


Екатерина Якунина  
yakunina@infraone.ru

Джиргала Дорджиева  
dordzhieva@infraone.ru

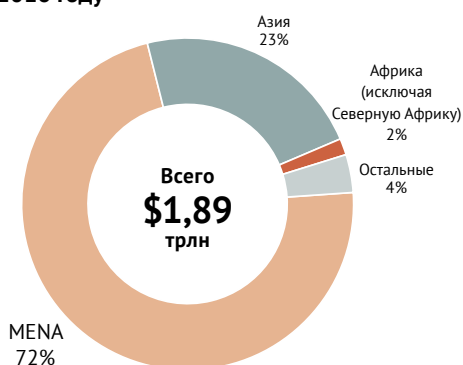
Александра Галактионова  
galaktionova@infraone.ru



# Инвестиции в инфраструктуру. Арабский мир

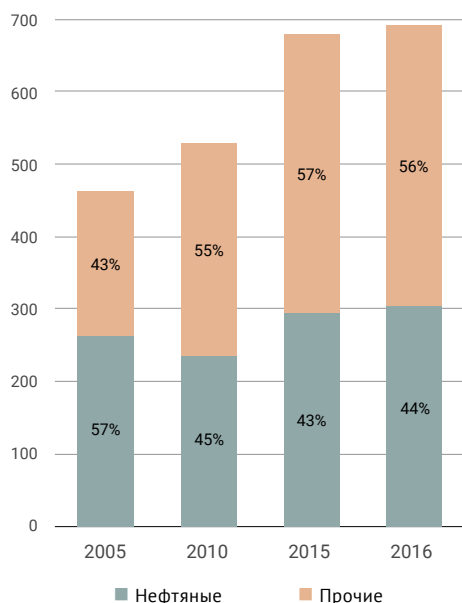
## РЕЗЮМЕ

### Исламское финансирование в мире в 2016 году



Источник: IFSB

### Изменение структуры ВВП Саудовской Аравии, млрд долл.



Источник: данные ЦБ Саудовской Аравии

- Арабские инвесторы управляют капиталом в размере \$5,8 трлн. По нашей оценке, до \$380 млрд из них может пойти на инфраструктуру. Причём средства могут расходоваться не только на территории региона. Россия в распределении этих денег участвует пока лишь через Российский фонд прямых инвестиций, но вложения в инфраструктурные проекты по-прежнему носят штучный характер.
- Арабские инвесторы ориентированы на долгосрочные и надёжные инвестиции. Отчасти это связано с тем, что до 30% инвестиций из этих стран делается в формате «исламского финансирования». А в логику таких вложений хорошо вписываются инвестиции в инфраструктуру через механизмы государственно-частного партнёрства.
- Потребности самих арабских стран также высоки: большая часть внешних инвестиций из региона приходится на страны-экспортёры нефти - Саудовскую Аравию, ОАЭ, Катар и Кувейт. Потребность же самого региона превышает \$500 млрд на горизонте ближайших пяти лет.
- Несмотря на высокие потребности, вложить даже половину накопленных суверенными фондами и частными компаниями средств у местных инвесторов в домашнем регионе, скорее всего, не получится - в силу естественных ограничений. Мы полагаем, что российские авторы проектов могут рассчитывать на часть этих денег.
- Инвесторы из частного и государственного сектора арабских стран - достаточно сложная категория с точки зрения переговоров и устройства локального финансового рынка. Он уже сейчас развит значительно больше, чем российский. Но так как суверенные фонды и прочие финансовые институты региона готовы делать качественные инвестиции, имеет смысл учитывать их потенциал при поиске финансирования.
- Экономики России и арабских стран определяют два общих фактора: доминирующий госсектор и зависимость от цен на сырьё - по большей части на нефть. Но в последние годы страны MENA переориентируют экономику и меняют подход к работе с государственными активами, то есть делают всё то, что планирует российское правительство ещё с 2014 года. На наш взгляд, некоторые кейсы из стран арабского мира применимы и в России - особенно с учётом того, что наиболее богатые экспортёры нефти из MENA уже начали качественно менять структуру доходов собственных бюджетов.

## СОДЕРЖАНИЕ

---

### **I. ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ. АРАБСКИЙ МИР. . . . . 5**

- Нефтяные накопления MENA
- Эффект нефти
- Кто готов инвестировать?
- Сколько нужно остальным
- Арабский мир и глобальная конкуренция за инвестиции
- Рынок инфраструктурных проектов в арабском мире и в России
- Арабские инвесторы в России: планы и проекты
- РФПИ и инфраструктура: потенциал и инвестиции

### **II. АРАБСКИЙ МИР. ПРАКТИКИ . . . . . 21**

- Исламское финансирование и долгосрочные инвестиции
- Могут ли деньги международных финансовых инвесторов стать исламскими?
- Как работает исламское финансирование при дефолте
- Инструменты исламского финансирования и ГЧП
- Исламское финансирование придет в Россию?
- «Из слонов в газели»: как арабские страны оздоравливают госсектор

### **Глоссарий . . . . . 28**

### **О компании . . . . . 29**

**Арабский мир в цифрах\***

<b>1 ОАЭ</b>	↔
Население	9,3 млн чел.
Доля ВВП в регионе	10,7% (\$348,7 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	5
Суверенные фонды	8

<b>2 Саудовская Аравия</b>	→
Население	32,3
Доля ВВП в регионе	19,9% (\$2149,7 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	29
Суверенные фонды	3

<b>3 Катар</b>	↔
Население	2,6
Доля ВВП в регионе	4,7% (\$11,6 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	13
Суверенные фонды	1

