

Есаулкова Татьяна Станиславовна

кандидат экономических наук, докторант
Всероссийского научно-исследовательского
института труда при Министерстве труда
и социальной защиты Российской Федерации

**ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ
АКТИВОВ В КОНЦЕССИОННЫЕ
ОБЛИГАЦИИ: МОНИТОРИНГ
ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ
И НАПРАВЛЕНИЯ
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

Аннотация:

Объектом исследования являются процессы инвестирования пенсионных активов в концессионные облигации. Цель статьи: раскрыть текущую ситуацию, а также проблемы, создающие сложности для такого инвестирования. Полученные результаты: обосновывается идея, что инвестирование негосударственными пенсионными фондами (НПФ) и их управляющими компаниями (УК) пенсионных активов в долгосрочные инфраструктурные проекты через покупку концессионных облигаций дает возможность не только получить источник дохода с приемлемым и относительно гарантированным уровнем дохода, что важно для обеспечения сохранности и увеличения доходности пенсионных средств, но и увеличить финансовые вложения в реальную экономику страны. В заключение предлагаются меры, направленные на дальнейшее совершенствование инвестирования в концессионные облигации (институционализация концессионных облигаций в качестве одного из значимых финансовых инструментов; выделение данных облигаций в отдельный класс корпоративных ценных бумаг в структуре инвестиционного портфеля НПФ и их УК; формирование стандартов инвестирования в концессионные облигации и инфраструктурные проекты в целом и др.).

Ключевые слова:

инвестирование, концессионные облигации, пенсионные активы, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании, долгосрочные инфраструктурные проекты, доходность, повышение уровня пенсионного обеспечения.

Esaulkova Tatiana Stanislavovna

PhD in Economics, Doctoral student,
All-Russian Research Institute of Labour
in the Ministry of Labour and Social Security
of the Russian Federation

**INVESTING PENSION ASSETS
IN CONCESSION BONDS:
MONITORING THE CURRENT
SITUATION AND AREAS
FOR IMPROVEMENT**

Summary:

The object of the research is the processes of investment of pension assets in concession bonds. The purpose of the paper: to reveal the current situation, as well as the problems that create difficulties for such investment. The results of the research: the idea that investing non-state pension funds (NPF) and their managing companies (MC) pension assets in long-term infrastructure projects through the purchase of concession bonds provides an opportunity not only to obtain a source of revenue with an acceptable and relatively guaranteed income, which is important to ensure safety and increase the profitability of pension funds, but also to increase investments in the real country's economy. In conclusion, we propose measures aimed at further improving investment in concession bonds (institutionalization of concession bonds as one of the significant financial instruments; allocation of these bonds to a separate class of corporate securities in the structure of the investment portfolio of NPFs and their MC; formation of standards for investment in concession bonds and infrastructure projects in general, etc.).

Keywords:

investment, concession bonds, pension assets, non-state pension funds, management companies, long-term infrastructure projects, profitability, increasing the level of pension provision.

Управление пенсионными средствами со стороны тех или иных финансовых институтов подразумевает: сбор и аккумулирование пенсионных (страховых) взносов, их инвестирование/размещение в разрешенные активы, формирование и выплату пенсий. От того, каковы результаты инвестирования/размещения пенсионных активов во многом зависит в дальнейшем уровень пенсионного обеспечения граждан. Вместе с тем данное инвестирование может решать и иные задачи, в частности, быть значимым источником инвестиций в реальный сектор экономики. Так, по итогам 2019 года, доля инвестиций средств пенсионных накоплений в реальный сектор экономики составила 38 % (1,087 трлн руб.) и 33,5 % (474,65 млрд руб.) – средств пенсионных резервов [1].

Зарубежный опыт в этом плане демонстрирует вариативные формы участия пенсионных фондов, иных финансовых институтов, инвестирующих пенсионные средства, в развитие экономики. Это могут быть: прямое инвестирование, инвестирование через различные инвестиционные фонды, коллективное инвестирование и пр. [2]. Что касается Российской Федерации, то одним из способов инвестирования в реальную экономику страны является вложения негосударственными пенсионными фондами (НПФ) и их управляющими компаниями (УК) пенсионных

средств (пенсионных накоплений и пенсионных резервов) в облигации, среди которых выделяются концессионные облигации.

