

## ОТРАСЛЕВАЯ И РЕГИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

**Е. Д. Заболотский<sup>1</sup>,**  
МГИМО (У) МИД России, Банк России (Москва, Россия)

### **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕХАНИЗМОВ ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА НЕГОСУДАРСТВЕННЫМИ ПЕНСИОННЫМИ ФОНДАМИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

*Целью исследования служит анализ использования финансовых инструментов проектов государственно-частного партнерства (ГЧП) при инвестировании пенсионных средств негосударственными пенсионными фондами (НПФ) Российской Федерации. Предметом исследования являются основные модели ГЧП, модели инвестирования пенсионных средств в проекты, реализуемые на основе ГЧП, а также инструменты государственного регулирования инвестирования пенсионных средств в указанные проекты. Теоретической основой исследования явились нормативно-правовые акты Российской Федерации, регулирующие институт ГЧП и деятельность НПФ, а также работы зарубежных и отечественных организаций и ученых в области ГЧП, пенсионных фондов и инвестирования пенсионных средств. Результаты, полученные по результатам исследования, могут быть использованы НПФ, частными и публичными партнерами при привлечении инвестиций, Банком России при осуществлении надзорных функций, а также федеральными органами исполнительной власти, в компетенции которых входит реализация инфраструктурных проектов.*

**Ключевые слова:** государственно-частное партнерство, негосударственные пенсионные фонды, инвестирование пенсионных средств.

### **USING FINANCIAL INSTRUMENTS OF PPP PROJECTS FOR NSPF'S INVESTMENT**

*The purpose of this paper is to analyze investments of Russian non-state pension funds (NSPF) into financial instruments for public-private partnership (PPP) projects. The scope of the study refers to basic models of PPP, pension resources investment models using PPP and State regulations of investment pension resources in PPP projects. The theoretical framework of research relates to the Russian normative legal acts, regulating the activities of NSPFs and PPP applications, and works of foreign and domestic organizations and scientists in PPP, NSPFs and pension resources*

---

<sup>1</sup> Заболотский Егор Дмитриевич, магистрант Европейского учебного института МГИМО (У) МИД России; главный экономист департамента коллективных инвестиций и доверительного управления Банка России; e-mail: 9387809@bk.ru

*investment areas. The results of the study can be used by NSPFs, public and private partners to attract investment, Bank of Russia for oversight functions and federal authorities responsible for infrastructure projects realization.*

**Key words:** public-private partnership, non-state pension funds, pension resources investment.

## **Введение**

В настоящее время в Российской Федерации активно развивается институт государственно-частного партнерства (далее — ГЧП), который служит инструментом государственной политики в целях реализации необходимых проектов.

Преимуществом использования ГЧП являются оптимизация бюджетных затрат, высокая эффективность реализации проектов, повышение уровня ответственности органов государственной власти, а также стимулирование экономического роста.

Целью исследования служит анализ использования финансовых инструментов проектов ГЧП при инвестировании средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов (далее — НПФ) Российской Федерации на основании исследования особенностей развития института ГЧП и пенсионного рынка в Российской Федерации.

Для достижения цели исследования решаются следующие задачи:

- 1) характеристика и определение преимуществ ГЧП, а также классификация основных моделей;
- 2) анализ использования ГЧП в Российской Федерации и соответствующей нормативно-правовой базы с учетом последних изменений;
- 3) обзор рынка НПФ Российской Федерации и текущей нормативно-правовой базы в части инвестирования пенсионных средств с учетом последних изменений;
- 4) анализ инвестирования средств НПФ в проекты ГЧП в Российской Федерации (с приведением примера проекта), Австралии и Канаде.

Научная новизна работы заключается в исследовании текущей нормативно-правовой базы Российской Федерации в сфере ГЧП и инвестировании пенсионных средств, а также анализе размещения пенсионных средств в проекты ГЧП негосударственными пенсионными фондами России, Австралии и Канады.

Результаты исследования могут быть использованы НПФ и управляющими компаниями, частными и публичными партнерами, Банком России при осуществлении надзорных функций за деятельностью НПФ, а также министерствами Российской Федерации и региональными ор-

ганами государственной власти, в компетенцию которых входит реализация приоритетных инфраструктурных проектов (Минэкономразвития России, Минстрой России, Минэнерго России и т.п.).

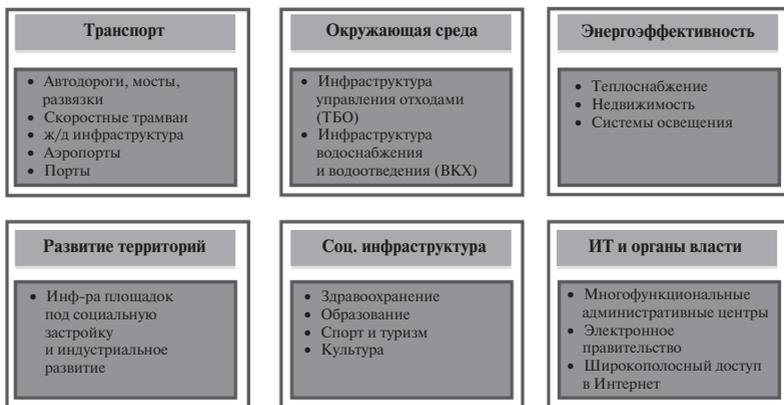
Структура работы предполагает две части, первая из которых посвящена характеристике и развитию ГЧП в России, а вторая — инвестированию пенсионных средств в ГЧП-проекты, заключение и список литературы.

## **Часть 1. Развитие государственно-частного партнерства в России**

Основоположником института ГЧП являются США, опыт которых был использован Европейским союзом. Необходимость развития института в ЕС была обусловлена сокращением использования инструментов бюджетного финансирования при реализации инфраструктурных проектов, достигаемого за счет привлечения частных инвестиций в развитие и модернизацию ключевых отраслей народного хозяйства. Великобритания стала первой страной Европы, реализовавшей ГЧП.

В Российской Федерации ГЧП или муниципально-частное партнерство (далее — МЧП) определяется как сотрудничество частного и публичного партнера, которое построено на принципах консолидации ресурсов и дифференциации рисков. Целью указанного сотрудничества служит привлечение инвестиций, а также обеспечение доступности товаров и услуг на соответствующих рынках [Федеральный закон № 224-ФЗ, 2015, ст. 3].

Ключевыми сферами применения проектов ГЧП можно назвать следующие (рис. 1).



*Рис. 1. Ключевые сферы применения ГЧП  
Источник: [Баженов, 2014, с. 3].*

В качестве преимуществ, которые получает орган государственной власти при реализации проекта ГЧП, можно выделить следующее:

- 1) эффективное распределение финансовой нагрузки, следствием чего служит оптимизация бюджетных затрат;
- 2) сбалансированное распределение ответственности и рисков, что свидетельствует о предполагаемом высоком уровне эффективности реализации проектов ГЧП;
- 3) повышение качества предоставления услуг в силу более эффективного управления государственным имуществом частным партнером, что положительно влияет на удовлетворение нужд конечных потребителей;
- 4) развитие частной инициативы приводит к экономическому росту;
- 5) полная оплата частному партнеру производится только в том случае, если мероприятия по строительству/реконструкции исполнены в соответствии с заранее определенными стандартами работ и качества, прописанных в техническом задании.