<b>4 Кувейт</b>	↔
Население	4,1
Доля ВВП в регионе	3,4% (\$17,8 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	64
Суверенные фонды	1

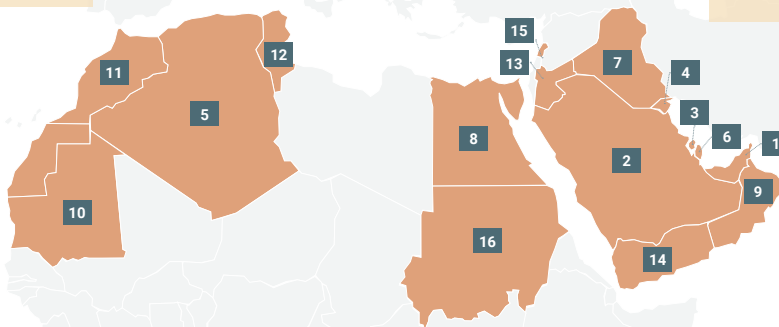
<b>5 Алжир</b>	←
Население	40,6
Доля ВВП в регионе	4,9% (\$159 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	93
Суверенные фонды	1

<b>6 Бахрейн</b>	↔
Население	1,4
Доля ВВП в регионе	1% (\$32,2 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	33
Суверенные фонды	2

<b>7 Ирак</b>	←
Население	37,2
Доля ВВП в регионе	5,3% (\$171,5 млрд)
Суверенные фонды	1

<b>8 Египет</b>	↔
Население	95,7
Доля ВВП в регионе	10,2% (\$332,8 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	71

- ← Страна нуждается в привлечении внешних инвестиций.
- ↔ Страна ориентирована на привлечение внешних инвестиций.
- Страна ориентирована на внешние инвестиции за рубежом.
- ↔ Страна проявляет интерес к внешним инвестициям за рубежом.



<b>9 Оман</b>	↔
Население	4,4
Доля ВВП в регионе	2% (\$66,3 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	36
Суверенные фонды	2

<b>10 Мавритания</b>	←
Население	4,3
Доля ВВП в регионе	0,1% (\$4,7 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	131
Суверенные фонды	1

<b>11 Марокко</b>	←
Население	35,3
Доля ВВП в регионе	3,2% (\$103,6 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	54

<b>12 Тунис</b>	←
Население	11,4
Доля ВВП в регионе	1,3% (\$42,1 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	82

<b>13 Иордания</b>	←
Население	9,5
Доля ВВП в регионе	1,2% (\$38,7 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	58

<b>14 Йемен</b>	←
Население	27,6
Доля ВВП в регионе	0,8% (\$27,3 млрд)

<b>15 Ливан</b>	←
Население	6,0
Доля ВВП в регионе	1,5% (\$49,6 млрд)
Место в рейтинге по качеству инфраструктуры	113

<b>16 Судан</b>	←
Население	39,6
Доля ВВП в регионе	2,9% (\$95,6 млрд)

\* Джибути, Ливия, Мальта, Мавритания, Сирия, Сомали, Палестина. В силу политических и макроэкономических причин инвестиционная активность этих стран низка, а данные по большинству из них отсутствуют. Потому мы не рассматривали эти страны отдельно, а лишь учитывали при расчете общих макроэкономических показателей. Также при расчете макроэкономических показателей мы учитывали Израиль и Иран, которые не относятся к арабским странам, но входят в регион MENA.

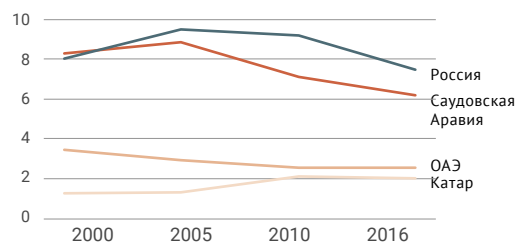
Источник: World Bank (2016), данные World Economic Forum (2017–2018), InfraDeals, данные фондов, анализ и расчеты InfraONE

# I. ИНВЕСТИЦИИ В ИНФРАСТРУКТУРУ. АРАБСКИЙ МИР

К началу 2017 года страны региона MENA (Middle East and North Africa) накопили в суверенных фондах порядка \$3 трлн, ещё \$2,85 трлн – потенциал квазигосударственного и частного финансирования из этого региона. Дорогая нефть превратила как минимум семь арабских стран Ближнего Востока и Северной Африки в глобальных мировых инвесторов.

Много ли тратят на инфраструктуру арабские страны? Велика ли доля внешних инвестиций? Какие проекты интересны арабским инвесторам? Может ли российская инфраструктура рассчитывать на их вложения в ближайшие два-три года?

**Рисунок 1. Доля России и арабских стран в мировом экспорте топлива и полезных ископаемых, %**



Источник: рейтинг WTO «Топ-10 экспортеров топлива и полезных ископаемых»

## Нефтяные накопления MENA

Инвестиционные возможности и благосостояние стран Ближнего Востока и Северной Африки определяются наличием или отсутствием нефти на их территориях. Именно от этого фактора зависит, может ли страна инвестировать в собственную экономику и во внешние рынки.

