

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3756,07	↑11,7%	S&P Global Infrastructure	2545,41	↑14,3%	S&P Green Bond Index	158,41	↑4,8%
MSCI EM	1291,26	↑19,3%	S&P EM Infrastructure	1775,87	↑19,9%			
MSCI Russia	668,73	↑19,3%	S&P High Income Infrastructure	1209,07	↑13,8%			

Данные индексов на последний рабочий день четвертого квартала (31 декабря 2020 года). Данные о динамике индекса за четвертый квартал (с 30 сентября по 31 декабря 2020 года).

Источник: S&P Global, MSCI

Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

Марина Фомина  
fomina@infraone.ru

Алексей Жундrikov  
zhundrikov@infraone.ru

## Quarterly #4 2020

# Инвестиции в инфраструктуру: сколько стоили деньги для отрасли в конце 2020-го?

Четвертый квартал 2020-го не принес российскому рынку сильных экономических потрясений, сохранив стабильные условия, сложившиеся в предыдущие периоды. В декабре 2020 года Центральный банк оставил прежним значение ключевой ставки на уровне 4,25%, установленное еще в июле. Рынки облигационных займов и банковского кредитования продолжали адаптироваться к «правилам игры» с низкими ставками.

Стало ли облигационное финансирование для отраслевых игроков более популярным, чем традиционное кредитование? Какие ставки были характерны для рынка инфраструктурных проектов к концу года? И какие новые тенденции в заемном финансировании проявились к этому моменту?

- Кредитное финансирование в четвертом квартале продолжало находиться под воздействием двух разнонаправленных факторов: рекордно низкой базовой ставки и высоких проектных рисков, связанных со снижением бизнес-активности и прибыльности. Мы считаем, что стоимость кредитования на конец 2020 года стабилизировалась, но в долгосрочной перспективе она может начать расти.
- Среднемесячный уровень ставок по долгосрочным кредитам (свыше трех лет), по данным ЦБ, вырос почти на 0,5 п. п. по сравнению с аналогичным показателем прошлого периода, но эти изменения не отразились на коридоре ставок по корпоративным и проектным кредитам под инфраструктурные инвестиционные проекты. Он, по нашей оценке, находился в диапазоне 7,45–12%. Плавающие ставки в этот период складываются из ключевой ставки Банка России плюс 2,4–5,5%, но чаще всего условия зависят от репутации и кредитного рейтинга заемщика.

- В концессионных проектах перенос части рисков на государство по-прежнему может обеспечить снижение стоимости финансирования. На фоне уменьшения доходности банковского сектора и наличия предложения по кредитованию от финансовых институтов низкий уровень процентной ставки по кредиту может стать привлекательным условием, при этом дополнительный заработок банков будет перекладываться в возрастающие комиссии по кредиту.
- Во второй половине 2020 года рынок долгосрочных облигаций инфраструктурной и смежных с ней сфер заметно оживился: если в первой половине 2020-го на нем провели 16 эмиссий общим объемом 197,6 млрд руб., то второе полугодие 2020 года принесло рынку 19 эмиссий (в том числе шесть бессрочных) на 423 млрд руб. Рост произошел даже по отношению ко второму полугодю 2019 года: тогда провели также 19 размещений суммарным объемом около 159 млрд руб.
- В 2020 году разнообразие инструментов, используемых для привлечения средств, на отечественном рынке заметно увеличилось: помимо новых выпусков классических корпоративных долгосрочных бумаг (со сроком погашения более семи лет), впервые проведены эмиссии «вечных» бондов РЖД, ее первых подобных бумаг с «зеленым уклоном», размещены социальные и зеленые бонды других компаний. В 2021 году ожидается выпуск новых инфраструктурных облигаций через специализированные общества проектного финансирования (СОПФ) и новые «вечные» эмиссии от других крупных компаний.
- Ставки купонов корпоративных долгосрочных облигаций инфраструктурных компаний на конец 2020 года находятся в более широком коридоре, чем раньше: 4,25–8,5% годовых. При этом нижняя граница упала на 1,65 п. п., а верхняя – поднялась на 0,95 п. п. Доходность по выборке в среднем на 0,5–0,6 п. п. выше средней доходности пяти- и семилетних ОФЗ в четвертом квартале (5,38% и 5,78%). Диапазон ставок купонов по проектным облигациям не расширился (9–10,44%). Для концессионных бондов нижний порог ставки купона снизился до 4%, при сохранении высокой верхней границы ставки (10%), которая превышает доходность корпоративных семилетних и более долгосрочных облигационных бумаг.
- По нашим расчетам, в инфраструктуру до конца 2022 года может поступить 645–774 млрд руб. из внебюджетных источников, причем доля квазигосударственных средств продолжает расти и составляет 80% против 73% год назад. Общий объем средств, доступных для инфраструктурных вложений в стране, составляет порядка 2,6–3,1 трлн руб. и за год он вырос на 5–7%. Объем средств из внутрироссийских источников увеличился до 2,3–2,7 трлн руб., но его доля в доступных средствах снизилась на 3 п. п., до 89%. Это означает, что у авторов отечественных инфраструктурных проектов растут шансы привлечь денежные средства в иностранных банках развития.

## СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ

*Подробнее о том, какие особенности отличают проектное финансирование от корпоративного при запуске инвестпроектов в инфраструктуре, читайте в [InfraOne Research Quarterly 2020 #1](#).*

*Длительный период низких ставок в экономике и слишком продолжительного сохранения регуляторных послаблений, по мнению ЦБ, может привести к появлению «зомби-компаний» и будет перетягивать финансирование на них, что помешает развитию эффективных участников рынка и затормозит экономический рост.*

В нашем ежеквартальном обзоре мы представляем срез ставок по займам для корпоративного и проектного финансирования, в том числе под концессионные проекты.

В исследовании приводятся основные отличия проектного финансирования от корпоративного, а также особенности его концессионной формы. Представлены сравнительные данные по кредитному рынку: ставки финансирования, комиссии за предоставление кредита, его невыборку, сроки, возможные грейс-периоды и прочее.

Также в обзоре сравниваются текущие условия на рынке облигационного финансирования: размер купонов, комиссий за организацию выпуска, сроки обращения и др.

Исследование дополнено анализом ситуации с доступным капиталом на начало 2021 года: какие группы инвесторов наиболее активны на рынке и какой объем средств они могут вложить в инфраструктуру.

**Кредитование.** В четвертом квартале 2020 года рынок, по нашему мнению, продолжил адаптацию к негативным экономическим реалиям, сложившимся в первом полугодии. Условия кредитования уже практически «подстроились» под потенциально длительный период низкой ключевой ставки, который, согласно большинству макропрогнозов, может растянуться до 2022–2023 годов. По нашим наблюдениям, ставки закрепились в диапазоне нашего прошлого прогноза: 7,45%–12%.

В сложившейся экономической ситуации выросли кредитные и проектные риски на фоне сократившейся прибыли предприятий реального сектора, что отразилось на уменьшении маржи банков.

По данным Ассоциации банков России, рентабельность активов банков снижалась в течение года, но вернулась к уровню начала 2020-го уже к концу третьего квартала. Наиболее высокая рентабельность капитала и активов была характерна для частных банков: так, по итогам девяти месяцев 2020-го она составила 2,4% после снижения до 2,1% в конце первого квартала. Для иностранных банков значение оказалось ниже: 1,4%, что на 1 п. п. меньше, чем по итогу первых трех месяцев 2020 года. У банков государственного сектора рентабельность активов за девять месяцев оказалась на уровне 2,1% (как и на конец первого квартала), в то время как в середине года она «проседала» до 1,9%.

### **Рост комиссий и конкуренция за качественные проекты**

*В 2020 году транширование кредитов на реализацию некоторых проектов замедлилось, что сказывалось и на деятельности банков. Выборка средств по кредитам шла с отставанием. И хотя кредитные институты могут получать доход в виде штрафов за невыборку, в перспективе неработающие ликвидные средства способны вызвать рост конкуренции среди банков за размещение денег в качественно проработанных проектах.*

*Не исключено, что из-за избыточного предложения по кредитованию уровень ставок может стать конкурентной составляющей, поэтому последние, скорее всего, останутся на достигнутых низких уровнях. Но поскольку финансовые институты не захотят значительно снижать свою доходность, вероятно, дополнительная маржа может формироваться за счет роста сопровождающих комиссий.*

*Интересны банкам будут, на наш взгляд, и сделки синдицированного кредитования (подробнее см. [«Синдицированное кредитование»](#)).*

*В стоимость кредита закладывается повышение ставки, включающее премию за риск для банка (например, в связи с финансовой нестабильностью предприятий или непривлекательностью отрасли). Это может быть дополнительным сдерживающим фактором для спроса на кредиты (особенно долгосрочные) несмотря на снижение процентной ставки в целом по рынку.*

*Кроме того, выдачу займов могут ограничивать и требования, вводимые Базельским комитетом по банковскому надзору Банка международных расчетов и направленные на увеличение финансовой стабильности сектора и снижение вероятности кризиса в нем. Такие требования приводят к серьезным издержкам системы контроля в банковском секторе, а также уменьшают возможности банков по кредитованию нефинансовых организаций (в Базеле III содержатся требования к капиталу, ликвидности, левериджу коммерческих банков, а также к раскрытию информации).*

К концу 2020 года стоимость кредитования для реализации корпоративных инвестпроектов осталась на прежнем, что и квартал назад, уровне: в диапазоне 7,45–10,5%. На рынке проектного финансирования, по нашей оценке, также не произошло значительных изменений диапазона ставок. У эмитентов с хорошей кредитной историей и долговой активностью по-прежнему есть возможность привлекать финансирование на выгодных для себя условиях.