Одним из преимуществ реализации проектов ГЧП для участников проекта является уменьшение рисков, которое достигается посредством реализации основных принципов [Akintola et al., 2009]:

- 1) количество рисков, которые принимает на себя частный партнер, должно быть пропорционально предполагаемой выгоде;
- 2) риски должны быть переданы стороне, которая в состоянии покрыть их с минимальными затратами;
- 3) государство также берет на себя ответственность за имеющиеся риски и содействует их смягчению путем взаимной поддержки.

Таким образом, при реализации проектов ГЧП государству и частному сектору предоставляется возможность распределять часть рисков по взаимному соглашению с целью обеспечения получения максимальных преимуществ для участников.

ГЧП служит инструментом государственной политики в целях реализации преимуществ эффективности и прозрачности затрат в течение всего жизненного цикла проектов и вносит вклад в точную формулировку основных задач и повышение уровня ответственности органов государственной власти, создает стимулы долгосрочных договорных отношений, ориентированных на качественное выполнение работ и услуг, способствует привлечению частного капитала и росту инновационного потенциала, а также подает импульсы к экономическому росту [Бучнев, 2014, с. 48].

Выбор конкретной формы взаимодействия государства и бизнеса зависит от условий и требований, предъявляемых государствами к тем или иным проектам. Проекты делятся на «гринфилд»-проекты (или объекты с нуля), «браунфилд»-проекты (существующие объекты) и объекты смешанного типа. Для каждого из этих типов возможен

тот или иной набор методик их реализации в зависимости от заданных параметров со стороны государства. Основные модели ГЧП, используемые в мировой практике, представлены на рис. 2.

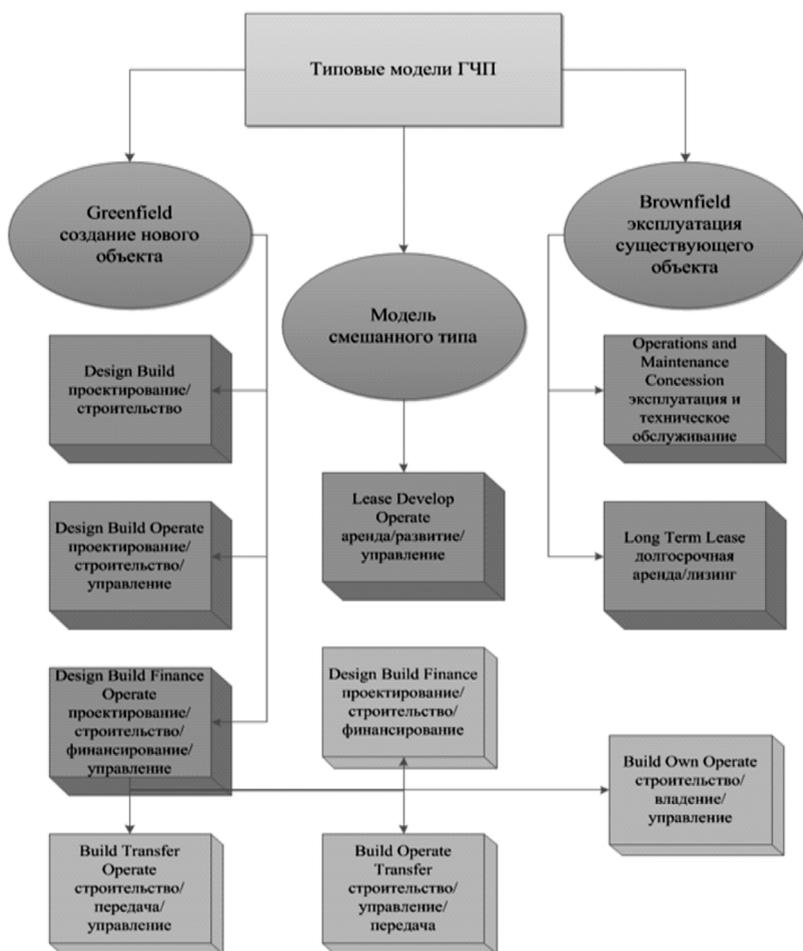


Рис. 2. Основные модели ГЧП  
 Источник: [Yescombe, 2007].

Совокупный объем инвестиций в проекты ГЧП в период с 1990 по 2014 г. составил 2,41 трлн долл. При этом 52% вышеуказанного объема приходится на Бразилию (0,5 трлн долл.), Индию (0,33 трлн долл.), Россию (0,15 трлн долл.) и Китай (0,13 трлн долл.). Дифференциация проектов по отраслям представлена на диаграмме 1.

### ГЧП по отраслям (1990–2014 гг.)

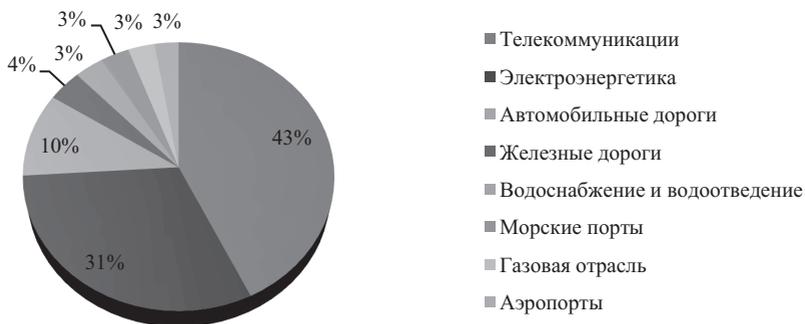


Диаграмма 1. Дифференциация проектов ГЧП за 1990–2014 гг. по отраслям  
 Источник: [WBG, Private Participation in Infrastructure Database, 2016].

Кривая развития ГЧП в мире представлена на рис. 3.

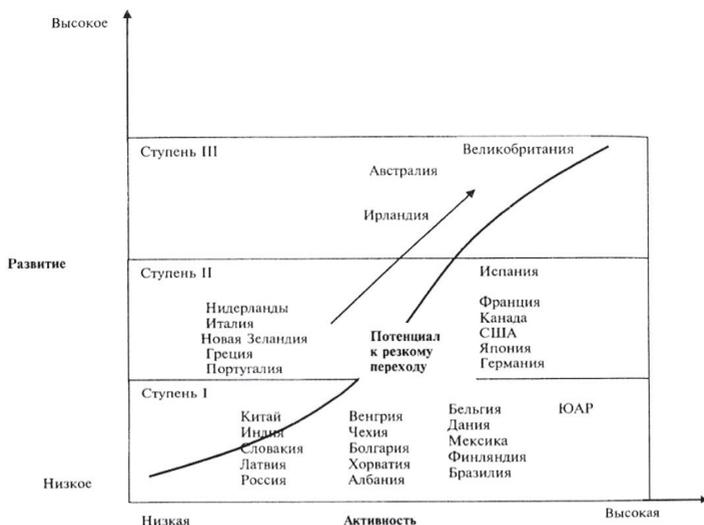


Рис. 3. Ключевые сферы применения ГЧП  
 Источник: [Кузнецов, 2012, с. 197].

