестировали в британские порты, водные компании, телекоммуникации, аэропорты, HS и другие. В Гатвикском аэропорту в качестве основного акционера есть частная акционерная компания GIP, в которой несколько SWF (Абу-Даби) и пенсионные фонды являются соинвесторами (US CALPERS, Австралийский фьючерсный фонд, Корейская национальная пенсионная служба). Сингапурский ГИК имеет инвестиции в порты в Великобритании. (TheCityUK 2015, Лондон).

В стране действуют два обязательных фонда — Пенсионный план Канады и Пенсионный план Квебека, 1240 пенсионных фондов компаний публичного сектора и 15~<872 фонда, организованных компаниями частно-

го сектора. В пенсионных фондах Канады аккумулировано порядка 15% активов всего финансового сектора страны. Выбор объектов инвестирования законодательством практически не ограничен, поэтому порядка 30% портфеля канадских пенсионных фондов составляют прямые инвестиции, инвестиции в недвижимость и инфраструктуру (аэропорты, автодороги, газо — и нефтепроводы, железнодорожные активы, легкорельсовое метро).

Современная пенсионная индустрия Австралии создавалась в 90-х годах прошлого века. Тогда же была начата масштабная программа приватизации, в том числе инфраструктурных проектов. В результате реформ на рынке появились крупные институциональные инвесторы: суверенные, отраслевые и корпоративные фонды. За период с 1987 года по 2017 год активы пенсионных фондов Австралии выросли в 55 раз — до A\$2,3 трлн. Государственный Фонд Будущего создан в 2006 году и является участником всех знаковых сделок в инфраструктуре страны. В союзе с зарубежными инвесторами Фонд Будущего инвестирует в порты, дороги, недвижимость, коммунальные предприятия, деревообработку и сельскохозяйственные активы Австралии.

Пенсионный государственный инвестиционный фонд Японии (Government Pension Investment Fund, GPIF). GPIF является крупнейшим пенсионным фондом в мире, под управлением которого находится 155 трлн. иен (1,4 трлн. долларов США). GPIF до недавнего времени ориентировался на консервативную инвестиционную политику, вкладывая свои средства преимущественно в японские облигации и акции.

Большая часть средств GPIF управляется внешними управляющими компаниями. В апреле 2017 года GPIF объявил о начале конкурса для управляющих компаний за право формирования и управления портфелями альтернативных активов в недвижимости, инфраструктуре и частном акционерном капитале. Объем таких активов потенциально может составить \$65 млрд. «Кодекс надлежащего управления». Он был разработан Агентством финансовых услуг Японии и принят в 2014 году с целью повышения культуры корпоративного управления в институциональной индустрии инвестиций и управления активами и, следовательно, создания условий для более значительного роста капитализации японских компаний. Для достижения показателей устойчивого развития среди компаний, которые являются объектами инвестирования, институциональные инвесторы должны развить глубокие знания и компетенции в области деятельности компаний — объектов инвестиций. Таким образом институциональные инвесторы смогут полноценно участвовать в управлении компаниями, ставшими объектом их инвестирования, способствуя их устойчивому развитию.

В сложившихся условиях долгосрочные инвесторы и их регуляторы вынуждены искать новые способы повышения эффективности своей деятельности. Они переходят от системы гарантированных пожизненных пенсионных выплат к планам с обязательными взносами, двигаются в сторону консолидации, приступают к институализации нового класса нелистинговых инфраструктурных активов, продвигают принципы ответственного инвестирования. Сейчас существует ограничение на такие вложения, положение не позволяет пенсионным фондам инвестировать в нелистинговые активы самим, инвестиция возможна только через специальные фонды, венчурные компании либо иные специализированные структуры.

Так, например, шведские пенсионные фонд AP1 и AP2 поддержали предложения Министерства финансов Швеции по расширению самостоятельности пенсионных фондов в части их инвестиционной политики.