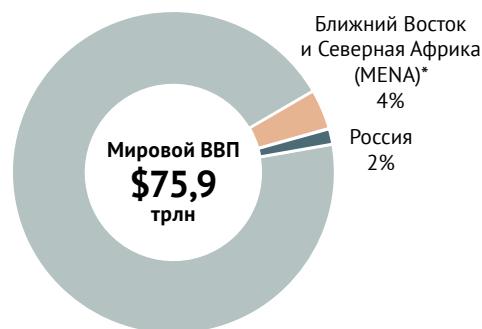
Так, по оценке Всемирного банка, рост ВВП региона MENA в 2016 году составил 5%. Экономика стран-экспортёров нефти (Алжир, Бахрейн, Ирак, Иран, Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия и ОАЭ) ожидаемо росла быстрее: рост ВВП в 2016 году составил 5,5%, а у импортёров (Джибути, Египет, Иордания, Ливан, Марокко, Тунис, и Палестина) – всего 2,9%.

Предварительная оценка роста общего показателя в 2017 году гораздо скромнее – лишь 1,8%. Причём, по прогнозу Всемирного банка, к 2020 году рост ВВП стран MENA не превысит 3,2%; это связано с ожиданиями относительно цен на нефть – предполагается лишь их умеренный рост на фоне сокращающегося объёма производства.

Впрочем, даже имеющихся у экспортёров нефти накоплений достаточно для вложений в крупные инвестиционные проекты: к 2017 году в суверенных фондах арабских стран было порядка \$3 трлн, а в целом, по нашей оценке, инвесторы из этих стран управляют капиталом примерно \$5,85 трлн.

Наиболее состоятельные инвесторы региона – всего четыре страны: Объединённые Арабские Эмираты (ОАЭ), Кувейт, Саудовская Аравия и Катар. На их накопления приходится 83,8% от общего объёма средств в суверенных фондах (подробно см. таблицу 1).

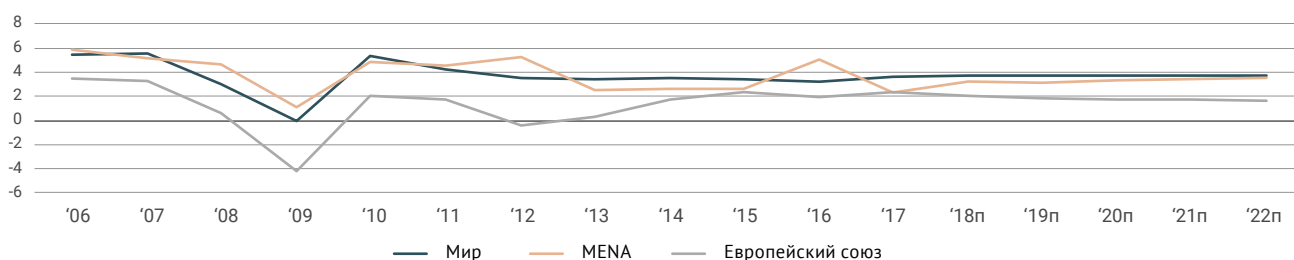
**Рисунок 2. Доля MENA и России в мировом ВВП, 2016 год**



\* Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Иордания, Израиль, Ирак, Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Мавритания, Мальта, Марокко, Объединённые Арабские Эмираты (ОАЭ), Оман, Палестина, Саудовская Аравия, Сирия, Сомали, Судан, Тунис

Источник: World Bank, анализ и расчёты InfraONE

**Рисунок 3. Рост ВВП в постоянных ценах, %**



Источник: данные IMF, анализ InfraONE

**Таблица 1. Примеры крупнейших арабских суверенных фондов\***

Страна	Фонд	Активы, млрд долл.	Доля	Страна	Фонд	Активы, млрд долл.	Доля
<b>ОАЭ</b>	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	633	37,4%	<b>Катар</b>	Qatar Investment Authority	300	10%
	Investment Corporation of Dubai	196		<b>Ливия</b>	Libyan Investment Authority	67	2,2%
	Mubadala Investment Company	124,6		<b>Алжир</b>	Revenue Regulation Fund	34,7	1,2%
	Abu Dhabi Investment Council	122		<b>Оман</b>	State General Reserve Fund	25	1,1%
	Emirates Investment Authority	45			Oman Investment Fund	8,2	
	Sharjah Asset Management	н/д		<b>Бахрейн</b>	Mumtalakat Holding Company	10,4	0,4%
<b>Кувейт</b>	Kuwait Investment Authority	591	19,7%	Future Generations Reserve Fund	0,5		
	Saudi Arabian Monetary Agency	276,9		<b>Ирак</b>	Development Fund for Iraq	0,9	0,03%
<b>Саудовская Аравия</b>	Public Investment Fund (PIF)	224	16,7%	<b>Палестина</b>	Palestine Investment Fund	0,79	0,03%
	Islamic Development Bank	0,75		<b>Мавритания</b>	National Fund for Hydrocarbon Reserves and Deposit and Development Fund	0,3	0,01%
				<b>Остальные</b>		338,96	11,3%
<b>ВСЕГО</b>						<b>3000</b>	<b>100%</b>

\* В открытом доступе имеются данные о распределении 88,7% средств суверенных фондов региона (их общий объем, по данным Sovereign Wealth Funds Institute, \$3 трлн).