Выдача кредитов может сдерживаться снижающейся финансовой устойчивостью заемщиков и обязанностью банков создавать повышенные резервы при кредитовании таких компаний.

Из-за снижения финансовой устойчивости компаний в перспективе возможно повышение ставок по займам, ограничение сроков и объемов их предоставления, кроме того, к кредитам могут выдвигаться дополнительные залоговые требования. По большей части это может коснуться краткосрочных и среднесрочных займов. Пока снижение финансовой устойчивости компаний-заемщиков сдерживается мерами господдержки (например, льготными ставками, но они доступны не всем компаниям).

Регулятор также поддержал кредитование и для самих банков: в частности, он продлил действие послаблений по объемам резервов до 1 апреля 2021 года при кредитовании крупных компаний и до 1 июля 2021 года – малого и среднего предпринимательства и населения. По данным регулятора, совокупный объем реструктурированных кредитов предприятиям (включая малые и средние) на конец третьего квартала 2020 года составлял 6,6 трлн руб. Наибольший объем реструктуризаций наблюдался у крупных компаний в секторах добычи нефти и газа, металлургического производства, коммерческой недвижимости, сельского хозяйства и лизинга.

Вероятно, после окончания программ реструктуризаций возрастет доля «плохих» кредитов. Общий объем «недосозданных» резервов банковского сектора в отношении проблемных кредитов, по оценкам агентства «Эксперт РА», составляет порядка 1,7 трлн руб. Такое не закрытое резервами «окно», вероятно, будет негативно влиять на прибыльность банков и, по оценкам агентства, может поглотить до половины прибыли, которую те получают в 2021–2022 годах.

Такой объем не критичен для системы в целом, но отдельным банкам с недостаточным буфером капитала понадобится докапитализация. По оценкам Всемирного банка, фактическая доля проблемных кредитов на балансах банков может быть определена ближе ко второму полугодью 2021 года, когда отменят оставшиеся регуляторные послабления.

Помимо недостаточной маржинальности (по данным регулятора, более четверти банков убыточны за последние 12 месяцев), системной проблемой сектора становится дефицит долгосрочного устойчивого фондирования из-за профицита ликвидности.

Поскольку избыток неработающих активов свойственен в первую очередь средним и малым банкам, объем средств на депозитах клиентов которых может сильно меняться, эти игроки вынуждены формировать запас ликвидности, что не позволяет им эффективно размещать средства и генерировать доходность. Отказ от регуляторных послаблений, введенных в 2020 году, ухудшит качество кредитных портфелей банков и приведет к необходимости досоздания резервов. При этом быстрый рост кредитования маловероятен. В таких условиях, скорее всего, начнется консолидация сектора: присоединение мелких участников рынка к крупным.

С начала 2020 года доля кредитов, выданных предприятиям и физическим лицам в рублях под плавающую ставку, возросла и колеблется в коридоре 36–39%, в то время как в 2019 году она находилась в диапазоне 29–33%. В проектом финансировании кредитование с плавающей ставкой преобладает, и с большой вероятностью этот тренд сохранится надолго. Фиксированная ставка, на наш взгляд, возможна в единичных нерыночных проектах.

В более выгодном положении на инфраструктурном рынке, по нашему мнению, остаются концессионные проекты. Из-за того, что часть рисков возложена на государство, ставки для концессионеров могут быть привлекательнее, чем под проекты, которые реализует исключительно частная сторона, и, тем более чем для строительных компаний, работающих по госзаказу и заказу по 223-ФЗ и привлекающих под такие контракты кредиты. В итоге надбавка за риск в концессиях если и растет, то меньшими темпами, чем в иных типах проектов (а в некоторых случаях может сохраняться на прежнем, докризисном уровне). В долгосрочной перспективе мы ожидаем снижения ставок, особенно в тех проектах, в которых заинтересовано само государство: то есть входящих в комплексный план и национальные проекты.

**Синдицированное кредитование.** Объем выдаваемых синдицированных кредитов, относящихся к инфраструктурным проектам, в 2018–2020 годах не падал ниже 210 млрд руб. в год.

Пока это рынок «единичных» сделок: в 2018 году их было подписано десять, в 2019 — девять, а в кризисном 2020-м число сократилось до семи (см. рисунок 1). При этом средняя продолжительность предоставляемого кредита росла и в 2020-м превысила десять лет против 7,5 лет в 2019 году и 5,5 лет в 2018-м (количество и объем могут быть скорректированы к следующим исследованиям InfraOne Research, поскольку данные о некоторых сделках поступают в базы с задержкой).

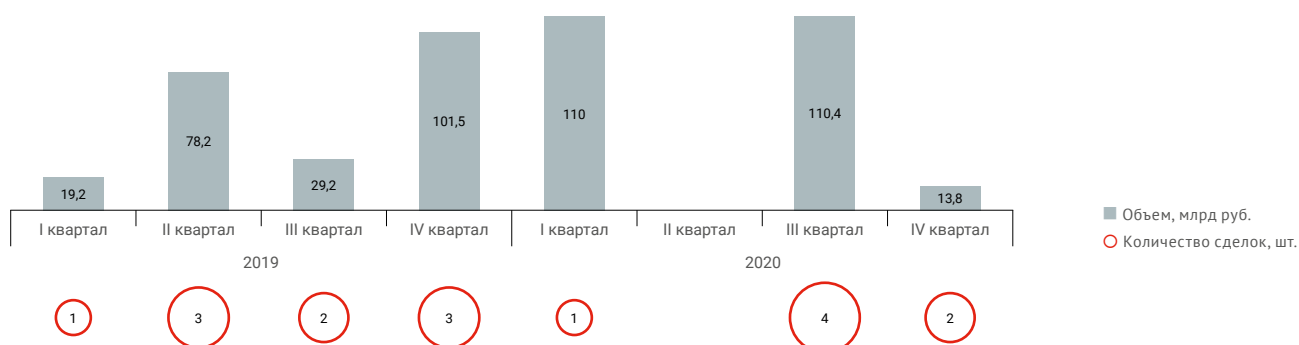
В конце 2020 года были приняты изменения в соответствующий закон, закрепляющие возможность привлечения в синдикаты внешних участников (как кредитных организаций, так и любых российских и иностранных компаний), что может стимулировать дальнейшее активное использование этого инструмента, а также поможет увеличить объемы средств, привлекаемых заемщиками.

Понятие «синдицированных кредитов» появилось в российском законодательстве еще в 2018 году, и оно в большей степени было направлено на запуск нового инструмента — фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ. До этого сделки с синдицированными кредитами в России заключались преимущественно по иностранному праву.

**Рисунок 1. Динамика рынка синдицированного кредитования инфраструктуры в 2019–2020 годах**

Учены погашенные и предоставленные синдицированные кредиты в области сельского хозяйства, ИТ, ЖКХ, связи и телекоммуникаций, строительства, транспорта и энергетики, включая кредиты на общекорпоративные цели. Указаны по дате подписания.

млрд руб.



Источник: данные Cbonds, анализ InfraOne Research

**Таблица 1. Примеры синдицированных кредитов на инфраструктурные цели в России, выданные 2020 году**

Заемщик	Объем кредита, млн долл.	Эквивалент, млрд руб.*	Срок кредита, лет	Время выдачи кредита	Цель и форма	Участники синдикации
<b>ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>						
«Управление отходами»	147,7	10,88	15,5	декабрь 2020	Финансирование новых инвестпроектов и улучшение структуры кредитного портфеля	ВЭБ.РФ, Газпромбанк
Фонд развития ветроэнергетики	36,8	2,9	13,7	октябрь 2020	Строительство Казачьей ВЭС мощностью 100 МВт в Ростовской области	Газпромбанк, Сбербанк, ВТБ
Башкирская концессионная компания	160,6	11,6	5	июль 2020	Строительство Восточного выезда из Уфы (платная автомобильная дорога в Башкирии)	ВЭБ.РФ, ВТБ
«Суходол»	436	32	12	июль 2020	Строительство угольного морского порта Суходол в Приморском крае	ВЭБ.РФ, ВТБ
«АГК-1» (Альтернативная генерирующая компания-1 является специальной проектной компанией «РТ-Инвест»)	1676,6	110	15	февраль 2020	Строительство и эксплуатация заводов по переработке отходов в энергию	ВЭБ.РФ
<b>РЕФИНАНСИРОВАНИЕ**</b>						
УК «Росводоканал»	121,9	9,1	7	август 2020		Райффайзенбанк, Альфа-Банк, Росбанк, Международный Инвестиционный Банк, ОТП Банк
СУЭК	800	57,7	5	июль 2020		Филиал Deutsche Bank в Амстердаме, Credit Suisse, Альфа-Банк, Commerzbank, BCS Prime Brokerage, Intesa Sanpaolo, RCB Bank, Банк «Зенит»

\* Рассчитан по средневзвешенному курсу на момент выдачи кредита.

\*\* Выдан на общекорпоративные цели и рефинансирование.

Источник: данные Cbonds, анализ InfraOne Research

На наш взгляд, в ближайшие год-два этот инструмент будет более активно использоваться в проектах. Несмотря на то что ведущие госбанки могут самостоятельно профинансировать средний и даже крупный проект, в условиях возросшей неопределенности и сложной экономической ситуации возможность разделить и тем самым снизить риск, не снижая свою активность в кредитовании, может стать для них привлекательной альтернативой. Частные банки, постепенно накапливающие опыт работы в инфраструктуре, также испытывают интерес к этому инструменту и, по нашему мнению, в ближайшие годы могут расширить свою активность в его применении.

Для исследования находящихся в обращении выпусков корпоративных бондов, размещенных во втором полугодии 2020 года, были взяты эмиссии со сроком погашения более семи лет от начала июля 2020-го и с объемом размещения более 1 млрд руб.