Пенсионные фонды хотят получить разрешение от Регуляторов, что 40% инвестируемых средств направлялись бы в неликвидных активы, сейчас это 5%. А также снижение обязательной доли в инструментах с фиксированной доходностью до 20%.

В 2017 году пенсионные фонды, инвестирующие свои средства в инфраструктуру продолжили свои вложения в реальные активы, так (Финляндия) «Keva, Ilmarinen и Elo» Пенсионные фонды, создав инвестиционный фонд «Kasvurahastojen Rahasto III Ку (KRR III)» инвестируют порядка 150 миллионов евро в поддержку начинающих финских компаний в области интернет инфраструктуры.

В 2017 году пенсионные фонды PFA и PKA (Дания) совместно с консорциумом институциональных инвесторов инвестируют 2 млрд. фунтов стерлингов (2,3 млрд. евро) в крупнейшую в мире морскую ветроэлектростанцию Walney Extension в Великобритании. При этом процесс инвестирования происходит путем приобретения облигаций, выпущенных PFA, PKA и приобретенных консорциумом институциональных инвесторов. В данный консорциум институциональных инвесторов входят английские управляющие компании Aviva Investors, Legal & General Investment Management Real Assets, Macquarie Infrastructure Debt Investment Solutions, американская управляющая компания BlackRock Investment Management

Французский Фонд пенсионных сбережений (Fonds de Réserve pour les Retraites — FRR) в своей инвестиционной деятельности ограничен и законом, структурой фонда. Он не может самостоятельно инвестировать в инфраструктуру, только посредством привлечения управляющей компании, их в свою очередь нанимают

через сложные тендерные процедуры. Но ограничения, позволяющие большую волатильность, уделять меньше внимания вопросам риска и доходности. Фонд пенсионных сбережений является участником Инициативы ответственного инвестирования (PRI).

Инициатива считает, что Регулятор должен повысить кредитное качество «старших обеспеченных проектных облигаций», которые выпускаются проектной компанией инфраструктурного проекта, для того чтобы облигации стали достаточно кредитоспособны, и интересны для институционального инвестора, такой международный опыт необходимо применять и в РФ. PRI создана для таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании. Для этих инвесторов проектные облигации прекрасно подойдут под их долгосрочные обязательства. Инструмент PRI разрабатывался специально, чтобы создать альтернативу банковским займам и государственным грантам, а также для преодоления дефицита финансирования инфраструктурных проектов. При правильном структурировании проекта появится возможность совместить использование проектных облигаций и грантов. Инициатива направлена на частичное повышение кредитного качества для обеспечения инвестиционной привлекательности для инвесторов рынка капитала.

Муниципальный пенсионный фонд Осло в основном инвестировал в инфраструктурные инвестиционные фонды с близкими сроками возврата. Полученный доход от инфраструктурных инвестиций вновь инвестируется в инфраструктуру. Так за 2017 год доля инфраструктурных активов в инвестиционном портфеле Муниципального пенсионного фонда Осло возросла с 2,5% до 2,8%, за тот же период доля активов в недвижимости в инвестиционном портфеле фонда сократилась с 19% до 18,4%, доходность активов в недвижимости составила 7%. В целом реальные активы Муниципального пенсионного фонда Осло (инфраструктура, недвижимость и облигации, привязанные к индексам) составили 23,2%.

Анализ показал, что в большинстве стран пенсионные Фонды и создают или инвестируют уже через созданные инвестиционные фонды, например, Macquarie Infrastructure Debt Investment Solutions (MIDIS) — компания по управлению долговыми активами в инфраструктуре, дочерняя компания холдинга Macquaries, MIDIS инвестирует и управляет инфраструктурными долговыми активами для институциональных инвесторов.