Большинство стран Западной и Центральной Европы на второй ступени развития. Великобритания, Австралия и Ирландия находятся в тройке лидеров. Страны Восточной и Северной Европы пребывают только на первой стадии своего развития, которая предусматривает разработку стандартов и нормотворческой базы для применения механизмов ГЧП.

Основными формами ГЧП в России служат контракт на оказание услуг, аренда и передача управления через передачу доли, а также концессионные соглашения (далее — КС). В качестве основных текущих проектов ГЧП по объему инвестиций можно выделить следующие [Единая информационная система ГЧП в России, 2016]:

- концессионный проект по строительству скоростной автомобильной дороги Москва — Санкт-Петербург;
- концессионный проект строительства нового выхода на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь»;
- строительство автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр» в г. Санкт-Петербурге;
- проект развития аэропорта Пулково в г. Санкт-Петербурге;
- комплекс нефтеперерабатывающих заводов в г. Нижнекамске.

По результатам 2014 г. средний срок реализации проектов ГЧП в России составлял 12,7 года. При реализации проектов в 53% случаев использовался механизм концессии, в 35% случаев региональное законодательство, в 12% — близкие к ГЧП формы. В 68 субъектах Российской Федерации были приняты региональные законы о ГЧП, однако только в 18 регионах такие законодательные акты применялись [Ткаченко и др., 2014].

Наибольший объем инвестиций в проекты ГЧП по субъектам РФ приходился на коммунальную (33%), а также социальную и энергетическую сферы (28%). Основные трудности при реализации проектов ГЧП до 2016 г., по мнению Минэкономразвития России и НП «Центр развития государственно-частного партнерства», возникали вследствие низкого качества нормативной базы, регулирующей проекты ГЧП.

В качестве негативных факторов был отмечен непрофессионализм региональных органов власти субъектов РФ, ответственных за развитие ГЧП. Такие структуры на конец 2015 г. имелись в 76 субъектах, из которых 64 были оценены на «удовлетворительно» и две на «отлично», что свидетельствовало о недостаточной компетенции таких органов [Рейтинг регионов России по уровню развития государственно-частного партнерства 2014–2015, 2015].

Механизмы реализации проектов ГЧП были впервые закреплены в Федеральном законе от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (далее — Закон о КС), а также в Законе Санкт-Петербурга от 25.12.2006 № 627-100 «Об участии Санкт-Петербурга в государственно-частных партнерствах», которые послужили отправной точкой развития нормативного регулирования ГЧП.

Принятие Федерального закона от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон о ГЧП) было

направлено на расширение нормативной базы по ГЧП и способствовало улучшению регионального законодательства.

Новеллой Закона о ГЧП послужила возможность возникновения частной собственности на публичную инфраструктуру, что позволило использовать на практике новые модели ГЧП в рамках соглашения о ГЧП (далее — СГЧП), которое, в свою очередь, является ключевым элементом правового регулирования закона.

В целях реализации норм Закона о ГЧП в конце 2015 г. Правительством РФ и Минэкономразвития было принято 14 правовых актов (10 постановлений и четыре приказа), которые условно можно классифицировать на четыре группы:

- 1) акты, регламентирующие подготовку проектов ГЧП/МЧП (определена форма предложения о реализации проекта, порядок рассмотрения предложения публичным партнером, порядок проведения предварительных переговоров, связанных с разработкой предложения);
- 2) акты, регламентирующие конкурсные процедуры (приняты правила проведения предварительного отбора участников, форма заявления о намерении участвовать в конкурсе на право заключения соглашения и порядок его направления публичному партнеру);
- 3) акты, регламентирующие порядок оценки проектов ГЧП/МЧП (утверждена методика оценки эффективности и определения сравнительного преимущества проекта, порядок проведения уполномоченным органом оценки эффективности и правила проведения уполномоченным органом переговоров, связанных с рассмотрением предложения о реализации проекта на предмет оценки эффективности);
- 4) акты, регламентирующие контроль и мониторинг реализации проектов ГЧП/МЧП (определен порядок осуществления публичным партнером контроля исполнения условий соглашения и порядок мониторинга реализации соглашения).

Таким образом, к дате вступления в силу Закона о ГЧП был обеспечен достаточный инструментарий для реализации его положений. Правительство РФ постановлением от 29.12.2015 № 1461 отнесло регулирование сферы ГЧП и обеспечение реализации проектов к компетенции Минэкономразвития России.

Федеральными законами от 03.07.2016 № 275-ФЗ и № 360-ФЗ были внесены изменения в Закон о КС и Закон о ГЧП, которые расширяют отраслевую направленность и упрощают запуск проектов ГЧП для частного партнера.

Изменения в Закон о КС предполагают проведение на федеральном уровне мониторинга заключения и реализации КС, в том числе соблю-

дение обязательств, сроков и объемов привлекаемых инвестиций, компенсацию концессионером расходов по организации конкурса, установление размера арендной платы за пользование земельными участками в качестве обязательного условия, а также заключение соглашения без конкурса по решению Правительства РФ.

В сфере ЖКХ установлено возмещение недополученных доходов субъектом РФ, участвующим в соглашении, ограничение доступа иностранных юридических лиц к объектам теплоснабжения, водоснабжения и водоотведения, а также передача долгов коммунальных организаций концессионеру, которые учитываются при установлении тарифов [Федеральный закон № 275-ФЗ, 2016].

В качестве основных изменений в Закон о ГЧП можно выделить дополнение перечня объектов соглашений объектами промышленности (преимущественно для проектов «браунфилд»), возможность осуществления финансирования консорциумом банков и снижение требований к инвесторам при получении лицензий.

Также в соответствии с изменениями в Закон о ГЧП в два раза сокращен срок проведения уполномоченным органом оценки эффективности проекта до 90 дней, что способствует снижению сроков запуска проекта в целом.

Приведение региональных законов в соответствии с Законом о ГЧП отложено до 01.01.2025 с целью реализации уже заключенных соглашений. При этом новые соглашения, которые заключены после вступления в силу Закона о ГЧП, регулируются в соответствии с новым законодательством [Федеральный закон № 360-ФЗ, 2016].

В качестве ключевых отличий Закона о КС и Закона о ГЧП можно выделить:

- 1) в рамках КС право собственности на объект сохраняется за концедентом, в рамках СГЧП — возникает у частного партнера;
- 2) в рамках КС эксплуатация объекта всегда возлагается на концессионера, в рамках СГЧП — может быть возложена на публичного партнера;
- 3) в отличие от Закона о КС Законом о ГЧП предусмотрена возможность передачи объекта в залог финансирующей организации при наличии прямого соглашения;
- 4) в соответствии с Законом о КС возможно заключение КС с зарубежным юридическим лицом, в соответствии с Законом о ГЧП участие зарубежных инвесторов возможно исключительно посредством создания российских компаний;
- 5) для СГЧП предусмотрены минимальный трехлетний срок действия, а также оценка эффективности проекта и определения его сравнительного преимущества, для КС — нет.

Федеральным законом от 31.12.2014 № 488-ФЗ «О промышленной политике в Российской Федерации», который вступил в силу в июне 2015 г., был введен еще один инструмент ГЧП в Российской Федерации — специальный инвестиционный контракт (далее — СПИК), его цель — привлечение инвестиций в промышленность.

В отличие от ГЧП при заключении СПИК государство предоставляет инвестору не имущество или денежные средства, а льготы и преференции, предусмотренные законодательством. Взамен инвестор принимает на себя обязательства.

СПИК заключается на срок до десяти лет и не является чувствительным к изменению законодательства на срок действия (за исключением международных договоров). Инвестору предоставляются гарантии неповышения налоговой нагрузки на доходы. Подзаконные акты в целях реализации СПИК утверждены, компетенции по мониторингу, согласованию и оценке исполнения закреплены за Минпромторгом России [Федеральный закон № 488-ФЗ, 2014, ст. 16].

Оператором по заключению СПИК является Фонд развития промышленности (далее — ФРП), подконтрольный Минпромторгу России. За 2015 г. ФРП было одобрено 74 проекта на общую сумму займов 24,6 млрд руб. при общем бюджете инвестиционных проектов 178,3 млрд руб. Основную долю займов занимает машиностроение (7,3 млрд руб.), медбиофарма (4,6 млрд руб.) и химическая промышленность (2,5 млрд руб.). Наибольшее количество заявок было подано от следующих субъектов РФ: Москва (224), Свердловская область (122) и Московская область (79) [Фонд развития промышленности, 2015].

Учитывая изложенное, в России за последние несколько лет была сформирована нормативно-правовая база в сфере ГЧП, которая охватывает основные модели ГЧП, используемые в мировой практике (рис. 2).

Принятие Закона о ГЧП и внедрение СПИК позволяют дифференцировать используемые модели проектов и отойти от доминирования КС, в соответствии с которыми реализуется большая часть текущих проектов.

В случае использования СГЧП и СПИК нивелируются риски низкого качества региональных правовых актов и отсутствия необходимой квалификации должностных лиц местных органов власти вследствие использования норм федерального законодательства и осуществления мониторинга на различных стадиях проекта со стороны Минэкономразвития и Минпромторга России.

## **Часть 2. Инвестирование пенсионных средств в проекты ГЧП**

В Российской Федерации НПФ определяется как организация, исключительной деятельностью которой является негосударственное пен-

сионное обеспечение, в том числе досрочное негосударственное пенсионное обеспечение, и обязательное пенсионное страхование [Федеральный закон № 75-ФЗ, 1998, ст. 2].

Основным предназначением НПФ является аккумулирование пенсионных средств в целях их приумножения посредством инвестирования в различные финансовые инструменты.

Количество НПФ в Российской Федерации по состоянию на 30.09.2016 составило 76, из которых 43 осуществляют деятельность по обязательному пенсионному страхованию. Для сравнения, на конец 2015 г. функционировало 102 НПФ. Уменьшение связано с вступлением НПФ в систему гарантирования застрахованных лиц [Банк России, 2016].

Средняя доходность НПФ по инвестированию средств пенсионных накоплений (далее — ПН) за 2014 и 2015 гг. составила 3,33 и 7,79%, по размещению пенсионных резервов (далее — ПР) — 2,36 и 8,81% соответственно. Для сравнения, по информации Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации, инфляция за 2014 и 2015 гг. составила 11,4 и 12,9%, что превосходит уровень доходности фондов.

По состоянию на 30.09.2016 объем средств ПН в НПФ составил 2,1 трлн руб., а объем средств ПР 1,1 трлн руб., что в сумме составляет 3,2 трлн руб. Структура инвестирования ПН по отраслевому признаку по состоянию на 30.09.2016 представлена на диаграмме 2.



Диаграмма 2. Структура инвестирования средств ПН по отраслевому признаку

Источник: [Банк России, 2016].

Основная доля (59%) ПН инвестирована в финансовый сектор, в реальный сектор вложено 33%, на государственные и муниципальные облигации приходится 8%.

Структура инвестирования ПР по отраслевому признаку по состоянию на 30.09.2016 представлена на диаграмме 3.



Диаграмма 3. Структура инвестирования средств ПР по отраслевому признаку  
 Источник: [Банк России, 2016].

Основная доля (68%) ПР размещена в финансовый сектор, в реальный сектор инвестировано 23%, на государственные и муниципальные облигации приходится 8%, в прочие активы — 1%.

В проекты ГЧП объем инвестиций НПФ является несущественным. По состоянию на январь 2015 г. инвестиции составили 14,6 млрд руб., или 0,5% совокупного объема средств, а по состоянию на 30.09.2016 объем инвестиций в ГЧП-проекты увеличился до 39 млрд руб., или ~1,2% пенсионных средств. Эмитентами таких проектов являются ООО «Магистраль двух столиц», ОАО «Главная дорога», ЗАО «Управление отходами», ООО «Концессии водоснабжения», АО «Волга-Спорт», ООО «СЗКК» и АО «Западный скоростной диаметр» [Сизов, 2015, с. 4; Банк России, 2016].

Основная доля инвестиций в проекты ГЧП приходится на НПФ, входящие в группу компаний «АЛОР» (ОАО «Главная дорога», ЗАО «Управление отходами и АО «Волга-Спорт»), и на ВТБ Пенсионный фонд (ООО «Магистраль двух столиц»), так как указанные проекты связаны с соответствующими группами («АЛОР» и ВТБ).

В настоящее время Банком России проводится совершенствование законодательства в части инвестирования средств НПФ в проекты ГЧП. В частности, Положением Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» установлен преференциальный порядок включения облигаций эмитента — частного партнера в котировальный список. Условиями включения в первый (высший) котировальный список является объем выпуска не менее 1 млрд руб., утверждение решения о выпуске облигаций после заключения согла-

шения о партнерстве и отсутствие убытка у частного партнера (концессионера) по итогам двух из последних трех лет [Положение Банка России № 534-П, 2016].

Проект изменений в Положение Банка России № 451-П (далее — Проект изменений), а также действующая редакция предусматривают отдельный пункт для облигаций, эмитентом которых является концессионер по КС, а концедентом по такому соглашению является Российская Федерация, либо субъект РФ, либо муниципальное образование с численностью населения более 1 млн чел. При этом совокупная сумма по облигациям концессионера, которые находятся в обращении, не должна превышать 110% объема инвестиций, определенных в КС, на каждый день.

В соответствии с Положением Банка России № 451-П суммарный объем облигаций концедента и акций российских АО, не включенных одновременно в список для расчета Индекса ММВБ и котировальный список первого уровня, не может составлять более 10% инвестиционного портфеля НПФ по ПН.

С 01.01.2019 в соответствии с Проектом изменений в вышеуказанный список финансовых инструментов, стоимость которых не должна превышать более 10% портфеля ПН, также добавляются инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, ипотечные сертификаты участия и облигаций с рейтингом ниже установленного советом директоров Банка России.

Исходя из Проекта изменений, после 01.01.2019 в состав ПН не смогут входить облигации, включенные в котировальный список первого (высшего) уровня и не имеющие должного рейтинга. В соответствии с информацией Банка России от 24.10.2016 «Об установлении рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений» уровень рейтинга облигаций по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств должен быть не ниже суверенного рейтинга Российской Федерации, сниженного на пять ступеней, т.е. не ниже «В-».

Из вышеуказанных эмитентов — концедентов, в которые инвестированы пенсионные средства по состоянию на 30.09.2016, только АО «Западный скоростной диаметр» присвоен рейтинг «ВВ-», у остальных эмитентов рейтинг отсутствует.

Таким образом, текущая редакция и Проект изменений допускают инвестирование ПН в облигации концедента, но не более 10% от совокупного портфеля НПФ с учетом иных финансовых инструментов, список которых с 01.01.2019 расширяется. В случае реализации проекта в рамках СГЧП для привлечения средств ПН концеденту необходимо получить рейтинг не ниже «В-», что является дополнительной нагрузкой.

Принимая во внимание, что доля акций российских АО, не включенных одновременно в список для расчета Индекса ММВБ и котировальный список первого уровня, в совокупном портфеле ПН НПФ составляет не менее 5%, максимальная доля облигаций концедентов может составить не более 5%, а в случае планируемого учета ИСУ (~3% ПН) — не более 2%, без учета инвестиционных паев и облигаций без должного рейтинга.

Пенсионные резервы могут составлять облигации российских обеществ, которые допущены к торгам российскими организаторами торговли, а доля таких облигаций может составлять не более 80% портфеля ПР. Также установлено ограничение по доли ценных бумаг одного эмитента на уровне 15% портфеля ПР [Постановление Правительства РФ № 63, 2007].

Вместе с тем из 39 млрд руб. инвестиций в ГЧП на ПР приходится ~10 млрд руб., или четверть таких инвестиций, что может свидетельствовать об отсутствии чувствительности к текущим нормативным ограничениям по портфелям ПН и ПР при инвестировании в проекты ГЧП.

В качестве примера проекта ГЧП, в который по состоянию на 30.09.2016 инвестировано более 8 млрд руб. пенсионных средств, можно привести проект по организации финансирования, строительства и последующий эксплуатации на платной основе «Нового выхода на Московскую кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва—Минск».

Концедентом является консорциум ОАО «Главная дорога», а концессионером Российская Федерация в лице Росавтодора. Проект реализуется на основании КС, срок действия которого до декабря 2042 г. Предусмотренный объем инвестиций по проекту 57,1 млрд руб., 25 млрд руб. из которых капитальные вложения, а 32,1 млрд руб. привлеченные средства, из которых 11 млрд руб. средства Инвестиционного фонда РФ, а 16,8 млрд руб. средства НПФ.

Начало строительства — октябрь 2010 г., общая длина дороги 18,535 км. Первый этап строительных работ завершен, и с 01.01.2014 автомобильная дорога переведена в режим платной эксплуатации.

Распоряжением Правительства РФ от 26.11.2013 № 2193-Р концессионеру представлена гарантия минимальной ежегодной выручки на первые 3,5 года эксплуатации: за 2014 г. — 776,6 млн руб., 2015 г. — 978,5 млн руб. 2016 г. — 1,12 млрд руб. и за первое полугодие 2017 г. — 671,1 млн руб.

Согласно финансовой отчетности по МСФО за 2015 г., выручка ОАО «Главная дорога» от эксплуатации дороги составила 1,98 млрд руб. за 2015 г. и 1,36 млрд руб. за 2014 г., а финансовые расходы в части процентных расходов по выпущенным облигациям составили 2,79 млрд руб. за 2015 г. и 1,68 млрд руб. за 2014 г., что привело к совокупному убытку концедента в размере 1,7 млрд руб. за 2015 г. и 0,4 млрд руб. в 2014 г.

По состоянию на конец 2015 г. в обращении находятся три выпуска облигаций ОАО «Главная дорога», общая задолженность по которым составляет 18,2 млрд руб. Основные сведения по указанным выпускам представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Характеристика облигаций ОАО «Главная дорога»  
[Центр раскрытия корпоративной информации, 2016]**

Пер. №	4-03-12755-A	4-06-12755-A	4-07-12755-A
Номинал	1000 руб.	1000 руб.	1000 руб.
Объем эмиссии (млн руб.)	8000	8173	1400
Период обращения (дней)	6552	5824	6188
Дата размещения	22.11.2010	12.12.2012	20.11.2012
Дата погашения	30.10.2028	22.11.2028	30.10.2029
Досрочное погашение	предусмотрено	предусмотрено	предусмотрено
Купоны	18	16	17
Периодичность выплаты	раз в год	раз в год	раз в год
Эфф. доходность к погашению	8,61% год.	11,45% год.	14,25% год.

Погашение номиналов облигаций ОАО «Главная дорога» производится в последние восемь лет равными частями по 125 руб. (12,5%). Ставка купонов, за исключением первых купонов (5% по серии 3, 9,8% по серии 6 и 10% по серии 7), определяется по формуле  $R = I + 0,5 * GDP$ , где  $I$  — индекс потребительских цен, а  $GDP$  — темп прироста ВВП РФ за предшествующий год. Если  $GDP < 0$ , то  $R = I$ .

Для сравнения рассмотрим структуру инвестирования средств пенсионных фондов стран ОЭСР на конец 2015 г., которая представлена на рис. 4.

Большая часть (более 70%) средств пенсионных фондов стран ОЭСР вложена в акции, облигации и депозиты. При этом фонды США, Австралии, Китая, Бельгии и Польши более 40% средств инвестируют в акции. Для сравнения, в Российской Федерации совокупный объем инвестирования в акции средств ПН и средств ПР составляет 17% общей суммы.

Объемы инвестирования крупнейших негосударственных пенсионных фондов стран ОЭСР в проекты ГЧП по результатам 2014 г. представлены на рис. 5.