Источник: данные Sovereign Wealth Funds Institute, Sovereign Wealth Center, данные фондов

### **MENA в мире**

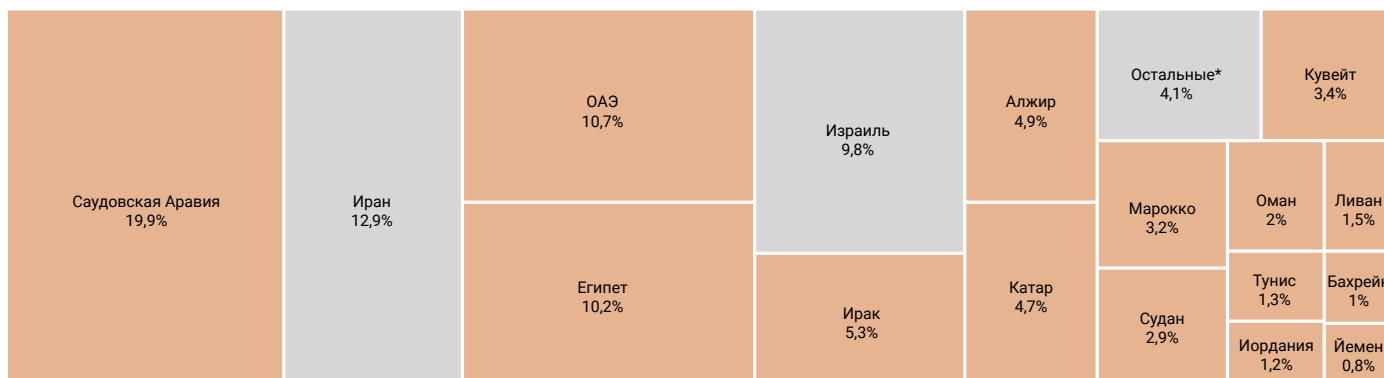
На страны Ближнего Востока и Северной Африки в 2016 году приходилось порядка 4% мирового ВВП или около \$3 трлн.

Рост ВВП региона MENA и объем исходящих инвестиций зависит от глобальных макроэкономических показателей и цен на нефть, так как основные доходы стран формируются именно за счет продажи сырья. Зависимость видна в динамике роста ВВП по годам (см. рисунок 3). Впрочем наиболее богатые страны пытаются этот тренд изменить (подробнее см. «Эффект нефти»).

В ВВП региона порядка 20% - доля Саудовской Аравии, 10,7% - ОАЭ, 10% - Египта, примерно по 5% у Ирака, Алжира и Катара. Остальное делят прочие страны региона, но доли крупнейших не превышают 3% (см. рисунок 4). При этом на неарабские страны региона - Иран (13%) и Израиль (10%) - приходится около 23%.

Динамика инвестиций в основной капитал в регионе несколько иная. Лидируют по этому показателю Алжир, Оман и Марокко, которые вкладывают 42,9%, 37,8% и 30,2% от ВВП соответственно. У лидеров по объёму ВВП Саудовской Аравии и ОАЭ этот показатель не превышает 30%, у Кувейта и Катара - 26% и 45,23% соответственно.

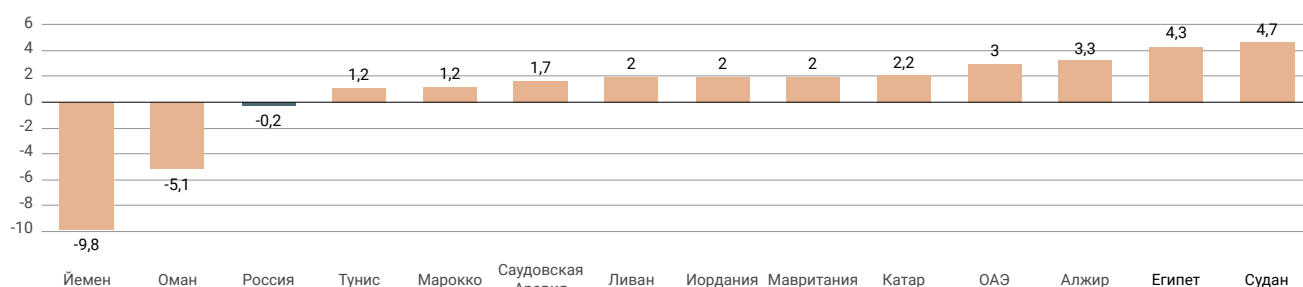
**Рисунок 4. Структура ВВП региона по странам, 2016 год**



\* Джибути, Ливия, Мальта, Мавритания, Сирия, Сомали, Палестина. В силу политических и макроэкономических причин инвестиционная активность этих стран низка, а данные по большинству из них отсутствуют. Потому мы не рассматривали эти страны отдельно, а лишь учитывали при расчете общих макроэкономических показателей.

