

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ			ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИНДЕКСЫ			ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
S&P 500	3055,73	↑3,4%	S&P Global Infrastructure	2284,44	↑8,3%	S&P Green Bond Index	142,39	↑2,3%
MSCI EM	951,48	↑4,3%	S&P EM Infrastructure	1608,3	↑6,4%			
MSCI Russia	632,04	↑7%	S&P High Income Infrastructure	1070,9	↑3,8%			

Данные индексов на последний перед публикацией рабочий день (1 июня 2020 года). Данные о динамике индекса за период с 18 мая по 1 июня 2020 года.

Источник: S&P Global, MSCI

Галина Барцева
bartseva@infraone.ru

Марина Фомина
fomina@infraone.ru

Weekly #11 2020

Инвестиции в инфраструктуру: станут ли «объекты-трансформеры» новым трендом рынка?

На фоне роста числа заболевших коронавирусом многие торговые, выставочные и другие объекты переоборудуют для приема больных. При этом тема «многопрофильной» инфраструктуры не ограничивается сферой здравоохранения. Объекты «двойного назначения» создаются в оборонной сфере, перспективами трансформации инфраструктуры интересуются страны-организаторы олимпийских игр.

Вызовет ли пандемия повышенный спрос на трансформируемую инфраструктуру? Как много таких объектов на рынке? И каковы перспективы их создания в формате концессий и ГЧП?

- Обустройство временных госпиталей на месте «немедицинских» объектов стало трендом в свете того, что после пандемии коронавируса инфраструктура должна быть способной быстро трансформироваться при новых вспышках заболеваний. Однако реализация таких проектов с привлечением частного капитала в рамках концессий и ГЧП маловероятна. Впрочем, запуск подобных проектов возможен за государственный счет, хотя, вероятно, массовыми эти объекты пока не станут из-за экономического кризиса и ограниченности бюджетных средств.
- Более актуально привлечение частного капитала в многофункциональные спортивные объекты. Многие страны после проведения международных соревнований переобустраивают крупные стадионы и спортивные центры для «обычной» жизни. Но еще более действенное, хотя и менее популярное решение проблемы «наследия» крупных спортивных событий – закладывание многоцелевого назначения объекта на этапе создания. В мире такие проекты реализуются в том числе в рамках государственно-частного партнерства.

- Другой пример создания многофункциональных объектов – инфраструктура двойного назначения. Она не требует специальных конструкторских решений (как, например, ПЛК или аэродромы совместного базирования), при этом такие проекты удовлетворяют нуждам ОПК и способны окупаться за счет «гражданской» составляющей. С недавнего времени на отечественном рынке такие проекты реализуются и в рамках концессий, а в дальнейшем их число, на наш взгляд, только вырастет.
- На рынке концессий и ГЧП создание «многопрофильных» объектов ограничено судебной практикой и нормами законодательства. Изменить один вид объекта на другой в ходе эксплуатации невозможно, а заложить такую возможность на этапе согласования условий сделки затруднительно из-за еекратно усложняющейся финансовой и юридической структуры. Последнее, таким образом, может быть реализовано в очень редких случаях.
- Впрочем, для игроков этого рынка остается и «простой» вариант – создавать комплексные объекты в рамках одной отрасли (например, «стадионы-трансформеры», приспособленные сразу для разных видов спорта). А «многопрофильная» инфраструктура между тем может создаваться полностью за бюджетные или частные средства.

Временные госпитали. Во многих странах для приема больных с COVID-19 строят новые больницы или переоборудуют существующие – неинфекционные. Из-за роста числа заболевших временными госпиталями также становятся помещения, изначально предназначенные для совершенно иных целей: чаще всего это выставочные и торговые центры и павильоны – из-за своих размеров и простоты обустройства (см. таблицу 1).

Пример «многозадачной» инфраструктуры – подземный паркинг израильской больницы Рамбам в Хайфе, который за трое суток может быть переоборудован в полноценный медицинский центр, рассчитанный на 2 тыс. пациентов.

На наш взгляд, многие страны на фоне пандемии всерьез задумаются о строительстве инфраструктуры, которую можно трансформировать в медицинские объекты. Однако из-за высокой стоимости таких проектов при неясных перспективах их загрузки, а также из-за законодательных ограничений они вряд ли станут массовыми на рынке государственно-частного партнерства.