Таким образом, наибольшую долю проектов ГЧП в портфеле имеет канадский пенсионный фонд OMERS (14,7%), австралийские фонды Health Employees Superannuation Trust Australia (9,2%) и Australian Super (9,1%), а также канадский фонд ОТПР (8,3%). При этом в качестве целевых показателей вложений в проекты ГЧП вышеуказанных фондов определены 21,5, 12,5, 13 и 8,4% соответственно.

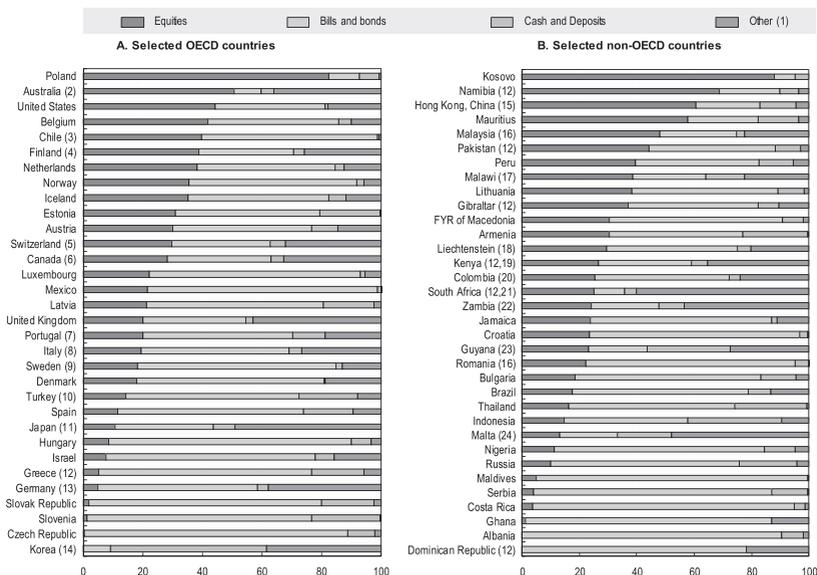


Рис. 4. Структура инвестирования средств пенсионных фондов стран ОЭСР на конец 2015 г.

Источник: [Pension Markets in Focus, 2016].

Country head office	Name of the fund or institution	Total investments in 2014 (in USD m.)	Infrastructure investment (as a % of total investments)		
			Unlisted Equity	Listed Equity	Debt
<b>LPFs</b>					
Australia	AustralianSuper	64,373	9.1	..	..
Australia	Health Employees Superannuation Trust Australia	25,030	9.2	..	..
Australia	Sunsuper	18,051	6.0	..	0.3
Australia	Telstra Superannuation Scheme (1)	13,306	1.5	1.9	..
Brazil	FAPES - BNDES	3,189	0.0	3.6	5.3
Brazil	Prev	62,733	6.8	4.1	..
Canada	OMERS	62,920	14.7	..	..
Canada	OTPP	131,379	8.3	..	0.0
Chile	AFP Prowda	46,049	0.0	0.2	0.8
Denmark	PFA Pension	46,075	1.1	..	..
Finland	Ilmarinen	41,517	0.3	..	..
France	ERAFP	25,587	0.0	..	..
Israel	Makefet	11,045	0.1	..	..
Israel	Menora-Mivtachim	17,014	1.6	..	..
Japan	Pension Fund Association	105,049	0.2	..	..
Mexico	Afore XXI Banorte	41,109	0.0	0.9	1.0
Netherlands	PFZW	196,333	2.7	0.0	0.0
Netherlands	PMT	71,112	0.7	1.7	2.2
Netherlands	ABP	473,569	1.6	..	..
Portugal	Banco BPI Pension Fund	1,382	4.1	16.6	21.0
Portugal	Pension funds managed by CGD (2)	2,830	..	1.3	..
Romania	Azt Viitorul Tau	1,152	0.0	9.7	0.0
Russia	VTB (3)	1,259	0.0	7.2	0.0
South Africa	GEPI	133,491	0.3	..	..
Spain	Endesa	1,923	0.0	6.5	6.5
Spain	Fonditel (4)	3,972	0.2	..	..
Turkey	OYAK	9,327	3.7	..	..
United Kingdom	USS	62,972	5.3	0.4	0.7
United States	New York City Combined Retirement System	159,189	0.1	..	..
United States	Illinois SURS	17,366	0.4	..	..
United States	United Nations Joint Staff Pension Fund	52,821	0.1	..	..

Рис. 5. Объемы инвестирования пенсионных средств в ГЧП

Источник: [Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2015].

Общий объем вложений пенсионных средств в ГЧП крупнейших пенсионных фондов по состоянию на конец 2014 г. составил более 85 млрд долл., что в среднем составляет 3,5% от объема средств указанных фондов.

Кроме того, средняя номинальная (реальная) доходность за период с 2010 по 2014 г. фондов, имеющих наибольшую долю проектов ГЧП в портфеле, составляет для фонда OMERS 8,1% (6,3%), Australian Super — 8,7% (6%) и ОТПР — 12,2% (10,4%), что превышает уровень доходности НПФ Российской Федерации, в особенности по показателю реальной доходности [Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2015].

Основными инструментами инвестирования пенсионных средств в проекты ГЧП являются:

- 1) облигации организаций, являющихся частным партнером;
- 2) акции организаций, являющихся частным партнером;
- 3) паи (доли) инвестиционных фондов, через которые осуществляется финансирование проектов ГЧП;
- 4) прямые инвестиции.

Канада и Австралия являются первыми странами, которые начали масштабное использовать механизмы ГЧП при инвестировании пенсионных средств с 1990 г. На текущий момент данные страны имеют наибольшую долю размещения пенсионных средств в проекты ГЧП [Underst, 2014].

Начиная с 1990 г. Правительством Австралии активно применяются модели ГЧП в топливно-энергетическом комплексе и при развитии транспортной инфраструктуры. Пять пенсионных фондов Австралии входят в ТОП-100 фондов по активам, а еще 15 фондов в ТОП-300. Суммарные активы пенсионных фондов Австралии составляют 1,6 трлн долл., а к 2037 г. планируется увеличение объема активов до 6 трлн долл. [Pension Fund Investment in Infrastructure, 2015].

Доля размещения пенсионных средств ТОП-10 пенсионных фондов по объему средств в проекты ГЧП на конец 2014 г. в среднем составляет более 8%. Ключевые показатели роста с 1990 г. инвестиций в инфраструктуру:

- 1) проведение Правительством массовой приватизации активов и одновременное внедрение системы обязательного пенсионного обеспечения в начале 1990 г.;
- 2) рост объема пенсионных средств на фоне экономического роста и благоприятной демографической ситуации;
- 3) появление финансовых посредников, таких как инвестиционные банки и управляющие активами, которые обеспечили рост инвестиций в инфраструктуру;

4) стимулирование со стороны Правительства инвестиций в инфраструктуру.