Перечень потенциальных рисков для инвесторов большой. Инвесторы изучают управление рисками и смягчение рисков со стороны частного сектора в сфере инфраструктуры. Кроме того, во всем мире рассматриваются и иногда внедряются различные механизмы преодо-

ления ограничений и барьеров для участия институциональных инвесторов. Они включают фискальные стимулы, платформы для объединения капитала и механизмы смягчения рисков (гарантии, страхование, повышение кредитоспособности, защита валютного риска и другие инструменты). В базе данных Preqin около 130 британских (частных и государственных) пенсионных фондов, активно участвуют в инфраструктурных проектах. Среднее распределение активов в инфраструктуру за счет средств компаний составляет 3,6%. Наибольшие средства были вложены в железные дороги (1,3 млрд. фунтов) Пенсионный фондом 0,4 млрд. фунтов стерлингов.

Активы британской страховой компании составляют около 1,9 трлн. фунтов стерлингов (ABI 2015). Британские институциональные инвесторы традиционно предоставили существенный капитал и ликвидность перечисленным запасам коммунальных услуг и телекоммуникаций, так в 2017 году, размещены облигаций на общую сумму 10 млрд. фунтов стерлингов, ими получен от рейтинговых агентств S&P, Global Ratings высокий «зеленый» балл — 95 из 100, размещены они для финансирования крупнейшего коммунального инфраструктурного проекта по строительству Лондонского канализационного тоннеля. Пенсионные фонды Великобритании все больше вкладывают средства в частную инфраструктуру, но общие ассигнования по-прежнему находятся на низком уровне. Международные инвесторы, в том числе крупные канадские пенсионные фонды и SWF, напрямую заинтересовались инфраструктурными активами Великобритании. В целом большинство британских инвесторов предпочитают активы с низким уровнем риска, и многие из них обеспокоены рисками, характерными для инфраструктуры, особенно для строительства.

Но, ограничения инвестиций в инфраструктуру для институциональных инвесторов, особенно пенсионных фондов существуют. Существуют ограничения, связанные с неопределенностью регулирования, наличием подходящих проектов, или нет инвестиционной возможности финансировать тот или иной проект. Пенсионная система Великобритании работает с принципами «разумного лица» и не имеет жестких инвестиционных ограничений на классы активов (кроме портфеля). Нормативные барьеры относительно низки в международном сопоставлении, так Великобритания и Австралия заняли 6-е место. Только Канада имеет менее ограничительное регулирование среди стран G7+. Тем не менее, управление рисками за эти годы выросло. Таким образом, большинство пенсионных фондов предпочитают активы с низким уровнем риска и социальные инвестиции PFI с публичными платежами.

Страховые компании в Великобритании предпочитают активы с более низким риском, особенно с задол-

женностью инфраструктуры инвестиционного класса. Многие страховщики рассматривают регулирование Solvency II как камень преткновения для менее ликвидных инвестиций, таких как задолженность за инфраструктуру. Европейское страховое и профессиональное пенсионное управление (EIOPA) смягчило правила для определенных категорий инфраструктурных активов с низким уровнем риска (капитал и задолженность, проект и корпорация) в 2015 и 2016 годах.

Таким образом можно говорить о том, что ограничения для НПФ, для страховых компаний все-таки существуют, на участие в капитале проектных компаний, на не листинговые активы. При отсутствии ограничений по структуре активов доля прямых инвестиций в инфраструктуру за счет капитала проектных компаний от ведущих инфраструктурных инвесторов из числа иностранных пенсионных фондов варьируется от 5 до 20%. В зарубежной практике финансирования инфраструктурных проектов субординированные займы используются при структурировании проектов.

Формирование нового класса активов- неликвидных инфраструктурных активов. Появление незарегистрированных инфраструктурных активов связано с разработкой относительно нового механизма прямых инвестиций в инфраструктуру, в том числе на основе ГЧП и концессий, со стороны ведущих мировых институциональных инвесторов, прежде всего канадских и австралийских пенсионных фондов, возможна данная практика будет полезна и для российский институциональных инвесторов. Нелистинговые активы не обращаются на бирже и включают недвижимость, инфраструктуру и частные инвестиции. Основные преимущества нелистинговых активов:

- ◆ диверсификация — они достаточно защищены от резких движений на рынках капитала;
- ◆ стабильность доходности — как правило, такие активы, не включенные в листинг, обеспечивают более стабильную доходность (через такие инструменты, как договоры аренды, тарифные соглашения);
- ◆ более высокая доходность (с поправкой на риск) — если факторы риска приняты во внимание, активы имеют очень привлекательную доходность;
- ◆ отсутствие рыночного давления позволяет управлению такими активами принимать решения, направленные на долгосрочный рост.