Компании-инициаторы относились к инфраструктурным и смежным секторам (агропромышленному и сельскохозяйственному сектору, ИТ-сфере, связи, транспортному и строительному сектору, исключая жилищное строительство и естественные монополии).

У проектных бондов пороговым значением по объему было 0,5 млрд руб. для выпусков, находящихся в размещении с погашением как минимум через семь лет. Из концессионных выпусков в выборку попали те, что прошли размещение за последние шесть месяцев.

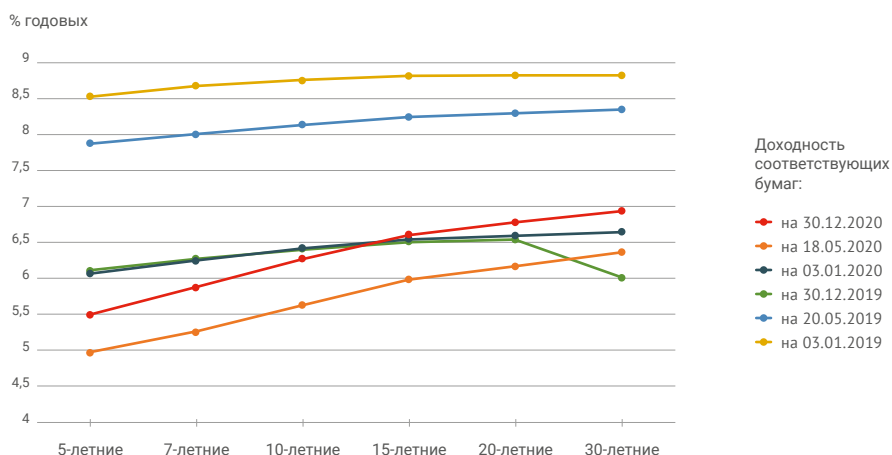
Корпоративные заимствования под концессионные проекты провела дочерняя структура «ВИС». Облигации компании «ВИС Финанс», размещенные 20 октября 2020 года, имеют срок погашения семь лет и ставку купона 9% на ближайшие три года, он будет выплачиваться ежеквартально. Облигации размещены в рамках программы с максимальным объемом 30 млрд руб., зарегистрированной в сентябре 2020 года Московской биржей. Сообщается, что возможны эмиссии бумаг с дополнительной идентификацией как «зеленые», «социальные» и «инфраструктурные облигации». Полученные средства компания собирается направить на финансирование своей основной деятельности, в том числе концессионных проектов.

**Облигации.** За 2020 год доходность облигаций федерального займа (ОФЗ) в среднем снизилась на 100–110 б. п. (см. рисунок 2). Мартовские потрясения 2020 года (обвал цен на нефть, значительное падение рынка акций) сдвинули кривую доходности по 10-, 15-, 20- и 30-летним ОФЗ вверх: 8,57%, 8,69%, 8,72% и 8,73% соответственно, а премия к ключевой ставке на тот момент составляла 257–273 б. п.

К концу 2020 года доходность по этим бумагам снизилась и уже не превышала 6,27%, 6,62%, 6,8% и 6,96% соответственно, а премия по отношению к ключевой ставке осталась примерно в том же диапазоне (202–271 б. п.). В третьем и четвертом кварталах доходность упомянутых ОФЗ содержала премию к ключевой ставке в пределах 184–272 б. п. против минимальных 53–114 б. п. во втором квартале.

Расширение доступных инструментов для предприятий реального сектора постепенно ведет к увеличению рынка облигационных займов. Использование последних для рефинансирования долга может позволить удлинить срок заимствования (свыше семи лет). Крупным компаниям с высоким кредитным рейтингом возможности облигационных займов интереснее, чем традиционное кредитование в банке. Если посмотреть на проведенные размещения наиболее длинных корпоративных облигационных займов, то большинство эмитентов относятся к государственному и квазигосударственному секторам, а также системно значимым предприятиям.

**Рисунок 2. Доходности федеральных бумаг в 2019 и 2020 годах**



Источник: данные Московской биржи

Во второй половине 2020 года произошло размещение 19 выпусков долгосрочных бумаг на общую сумму в 423 млрд руб., включая шесть выпусков вечных бондов РЖД. При этом на четвертый квартал пришлось 11 выпусков на 264,5 млрд руб. Для сравнения в первом полугодии 2020-го было 16 эмиссий на 197,6 млрд руб.

На сектор **корпоративных заимствований** за два последних квартала 2020-го пришлось наибольшее количество выпусков со сроком погашения более семи лет — 17 шт. — суммарным объемом 417,5 млрд руб. Эмитентами выступили компании из отраслей, менее других пострадавших от режима ограничений (ФСК ЕЭС, АФК «Система», «Агронова-Л»), частный оператор водоснабжения и водоотведения в России «РВК-Инвест», а также госкомпания «Почта России» и РЖД. Полученные в результате размещения денежные средства эти компании направят на общекорпоративные цели (в том числе рефинансирование текущих кредитных обязательств) и финансирование инвестиционных программ.

*Подробнее о российском рынке концессионных бондов и ставкам купонов по ним на конец 2020 года читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research «Бонды для инфраструктуры 2020».*

Коридор ставок по этим размещениям за четвертый квартал расширился на 1,65 п. п. по нижней границе (сравнявшись с ключевой ставкой ЦБ) и на 0,95 п. п. по верхней границе и составил 4,25–8,5% годовых. При этом доходность по этим размещениям в среднем на 0,5–0,6 п. п. выше средней доходности за четвертый квартал пяти- и семилетних ОФЗ (5,38% и 5,78%).

Ставки текущих купонов в сегменте концессионных облигаций находятся в диапазоне 4–10%, и по-прежнему в нем есть выпуски со ставками купона выше верхней границы сегмента корпоративных бондов. Преимуществом облигаций, выпускаемых в рамках определенного инвестиционного проекта (в том числе концессионного), является возможность кредиторов влиять на ход реализации проекта при существенном ухудшении его показателей, что может смягчить экономические потери. То есть в отличие от классического корпоративного облигационного заимствования, кредитор будет иметь «рычаг воздействия» на деловую и инвестиционную активность в рамках проекта ввиду наличия существенных ограничений по проектной документации и установленных финансовых ковенант.

**Бонды в инфраструктуре: возможности и разнообразие.** Совокупные объемы заимствований через бонды со сроком погашения, превышающим семь лет, в 2020 году более чем вдвое превысили показатели 2019 года: 35 выпусков на 620,6 млрд руб. против 30 выпусков на 277,6 млрд руб. (см. рисунок 3).

Во многом этому способствовала эмиссия вечных бумаг, которую в прошлом году впервые среди компаний отечественного реального сектора провела РЖД. По итогам 2020 года монополия разместила семь выпусков на 313 млрд руб. (один из них был признан еще и зеленым). Они обеспечены гарантией правительства: если компания откажется выплачивать купоны, обязательства перед держателями бумаг будут погашены за счет средств бюджета.

Такие гарантии делают бумаги привлекательными для НПФов – одних из целевых долгосрочных инвесторов, чей срок вложений выходит за горизонт семи–десяти лет. Впрочем, вступившие в силу с 2021 года правила ЦБ ужесточили ограничения для вложений этих участников финансового рынка в облигации без срока погашения, поскольку в зависимости от условий выпуска риск инвестиций в вечные облигации может быть выше, чем в классические облигации того же эмитента.

Свое размещение бессрочных бумаг на Ирландской бирже в евро и долларах США в конце 2020 года провела компания «Газпром». На наш взгляд, в 2021-м тренд на привлечение средств через вечные облигации укрепится, и вероятно два-три новых эмитента могут выйти на рынок до конца года.

Закончившийся 2020 год был богат на разнообразные инструменты привлечения средств. На рынке появились и зеленые выпуски структурных облигаций СФО «Русол 1». Механизмом подразумевается секьюритизация потоков платежей по договорам о предоставлении мощности (ДПМ). Средства, полученные от размещения облигаций, предполагается направить на рефинансирование кредита, взятого на строительство двух солнечных электростанций в Астраханской области (общая мощность – 30 МВт, введены в эксплуатацию в 2017–2018 годах). Объемы трех 11-летних выпусков составили 4,7 млрд руб., 0,9 млрд руб. и 0,1 млрд руб. Формула ставки купонов по выпускам состоит из переменной части процентной ставки (средневзвешенная доходность десятилетних ОФЗ) и фиксированной +1,5%, +5,5%, +8% соответственно. Зеленый статус бумаг может способствовать большему интересу со стороны инвесторов, имеющих специальный мандат на подобные инвестиции.

*Подробнее о том, в чем плюсы вечных бондов для эмитента и держателей, а также международной практике вечных заимствований, читайте в InfraOne Research Weekly #15 (39) 2020.*



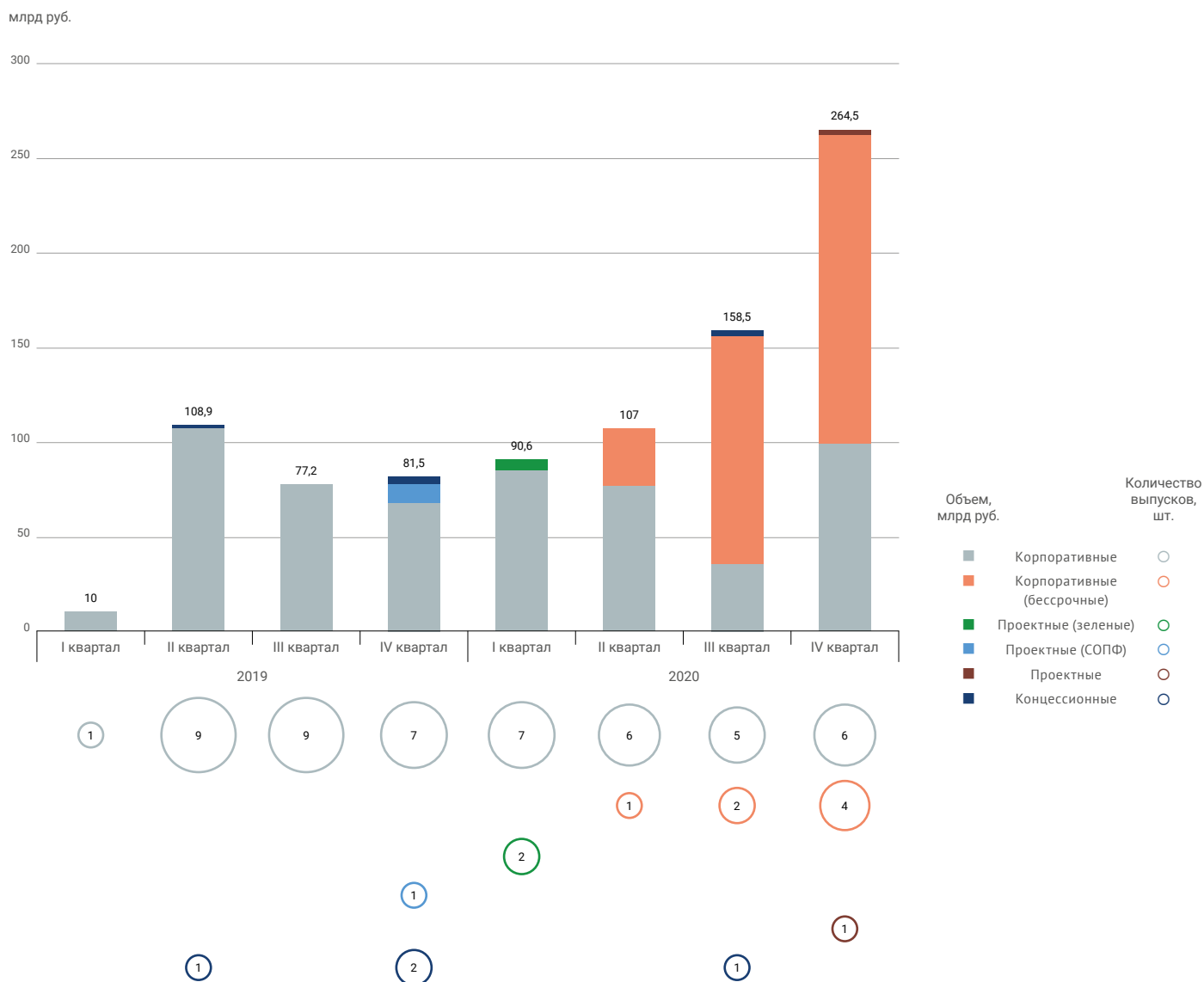
В 2019 году на рынке дебютировал первый выпуск облигаций СОПФ – «Специализированного общества проектного финансирования Фабрика проектного финансирования». Выпуск сроком десять лет был размещен в объеме 10 млрд руб., а полученные средства будут выдавать в рамках синдицированных кредитов фабрики проектного финансирования. Они будут направлены на проекты в химической и добывающей промышленности, а также в инфраструктуре (угольный терминал в порту Ванино). В 2020 году СОПФ-облигаций не было.

В 2020 году власти также объявили о намерении активно привлекать средства в инфраструктуру с помощью долговых инструментов (в частности, инфраструктурных облигаций): на горизонте двух-трех лет таким способом хотят привлечь до 1 трлн руб.

Новые эмиссии подобных облигаций могут произойти уже в 2021-м. В начале года были утверждены правила финансирования строительства и реконструкции объектов с использованием инфраструктурных облигаций, эмитентом которых выступит СОПФ, созданное институтом развития в сфере жилищного строительства ДОМ. РФ.

Привлеченные средства планируется расходовать на займы для застройщиков или на выкуп муниципальных/региональных облигаций субъектов этим СОПФ для строительства объектов транспортной, инженерной и социальной инфраструктуры при реализации комплексных проектов жилищной застройки. Первые размещения инфраструктурных бондов, по заявлениям эмитента, могут произойти в конце первого – начале второго квартала 2021 года, а планируемый объем займов в течение года может составить до 30 млрд руб.

**Рисунок 3. Распределение облигационных выпусков инфраструктурных компаний в 2019–2020 годах**



Источник: данные Сbonds, анализ InfraOne Research

*Подробнее о российском рынке концессионных бондов, хронологии наступления дефолтов по выпускам, а также о ставках купонов по концессионным облигациям на конец 2020 года читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research «Бонды для инфраструктуры 2020».*

**Облигации, близкие к инфраструктуре.** В октябре 2020 года ФГУП «Росморпорт» провело дебютное размещение пятилетних облигаций, поступления от размещения которых планируют направить на финансирование инвестиционной программы, в том числе инфраструктурных проектов, включенных в комплексный план модернизации магистральной инфраструктуры, а также на поддержание программы обновления флота.

В конце декабря 2020 года прошло дебютное размещение выпуска трехлетних облигаций дорожно-строительной корпорации «Асфальтобетонный завод № 1» (АБЗ-1). Эта компания является акционером «БалтНедвижСервиса», концессионера в проекте создания

### **Как рынок концессионных бондов закончил 2020 год**

В 2020 году рынок **концессионных облигаций** пополнился лишь одним новым эмитентом с концессионным проектом в сфере автодорог в Москве. В августе Новая концессионная компания, занимающаяся созданием Северного дублера Кутузовского проспекта, провела первый выпуск облигаций на 3 млрд руб. с индексируемым номиналом, сроком обращения почти 30 лет и выплатой купона раз в полгода. Компания готовит еще 11 выпусков почти на 50 млрд руб.

В 2020 году экономическое положение многих компаний и отраслей было непростым. Затронул кризис и концессионеров: так, в декабре произошло **четыре дефолта** по выплате купона и погашения части номинала у компаний-эмитентов коммунального сектора. У этих предприятий не оказалось достаточно денежных средств для погашения очередного обязательства.

По данным эмиссионных документов дефолтных выпусков, они не были обеспеченными, а значит, погасить обязательства перед облигационерами компаниям-эмитентам может быть нечем. В этом случае частная и публичная стороны могут договориться об изменении условий эмиссионной документации и концессионного соглашения. Только если достигнуть договоренности не удастся, последнее даже могут расторгнуть по взаимной договоренности или в судебном порядке.

С другой стороны, произошедший дефолт мог быть вызван временным изменением законодательства: в апреле 2020 года правительством было принято постановление, согласно которому взыскание штрафов или пени за неуплату жилищно-коммунальных услуг приостанавливалось с 6 апреля 2020-го до 1 января 2021 года. Таким образом, если потребители прекращали платить или платили лишь частично по своим счетам, то у отраслевых компаний сферы образовывался и увеличивался кассовый разрыв.

Подобная ситуация попадает под гарантию прав концессионера по неизменности нормативно-правовой среды. И тогда концедент должен принять меры (в том числе и прямые финансовые), за счет которых у эмитента появится возможность погасить свои обязательства по облигациям.

Число дефолтов могло бы быть больше, но несколько эмитентов («Управление отходами – НН», «РСБ ХМАО», чьим конечным бенефициаром является «Управление отходами», и сама головная компания «Управление отходами») подготовились заранее: еще весной и летом 2020-го они перенесли выплаты ближайших купонов на несколько лет вперед и сократили их количество (такие изменения были согласованы с представителем владельцев бумаг).

В самом конце 2020 года произошли изменения в структуре владения «Управления отходами». Так, с 17 декабря в компании назначен новый состав совета директоров, а 100% акций приобрела компания «Диджиталтех», причем 90% голосов принадлежат тому же физическому лицу, которое владеет организацией «Ситиматик», вывозящей отходы в Саратове.

Также 25 декабря компания заключила договор синдицированного кредитования с «Газпромбанком» и ВЭБ.РФ в объеме до 10,88 млрд руб. В сообщении банков отмечается, что средства планируется направить на финансирование новых инвестпроектов и улучшение структуры кредитного портфеля заемщика. А 29 декабря было решено выкупить шесть выпусков концессионных бондов самого «Управления отходами» (четыре выпуска), а также «Управления отходами – НН» и «РСБ ХМАО».

Такой выкуп, на наш взгляд, помог снять риски с ранее вложенных в эти облигации средств НПФ, а сами концессионные компании в сфере ТКО получили возможность не допустить дефолтов по выплате купонов.

*В сегменте проектных облигаций 30 июня 2020 года прошло размещение первых в стране социальных облигаций. Секьюритизированные социальные облигации разместило СФО «Социального развития»: три транша суммарным объемом 5,56 млрд руб. и со сроком погашения 6,5 лет обеспечены потоками по кредитному договору и договору займа, погашаемыми субсидиями от Якутии и Якутска. Полученные деньги направят на рефинансирование обязательств по проекту строительства 12-ти объектов социальной инфраструктуры в Якутске, относящихся к дошкольному, общему и дополнительному образованию и культуре по соглашению о государственно-частном партнерстве с ООО «ГЭМ». Бумаги прошли верификацию в соответствии с принципами социальных облигаций (SBP) Международной ассоциации рынков капитала (ISMA) и были включены в сектор устойчивого развития Московской биржи.*

*В нашу выборку проектных облигаций эти транши не попали ввиду более короткого срока размещения, не превысившего семи лет.*

и эксплуатации трамвайной сети по маршруту станция метро «Купчино» – пос. Шушары – Славянка в Санкт-Петербурге стоимостью 25 млрд руб. Привлеченные средства компания планирует направить на частичное погашение кредитного портфеля группы, а также на пополнение оборотных средств для развития деятельности по генеральному подряду и проектам государственно-частного партнерства.

Примечательно, что строительная компания с акционерным участием в концессионном проекте впервые решила разместить подобные ценные бумаги. Мы считаем, что в течение 2021 года возможен выход еще нескольких новых игроков строительного, инфраструктурного и смежных секторов на рынок облигаций, а также вероятно, что сроки размещения бумаг таких компаний могут увеличиться.

Активность участников долгового рынка в 2021 году, скорее всего, возрастет, хотя также возможно и движение в сторону сокращения продолжительности облигационных выпусков. На наш взгляд, наибольшим спросом будут пользоваться ликвидные выпуски эмитентов с хорошими кредитными параметрами. Приоритет может быть отдан и развитию новых инструментов: ESG-бондам, сделкам с инструментами устойчивого развития, бессрочным и инфраструктурным облигациям (хотя это и может пока сдерживаться консервативными регуляторными требованиями). Особенно активными на рынке, по нашему мнению, будут крупные государственные, квазигосударственные и компании, которым необходимо выполнять собственные инвестиционные программы и программы обновления мощностей.

**Equity.** Собственный капитал инвестора в проектом финансировании – самая рискованная инвестиция в проект, так как в очередности погашения она стоит после кредитных средств и облигационных займов. Причем, как правило, банки готовы кредитовать, только если порядка 10–30% объема проекта финансирует сам инвестор. Это дает гарантию, что его интерес к реализации инвестпроекта и завершению стройки/реконструкции сохранится. Для концессий, особенно крупных, финансовые организации традиционно ориентируются на более низкую планку минимального размера собственных средств заемщика в проекте – около 10%.

Повышенный риск вложений инвестора в проект обуславливает большую ожидаемую доходность. Инвестор планирует уровень возврата средств, превышающий ставку банка по кредиту в 1,5–2 раза. Так как общий уровень ставок по заемному финансированию во втором полугодии стабилизировался, а доходность банков, вероятно, будет расти, мы полагаем, что доходность на собственный капитал в перспективе тоже начнет повышаться.

*По данным анализа доходности инфраструктурных вложений Global Infrastructure Hub, за последние десять лет ежегодная доходность по вложениям в акционерный капитал инфраструктурных компаний, чьи бумаги котируются на фондовых биржах, составляла 6,7% годовых. Для сравнения в целом по всем компаниям (не только инфраструктурным) такая годовая доходность составляла 9,7%. Доходность на собственный капитал по некотируемым инфраструктурным активам составила 14,6%. При этом они испытывали меньшую волатильность на протяжении этого времени, в отличие от традиционных корпоративных инструментов.*

*По данным на первое полугодие 2020 года, доходность инфраструктурных активов во время пандемии COVID-19 упала меньше (–6,7%), чем в среднем по портфелю у крупнейших управляющих компаний (–10,3%) и крупнейших владельцев активов (–9,9%).*

**Таблица 2. Сравнение стоимости заемного финансирования, в том числе проектного и инфраструктурного, в России**

Для сравнения в качестве заемщика принимается компания, связанная с публичной инфраструктурой (естественная монополия, промышленная или строительная компания), либо специальная проектная компания (СПК), созданная для реализации инфраструктурных инвестиционных проектов.

Данные на конец декабря 2020 года.

«-» – недостаточно информации в открытом доступе, либо отсутствует практика применения инструмента

Показатель	Проекты, финансируемые без государственного участия		Проекты, финансируемые с государственным участием				
	Корпоративное финансирование	Инвестиционные проекты по созданию объектов инфраструктуры (исключая строительство коммерческой недвижимости)	Проектное финансирование (PF)				
			Концессии				
Право собственности на основной объект	Частный инвестор	Частный инвестор	Государство				
Право собственности на иное имущество	Частный инвестор	Частный инвестор	Варианты: частная сторона или государство				
Банкуемость	Средняя – высокая (возможны преференции при хорошем кредитном рейтинге заемщика или хороших показателях кредитных ковенант)	Средняя – высокая	Высокая (при объеме проекта свыше 3–4 млрд руб.) При оценке привлекательности дополнительную роль играет финансовая устойчивость концедента				
Подход к оценке заемщика	Консервативный (возможны улучшения при хорошем кредитном рейтинге заемщика или хороших показателях кредитных ковенант)	Более гибкий (для российского рынка может иметь значение конечный бенефициар проекта)	Более гибкий (при наличии у банка опыта работы с таким инструментом) Предъявляются несколько другие требования (например, наличие прямого соглашения)				
Увеличение долговой нагрузки на компанию-бенефициара (отражение займа на балансе)	Да	Нет, при отсутствии контроля (50% долей/акций или иной контроль)					
Необходимость передавать в залог создаваемый основной объект	Да	Да	Нет				
Распределение рисков	На компании-заемщике	На СПК (между участниками проекта)	Между участниками СПК и публичной стороной				
Риски для основного бизнеса	Неуправляемые. Риск на основном бизнесе	Управляемые. Локализируются в рамках проекта					
Защищенность от изменения налоговой нагрузки	Отсутствует	Отсутствует	Да. Правило «дедушкиной оговорки»				
Защищенность от изменений законодательства	Отсутствует	Отсутствует	Средняя. Правило «дедушкиной оговорки»				
Софинансирование со стороны государства	-	-	Возможно (механизм встроены в законодательство)				
<b>КРЕДИТОВАНИЕ</b>							
Объем капитальных затрат по проекту, млрд руб.	>20	10–40	<3	3–20	20–70	>70	
Ставка по кредиту, % годовых	Фиксированная	7,45–10,5*	9,2–11	9,3–12	-	-	9,43–9,5 **
	Плавающая	Ключевая ставка (КС) + 2,39–5,5	КС + 2–3,75	КС + 3–4		КС + 2–2,5	КС + (1,2–2,3) ** Меньшая ставка достигается при ее субсидировании со стороны института развития
Срок кредита, лет	Средний	До 7	4,5–10	7–10			
	Максимальный	12	11–12	10–12			Исключения по сроку могут быть предусмотрены для крупных проектов – до 20 лет
Максимальный резерв по кредиту согласно правилам ЦБ, % от суммы	До 100 (меньший резерв по кредиту могут получить госкомпании и ограниченное число финансово устойчивых игроков)	0–20	0–20 (крупнейшие госбанки с опытом на рынке, как правило, оставляют нулевые резервы в соответствии со своей внутренней политикой)				
Льготный период (по телу долга) ***, лет	Средний	-	3	-	2		
	Максимальный	Может быть ограничен периодом строительства по договору	3,5–4	3 (обычно ограничивается сроком строительства объекта)			

\* Данные Банка России.

\*\* Заимствование возможно в форме синдицированного кредита.

\*\*\* Отсрочка погашения тела кредита регулярными платежами для снятия нагрузки с заемщика. Обычно предоставляется в случае строительства объекта с «нуля» (greenfield) и обычно отсутствует в brownfield-проектах.

Показатель	Проекты, финансируемые без государственного участия		Проекты, финансируемые с государственным участием			
	Корпоративное финансирование	Инвестиционные проекты по созданию объектов инфраструктуры (исключая строительство коммерческой недвижимости)	Проектное финансирование (PF)			
			Концессии			
Комиссия за предоставление (открытие) кредитной линии, % от предоставляемой суммы	0,5–1	0,5–1,5	1	0,5–1	0,5	0,25–0,5 (при субсидировании ставки со стороны института развития) возможно распределение этой суммы во времени
Комиссия за невыборку кредита, % годовых от суммы неиспользованного лимита	–	0,4–1	1	0,5–1	0,5	0,3–0,5
Требование к поддержке уровня DSCR (финансовый коэффициент покрытия долга)	1,2	1,2–1,3	1,2 (зависит от отрасли реализации проекта. Например, в образовании этот показатель может составлять 1 (при условии наличия резервного счета по обслуживанию долга), а в ЖКХ может быть и 1,4)			
Требование по минимальному размеру собственных средств заемщика в проекте, % от стоимости проекта	Не применимо	15–30	До 10–20 (в концессионных проектах возможно закладывать наличие акционерного капитала на уровне 10%, хотя в таком случае проект становится «агрессивным» для кредитуемой организации. Возможно привлечение капитала через субординированные займы от акционеров)			
<b>ОБЛИГАЦИОННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ</b>						
Объем капитальных затрат по проекту, млрд руб.	>20	10–40	<3	3–20	20–70	>70
Выпуски с погашением минимум через семь лет, прошедшие размещение во второй половине 2020 года	В выборку попали выпуски объемом свыше 1 млрд руб. Включают компании агропромышленного и сельскохозяйственного сектора, ИТ-сферы, связи, транспортного, энергетического и строительного секторов (исключая жилищное строительство) и монополии, такие как РЖД, МРСК, Русгидро.	В выборку попали выпуски объемом свыше 0,5 млрд руб. Включают выпуски облигаций на выполнение инвестиционных проектов таких компаний, как РЖД, ЗСД и прочих.	Концессионные выпуски для проектов размером до 3 млрд руб. приходятся на сферу ТКО, некоторые проекты водоснабжения, социальную инфраструктуру (спортивные объекты).	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 3 до 20 млрд руб. приходятся на сферы водоснабжения, теплоснабжения.	Концессионные выпуски для проектов стоимостью от 20 до 70 млрд руб. приходятся на сферы водоснабжения, тепло-снабжения, автодорог и городского рельсового транспорта.	Планируется выпуск облигаций под концессионный проект строительства железнодорожной ветки Кызыл – Курагино в объеме почти 120–135 млрд руб. Первые выпуски хотели разместить в 2018 году, но проект еще не прошел стадию финансового закрытия, поэтому эмиссию мы ждем не раньше начала 2021 года.
Комиссия за организацию выпуска, % от объема размещения	0,05–0,5	0,5–3 (чем сложнее выпуск, тем выше комиссия)				
Срок обращения, лет	Средний	7–10	7–10	14	14	–
	Предельный	15/бессрочный	30	49 (выпуск Тверской концессионной компании, по которому 23 августа 2017, 2018, 2019 и 22 августа 2020 годов произошли дефолты по выплатам купонного дохода, с 8 ноября 2018 года прекращены торги на Московской Бирже)		
Ставка купона, % годовых	Фиксированная (средняя)	4,25–8,5	Ставки по обращающимся выпускам: 9,84–10,44	В текущем периоде выпусков не было. Ставки по обращающимся выпускам: 4–10	6,2 Ставки по обращающимся выпускам: 7–9,1	4–9
	Плавающая	КС + 2,5	Доходность 15-летних ОФЗ+1,5	В текущем периоде выпусков не было. Ставки по обращающимся выпускам: КС + 1–1,5 ИПЦ + 2,75–4,5	6,2 Ставки по обращающимся выпускам: КС + 2–3,5 ИПЦ + 4	–
Частота выплат купона	Средняя	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие/квартал	Год/полугодие	Год/полугодие	Год/полугодие/квартал
	Минимальная	Ежемесячно	Квартал	Квартал	Квартал	–
Льготный период, лет	Средний	Нет	Нет	0,5–2 в текущем периоде выпусков не было	–	–
	Максимальный	–	–	2,5	–	–