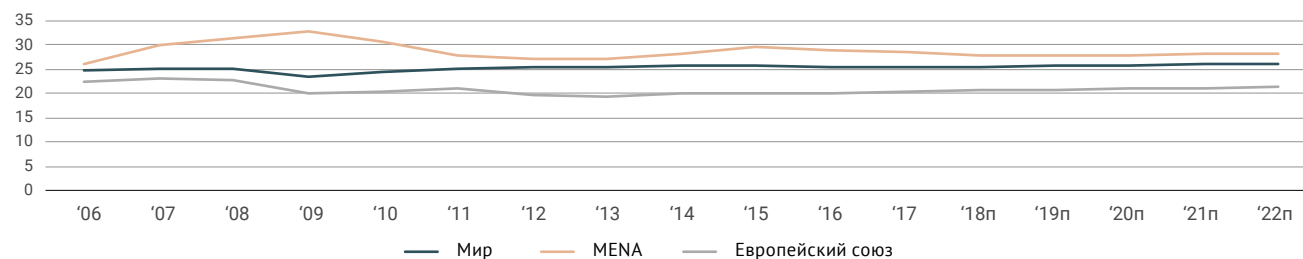
Источник: World Bank, анализ InfraONE

**Рисунок 5. Рост ВВП в 2016 году по странам, %**



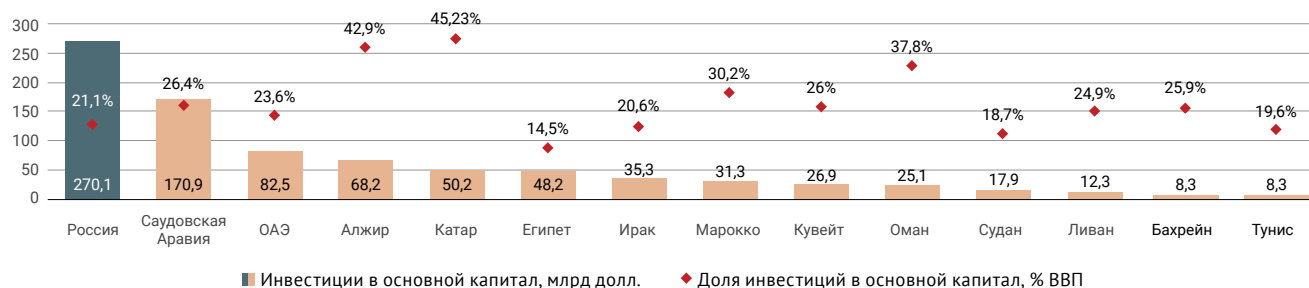
Источник: World Bank, анализ InfraONE

**Рисунок 6. Инвестиции в основной капитал, % ВВП**



Источник: данные IMF, анализ InfraONE

**Рисунок 7. Инвестиции в основной капитал арабских стран, 2016 год**



Источник: World Bank, анализ InfraONE



## Эффект нефти

Власти арабских стран-экспортёров нефти, как и российские, придерживаются достаточно консервативной бюджетной политики. Последние десятилетия они сохраняют долг на умеренном уровне (в 2016 году он в среднем составлял не более 35–40% ВВП) и собираются снизить дефицит бюджетов с 10% до 1% к 2022 году (по данным IMF). Сверхдоходы правительства копят в суверенных фондах.

Аналогичную политику возобновил с прошлого года российский Минфин: все доходы более заложенной в бюджет планки в \$40 за баррель резервируют, а инвестировать эти средства смогут не раньше, чем объём ФНБ превысит 7% ВВП.

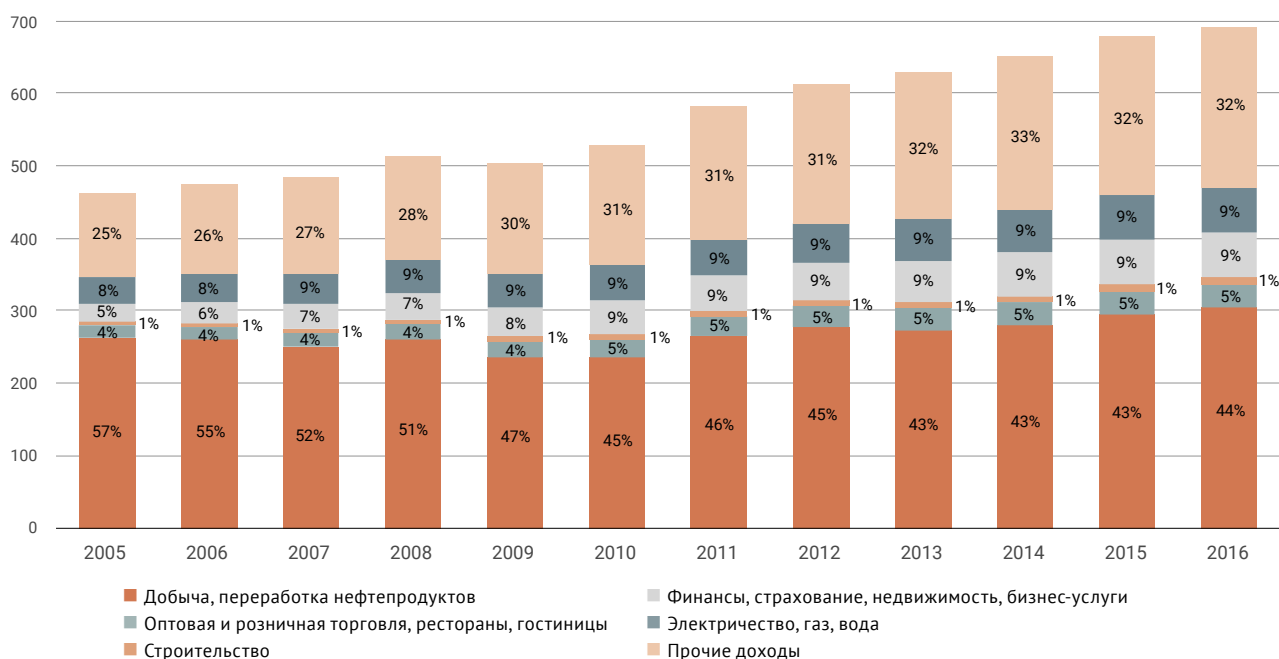
После резкого падения цены на нефть в 2014 году российское правительство регулярно декларирует необходимость диверсифицировать доходы бюджета и формировать их не только за счёт продажи сырья. Перед арабскими государствами, доходы которых формируются тоже в основном за счёт нефти, вопрос о том, что надо переориентировать экономику, встал годы назад.

Чтобы ослабить нефтяную зависимость, ОАЭ и Саудовская Аравия решили перераспределять бюджетные доходы ещё в середине 2000-х.

ВВП Саудовской Аравии за этот период вырос на треть: с \$461,6 млрд в 2005 году до \$690,5 млрд в 2016-м. В номинальном выражении нефтяные доходы увеличились с \$263,5 млрд до \$304,8 млрд соответственно, но их доля в структуре ВВП уменьшилась на 13 п.п. (см. рисунок 8).

В 2016 году решение о диверсификации экономики и снижении зависимости бюджета от нефти приняли официально, тогда власти Саудовской Аравии представили план экономических

Рисунок 8. Как менялась структура ВВП Саудовской Аравии с 2005 по 2016 годы, млрд долл.



Источник: данные ЦБ Саудовской Аравии



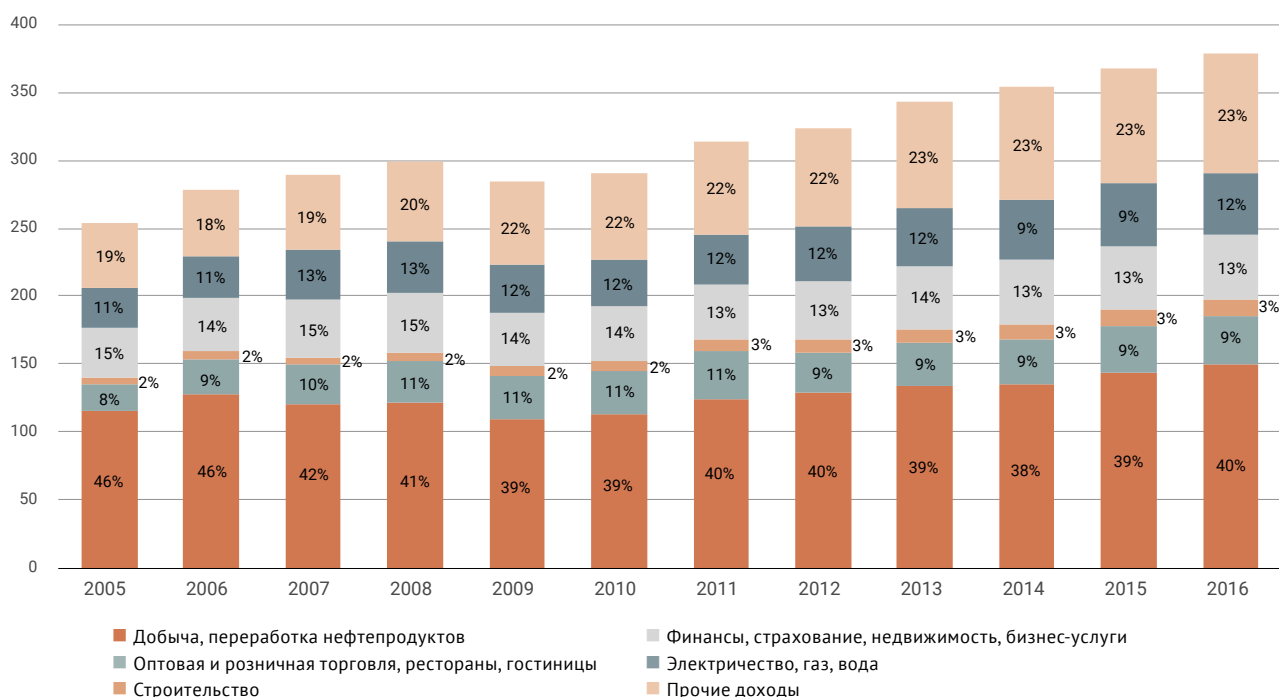
реформ Vision 2030. Одним из основных этапов для реализации стратегии является IPO крупнейшей в мире нефтедобывающей компании Saudi Aramco, деньги от которого (около \$75 млрд, по оценке Bloomberg Intelligence) пойдут в капитал суверенного Public Investment Fund (PIF). Фонд будет инвестировать внутри страны и за рубежом в проекты и компании из разных отраслей. Также стратегия включает в себя развитие туризма, спорта, культуры и финансового сектора.

Объединённые Арабские Эмираты проводят аналогичную стратегию диверсификации экономики Vision 2021, начиная с 2010 года, но перестраивать экономику начали задолго до этого. Власти ОАЭ пытаются переориентировать её с нефти на торговлю и инвестиции. С 2005 по 2016 годы доля нефтяных доходов ОАЭ сократилась с 46% до 40% ВВП, а к 2021 году её планируют довести до 5%. Несырьевые доходы в 2005 году составили \$138,2 млрд (54% ВВП), а в 2016-м уже \$228,7 млрд, но их доля в структуре ВВП выросла всего на 6 п.п. (см. рисунок 9).

Собственная стратегия Vision 2030 есть и в Катаре, она принята ещё в 2008 году. Стратегия также направлена на диверсификацию экономики путём развития инфраструктуры, частного сектора и привлечения иностранных инвестиций.

С учётом, что инвестиции становятся полноценным источником доходов бюджета крупнейших стран-экспортёров нефти, на наш взгляд, в ближайшие два-три года планка внешних вложений из этих стран может вырасти на 15–20% (по отношению к оценке в таблице 2) при наиболее оптимистичном сценарии. А значит, в случае успешной реализации стратегий Vision шансы привлечь арабское финансирование в качественные инфраструктурные проекты возрастают.