Концессионные облигации составляют особую группу ценных бумаг, так как связаны с концессионными отношениями (это оговаривается в проспекте эмиссии). К концессионным облигациям могут быть отнесены:

1) облигации эмитентов-концессионеров (исполнение обязательств по ним связано с осуществлением инфраструктурных проектов);

2) облигации частных партнеров по соглашениям государственно-частного партнерства / муниципально-частного партнерства (стали формироваться с 2017 года); инфраструктурные облигации Специализированного общества проектного финансирования (СОПФ);

3) облигации эмитентов, заключивших иное соглашение с государством в соответствии с законодательством РФ в целях финансирования объектов инфраструктуры [3].

Концессионные облигации являются разновидностью долговых бумаг, которая выпускается стороной концессионного соглашения для обеспечения необходимого объема финансовых средств, как правило, для реализации конкретного инфраструктурного проекта. Концессионные облигации могут быть рассмотрены как особый тип инфраструктурных облигаций (хотя по значению понятие «концессионные облигации» уже понятия «инфраструктурные облигации»), предназначенный для проектного финансирования. В российской практике владельцы концессионных облигаций не влияют на принятие решений, связанных с управлением инфраструктурным проектом (в частности, не входят в советы директоров проектных компаний, хотя мировая практика имеет иные примеры).

Существующие ограничения при инвестировании/размещении пенсионных средств влияют и на объем участия НПФ и их УК в финансировании долгосрочных инфраструктурных и иных инвестиционных проектов. В частности, в Положении Банка России №580-П [4], касающегося инвестирования средств пенсионных накоплений, перечислены требования к эмитентам концессионных облигаций, являющихся концессионерами по концессионному соглашению, которые повторяют соответствующие положения Федерального закона «О концессионных соглашениях» [5]; установлены ограничения по сумме номинальных стоимостей, находящихся в обращении облигаций эмитентов, а также по совокупной стоимости активов, куда включены и концессионные облигации, не имеющие соответствующего рейтинга (не более 10 % стоимости инвестиционного портфеля). Последнее из названных ограничений будет снято, если концессионные облигации включены в котировальный список первого (высшего) уровня, хотя бы одной из российских бирж или имеют необходимый рейтинг (рис. 1). Что касается средств пенсионных резервов, то ни в действующем Постановлении Правительства № 63 [6], ни в Указании Банка России [7] отдельные требования для концессионных облигаций не установлены.



Рисунок 1 – Требования Банка России

На 01.01.2020 доля концессионных проектов в общем количестве инфраструктурных проектов не превышала 10 % [8], а доля концессионных облигаций в общем объеме корпоративных ценных бумаг составляла 0,7 % (94 млрд руб.) [9]. Пенсионные средства, вложенные в концессионные облигации, являются инвестициями в реальный сектор экономики, а полученный доход позволяет