Источник: данные проектов, банков, Cbonds, Finam. Bonds, расчеты и анализ InfraOne Research (в том числе по заключенным и готовящимся концессионным соглашениям)

## ДОСТУПНЫЕ СРЕДСТВА ДЛЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ

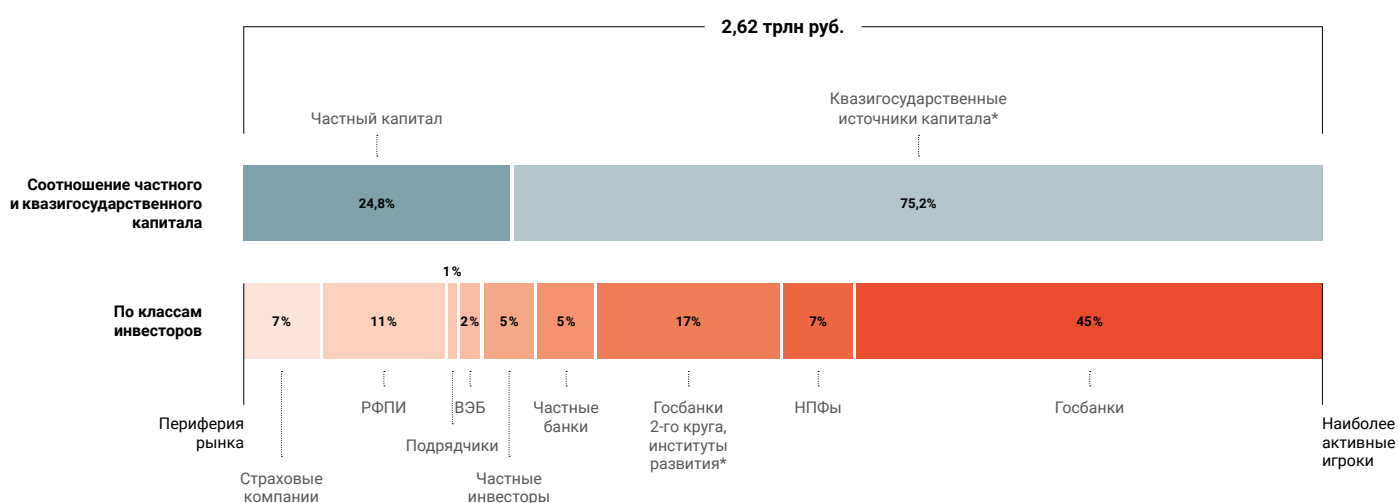
**Потенциал вложений в отрасль.** В 2020 году потенциал внебюджетных вложений в российскую инфраструктуру, по нашей оценке, вырос на 5–7%, но прирост оказался медленнее, чем годом ранее (тогда он равнялся 7,5%–12,6%). Инвесторы могут вложить в отрасль 2,6–3,1 трлн руб.

Большая часть средств – 75%, или около 2–2,3 трлн руб. – находится в руках государственных и квазигосударственных игроков. За год эта доля увеличилась на 2 п. п., добавив этому сегменту порядка 135–180 млрд руб.

Объем частного капитала сейчас, по нашей оценке, 650–805 млрд руб., а годом ранее он составлял 655–782 млрд руб. Его доля в общем объеме доступных для инфраструктуры средств в ближайшие несколько лет сократилась (с 27% до 25%).

Объем доступных внутренних («российских») денежных средств для вложений в инфраструктуру в 2020 году хоть и вырос до 2,3–2,7 трлн руб., тем не менее его доля сократилась до 89% против 92% в 2019 году. Это означает, что у отечественных инициатив растут шансы привлечь денежные средства за рубежом, например, в иностранных банках развития.

**Рисунок 4. Сколько денег может попасть в инфраструктуру**



\* В том числе международные.

Источник: расчеты InfraOne Research на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

Если возможности НПФов и страховых компаний по вложениям в долгосрочные проекты развития существенно не изменились, то небольшое сокращение интереса произошло у строительных компаний и частных инвесторов (в том числе фондов). Это было вызвано снижением экономической активности в 2020 году из-за последствий COVID-19, а также неопределенностью сроков ее восстановления.

Непосредственно в инфраструктуру на горизонте до конца 2022 года может поступить, по нашим расчетам, 645–774 млрд руб. из всех внебюджетных источников, причем более 80% из них являются квазигосударственными средствами. Ключевыми ограничениями для поступления денег инвесторов в инфраструктуру остаются нехватка качественных и крупных проектов (большинству игроков интересны проекты от 3–10 млрд руб.), а также опыта работы на рынке проектного финансирования у их авторов.

**Таблица 3. Какие участники рынка готовы инвестировать в инфраструктуру и уже это делают?**

Источник	Доступно для инвестиций в инфраструктуру млрд руб.	Прогноз объема инвестиций в инфраструктуру на 2021–2022 годы, млрд руб.	Статус на рынке
Крупнейшие банки с госучастием	1165–1340	344–386	Активные участники
Частные банки	140–175	23–26	Пробы
Госбанки 2-го круга, государственные и межгосударственные институты развития (без учета ВЭБа, АИВ, NDB)	155–165	25	Пробы/активные участники
Новый банк развития БРИКС (NDB)	150–200	70–100	Активный участник
Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (Asian Infrastructure Investment Bank, АИВ/АБИИ)	150	25–40	Пробы
ВЭБ. РФ	50–65	17–45	Периферия
НПФы, которые уже инвестируют в инфраструктуру	165–190	57–65	Активные участники
НПФы, которые готовятся выйти на инфраструктурный рынок	8–10	1–2	Пробы
Страховые компании	190–270	12	Периферия
РФПИ	300–370*	40	Периферия
Частные инвесторы, включая фонды и репатриированный капитал	125–135	22–23	Активные участники
Подрядчики	22–25	9–10	Пробы
<b>Итого:</b>	<b>2620–3095</b>	<b>645–774</b>	

\* Планируемые расходы на инфраструктуру на ближайшие годы с учетом средств иностранных соинвесторов.

Источник: расчеты InfraOne Research на основе данных компаний, регуляторов, отраслевых ассоциаций, опросов участников рынка

**Банки.** Общие активы российских банков на конец третьего квартала 2020 года составляли 106,72 трлн руб. По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года они увеличились на 12,5%. За год количество банков сократилось на 37 штук, до 378. По данным «Интерфакс-ЦЭА», три крупнейших группы госбанков (Сбербанк, группа ВТБ и Газпромбанк) на конец третьего квартала сконцентрировали 52,3% активов всего банковского сектора. Их активы выросли на 14,7 п. п. (или на 7,2 трлн руб.) по сравнению с тем же периодом прошлого года.

Концентрация капитала в российской банковской системе продолжает смещаться в сторону топ-5 крупнейших банков. По итогу девяти месяцев 2020-го на них приходилось 61,6% активов всей банковской системы (или 65,5 трлн руб.), а на конец 2019-го – 60,3% (или 58,3 трлн руб.). На топ-20 крупнейших банков приходится 84,4% (90 трлн руб.) всех активов, эта доля увеличилась на 0,4 п. п., банки за пределами топ-20 потеряли около 335 млрд руб. активов, сократив свою долю до 15,6%.

Пока лидерами на рынке инвестиций в инфраструктуру остаются три госбанка – Сбербанк, группа ВТБ и Газпромбанк.

Активность частных банков за последние два года возросла. Они так же, как и госбанки второго круга, становятся более заметны на рынке финансирования инфраструктуры. Им интересно участие в синдицированных кредитах, а также в предоставлении займов на локальном уровне для муниципальных и региональных проектов в формате проектного финансирования или рефинансирования заимствований инфраструктурных компаний. Небольшие банки за пределами 100–150 крупнейших банков вовлечены в решение своих

операционных проблем и не смогут активно участвовать в значимых для рынка (дороже 3–10 млрд руб.) проектах в инфраструктуре. Не исключено, что в секторе частных банков может начаться процесс консолидации.