По нашей оценке, на конец мая 2020 года на отечественном рынке заключено 21 концессионное соглашение на строительство медицинских объектов в сегменте от 100 млн руб. Средний объем капитальных затрат в каждый из них – 1,4 млрд руб. Почти у всех объектов – узкая специализация, в частности, треть из них предназначена для лечения онкозаболеваний. Такие проекты интересны инвесторам, так как их капиталоемкость «уравновешивается» гарантией загрузки мощностей (а по части проектов государство обеспечивает минимальную гарантированную доходность).

Медицинские «трансформеры» могут стоить дороже: они должны удовлетворять требованиям к медицинским объектам, будучи большой частью времени объектами другого назначения. На наш взгляд, инвесторы квалифицированного сегмента рынка будут готовы вкладывать в такие проекты как в медицинские в единичных случаях из-за того, что в таком виде они будут использоваться редко, а периоды востребованности окажутся труднопрогнозируемы. Инвестировать в «культурную»,

«спортивную» или иную часть этих проектов (в зависимости от основного функционала объекта) также менее выгодно, чем в обычные социальные проекты, так как дорогостоящая медицинская часть — дополнительный «груз» для инвестора.

Но еще большей проблемой создания такой инфраструктуры в рамках концессий или ГЧП может стать структурирование сделки. Во-первых, 115-ФЗ и 224-ФЗ устанавливают допустимые объекты соглашений, но не делают оговорку для «смешанных» объектов (см. [«Смена назначения объекта в концессиях и ГЧП»](#)). Во-вторых, частная сторона такой сделки может ожидать большей доли участия государства, чем в обычном социальном проекте: повышенного капитального гранта или более надежных условий предоставления минимальной гарантированной доходности, — что означает рост рисков для государства. В-третьих, отсутствие таких проектов на рынке и их неоднозначная коммерческая составляющая могут сделать их высокорисковыми с точки зрения финансовых институтов. Заемные средства под такие сделки, вероятно, будут ограничены, а стоимость денег — выше.

При этом строительство трансформируемой инфраструктуры может быть актуальным для полностью бюджетной реализации. Так, в случае повторения вспышек заболевания переустройство уже подготовленной для приема пациентов инфраструктуры поможет органам власти сэкономить время и, возможно, средства. По этой же причине такие проекты могут быть актуальны и для инвесторов: способность к трансформации может обеспечить более устойчивую загрузку частных объектов.

Строительство многопрофильных объектов — перспективная ниша на инфраструктурном рынке. Однако мы не ждем, что обустройство временных госпиталей и аналогичные проекты будут запускаться государством с привлечением частного капитала. На наш взгляд, для инвесторов более актуальным может быть создание многофункциональных объектов за рамками сферы здравоохранения: например, при строительстве масштабных спортивных объектов (см. [«Инфраструктура после спортивных событий»](#)) или инфраструктуры двойного назначения (см. [«ГЧП и инфраструктура двойного назначения»](#)).

Подробнее о других трендах на рынке инфраструктуры во время и после пандемии читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research [«Поствирусная инфраструктура: десять трендов»](#).

Таблица 1. Примеры переоборудования объектов под прием больных с COVID-19

Изначальный объект	Где расположен	Мощность после переоборудования, мест
Стадион Темпльского университета	США, штат Пенсильвания, Филадельфия	Не менее 200
Международный конгресс-центр	США, штат Джорджия, Атланта	200
Кобо-холл (конференц-центр)	США, штат Мичиган, Детройт	Не менее 1000
Международный конференц-центр	ЮАР, Кейптаун	850
Выставочный центр ExCeL	Великобритания, Лондон	4000 (интенсивная терапия)
Всемирный торговый центр	ОАЭ, Дубай	3000 (в том числе 800 — интенсивной терапии)
Отель Ayre Gran Hotel Colón 4*	Испания, Мадрид	359
Выставочный центр Ленэкспо	Россия, Санкт-Петербург	1000
Павильон №70 на ВДНХ	Россия, Москва	1800

Источник: данные органов власти, СМИ, анализ InfraOne Research

В России к Олимпиаде 2014 года «с нуля» было построено больше десятка спортивных объектов суммарно более чем на \$ 2 млрд. А к Чемпионату мира по футболу 2018 года – 8 стадионов вместимостью до 65 тысяч зрителей, стоимость которых оценивается в 167,8 млрд руб.