фондам выполнить пенсионные обязательства в срок и в полном объеме. Как правило, доход по таким облигациям равен или больше индекса потребительских цен, что, по меньшей мере, позволяет фондам сохранить пенсионные средства от инфляции, а в лучшем случае – превысить ее уровень. Например, по данным InfraOne Research, за 2019 год «средняя ставка концессионных облигаций на рынке по текущему купону – 9,1 %, средневзвешенная с учетом суммы эмиссии – 8,85 %, но разброс большой – от 4 до 13,45 %» [10, с. 1]. В ряде проектов предусмотрены и госгарантии, в некоторых проектах в качестве эмитента фигурируют компании с государственным участием. К 01.01.2020 в обращении на российском рынке находились 32 выпуска концессионных облигаций, размещенных на Московской бирже (из 35 выпусков концессионных облигаций – 2 погашены; по корпоративным облигациям ООО «Тверская концессия» объявлен дефолт), общим объемом 85,35 млрд руб. [11] (в 2019 году было 4 новых эмиссии; за этот год рынок концессионных облигаций вырос на 5,6 % в денежном выражении). Выпуски концессионных облигаций, которые приобрели НПФ, составляют по разным оценкам, от 1–2 % до 5–7 % от стоимости инфраструктурных проектов (примерно 3 % средств пенсионных накоплений) [12]. Вместе с тем подобная оценка может быть только приблизительной, так как инфраструктурные облигации в настоящее время не выделены в инвестиционном портфеле НПФ в самостоятельный класс активов. Разброс ставок по купонам на 01.01.2020 находился в промежутке 4–12 %, но реальная доходность практически по всем выпускам концессионных облигаций составила 2–4 % годовых, при этом средняя ставка купона выросла до 8,46 % (на 0,67 п. п.), а средневзвешенная – до 8,04 % [13, с. 1].

В таблице 1 [14] представлены концессионные проекты, в облигации эмитентов-концессионеров которых вложены пенсионные средства. Как видно из приведенной таблицы, одно из главных мест в организации финансирования инфраструктурных проектов занимает ЗАО «Лидер» (Компания по управлению активами пенсионного фонда) – 18 проектов, среди которых:

- 1) автомобильная дорога «Северный обход Одинцова»;
- 2) физкультурно-оздоровительный комплекс в Лукояновском районе Нижегородской области;
- 3) ледовый дворец в Ульяновске;
- 4) мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в городе Городец Нижегородской области;
- 5) системы переработки и утилизации ТКО в Саратовской области, Чувашской Республике, Мурманской области, Магнитогорском кластере Челябинской области; система холодного водоснабжения и водоотведения Волгограде;
- 6) трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга;
- 7) система теплоснабжения и горячего водоснабжения Волгоград;
- 8) централизованная система водоснабжения и водоотведения г. Саратов; системы обращения с отходами на территории городов Нефтеюганска и Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югры и др. [15].

Таблица 1 – Концессионные проекты, в облигации эмитентов-концессионеров которых вложены пенсионные средства

Концессионный проект / организатор финансирования	Эмитент-концессионер	Листинг ПАО Московская биржа, уровень	Ставка купонов / периодичность выплат, раз в год
1	2	3	4
Автомобильная дорога «Северный обход Одинцова»*** / ЗАО «Лидер»**	АО «Главная дорога»	Второй	Индекс потребительских цен / 1
Физкультурно-оздоровительный комплекс Лукояновского района Нижегородской области / ЗАО «Лидер»	АО «Волга-Спорт»	Первый	1-й купон – 9,75 %, далее – индекс / 1
Ледовый дворец в Ульяновске / ЗАО «Лидер»	АО «Волга-Спорт»	Первый	1-й купон – 11 %, далее – индекс / 1
Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в городе Городец Нижегородской области / ЗАО «Лидер»	АО «Управление отходами-НН»	Третий	1-й купон – 11 %, далее – индекс / 2
Система переработки и утилизации ТКО в Саратовской области / ЗАО «Лидер»	АО «Управление отходами»	Третий	1-й купон – 11 %, далее – индекс / 1
Система переработки и утилизации ТКО в Чувашской Республике / ЗАО «Лидер»	АО «Управление отходами»	Третий	1-й купон – 11 %, далее – индекс / 1
Система переработки и утилизации ТКО в Мурманской области / ЗАО «Лидер»	АО «Управление отходами»	Третий	4 % / 1
Система переработки и утилизации ТКО в Магнитогорском кластере Челябинской области / ЗАО «Лидер»	АО «Управление отходами»	Третий	1-й купон – 10,5 %, далее – индекс / 1 купон –1,5 года, далее – 1