По нашей оценке, в руках частных банков и госбанков второго круга находится порядка 10–11% средств для долгосрочного вложения в инфраструктурные проекты (или около 295–340 млрд руб.).

Именно банковский сектор на отечественном рынке обладает наибольшими ресурсами для инвестирования и финансирования развития публичной инфраструктуры в стране. Согласно нашей оценке, около 1,46–1,68 трлн руб. способны инвестировать банки. Причем до конца 2022 года их реальные вложения в отрасль могут достичь 390–437 млрд руб.

**Негосударственные пенсионные фонды.** На рынке НПФов в 2020 году продолжалось сокращение количества игроков: из 47 фондов на начало года к концу третьего квартала на рынке осталось 43. На эти фонды приходилось 2,93 трлн руб. пенсионных накоплений, что на 2,8% больше, чем по итогам 2019-го. В структуре портфеля фондов доля корпоративных облигаций за девять месяцев 2020 года возросла на 2,5 п. п. (или на 115,7 млрд руб.), а долю в ОФЗ и муниципальных бумагах они сократили на 0,19%.

*На рынке негосударственных пенсионных фондов концентрация активов в портфелях восьми крупнейших групп (на их 15 НПФов приходится более 95% всего объема пенсионных накоплений) только усиливается, при том что число игроков в этом секторе из года в год сокращается. Причем «окологосударственные» группы постепенно продолжают укреплять свои позиции: по итогу трех кварталов 2020-го под управлением группы Сбербанка, Газпромбанка, ФК «Открытие» и ВТБ находилось более 2 трлн руб. пенсионных накоплений (или 69,5% от всех таких средств), а за тот же период 2019 года – 1,93 трлн руб. (или 69%).*

НПФы до сих пор не реализовали свой потенциал по «длинным» вложениям в инфраструктуру: рынок таких инвестиций узок и по-прежнему клубного типа, так как их в соответствующие ценные бумаги (особенно в концессионные бонды) делают одни и те же игроки. Потрясения 2020 года сказались на устойчивости денежных потоков компаний-эмитентов (см. врез «Как рынок концессионных бондов закончил 2020 год»), по некоторым выпускам компаний коммунальной инфраструктуры были допущены дефолты (за отчетный период купон и часть номинальной стоимости не были выплачены держателям бумаг), а также несколько выпусков компаний сектора переработки и утилизации отходов были выкуплены самой компанией у держателей.

По нашей оценке, объем средств, которые НПФы могли бы направить на вложения в инфраструктуру, значительно сократился в 2020 году: до 173–200 млрд руб. (или на 21% меньше, чем годом ранее), а в следующие два года они вряд ли вложат больше, чем 58–67 млрд руб. Такие вложения с их стороны произойдут только если по нескольким крупным проектам завершится финансовое закрытие и на рынок концессионных облигаций поступят новые выпуски.

Интерес к инфраструктуре сохраняется среди все тех же групп негосударственных пенсионных фондов, а вот новые игроки в этом сегменте на рынок пока не приходят. Таким долгосрочным инвесторам на отечественном рынке непросто найти подходящие активы для своих портфелей с горизонтом вложения более 20 лет. Более активному участию в финансировании концессий, которые «заточены» на такой продолжительный срок реализации и возврата средств, пока мешает строгость регулирования и ограничения со стороны ЦБ.

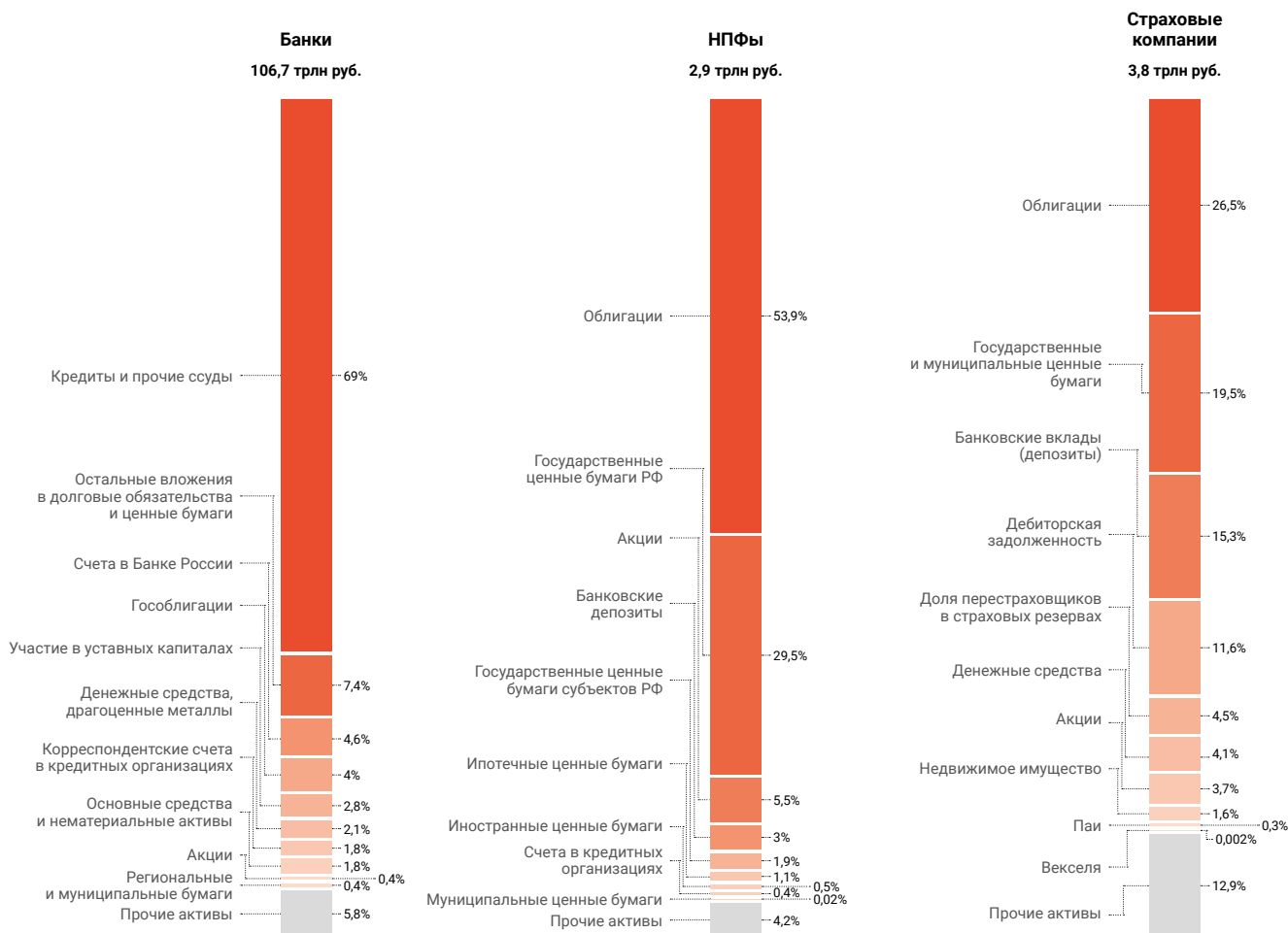
Сокращение объемов доступных средств в наибольшей степени затронуло сегмент и так неактивных НПФов. Последние несколько лет идет существенное перераспределение активов на этом рынке, а объемы средств у НПФов за пределами восьми крупнейших групп сокращаются. По нашей оценке, на них приходится не более 5% пенсионных накоплений, хотя в прошлом году было около 7%.



**Страховые компании.** На рынок долгосрочных инвестиций в инфраструктуру страховые компании в 2020 году так и не вышли. По итогам трех кварталов 2020 года объем активов, сконцентрированных в руках страховых компаний, составил 3,8 трлн руб., что на 15% больше, чем по итогу 2019 года. В структуре их портфеля с начала 2020 года лидируют облигации: их доля выросла с 25,2% до 26,5% и достигла 1,01 трлн руб. По нашей оценке, в инфраструктуру страховые компании могли бы направить 190–270 млрд руб., но на горизонте года-двух их реальные вложения скорее всего не достигнут 12 млрд руб.

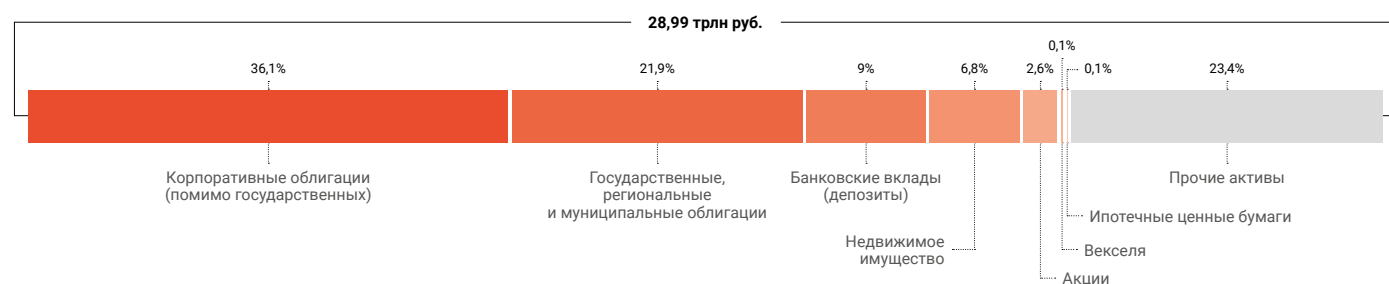
**Рисунок 5. Куда вкладывают участники финансового рынка**

Структура инвестиционного портфеля на конец третьего квартала 2020 года.