В Канаде инвестирование в проекты ГЧП получило активное развитие в 2006 г. после утверждения Правительством Канады плана по инвестированию в инфраструктуру. Результаты принятия плана представлены на рис. 6.

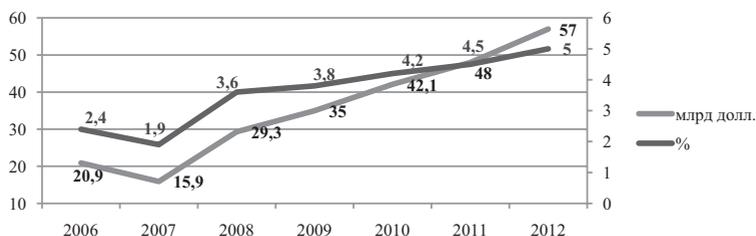


Рис. 6. Динамика инвестирования пенсионных средств в ГЧП (Канада)

Источник: [Pension Fund Investment in Infrastructure, 2015].

Вследствие принятия Правительством Канады плана по инвестированию в инфраструктуру доля средств в период с 2006 по 2012 г. увеличилась до 5%, или до 57 млрд долл. Семь пенсионных фондов Канады входят в ТОП-100 фондов по активам, а еще 19 фондов в ТОП-300. Суммарные активы пенсионных фондов Канады составляют более 1,5 трлн долл. [Pension Fund Investment in Infrastructure, 2015].

В рассматриваемой канадской модели наибольшую долю (51%) занимают прямые инвестиции (первое место в мире по данному показателю), в том числе иностранные, что объясняется следующими причинами:

- 1) низкая стоимость по сравнению с привлечением отдельных инвестиционных фондов;
- 2) правительство ведет открытый диалог с менеджментом фондов;
- 3) прямой контроль над активами со стороны фондов;
- 4) долгосрочный горизонт инвестирования, который оптимизирует стоимость и сокращает время согласования.

Таким образом, увеличению доли инвестиций со стороны пенсионных фондов в объекты инфраструктуры посредством реализации моделей ГЧП способствовали следующие факторы [Inderst, 2014]:

- 1) канадская модель прямых инвестиций;
- 2) принятие Правительством обязательного для исполнения плана по размеру инвестиций в инфраструктуру;
- 3) профессионализм менеджмента пенсионных фондов, так как решения об инвестировании 80% средств принимает фонд;
- 4) значительные объемы средств у фондов, позволяющие совершать инфраструктурные инвестиции.

Сходства опыта Австралии и Канады заключаются в высоком уровне доверия населения к пенсионным системам (пенсионные системы входят в ТОП-10 по качеству), сопоставимом объеме пенсионных средств, а также раннем внедрении механизмов ГЧП с делегированием полномочий региональным и муниципальным органам.

В качестве отличий стоит отметить, что Канада не проводила массовую приватизацию активов в отличие от Австралии, уровень развития финансового рынка Канады превосходит уровень Австралии, а также в основе пенсионной системы Канады лежит принцип *defined benefit* (установленные выплаты), в Австралии — *defined contribution* (установленные обязательные взносы).

Правительства рассматриваемых стран активно создают и стимулируют размещение средств пенсионных фондов в инфраструктурные проекты посредством обеспечения прозрачности процесса инвестирования и диалога с пенсионными фондами на этапах создания таких проектов. В то же время финансовые регуляторы воздерживаются от установления лимитов на инвестирование пенсионных средств в инфраструктуру, что в совокупности обеспечивает высокую долю вложений пенсионных фондов (Австралия — 8%, Канада — 5%) в проекты ГЧП.

## **Заключение**

По результатам проведенного исследования установлено, что ГЧП является особым инвестиционным механизмом, который позволяет государству реализовывать объекты общественной и социальной значимости за счет привлечения внебюджетных источников на условиях распределения рисков, компетенций и ответственности, определяемых долгосрочным контрактом и совокупностью нормативно-правовых актов, действующих на момент подписания контракта.

Институт ГЧП создает стимулы долгосрочных договорных отношений, ориентированных на качественное выполнение работ и предоставление услуг, способствует привлечению частного капитала и росту инновационного потенциала, подает импульсы к экономическому росту, а также позволяет распределять часть рисков между государством и частным сектором.

Основные модели ГЧП, используемые в мировой практике, можно классифицировать по трем главным группам: создание нового инфраструктурного объекта, эксплуатация существующих объектов и модель смешанного типа.

В России возможность реализации КС законодательно появилась только в 2005 г. В течение последних двух лет нормативно-правовая база была дополнена Законом о ГЧП и механизмом СПИК и на теку-

щий момент охватывает основные модели ГЧП, используемые в мировой практике.

НПФ определяется как организация, исключительной деятельностью которой является негосударственное пенсионное обеспечение. Основным предназначением НПФ является аккумулирование пенсионных средств с целью их приумножения.

Основная доля пенсионных средств НПФ инвестирована в финансовый сектор, в реальный сектор вложено менее трети средств, при этом основные вложения приходятся на государственные корпорации.

В период с 01.01.2015 по 30.09.2016 объем инвестирования НПФ в проекты ГЧП увеличился с 14 млрд руб. (0,5% средств) до 39 млрд руб. (1,2% средств). Аналогичный показатель в Австралии составляет 8%, в Канаде — 5%.

В соответствии с Проектом изменений максимальная доля облигаций концедентов может составить не более 2% ПН (за счет которых НПФ преимущественно осуществляются инвестиции в проекты ГЧП), без учета инвестиционных паев и облигаций без должного рейтинга. Основной проблемой для концедента при привлечении инвестиций является получение рейтинга не ниже «В-».

По результатам рассмотрения проекта ГЧП, концедентом по которому является ОАО «Главная дорога», установлено ухудшение финансового состояния эмитента в 2015 г. за счет роста финансовых расходов в части процентных расходов по выпущенным облигациям. Вместе с тем средневзвешенная эффективная доходность по облигациям составила 10,4% годовых, что превышает среднюю доходность НПФ.

Австралия и Канада стали лидерами в инвестировании пенсионных средств в проекты ГЧП за счет проведения стимулирования инвестиций в инфраструктурные проекты посредством обеспечения прозрачности процесса инвестирования и диалога с пенсионными фондами на этапах создания таких проектов, а также за счет воздержания от установления лимитов на инвестирование пенсионных средств в инфраструктуру.

Для повышения доли инвестиций российских НПФ в проекты ГЧП целесообразно выделение эмитентов — концедентов в отдельный класс активов с увеличением допустимой доли вложений в такие активы, а также предоставление возможности участия в проектах ГЧП, в том числе на этапах создания проектов, всем заинтересованным игрокам рынка.