Традиционно, страховщики вкладывают свои средства в листинговые инфраструктурные активы. По всей Европе объем инвестиций составил 11,7 млрд. евро (на основе опросов 13 европейских страховых компаний). Тем не менее, многие европейские и британские

страховщики и их дочерние компании по управлению активами стали более активными во вложении средств в инфраструктурные проекты. К 2030 году, по данным ОЭСР [4], ежегодные потребности в инфраструктуре для передачи и распределения электроэнергии, автомобильного и железнодорожного транспорта, телекоммуникаций и воды, скорее всего, составят в среднем 3,5% от мирового ВВП, т.е. около \$2 трлн. годовых.

Важнейшим признаком цивилизованности современного бизнеса выступает его социальная ориентированность. В расширенном рассмотрении социальные ориентации являются проявлением в предпринимательской деятельности постоянной направленности бизнеса приносить пользу не только самому себе, но и работникам, обществу в целом, участвовать в реализации социально-экономических задач, которые стоят перед современным обществом, т.е. обеспечить сбалансированное сочетание интересов бизнеса с общественной полезностью. Внедрение Кодекса надлежащего доверительного управления- управление капиталом другими инвесторами, на практике позволяет расширить ответственность за средства инвесторов. Задача кодексов доверительного управления состоит в том, чтобы побудить институциональных инвесторов и другие компании принять инвестиционные стратегии, отвечающие критериям экологической, социальной и корпоративной ответственности, а также диалог между инвесторами, управляющими компаниями и компаниями, которые являются объектами инвестиций.

В Великобритании кодекс доверительного управления был разработан Британским государственным финансовым регулятором, Советом по финансовой отчетности и принят в 2012 году. Кодекс в Японии был разработан японским финансовым регулятором, Агентством финансовых услуг. Он был принят в 2014 году с целью повышения культуры корпоративного управления и, как следствие, создания условий для большего роста капитализации японских компаний.

Сегодня УК не только проводят анализ финансового инструмента, но и выступают как организатор финансирования инфраструктурных проектов, осуществляют анализ проектов на предмет реализуемости, финансовой устойчивости, рисков, а также осуществляют мониторинг и контроль за ходом реализации проекта, а на основе анализа отчетности. Это актуальная международная практика, которая показывает, что вслед за ответственными инвестициями УК осуществляют меры по ответственному владению инвестиционными активами. В зарубежной практике экспертизу проектов на предмет их технологической и финансовой устойчивости осуществляют специализированные компании, созданные в том числе специально под задачи институциональных инвесторов.

Аналитики считают, что большая часть крупнейших мировых институциональных инвесторов хотят перераспределить свои инвестиции в активы инфраструктуры: таким

образом, долгосрочные инвестиции, хеджируют инфляционные риски и позволят генерировать относительно высокие доходы и диверсифицировать свой портфель.

ЛИТЕРАТУРА

1. Абрамов А. Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития// Серия: Россия: вызовы модернизации. Экономика// -М.: Россия, 2016. — 405с.
2. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This time is different: eight centuries of financial folly. Princeton University Press, 2009. 463 p
3. OECD Development Cooperation Report 2016: The Sustainable Development Goals as Business Opportunities. Paris: OECD Publishing, 2016. 316 p, с55–57
4. OECD Development Cooperation Report 2018: The Sustainable Development Goals as Business Opportunities. URL: <http://www.oecd.org/dac/development-cooperation-report-20747721.htm> (дата обращения: 18.11.2018)

© Валишина Марина Евгеньевна (MValishina@nprfb.ru), Валишин Евгений Николаевич (ewgeni-v@rambler.ru).
Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»



Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации