

Инвестиции в инфраструктуру: будущее зеленых финансов в России

- ▲ **Финансовый рынок:** долго ли ждать российскому рынку зеленых облигаций
- ▲ **Проекты:** где искать доходы на рынке отходов
- ▲ **Зарубежный бенчмарк:** как информационные технологии меняли проекты

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	2709,8	↑2,5%	S&P Global Infrastructure	2468,39	↑1,3%	S&P Green Bond Index	135,03	↓0,3%
MSCI EM	1035,41	↑0,3%	S&P EM Infrastructure	2134,96	↓0,3%			
MSCI Russia	639,98	↑0,6%	S&P High Income Infrastructure	1236,09	↑1,1%			

Данные индексов на последний рабочий день (11 февраля 2019 года). Данные о динамике индекса за последние две недели (28 января - 11 февраля 2019 года).

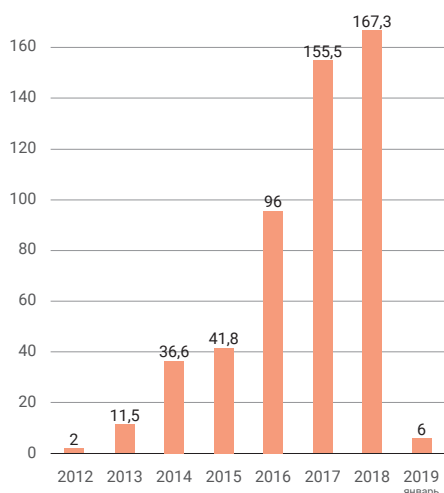
Источник: S&P Global, MSCI

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК **Зеленые облигации vs «зеленые льготы».** Власти и бизнес вновь вернулись к дискуссии о необходимости появления на российском рынке нового инструмента - зеленых облигаций. На этот раз обе стороны предпринимают реальные шаги, чтобы эти бумаги вскоре появились. Мы ждем, что это случится до конца 2019 года.

ЦБ еще в прошлом году сформировал дорожную карту создания в стране рынка зеленых финансов. Минэкономразвития уже рекомендует готовить выпуски таких бондов для финансирования проектов возобновляемой энергетики. А Национальная финансовая ассоциация обещает вскоре направить в ЦБ, Госдуму и профильные международные организации концепцию рынка устойчивого развития в России. В ней будут определены инструменты зеленого финансирования (и, в частности, облигации), требования к раскрытию информации, а также процессу оценки и отбору проектов для их применения.

Зеленые облигации могли бы внести ощутимый вклад в развитие как российского финансового рынка, так и инфраструктурного: по нашей оценке, аппетиты инвесторов на эти бумаги в течение двух-трех лет составляют порядка 300-350 млрд руб., если не учитывать промышленную и нефтегазовую инфраструктуру. Причем среди интересующихся зелеными облигациями не только российские пенсионные фонды и банки развития, но и международные институты.

Рисунок 1. Как менялся рынок зеленых облигаций, млрд долл.



Источник: данные Climate Bonds Initiative, анализ и расчеты InfraONE Research

Наиболее крупные инвесторы в этот инструмент по всему миру – управляющие компании (Amundi, BlackRock и другие) с международными институтами развития (IFC, ADB), а также специализированные организации с мандатом на преобразующее инвестирование (Mirova, Actiam). То есть при появлении в стране зеленых облигаций этот капитал может поступить и на российский рынок.

Крупные корпоративные заемщики и даже государство, на наш взгляд, смогут достаточно оперативно разместить зеленые бонды, когда такая возможность появится. А вот у многих инфраструктурных проектов на стадии планирования и запуска, вероятно, уйдет год-полтора на то, чтобы «перекраситься» в зеленый цвет.

По нашему мнению, еще около 15 уже размещенных российских выпусков концессионных облигаций (на 23 млрд руб.) могут претендовать на статус «зеленых». Они выпущены под проекты переработки отходов, модернизацию систем водо- и теплоснабжения. Поскольку стандарты раскрытия высоки для обоих типов бумаг, концессионным, вероятно, не потребуется много времени на попадание в перечень «зеленых», а значит и на получение дополнительных преференций.

Как рынок становится зеленее

Сертифицированные зеленые облигации выпускаются по особым стандартам Green bond principles ICMA, предполагают целевое использование и проходят специальные процедуры эмитирования. С помощью зеленых облигаций можно профинансировать новые или рефинансировать существующие проекты, связанные с экологией и окружающей средой по восьми направлениям, в том числе, предполагающие повышение энергоэффективности, предотвращение загрязнения окружающей среды, контроль за изменениями климата и т.д.

Выпуск зеленых бумаг требует больших затрат при подготовке, так как включает оценку третьей стороной (аудит) и необходимость раскрытия информации и прозрачности в дальнейшем.

По состоянию на 27 января 2019 года рынок зеленых облигаций в мире вырос до \$ 528,9 млрд, из них \$ 167,3 млрд были размещены в 2018 году (более 1,5 тыс. выпусков) и уже \$ 6 млрд – в 2019-м. Среднегодовой прирост рынка с 2007 года находится на уровне 230%, что отражает глобальный спрос на зеленое финансирование (см. рисунок 1).

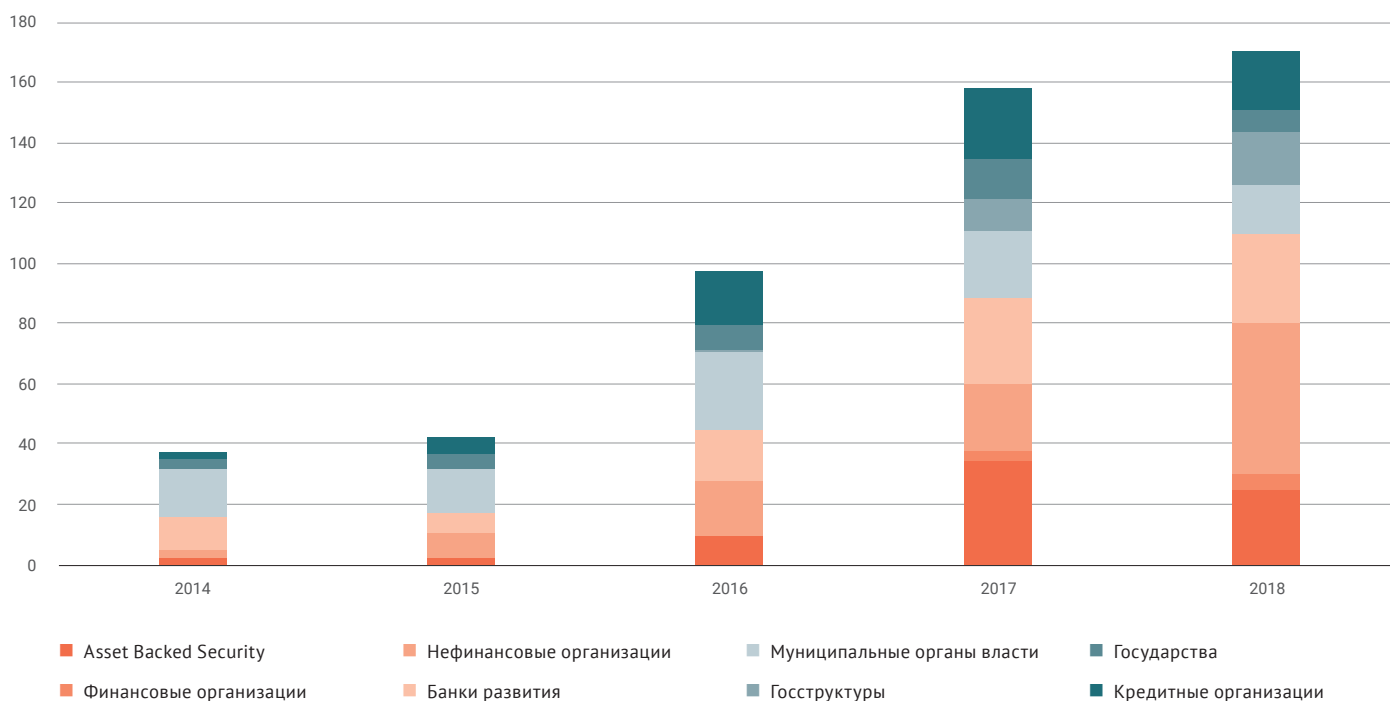
В мире такие бумаги выделяются в отдельные секции на биржах, так на Люксембургской запущена специальная торговая платформа «Люксембургская зеленая биржа» (Luxembourg Green Exchange, LGX), которая является первой глобальной биржей по листингу зеленых инструментов. На февраль 2019 года там обращалось более 250 выпусков зеленых и социальных облигаций, а также бондов устойчивого развития (sustainable securities) на сумму более \$ 120 млрд. Среди эмитентов – Всемирный банк, Банк Китая и другие.

Согласно дорожной карте ЦБ о рынке зеленых финансов в России, Московская биржа должна создать отдельный сектор зеленых облигаций, сама биржа планирует сделать это уже в первой половине 2019 года.

Впрочем, пока, на наш взгляд, больше всего шансов быстро узаконить зеленые преференции у Минпромторга. В конце прошлого года ведомство опубликовало законопроект о правилах выделения субсидий для эмитентов, выпустивших бонды под финансирование сокращения негативного воздействия на окружающую среду в своих проектах. В бюджете средства на компенсацию выплаты купонного дохода по этим облигациям уже заложены: 300 млн руб. в 2019 году, 3 млрд руб. — в 2020-м и 6 млрд руб. — в 2021-м. Но эффект от этих льгот почувствуют в основном промышленные производства.

Пока инициатива Минпромторга никак не связана с международным рынком зеленых бумаг, а просто предполагает выплату субсидий. Наличие таких льгот в одной из отраслей поможет еще сильнее заинтересовать инвесторов инструментами зеленого финансирования. Но есть и негативный момент: велика вероятность, что авторы проектов во всех сферах будут ждать прямой господдержки и после появления на рынке настоящих зеленых инструментов.

Рисунок 2. Крупнейшие эмитенты зеленых бондов, млрд долл.



Источник: данные Climate Bonds Initiative

ПРОЕКТЫ

Мусорные концессии. В рамках начавшейся в январе «мусорной» реформы государство планирует создать единую систему учета обращения с твердыми бытовыми отходами, а также существенно увеличить их переработку и утилизацию.

Мы оцениваем ежегодный объем рынка обращения с ТБО в регионах в 170-200 млрд руб., при этом в ближайшие годы он будет расти и к 2024 году может достичь 240-300 млрд руб. В том числе, за счет роста в сегменте по переработке и утилизации ТБО — с нынешних 7% до 36%. Инвестиционный потенциал отрасли на ближайшие шесть лет, по нашим расчетам, составляет порядка 380-610 млрд руб. (см. таблицу 1).

Новая система сбора, хранения и утилизации твердых бытовых отходов начала действовать в России с 1 января 2019 года. В ее рамках субъектам необходимо было утвердить территориальные схемы обращения с ТБО, выбрать регионального оператора, отвечающего за эти процессы, а также утвердить тарифы.

Некоторые регионы незадолго до старта реформы получили возможность ее отложить. Так, например, право временно не переходить на новую систему получили три города федерального значения — Москва, Санкт-Петербург и Севастополь. Для них требования реформы вступят в силу с 1 января 2022 года.

Те субъекты, которые так и не смогли выбрать регионального оператора, получили отсрочку и могут сделать это до 1 января 2020 года. Причем определять его им разрешили без конкурса на срок до одного года, если до этого конкурс признали несостоявшимся или оператор прекратил работать. Если частных компаний, желающих собирать и утилизировать мусор, нет, регионам разрешили заключать операторское соглашение с профильными государственными или муниципальными учреждениями.

По данным Минприроды на середину января, к новой системе обращения с отходами оказались готовы более 70 из 85 регионов. Среди регионов, пока отложивших реформу — Забайкальский, Приморский и Хабаровский края, Амурская, Архангельская, Владимирская, Курганская и Омская области.

Ряд региональных операторов может столкнуться с экономическими трудностями — компании не могут получать больше чем по установленным тарифам. Но регионы, опасаясь общественных рисков склонны их занижать. Облегчить положение операторов хотят с помощью освобождения от уплаты НДС. Такой законопроект уже разработан и одобрен правительственной комиссией, но пока не внесен в Госдуму.

На первых этапах реформы операторы могут столкнуться также с риском неплатежей — для поддержки компаний власти зарезервировали 12 млрд руб. Подобных мер и неопределенности можно было избежать, если бы соглашение с региональными операторами предполагало интеграцию с концессией (тогда минимальный доход регионального оператора заранее гарантировался бы концедентом).

Соглашение субъекта федерации с региональным оператором не предполагает заключение концессии или ГЧП. Впрочем, по концессионному механизму может, например, создаваться инфраструктура для хранения и утилизации отходов — полигоны или мусороперерабатывающие комплексы, а также информационные системы, отслеживающие оборот ТБО. Плюс заключения концессии в этой сфере для инвестора — если объемы поставляемого мусора или тарифы

окажутся ниже запланированных, концедент обязан компенсировать недополученный доход. То есть такие соглашения сильнее защищены от решений властей и регулятора, по сравнению с операторскими соглашениями.

Но есть и сложность – теперь, чтобы заключить концессию, надо договориться не только с регионом (или муниципалитетом), но и с оператором. Поэтому в отрасли, вероятнее, появление концессий с компаниями, уже являющимися региональными операторами.

Таблица 1. Проекты в сфере ТБО: примерная стоимость и возможность реализации по концессионному механизму

Проекты	Примерная стоимость, млрд руб.	Потенциальный объем рынка, млрд руб.	Возможность запуска в формате концессии
Создание и модернизация полигонов	0,5-2	250-350	Существует, есть опыт в России
Мусороперерабатывающие заводы	0,3-1	100-200	Существует, есть опыт в России
Мусороперерабатывающие заводы с выработкой тепла и электроэнергии	1-2	20-40	Существует, но опыта в России пока нет
Региональные IT-системы по учету и регистрации оборота ТБО	0,1-0,6*	10-20	Существует, но опыта в России пока нет

* в зависимости от сложности информационной системы (просто программное оснащение - дешевле; с весовым контролем на полигоне и системами слежения за перевозками - дороже)

Источник: данные компаний, СМИ, анализ и оценка InfraONE Research

По нашей оценке, в России было подписано порядка 24 концессий в сфере ТБО с общим объемом 28,7 млрд руб. (учитывались концессии дороже 100 млн руб.). При этом дороже 1 млрд руб. – 12 проектов (в таблице 2 приведены наиболее крупные из них). Большая часть мусорных концессий заключена в 2011-2017 годах. При этом самый крупный проект в отрасли столкнулся с публичными рисками и сейчас приостановлен, хотя само соглашение не расторгнуто и даже не пересмотрено по параметрам.

Мы не ждем появления значительного числа концессий в отрасли в ближайшие полгода-год, поскольку рынок пока привыкает к новым правилам. Но ситуация может измениться с развитием сегмента переработки, а также если активную работу начнет единая отраслевая госкомпания (см. врез *Единое окно для «мусорных» проектов*).

Таблица 2. Примеры крупных концессий в сфере ТБО

Проект	Регион	Объем, млрд руб.	Срок, лет	Концессионер	Концедент	Год подписания
Строительство двух мусороперерабатывающих заводов*	Новосибирская область	6,5	40	«Экология-Новосибирск»	Правительство Новосибирской области	2016
Создание системы обращения с отходами в Нижнем Тагиле	Свердловская область	4,1	29	«Облкоммунэнерго»	Администрация Нижнего Тагила	2018
Создание и эксплуатация объектов для переработки, утилизации, обезвреживания и захоронения ТБО	Тюменская область	1,5	29	«ТЭО»	Департамент недропользования и экологии Тюменской области	2014
Создание межмуниципальной системы переработки утилизации ТБО	Чувашия	1,5	25	«Управление отходами»	Министерство природных ресурсов и экологии Чувашии	2014
Система переработки и утилизации ТКО на территории Магнитогорского кластера	Челябинская область	1,3	25	«Управление отходами»	Министерство экологии Челябинской области	2015

* проект временно приостановлен. Концессию хотели сначала расторгнуть, затем пересмотреть параметры, но ни того, ни другого, на начало февраля 2019-го, не случилось

Источник: данные компаний, СМИ, анализ InfraONE Research

Общий объем федерального проекта по комплексной системе обращения с ТБО составляет 296 млрд руб. на ближайшие шесть лет, причем большую часть инвестиций (182 млрд руб.) власти планируют привлечь от частных игроков. В его рамках в частности планируется построить до 210 мусороперерабатывающих заводов. Эти проекты также могут быть реализованы по концессионному механизму. Вместе с тем, сектор повышенно чувствителен к общественным рискам — а значит, помимо исполнения отраслевых требований компаниям необходимо будет и грамотно действовать в публичном пространстве.

Единое окно для «мусорных» проектов

В январе власти создали публично-правовую компанию «Российский экологический оператор». Она будет координировать работу федеральных и региональных властей в сфере обращения с отходами, разрабатывать и реализовывать госпрограммы, выдвигать законодательные инициативы, проводить экспертизу территориальных схем. Компания сможет как сама выступать инвестором в проектах, так и привлекать в них частных игроков. Финансировать компанию будут из федерального бюджета (в частности, в Минприроды заявляют, что на это пойдут средства от экологического сбора), но она также сможет привлекать средства для проектов через облигационные займы и заключать концессионные соглашения.

К 2020 году компания должна создать единую государственную систему учета ТБО, которая объединит в электронном виде все территориальные схемы обращения с отходами, а также данные по их обороту в каждом регионе. Предполагается, что автоматически передавать «весовую» информацию с полигонов будут региональные системы учета. Вопрос статистики актуален для отрасли в целом — в 2018 году Счетная палата обращала внимание, что у Минприроды отсутствуют достоверные данные о количестве производимого в стране мусора и твердых бытовых отходов в частности.

ЗАРУБЕЖНЫЙ БЕНЧМАРК

IT-система управления метро в Индии. По данным министерства статистики и выполнения программ Индии, из 564 крупных инфраструктурных проектов 42% выполнялись с задержкой, а по 31% не был установлен срок сдачи. Для железнодорожных проектов в стране характерно превышение первоначальной стоимости почти в два раза и срыв сроков почти в 2,2 раза.

Чтобы избежать подобных проблем, совместное предприятие правительства Индии и властей штата Махараштра Maha Metro (Maharashtra Metro Rail Corporation), управляющее проектами строительства метро в Пуне (второй по численности город в стране) и Нагпуре, при реализации одного из своих проектов решило использовать информационные технологии.

Компания строит по EPC-контракту две ветки метро в городе Нагпур с населением 3,5 млн человек. Строительство 41,7 км линий с 40 станциями и двумя депо планируют завершить к декабрю 2019 года. Проект стоит \$ 1,3 млрд — по 20% инвестируют правительства Индии и штата, еще по 5% от стоимости вносят местные госструктуры Nagpur Improvement Trust (NIT) и Nagpur Municipal Corporation (NMC). Оставшиеся 50% средств покрывают за счет кредитов, в частности \$ 530 млн предоставит немецкий институт развития KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau).

Это первый проект в Азии, для которого были созданы электронные двойники проектируемого и уже имеющегося объектов (так называемая система управления активами). Их выполнили в виде 3D-моделей (порядка 500 тыс. единиц) на карте, причем параметры и характеристики

объектов можно прослеживать и менять от стадии создания до конца жизненного цикла проекта. С помощью такой системы — собирающей данные и позволяющей на их основе строить прогнозы — можно снизить ошибки при проектировании объектов, а на стадии эксплуатации точнее планировать ремонты подвижного состава, оценивать энергоэффективность, обеспечивать безопасность перевозки пассажиров.

По оценкам авторов проекта, внедрение IT-системы снизит потери на \$222 млн за 25 лет операционного использования. Применение технологий уже позволило сократить длину линии на 6 км (за счет более точно просчитанного маршрута), а платформ на 80 метров, что сэкономило \$15 млн.

Рисунок 3. Преимущества использования единой IT-системы управления активами на разных стадиях жизненного цикла проекта



Источник: Bentley Systems

Pune Metro (этан I и II) — это две линии метро в городе Пуна общей протяженностью 31,3 км с 30 станциями. Стоимость проекта с учетом закупки подвижного состава оценивается в \$1,77 млрд. В конце 2018 года EIB одобрил кредит на него в размере \$600 млн. По данным IIGlobal, многоцелевой кредит планируют предоставить AIB и World Bank: в размере \$487,12 млн каждый, что составит порядка 55% стоимости проекта, остальное компенсирует государство. Сейчас проект EPC в стадии планирования по госзаказу.

Pune Metro (этан III) решено реализовать в формате ГЧП, так как в части IT-сопровождения появились заинтересованные частные инвесторы. В конце 2018 года концессия на 35 лет была подписана с консорциумом Siemens и Tata Group. Стоимость проекта составляет \$1 млрд для 23 км ветки метро с 23 станциями. Правительство предоставит субсидированное финансирование в размере 20%. Частная сторона должна обеспечить оставшееся финансирование с соотношением 70:30 заемных и акционерных средств. Строительство планируют начать летом 2019 года и закончить в течение трех лет.

Использование информационных технологий в инфраструктурном строительстве позволяет не только связать воедино стадию проектирования и создания объекта, а затем его последующего обслуживания и эксплуатации, но и снизить долю ошибок в передаче информации об объекте между проектировщиками, подрядчиками и операторами (если все это разные компании). Как следствие, снижаются возможные издержки. Причем, такие информационные технологии могут частично изменить подход как в обычном подрядном контракте, так и при строительстве объектов (без стадии проектирования) в формате концессии или ГЧП. При этом сама IT-система может быть объектом для отдельного соглашения на принципах государственно-частного партнерства (в том числе концессии).

Инвестиции в IT в России

На российском рынке инвестиций в информационные технологии и связь наметился резкий рост бюджетных вложений. По оперативным данным Казначейства, расходы федерального бюджета на «связь и информатику» в 2018 году выросли более чем на треть (37%) по сравнению с предыдущим годом – до 47,9 млрд руб. Это наиболее активный рост расходов федерального бюджета в отрасли за последние пять лет. До этого уровень расходов был в коридоре 30-35 млрд руб. ежегодно.

Однако, по данным Global Infrastructure Outlook, по затратам на телекоммуникационную инфраструктуру Россия выглядит скромно даже по сравнению с такими развивающимися экономиками, как Индия. Доля инвестиций от ВВП в России на IT-сектор приходится не более 0,4%, что соответствует уровню трат, например, Великобритании (тем не менее в денежном выражении затраты Великобритании в два раза выше российских). В фактических денежных инвестициях вложения почти достигли \$ 5 млрд, что можно сопоставить с вложениями Польши, но в ее ВВП эти направляемые средства составляют свыше 0,5%.

Российская IT-инфраструктура пока слабо развита и испытывает острое недофинансирование по сравнению с теми странами, которые прошли период активных вложений 5-10 лет назад.

Пока на российском рынке, по нашей оценке, заключено около 11 крупных IT-концессий (с инвестициями от 100 млн руб.) почти на 64 млрд руб., причем все они подписаны до включения IT-объектов в перечень концессий.

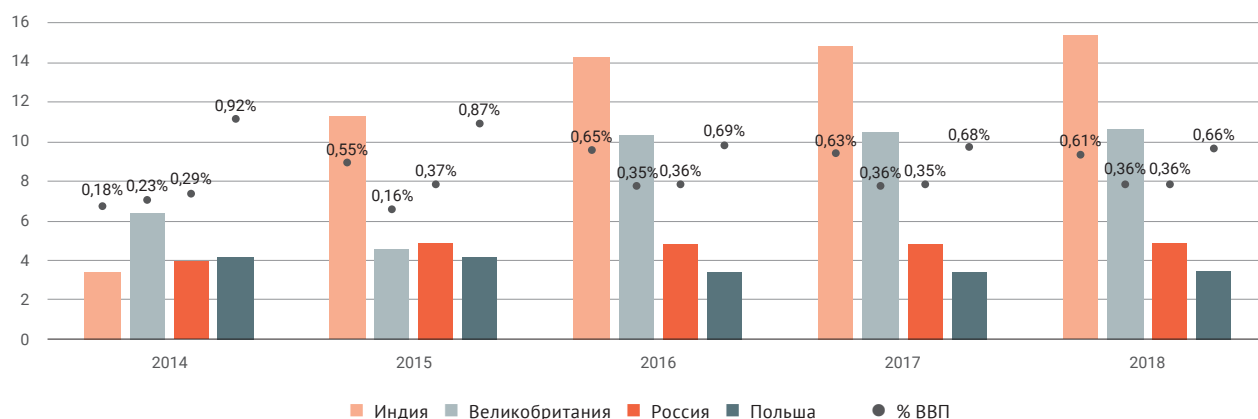
Рисунок 4. Расходы бюджета на связь и информатику, млрд руб.



* по оперативным данным Федерального бюджета на 1 января 2019 года, и за 11 месяцев 2018 года по данным региональных бюджетов

Источник: данные Федерального казначейства, анализ и расчеты InfraONE Research

Рисунок 5. Общие расходы на телекоммуникации в разных странах, млрд долл.



Источник: данные Global Infrastructure Outlook, расчеты InfraONE Research

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 экономическом форуме, Российском инвестиционном форуме, на «Транспортной неделе», «Неделе ГЧП» и других.

Подписаться на аналитические отчеты InfraONE Research можно на сайте infraone.ru