И то, и другое – требования оргкомитетов мероприятий. Например, среди правил ФИФА для стран-организаторов ЧМ – наличие 12-ти стадионов вместимостью от 40 до 80 тысяч зрителей, причем предпочтительно их распределение по территории страны, а не только размещение в крупных городах.

Инфраструктура после спортивных событий. Масштабные спортивные мероприятия требуют соответствующей инфраструктуры. И часто после проведения олимпийских игр, чемпионатов мира по футболу или других международных соревнований спортивные объекты остаются невостребованными и нуждаются в значительных затратах на обслуживание. Решают эту проблему за счет переоборудования объектов на этапе эксплуатации. Еще одно действенное, но непопулярное решение – закладывание в объект многофункциональности на этапе создания.

Как правило, если местам проведения соревнований дают «вторую жизнь», их переоборудуют в соответствии с изначальным предназначением. Так, олимпийские парки в Лондоне, Сиднее и американской Атланте превратились в городские парки с рекреационными зонами и местами проведения культурных мероприятий (см. таблицу 2). Конькобежный стадион в районе Ванкувера, построенный за \$ 178 млн к Олимпиаде 2010 года, стал мультиспортивным комплексом, в том числе рассчитанным на подготовку национальных олимпийских сборных. Сочинский ледовый дворец «Большой», построенный для Олимпиады 2014 года за \$ 300 млн, стал домашней ареной хоккейного клуба «Сочи».

Таблица 2. Использование спортивных объектов после олимпиад

Объект	Где расположен	Что стало после соревнований
Олимпийская деревня	США, штат Нью-Йорк, Лейк-Плэсид	Переоборудована в федеральную тюрьму
Парк столетия Олимпийских игр	США, штат Джорджия, Атланта	Используется как городской парк
Олимпийский овал Юты	США, штат Юта, Кирнс	Стал местом проведения соревнований по конькобежному спорту. В остальное время сдается в аренду для организации корпоративных мероприятий
Дворец тенниса	Финляндия, Хельсинки	Используется как культурно-развлекательный центр. Там же располагается музей изобразительных искусств Хельсинки
Олимпийский стадион им. Льюиса Компаниса	Испания, Барселона	Стал местом проведения соревнований и концертов
Ледовая арена Big Hat	Япония, Нагано	При необходимости может быть переоборудована в театральную сцену
Олимпийский парк	Австралия, Сидней	Стал местом проведения массовых мероприятий (концертов, конференций, спортивных соревнований), на территории оборудована рекреационная зона
Национальный центр водных видов спорта	Китай, Пекин	Переоборудован в аквапарк
Олимпийский парк им. королевы Елизаветы II	Великобритания, Лондон	Спортивные объекты используются для проведения соревнований и культурных мероприятий. Часть парка переоборудована под рекреационную зону, прилегающие территории отданы под жилую застройку и офисы
Олимпийский стадион «Фишт»	Россия, Сочи	Используется в соответствии с изначальным предназначением

Источник: данные СМИ, анализ InfraOne Research

Таблица 3. Олимпийские «стадионы-трансформеры»

Объект	Где расположен	Функциональные возможности
Олимпийский теннисный центр Доминика Перро («Волшебная коробка»)*	Испания, Мадрид	Крыша здания, состоящая из подвижных элементов, способна принимать 27 различных положений для проведения соревнований при любых погодных условиях
Олимпийский стадион	Австралия, Сидней	Конструкция здания предусматривает возможность трансформации из овального в прямоугольный. В результате объект может принимать соревнования по пяти видам спорта
Стадион «Саппоро Доум»	Япония, Саппоро	Выдвижная конструкция стадиона позволяет менять местами поля для бейсбола и футбола (травяное футбольное поле выдвигается за пределы стадиона)

* Объект построен к Олимпийским играм 2016 года, право проведения которых в итоге получил Рио-де-Жанейро, а не Мадрид.