**Рисунок 9. Как менялась структура ВВП ОАЭ с 2005 по 2016 годы, млрд долл.**



Источник: данные правительства ОАЭ

### Почему Vision работает?

Саудовская Аравия, ОАЭ и Катар в своих стратегиях диверсификации экономики (Vision) перечисляют вполне стандартный набор мер, которые помогут избавиться от сырьевой зависимости. Инвестиции в инфраструктуру, человеческий капитал, развитие туризма и финансового сектора декларируют в своих программах и в России, и в латиноамериканских странах-экспортёрах нефти (Тринидаде и Тобаго, Венесуэле и Мексике – в рамках плана по устойчивому развитию).

Почему же у трёх наиболее состоятельных арабских стран эти довольно очевидные решения работают?

В некоторой степени это связано с менталитетом, особенностями культуры и устройства общества, а также традициями этих стран. Так, по данным Global Competitiveness Index WE Forum 2017–2018, ОАЭ, Катар и Саудовская Аравия в рейтинге этики и коррупции занимают третьи, пятое и 21-е места (из 137), что говорит о благоприятной для развития среде в этих странах. Россия, Тринидад и Тобаго, Мексика и Венесуэла на 68-м, 103-м, 128-м и 137-м местах в этом рейтинге соответственно.

По объёму государственной поддержки высоких технологий страны арабского мира тоже находятся на лидирующих позициях: ОАЭ (1), Катар (3), Саудовская Аравия (15). В то время как экономики других стран-экспортёров сырьевых ресурсов отстают: Россия (63), Мексика (90), Тринидад и Тобаго (127).

Индекс ненадлежащего влияния говорит о более низком давлении со стороны государства в ОАЭ (8), Катаре (18) и Саудовской Аравии (24), а, например, в России (80) и странах Латинской Америки (Тринидад и Тобаго – 76, Мексика – 124 и Венесуэла – 137) этот показатель высок.

В рейтинге эффективного управления талантами (по удержанию и привлечению талантливых сотрудников) указанные арабские страны опять занимают позиции в первой 30-ке, в то время как все остальные нефтяные экспортёры (Россия, Тринидад и Тобаго, Мексика и Венесуэла) – ниже 50-й позиции.

### Кто готов инвестировать?

Таблица 2. Внешние инвестиции и потребности инфраструктуры: Россия vs арабские страны

Страна	Минимальная доп. потребность в инвестициях в инфраструктуру в 2019 году*, млрд \$	Объём внешних инвестиций в 2019 году*, млрд \$	
		По странам	Итого
ОАЭ	106	17,32	44,34
Саудовская Аравия		9,48	
Катар		8,7	
Кувейт		6,2	
Оман		0,39	
Египет		0,23	
Бахрейн		0,2	
Марокко		0,7	
Ливан		0,7	
Йемен		0,38	
Тунис	0,04		
Иордания	0,003		
Россия	42,4**		

\* Прогноз

\*\* По курсу на 02.03.2018

Источник: данные IMF, OECD, UNCTAD, Arab Investment & Export Credit Guarantee Corporation (Dhaman), расчёты и прогноз InfraONE

Несмотря на наличие в регионе капитала для инвестиций, инфраструктура в большинстве арабских стран Ближнего Востока и Северной Африки требует серьёзных вливаний, а потоки входящих прямых иностранных инвестиций сопоставимы с исходящими.

Тренд на исходящие инвестиции формируют всего три страны-экспортёры нефти – ОАЭ, Саудовская Аравия и Катар. У них 53,7%, 28,6% и 27% от общего объёма исходящих прямых иностранных инвестиций в 2016 году соответственно.

Только ОАЭ, Саудовская Аравия и Катар проинвестировали за рубежом в 2016-м заметно больше, чем иностранные инвесторы вложили на их территории: исходящие потоки составили \$15,7 млрд, \$8,3 млрд и \$7,9 млрд соответственно против \$8,9 млрд, \$7,5 млрд и \$0,8 млрд входящих инвестиций. Причём устойчив этот тренд только у ОАЭ, где перевес исходящих инвестиций наблюдается с 2014 года, и у Катара, где внешние инвестиции превышают поступления из-за рубежа более пяти лет.

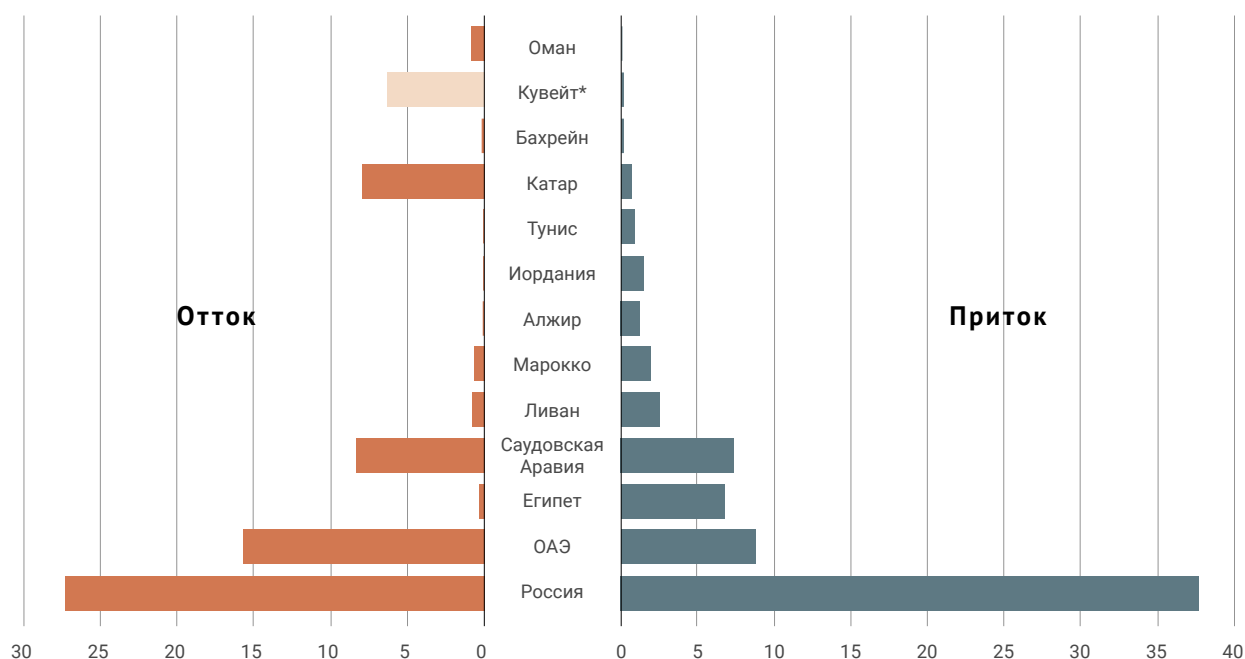
В целом же арабские страны инвестируют и привлекают инвестиции примерно в равных объёмах, либо входящие потоки превышают исходящие (см. рисунок 11). Так, по данным UNCTAD и Всемирного отчёта по инвестициям, по итогу 2016 года прямые исходящие инвестиции в арабских странах составили \$29,27 млрд, а прямые входящие – \$30,8 млрд. Перевес исходящих потоков наблюдался только в 2015-м и 2013-м.