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4
Система холодного водоснабжения и водоотведения Волгограда / ЗАО «Лидер»	ООО «Концессии водоснабжения»	Третий	1-й купон – 14 %, далее – индекс / 1
Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга / ЗАО «Лидер»	ООО «Транспортная концессионная компания»	Первый	В зависимости от номера выпуска. 1-й купон: 11,0 %, 13,5 %, 12,5 %, 12,5 %, 9,7 %, 12 %; далее – индекс / 1
Система теплоснабжения и горячего водоснабжения в Волгограде / ЗАО «Лидер»	ООО «Концессии теплоснабжения»	Третий	В зависимости от номера выпуска. 1-й купон – 12,5 %, 11,0 %, 10,5 %, 11,5 %, далее – индекс; 9,3 % (№ 4B02-01-00309-R) / 1
Централизованная система водоснабжения и водоотведения Саратова / ЗАО «Лидер»	ООО «Концессии водоснабжения»	Третий	1-й купон – 11,0%, далее – индекс (номер вып. 4-01-00409-R-001P); 9,3 % (номер вып. 4B02-01-00309-R); 1-ый купон 11,0 %, далее – индекс (номер вып. 4-01-00409-R-001P) / 1
Системы обращения с отходами в Нефтеюганске и городе Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югры / ЗАО «Лидер»	ООО «Ресурсосбережение ХМАО»	Первый	1-й купон – 10 %, далее – индекс / 1
Автомобильная дорога М11 Москва – Санкт-Петербург (543–684 км) /АО ВТБ Капитал	ООО «Магистраль двух столиц»	Первый	3 выпуска с доходностью: 13,45 %; 14,1 %; 13,25 % / 4
Автомобильная дорога М11 Москва – Санкт-Петербург (15–58 км)**** / Государственная корпорация ВЭБ РФ	ООО «Северо-западная концессионная компания»	Третий	Индекс потребительских цен / 2

* тип ценной бумаги – облигация корпоративная

** компания по управлению активами Пенсионного фонда

*** корпоративные облигации (только номер выпуска 4-06-12755-A) включены в ломбардный список ЦБ РФ

**** корпоративные облигации включены в ломбардный список ЦБ РФ

Суммарный объем инвестиций – 219 636,631 млн руб. [16]. АО «Газпромбанка» является организатором финансирования 8 проектов с суммарным объемом инвестиций 381 140,0 млн руб.; «Группа ВТБ» – 6 проектов, 335 284,0 – суммарный объем инвестиций [17, с. 3].

НПФ являются активными покупателями концессионных облигаций, но в обращении таких бондов немного, что свидетельствует о недостаточном количестве качественных инфраструктурных проектов. Хотя, по оценке экспертов, потенциал НПФ для вложений пенсионных средств в концессионные облигации может составить 220–260 млрд руб. [18, с. 7]. При этом реальная оценка таких вложений в настоящее время составляет 68–79 млрд руб. [19, с. 7]. Ни в отчетах, ни в других документах НПФ концессионные облигации отдельно не выделяются.

Среди НПФ существует группа фондов, которая активно инвестирует пенсионные средства в концессионные облигации. В числе лидеров такого инвестирования по итогам 2019 года – АО «НПФ ГАЗФОНД пенсионные накопления» (объем финансового участия 33784 млн руб., что составило на 31.12.2019 – 5,8 % всех его пенсионных средств) [20]. Однако полностью информация о покупателях ценных бумаг (НПФ или УК) в отчетах эмитентов не раскрывается. Отдельные данные по концессионным проектам и доля участия в них НПФ/их УК представлены в таблице 2 [21].

Таблица 2 – Отдельные данные по концессионным проектам и участию в них НПФ/УК

Концессионный проект / организатор финансирования	Серии выпусков	Суммарный объем инвестиций, млрд руб. / ЗАО «Лидер»	Доля группы головной компании, %	Средства пенсионных накоплений, инвестированные в проект, млрд руб.
1	2	3	4	5
Автомобильная дорога «Северный обход Одинцова» / ЗАО «Лидер»	03	8,00 / 2,15	ГАЗФОНД – 47 % (8,34 млрд руб.)	1,02
	06	8,17 / 2,32		
	07	1,40 / 0,65		
Физкультурно-оздоровительный комплекс в Лукояновском районе Нижегородской обл. / ЗАО «Лидер»	01	1,40	ГАЗФОНД – 23 % (0,32 млрд руб.)	0,23
Ледовый дворец в г. Ульяновске / ЗАО «Лидер»	02	1,90	Нет данных	Нет данных
Мусоросортировочный комплекс с межмуниципальным полигоном в городе Городец Нижегородской области / ЗАО «Лидер»	01	1,15	ГАЗФОНД – 42 % (0,42 млрд руб.)	0,20