Источник: данные открытых источников, анализ InfraOne Research

Есть и более интересные и коммерчески привлекательные варианты использования объектов. Пекинский национальный плавательный комплекс, построенный к Олимпиаде 2008 года (\$ 140 млн), через два года был переоборудован в общедоступный аквапарк. А в 2019 году он же был реконструирован для приема команд по керлингу к предстоящей Олимпиаде 2022 года. Овал Линготто в итальянском Турине, созданный для проведения соревнований по конькобежному спорту во время Зимней Олимпиады 2006 года, переделан в выставочный центр.

Интересно, что заранее возможность переустройства спортивных объектов продумывается редко. Один из наиболее нестандартных кейсов — использование объектов олимпийской деревни в американском Лейк-Плэсиде. На ее создание и последующее переоборудование было потрачено \$ 28 млн (в ряде источников указывается \$ 22 млн). По завершении Зимней Олимпиады 1980 года здания олимпийской деревни превратили в федеральную тюрьму.

Условием выделения средств правительством было закладывание в проект возможности переустройства объекта, а среди вариантов использования зданий назывались создание госпиталя, жилых домов и центра легкой атлетики. Впрочем, на проект олимпийской деревни план переустройства все же не повлиял: решение о создании тюрьмы было принято уже после ее строительства.

Есть случаи, когда многофункциональность учитывалась на этапе строительства объекта. Например, олимпийский стадион в Сиднее, построенный к Олимпиаде 2000 года, за 12 часов способен из овального превратиться в прямоугольный. Благодаря этому он стал единственной в своем роде олимпийской ареной, которая может принять соревнования по пяти разным видам спорта. Стоимость строительства стадиона составила \$ 517,5 млн, а создавался он по схеме BOOT (build – own – operate – transfer) в рамках государственно-частного партнерства.

На наш взгляд, создание объектов, аналогичных последнему, — перспективная и пока слабо развитая ниша на инфраструктурном рынке. Возможность трансформации олимпийских и иных спортивных объектов коммерчески выгодна, а сами такие проекты становятся более привлекательными для частных инвесторов. Впрочем, объекты-трансформеры — тема средне- или даже долгосрочной перспективы инфраструктурного рынка, так как на фоне пандемии у государства другие расходные приоритеты, а инвесторы пока не могут быть уверены в спросе на такого рода объекты.

Подробнее о том, каких проектов стоит ждать на отечественном рынке после пандемии, читайте в аналитическом обзоре InfraOne Research «Национальный перечень перспективных проектов 2020».

ГЧП и инфраструктура двойного назначения. Яркий пример объектов, предназначенных для разных целей, – это инфраструктура двойного назначения, военного и гражданского. С недавнего времени на отечественном рынке такого рода проекты реализуются и в рамках 115-ФЗ.

В рамках концессионных соглашений с Минобороны в России уже строятся производственно-логистические комплексы в Архангельске и Севастополе с объемом инвестиций 15 млрд руб. в каждый. Еще пять ПЛК планируют возвести в ближайшее время в разных регионах страны на общую сумму 118,1 млрд руб. Подписание соглашений ожидается в 2020 году, а концессионером в большинстве случаев станут дочерние компании ГК «ВИС».

По расчетам Минобороны, строительство двух десятков подобных объектов для хранения военного и гражданского имущества позволит заменить более 500 ныне существующих складов. «Гражданская» составляющая ПЛК обеспечивает окупаемость объектов и, как следствие, инвестиционную привлекательность таких проектов. Кроме того, создание ПЛК способствует развитию прилегающей инфраструктуры: дорог, систем тепло- и водоснабжения, причалов.

Еще одной «точкой пересечения» интересов оборонного ведомства и инвесторов все чаще становятся военные аэродромы, модернизация которых позволяет использовать объекты для совместного базирования военной и гражданской авиации. На российском инфраструктурном рынке обсуждаются проект реконструкции аэродрома Левашово в Санкт-Петербурге (инвестиции, по нашей оценке, не менее 15 млрд руб.) и строительства аэропорта Сиверский в Ленинградской области (ранее был оценен в 17 млрд руб.). Однако проблемы, с которыми аэропортовая отрасль столкнулась из-за пандемии, могут внести коррективы в подготовку и реализацию этих проектов.