Источник: данные ЦБ, расчеты InfraOne Research

**Рисунок 6. Структура финансовых инструментов, подходящих для долгосрочного инвестирования**



Источник: данные ЦБ на конец третьего квартала 2020 года, расчеты InfraOne Research

*Международные финансовые организации, как правило, не финансируют проект целиком, но их присутствие в любом случае хорошо сказывается на его экономике. Льготное финансирование от таких институтов, как правило, доступно для развивающихся рынков, а для развитых ставки сопоставимы со стоимостью денег на местном рынке. Впрочем, она часто и так довольно привлекательна.*

**Международные банки развития.** Наиболее активными иностранными инвесторами на инфраструктурном рынке за последние два-три года стали Новый банк развития БРИКС (NDB) и ЕАБР. Не так давно первые проекты профинансировал и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АИИВ).

За последние пять лет активность Нового банка развития БРИКС в России увеличилась: если в 2016–2019 годах он ежегодно согласовывал кредитование для одного-трех проектов, то в 2020-м он поддержал сразу пять новых инициатив. Впрочем, средний уровень его совокупного ежегодного участия по одобренным проектам в 2018–2020 годах был около \$ 800 млн.

Всего в прошлом году NDB одобрил предоставление кредитов 17 проектам в странах региона БРИКС на общую сумму \$ 18,2 млрд: шесть проектов в Бразилии, по пять в России и Индии, один в Китае. Почти 45% от объема вложений в эти проекты (\$ 8,2 млрд) — средства NDB. Доля российских инициатив в кредитном портфеле банка за 2020 год, несмотря на значительное число проектов, наименьшая среди всех стран-членов БРИКС — 10,4%. По нашей оценке, у России в ближайшие годы есть большой потенциал расширить объем кредитования от этого института развития.

В конце 2019 года на отечественный рынок «зашел» Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АИИВ). Он одобрил суверенный кредит под российский проект по развитию автодорог и межрегиональной связанности объемом \$ 500 млн (32,1 млрд руб.). В конце 2020 года банк развития одобрил заявку РЖД на предоставление кредита в размере \$ 300 млн (21,6 млрд руб.) в рамках программы по борьбе с последствиями кризиса, вызванного распространением COVID-19. Средства по ней направляются на финансирование здравоохранения, поддержание экономической устойчивости и решение проблем с ликвидностью у предприятий. Вся сумма кредита для РЖД будет израсходована на пополнение фонда оплаты труда сотрудников монополии.

В портфеле АИИВ на конец 2020 года находилось 108 проектов, вложения в них составляли \$ 22,03 млрд. За 2020 год он пополнился на 45 проектов с суммарными кредитными обязательствами банка в размере \$ 9,98 млрд. По данным на конец ноября 2020 года, доля России в объеме выделенных кредитных средств составляет 3,73% (\$ 800 млн). И, по нашему мнению, возможности этого института в финансировании отечественных проектов пока использованы минимально.

Интерес со стороны международных институтов развития к российским проектам в инфраструктуре, на наш взгляд, растет, а потенциал привлечения их финансирования расширяется. По нашей оценке, от этой категории финансовых организаций в ближайшие годы можно ожидать увеличения реальных инвестиций в два-три раза до 95–140 млрд руб., а их доля в объеме потенциально доступного для инфраструктуры капитала возрастет с 9% до 12–15%.

#### **Таблица 4. Сколько стоят деньги международных банков развития и фондов в мире**

*Ставки на валютные займы в АИИВ и NDB формируются из двух составляющих: средневзвешенной ставки по межбанковским кредитам (обычно шестимесячная) и премии банка, в которую закладывают оценку риска проекта, локального рынка и учета срока кредита и т.д. На январь 2021 года стоимость займов у них находилась в интервале от 1,56% до 3,1% (без учета дополнительных комиссий, которые могут составлять порядка 0,5%), примерно те же проценты начисляет на свои кредиты Фонд Шелкового пути (исключение — Международный инвестиционный банк, который кредитует проекты в России в привязке к ключевой ставке ЦБ). Сейчас разрыв с уровнем ставок кредитования на отечественном рынке сокращается: стоимость привлечения денег в инфраструктурные проекты у отечественных игроков финансового рынка больше в полтора-два раза.*

*Привлечение в проекты иностранного заемного капитала и, в частности, средств международных институтов развития может расширить возможности отечественного рынка инфраструктурных проектов. Но нестабильная экономическая ситуация в мире вносит большую неопределенность в этот процесс. На наш взгляд, в ближайшие полгода-год к этому инструменту инвесторы будут относиться осторожно.*

Финансовый институт	Продукт*	Комиссия за резервирование кредита, %	Разовая комиссия, %	Ставка по основному долгу, % годовых						
				Срок, лет						
				до 8	8-10	10-12	12-15	15-18	18-20	
<b>AIIB</b> Изменения в политику внесены в январе 2021 года	Кредит, гарантированный государством (на максимальный срок до 35 лет)	0,25	0,25	<b>Фиксированная ставка, %</b>						
				Спред ставки по коммерческим кредитам	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
				Страховой взнос по срокам	0	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50
				Рыночная премия	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15
				Спред надбавки к ставке LIBOR**	0,05	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25
				<b>Кредитный спред</b>	<b>0,65</b>	<b>0,85</b>	<b>0,95</b>	<b>1,10</b>	<b>1,30</b>	<b>1,40</b>
				<b>Итого: 1,56–3,06%</b>						
				<b>Плавающая ставка, %</b>						
				Спред ставки по коммерческим кредитам	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
				Страховой взнос по срокам	0	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50
				Кредитная маржа, включая поправку по межвалютному базисному свопу	Рассчитывается по каждой иностранной валюте (обновляется раз в полугодие)					
				<b>Спред фиксированной процентной ставки (без кредитной маржи)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,60</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>
				<b>NDB</b> Изменения в политику внесены в январе 2021 года	Кредит, гарантированный государством	0,25	0,25	<b>Фиксированная ставка, %</b>		
Спред договорного кредитования	0,50	0,50	0,50					0,50	0,50	0,50
Страховой взнос по срокам	0	0,05	0,10					0,20	0,30	0,35
Рыночная премия	0,05	0,10	0,10					0,10	0,15	0,15
Надбавка	0,10	0,20	0,25					0,25	0,30	0,35
<b>Кредитный спред к ставке LIBOR**</b>	<b>0,65</b>	<b>0,85</b>	<b>0,95</b>					<b>1,05</b>	<b>1,25</b>	<b>1,35</b>
<b>Итого: 1,56–2,96%</b>										
<b>Плавающая ставка, %</b>										
Спред договорного кредитования	0,50	0,50	0,50					0,50	0,50	0,50
Страховой взнос по срокам	0	0,05	0,10					0,20	0,30	0,35
Надбавка	0,18	0,18	0,18					0,18	0,18	0,18
<b>Кредитный спред к ставке LIBOR**</b>	<b>0,68</b>	<b>0,73</b>	<b>0,78</b>					<b>0,88</b>	<b>0,98</b>	<b>1,03</b>
<b>SRF</b>	Кредит	–	–					1,5–3% на срок до 20 лет		
<b>IIB</b>	Кредиты и инвестиционное финансирование	н/д	н/д	По осуществленным проектам Для России: ключевая ставка ЦБ + 2,5% Европа: EURIBOR***: + (1–2,5%)						
<b>ЕАБР</b> На основании данных годовой отчетности по МСФО	Долгосрочные кредиты	н/д	н/д	Средневзвешенная эффективная ставка: в 2017 году – 9,8%, в 2018 году – 8,59%, в 2019 году – 7,63%						
<b>ЕБРР</b>	Прямое финансирование: кредиты, инвестиции в акции и гарантии	Имеются, устанавливаются индивидуально для каждой страны, конфиденциальны		Фиксированные и плавающие ставки (зависят от конъюнктуры рынка), например, привязанные к LIBOR. На ставку влияет срок кредита, могут быть предоставлены в иностранной либо локальной валюте. Зависят от ставок на соответствующем локальном рынке						
<b>IFC</b>	Заемное финансирование	н/д	н/д	Плавающие ставки (зависят от конъюнктуры рынка), например, привязанные к LIBOR или ставкам межбанковского кредитования. На ставку влияет срок кредита, могут быть предоставлены в иностранной либо локальной валюте и зависят от ставок на соответствующем локальном рынке. Средневзвешенная ставка, в базе привязанная к 6-месячной ставке LIBOR (USD) в 2017 году – 5,4%; в 2018 году – 6,4%; в 2019 году – 5,7%						

\* Указанная линейка продуктов международных банков развития не является исчерпывающей и использована для сравнения условий предоставления заемного финансирования.

\*\* Текущая 6-месячная ставка LIBOR (USD): 0,25 588% на 04.01.2021.

\*\*\* Текущая 6-месячная ставка EURIBOR: – 0,532% на 04.01.2021.

## ОГОВОРКА

Обзор подготовлен InfraOne Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraOne, и 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.

## ОБ INFRAONE

Инвестиционная компания InfraOne («Первая инфраструктурная компания») специализируется на прямых инвестициях в инфраструктуру. Компания в своих интересах или интересах третьих лиц осуществляет организацию проектов и сделок, управление ими, финансирование проектов, а также предоставляет сервис инвестиционного консультирования, аналитической поддержки и продвижения проектов.

В первую очередь, интерес для InfraOne представляют инвестиции в проекты, структурированные через ГЧП, концессии, проектное финансирование. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

## ОБ INFRAONE RESEARCH

InfraOne Research – исследовательская группа инвестиционной компании InfraOne. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных отраслях инфраструктуры. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Материалы InfraOne Research распространяются на ключевых деловых форумах страны – Петербургском международном экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Российской неделе ГЧП» и других.

**Подписаться на аналитические отчеты InfraOne Research можно на сайте [infraone.ru](http://infraone.ru)**