### Список литературы

1. *Баженов А.* Ключевые проекты ГЧП в России. Задачи совершенствования государственного и муниципального управления, инструментов, инсти-

- тутов развития, развития НПБ для использования ГЧП // Курс лекций (МГУУ правительства Москвы), 2014. — 13 с.
2. *Бучнев О. А.* Мировой опыт и перспективы использования механизмов ГЧП для развития экономики города Москвы // Курс лекций (МГУУ правительства Москвы), 2014. — 54 с.
  3. Единая информационная система ГЧП в России, 2016 [электронный ресурс].
  4. *Кузнецов И. В.* Зарубежный опыт государственно-частного партнерства (США, Европа, Канада) // Экономические науки. — 2012. — № 8 (93). — С. 196–201.
  5. Положение Банка России от 24.02.2016 № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам».
  6. Постановление Правительства Российской Федерации от 01.02.2007 № 63 «Об утверждении правил размещения пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением».
  7. Рейтинг регионов России по уровню развития государственно-частного партнерства 2014–2015. — М.: Минэкономразвития России совместно с НП «Центр развития государственно-частного партнерства», 2015. — 31 с.
  8. *Сизов Ю.* Проектные облигации и механизмы для долгосрочного инвестирования в рамках государственно-частного партнерства: вопросы регулирования и поддержки (презентация) / Вторая международная конференция «Секьюритизация в России», 2015. — 10 с.
  9. *Ткаченко М., Конгулов А., Долгов А.* Рейтинг регионов ГЧП-2014. Развитие государственно-частного партнерства в субъектах Российской Федерации. — М.: Центр развития государственно-частного партнерства, 2014. — 13 с.
  10. Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации, Основные показатели пенсионного обеспечения, 2016. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/)
  11. Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».
  12. Федеральный закон от 31.12.2014 № 488-ФЗ «О промышленной политике в Российской Федерации».
  13. Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
  14. Федеральный закон от 03.07.2016 № 275-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О концессионных соглашениях».
  15. Федеральный закон от 03.07.2016 № 360-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
  16. Фонд развития промышленности, Годовой отчет фонда за 2015 год, 2015. URL: <http://frprf.ru/download/godovoy-otchet-fonda-za-2015-god.pdf>
  17. Центр раскрытия корпоративной информации: «Интерфакс», 2016. URL: <https://www.e-disclosure.ru/>
  18. Центральный Банк Российской Федерации, 2016. URL: <http://cbr.ru>

19. *Akintola A., Beck M.* Policy, Management and Finance of Public-Private Partnerships. — Blackwell Publishing Ltd., 2009. — 497 p.
20. *Inderst G.* Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada// *Rotman international journal of pension management.* — Toronto, 2014. — Vol. 7. — P. 40–47.
21. OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds: Report on pension funds long-term investment, 2015. — 60 p. URL: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>
22. OECD Pension Fund Investment in Infrastructure: A comparison between Australia and Canada, 2013. — 54 p.
23. OECD Pension Markets in Focus, 2016. — 48 p. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2016.pdf>
24. OECD Private Financing and Government Support to promote Long-term Investments in Infrastructure, 2014. — 50 p.
25. WBG, Private Participation in Infrastructure Database, 2016. URL: <http://ppi.worldbank.org/>
26. *Yescombe E. R.* Public-Private Partnerships: Principles of Policy and Finance. — Yescombe Consulting Ltd. — London, 2007. — 369 p.

### **The List of References in Cyrillic Transliterated into Roman Alphabet**

1. *Bazhenov A.* Ključevye proekty GChP v Rossii. Zadachi sovershenstvovaniya gosudarstvennogo i municipal'nogo upravlenija, instrumentov, institutov razvitija, razvitija NPB dlja ispol'zovanija GChP // Kurs lekcij, (MGUU pravitel'stva Moskvy), 2014. — 13 p.
2. *Buchnev O. A.* Mirovoj opyt i perspektivy ispol'zovanija mehanizmov GChP dlja razvitija jekonomiki goroda Moskvy // Kurs lekcij (MGUU pravitel'stva Moskvy), 2014. — 54 p.
3. Edinaja informacionnaja sistema GChP v Rossii, 2016. URL: <http://pppi.ru/>
4. *Kuznecov I. V.* Zarubezhnyj opyt gosudarstvenno-chastnogo partnerstva (SShA, Evropa, Kanada) // *Jekonomicheskie nauki.* — 2012. — № 8 (93). — P. 196–201.
5. Polozhenie Banka Rossii ot 24.02.2016 № 534-P «O dopuske cennyh bumag k organizovannym torgam».
6. Postanovlenie Pravitel'stva Rossijskoj Federacii ot 01.02.2007 № 63 «Ob utverzhenii pravil razmeshhenija pensionnyh rezervov negosudarstvennyh pensionnyh fondov i kontrolja za ih razmeshheniem».
7. Rejting regionov Rossii po urovnju razvitija gosudarstvenno-chastnogo partnerstva 2014–2015. — M.: Minjekonomrazvitija Rossii sovmestno s NP «Centr razvitija gosudarstvenno-chastnogo partnerstva», 2015. — 31 p.
8. *Sizov Ju.* Proektnye obligacii i mehanizmy dlja dolgosrochnogo investirovanija v ramkah gosudarstvenno-chastnogo partnerstva: voprosy regulirovanija i podderzhki / Vtoraja mezhdunarodnaja konferencija «Sek'juritizacija v Rossii», 2015. — 10 p.

9. *Tkachenko M., Kongulov A., Dolgov A.* Rejting regionov GChP-2014. Razvitie gosudarstvenno-chastnogo partnerstva v sub#ektah Rossijskoj Federacii. — M.: Centr razvitija gosudarstvenno-chastnogo partnerstva, 2014. — 13 p.
10. Federal'naja sluzhba gosudarstvennoj statistiki Rossijskoj Federacii, Osnovnye pokazateli pensionnogo obespechenija, 2016. URL: [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/population/level/](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/population/level/)
11. Federal'nyj zakon ot 07.05.1998 № 75-FZ «O negosudarstvennyh pensionnyh fondah».
12. Federal'nyj zakon ot 31.12.2014 № 488-FZ «O promyshlennoj politike v Rossijskoj Federacii».
13. Federal'nyj zakon ot 13.07.2015 № 224-FZ «O gosudarstvenno-chastnom partnerstve, municipal'no-chastnom partnerstve v Rossijskoj Federacii i vnesenii izmenenij v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossijskoj Federacii».
14. Federal'nyj zakon ot 03.07.2016 № 275-FZ «O vnesenii izmenenij v Federal'nyj zakon «O koncessionnyh soglashenijah».
15. Federal'nyj zakon ot 03.07.2016 № 360-FZ «O vnesenii izmenenij v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossijskoj Federacii».
16. Fond razvitija promyshlennosti, Godovoj otchet Fonda za 2015 god, 2015. URL: <http://frprf.ru/download/godovoy-otchet-fonda-za-2015-god.pdf>
17. Centr raskrytija korporativnoj informacii: «Interfaks», 2016. URL: <https://www.e-disclosure.ru/>
18. Central'nyj Bank Rossijskoj Federacii, 2016. URL: <http://cbr.ru>