Продолжение таблицы 2

1	2	3	4	5
Система переработки и утилизации ТКО в Саратовской области / ЗАО «Лидер»	01	2,80	Нет данных	Нет данных
Система переработки и утилизации ТКО в Чувашской Республике / ЗАО «Лидер»	02	1,70	Нет данных	Нет данных
Система переработки и утилизации ТКО в Мурманской области / ЗАО «Лидер»	БО-01	1,85	Нет данных	Нет данных
Система переработки и утилизации ТКО в Магнитогорском кластере Челябинской области / ЗАО «Лидер»	БО-02	1,75	Нет данных	Нет данных
Система холодного водоснабжения и водоотведения в Волгограде / ЗАО «Лидер»	01	1,50	Нет данных	Нет данных
	02	1,90		
	03	1,90		
	04	1,10		
	05	1,10		
Трамвайные сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга / ЗАО «Лидер»	A1	1,24	«Алор+»	Нет данных
	A2	3,533		
	A3	1,374		
	A4	3,752		
	Б	2,00		
Система теплоснабжения и горячего водоснабжения в Волгограде / ЗАО «Лидер»	01	2,00	«Алор+»	Нет данных
	02	2,00		
	03	1,10		
	04	1,50		
	БО-01	2,00		
Централизованная система водоснабжения и водоотведения Саратова / ЗАО «Лидер»	01	1,15	Нет данных	Нет данных
	БО-01	2,00		
Системы обращения с отходами в Нефтеюганске и г. Пыть-Яха, поселений Нефтеюганского района ХМАО-Югры / ЗАО «Лидер»	01	1,10	Нет данных	Нет данных
Автомобильная дорога М11 Москва – Санкт-Петербург (543–684 км) / АО ВТБ Капитал (Vinci)	A1	7,50	100 %	7,50 – НПФ «ВТБ Пенсионный фонд» 5,50 – O1 Group (НПФ «Будущее») и ФК «Открытие» (НПФ «Открытие»)
	A2	5,50		
Автомобильная дорога М11 Москва – Санкт-Петербург (15–58 км) / Государственная корпорация ВЭБ РФ	03	5,00	Нет данных	Нет данных
	04	5,00		

Снижение рисков вложений пенсионных средств в концессионные облигации может происходить по разным причинам, например, вследствие того, что концессионером выступает материнская компания, на базе которой создан НПФ. Так, АО «НПФ «ВТБ Пенсионный фонд» выступил покупателем концессионных облигаций ООО «Магистраль двух столиц» (компания «ВТБ капитал» совместно с компанией «Vinci» являются его собственником). Аналогичная ситуация имеет место и в других концессионных проектах.

Для НПФ, инвестирующего пенсионные средства в концессионные облигации, есть возможность получения фиксированной премии к уровню потребительских цен, что позволяет в долгосрочной перспективе защитить инвестиции от волатильности рынка, а поквартальная периодичность выплат купона (как, например, в ООО «Магистраль двух столиц») – сохранить необходимый уровень ликвидности, что важно для выполнения пенсионных обязательств. Важны и гарантии по инвестиционным проектам в рамках концессий со стороны государства, что повышает надежность инвестиций в концессионные облигации.