Инфраструктура двойного назначения, с одной стороны, многофункциональна, а с другой – не требует для этого специальных конструкторских решений (в отличие от, например, многофункциональных спортивных объектов). Она все чаще создается в рамках концессий и ГЧП, и мы ожидаем, что в дальнейшем число таких сделок только возрастет. При этом последнее, на наш взгляд, будет происходить независимо от пандемии COVID-19, так как инициативы ОПК реализуются «обособленно» от остальной части проектного рынка.

Смена назначения объекта в концессиях и ГЧП. Возможность смены профиля объекта концессионного или ГЧП-соглашения в ходе его эксплуатации на фоне пандемии обсуждается на рынке, в том числе с точки зрения того, как ее следует закладывать в условия будущей сделки. Однако из-за сложности и законодательных ограничений у такого переустройства объектов очень мало шансов стать трендом для инфраструктурного рынка.

В краткосрочной перспективе это могло бы быть актуально для социальных проектов в тех сферах, которые больше других пострадали от ограничений из-за COVID-19 и не являются приоритетными в расходных планах государства. Речь идет об отраслях культуры, спорта, туризма, рекреации и некоторых других. Наиболее очевидным на фоне пандемии является перестройка объектов этих отраслей для приема пациентов с COVID-19 (см. «[Временные госпитали](#)»).

Однако на рынке подобный кейсов нет, а 115-ФЗ и 224-ФЗ не предусматривают возможность изменения вида объекта в ходе эксплуатации. Более того, с точки зрения антимонопольного

В 2004–2007 годах в Новой Зеландии обсуждался ГЧП-проект по использованию военного аэродрома Венуапай в пригороде Окленда в качестве гражданского аэропорта с пассажиропотоком в 2 млн человек в год. Планировалось, что отсюда будут совершаться рейсы в Австралию, другие города Новой Зеландии, а также островные государства Тихого океана. В 2019 году к идее вновь вернулись, поскольку нагрузка на основной аэропорт Окленда за прошедшие годы возросла. В модернизацию военного аэродрома могут вложить \$64–129 млн, а в качестве инвесторов предварительно называют крупнейшего авиаперевозчика страны компанию Air New Zealand и инфраструктурную компанию Infratil.

законодательства такие изменения в обход конкурентных процедур – концессионного или ГЧП-конкурса или частной инициативы – недопустимы.

Радикальный пересмотр вида объекта (скажем, обустройство больницы на месте спортивного центра) также затруднен из-за необходимости смены источника окупаемости проекта. Например, в случае с больницей это может быть ФОМС, а в случае с объектом спорта – предоставление платных услуг. Но даже не столь крупные изменения параметров проекта означают пересмотр его финансовой модели и существенных условий соглашения в целом.

Возможен вариант, при котором государство, действуя в публичных интересах, может изменить профиль объекта (например, в случае объявления государством чрезвычайного положения). Однако в обычной ситуации такое едва ли возможно даже по обоюдному согласию сторон.

Таким образом, наиболее логичный способ пересмотреть вид объекта – расторгнуть действующее соглашение и заключить новое. Изменение же его профиля во время эксплуатации невозможно даже в рамках дополнительных соглашений, так как будет идти вразрез с законодательством и судебной практикой. На наш взгляд, возможны отдельные случаи, когда такой пересмотр может быть заранее учтен в соглашении, однако они маловероятны, требуют больших сил для юридического и финансового структурирования сделки и, скорее всего, будут иметь смысл в очень редких случаях.

ОГОВОРКА

Обзор подготовлен InfraOne Research, аналитическим подразделением инвестиционной компании InfraOne, и публикуется в целях информирования участников рынка и других заинтересованных лиц о наиболее актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций.

Приведенные выводы, экспертные оценки и прогнозы, если не указано иное, отражают позицию аналитиков InfraOne Research, а не профильных подразделений компании, не претендуют на полноту анализа той или иной отрасли, проекта или финансового инструмента и актуальны по состоянию на дату публикации.

Авторы не несут ответственность за точность и актуальность данных, оценок и прогнозов. Обзор не может служить основанием для принятия каких-либо инвестиционных решений, не является рекламой или офертой, а публикуется исключительно в информационных целях.

ОБ INFRAONE

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

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

ОБ INFRAONE RESEARCH

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

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

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