В качестве направлений дальнейшего совершенствования инвестирования в концессионные облигации следует предложить:

- 1) институализацию концессионных облигаций в качестве одного из значимых финансовых инструментов;
- 2) выделить данные облигации в отдельный класс корпоративных ценных бумаг в структуре инвестиционного портфеля НПФ и их УК;
- 3) сформировать и утвердить стандарты инвестирования в концессионные облигации и инфраструктурные проекты в целом;

4) учитывать при проведении стресс-тестирования в НПФ долгосрочный характер концессионных облигаций.

Ссылки и примечания:

1. Тенденции рынка НПФ (на основе оперативных данных специализированных депозитариев). IV квартал 2019 года. Департамент коллективных инвестиций и доверительного управления. [Электронный ресурс] // Центральный банк Российской Федерации. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27274/NPF_market_trends_2019-q4.pdf (дата обращения: 03.06.2020).
2. Pension Funds Investment in Infrastructure : a Survey. International Futures Programme. Project on Strategic Transport Infrastructure to 2030. [Электронный ресурс] // OECD. 2011. September. URL: <https://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/48634596.pdf> (дата обращения: 03.06.2020).
3. Дятлова Н. Вопросы расширения финансового инструментария через использование инфраструктурных облигаций [Электронный ресурс] // Investinfra. Экспертный журнал. 2018. URL: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/present-mfk/IFC-2018-dyatlova-voprosy-rasshireniya-finansovogo-instrumentariya-cherez-ispolzovanie-infrastrukturnyh-obligatsij.pdf> (дата обращения 03.06.2020).
4. Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений...: положение Центрального банка Российской Федерации от 1 марта 2017 г. N 580-П: в ред. от 20.04.2020 [Электронный ресурс] // Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
5. О концессионных соглашениях: федеральный закон: в ред. от 21.07.2005 N 115-ФЗ [Электронный ресурс] // Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
6. О признании утратившими силу некоторых актов и отдельных положений некоторых актов Правительства Российской Федерации: постановление Правительства РФ от 15.04.2020 № 515 [Электронный ресурс] // Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов: указание Банка России от 05.12.2019 №5343-У: зарегистрировано в Минюсте России 16.03.2020 N 57758 [Электронный ресурс] // Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
8. Якунина Е., Галактионова А. Бонды для инфраструктуры : аналитический обзор [Электронный ресурс] // InfraOne Research. 2019. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/bondy_dlya_infrastructure_2019_infraone_research.pdf (дата обращения: 31.05.2020).
9. Инвестиции в инфраструктуру : аналитический обзор [Электронный ресурс] / рук. Галактионова А.; аналитики Жундриков А., Якунина Е. [и др] // InfraOne Research. 2020. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2020/investitsii_v_infrastrukturu_2020_infraone_research.pdf (дата обращения: 03.06.2020).
10. Якунина Е., Галактионова А. Указ. соч. С. 1.
11. Концессии в России-2019. Основные итоги и тренды. [Электронный ресурс] // Investinfra. Экспертный журнал. URL: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-koncessii-2019-full.pdf> (дата обращения: 31.05.2020).
12. Пенсионные фонды никак не найдут свою дорогу. [Электронный ресурс] // Ведомости. 2018. 23 апр. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2018/04/24/767636-fondi-ne-naidut-dorogu> (дата обращения: 03.06.2020).
13. Якунина Е., Галактионова А. Указ. соч. С. 1.
14. Составлено автором на основе: Инвестиции в инфраструктуру...
15. Концессии в России-2019...
16. Лидеры рынка коллективных долгосрочных инвестиций в инфраструктуру. 4 квартал 2019 года. [Электронный ресурс] // Investinfra. Экспертный журнал. URL: <https://investinfra.ru/frontend/images/PDF/NAKDI-Lider-rynka-4Q-2019.pdf> (дата обращения: 31.05.2020).
17. Там же. С. 3.
18. Якунина Е., Галактионова А. Указ. соч. С. 7.
19. Там же.
20. Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов [Электронный ресурс] // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2018y/ (дата обращения: 03.06.2020).
21. Составлено автором на основе: Инвестиции в инфраструктуру...

Редактор: Кириллова Екатерина Анатольевна
Переводчик: Мельников Евгений Вячеславович