Мы полагаем, что для инвестиций в инфраструктуру доступно как минимум \$380 млрд из \$5,8 трлн, которыми управляют

местные инвесторы. Более 63% из указанного потенциала – деньги, хранящиеся в суверенных фондах. Вложения могут быть сделаны как внутри региона, так и на внешних рынках, то есть шансы привлечь финансирование из арабских стран в Россию сохраняются.

Впрочем, ежегодный объём внешних инвестиций этих государств, на наш взгляд, не превысит \$40–45 млрд (подробный прогноз по 2019 году см. в таблице 2). На инфраструктуру может пойти 20–30% этих средств, потому конкуренция за инвестиции из арабских стран будет достаточно жёсткой.

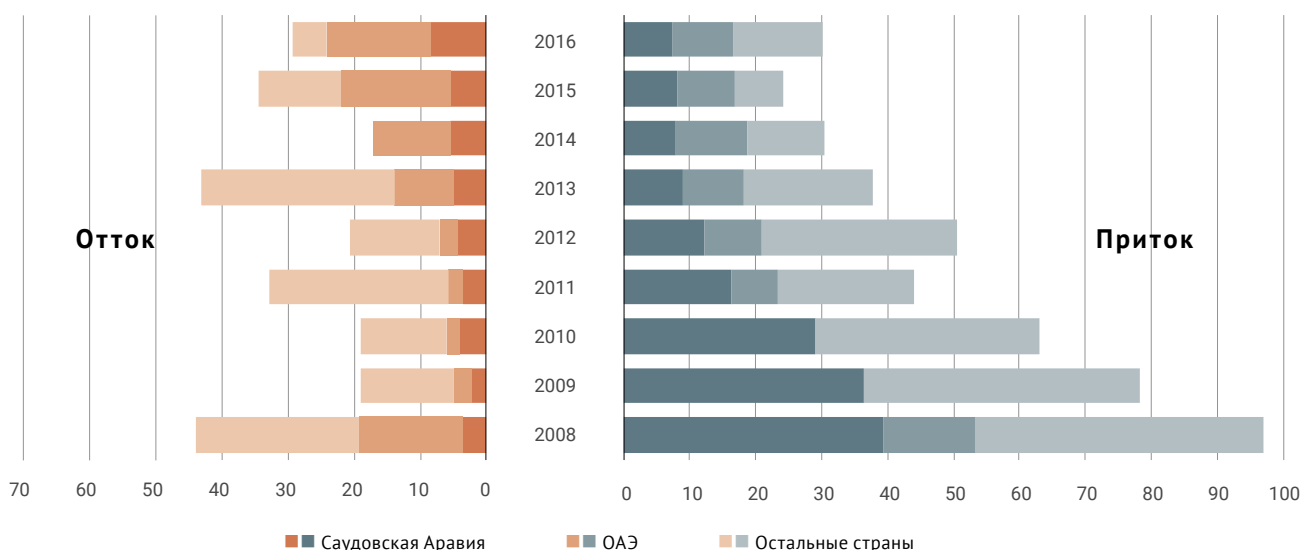
**Рисунок 10. Структура прямых иностранных инвестиций по странам за 2016 год, млрд долл.**



\* Средства, инвестированные в предыдущие годы, отозваны

Источник: World Bank, UNCTAD, анализ InfraONE

**Рисунок 11. Динамика прямых иностранных инвестиций арабских стран, млрд долл.**



Источник: UNCTAD, анализ InfraONE

## Сколько нужно остальным

В рейтинге по развитию инфраструктуры World Economic Forum в первую двадцатку наиболее развитых стран входят только ОАЭ (5-е место) и Катар (13-е место). Бахрейн — на 33-м месте, Оман — на 36-м, остальные арабские страны ещё дальше от лидирующих позиций (см. рисунок 12). Для сравнения, Россия в рейтинге на 35-м месте.

Потребности инфраструктуры стран MENA, по данным World Economic Forum, составляют более \$100 млрд ежегодно, на горизонте до 2022 года это минимум \$530 млрд.

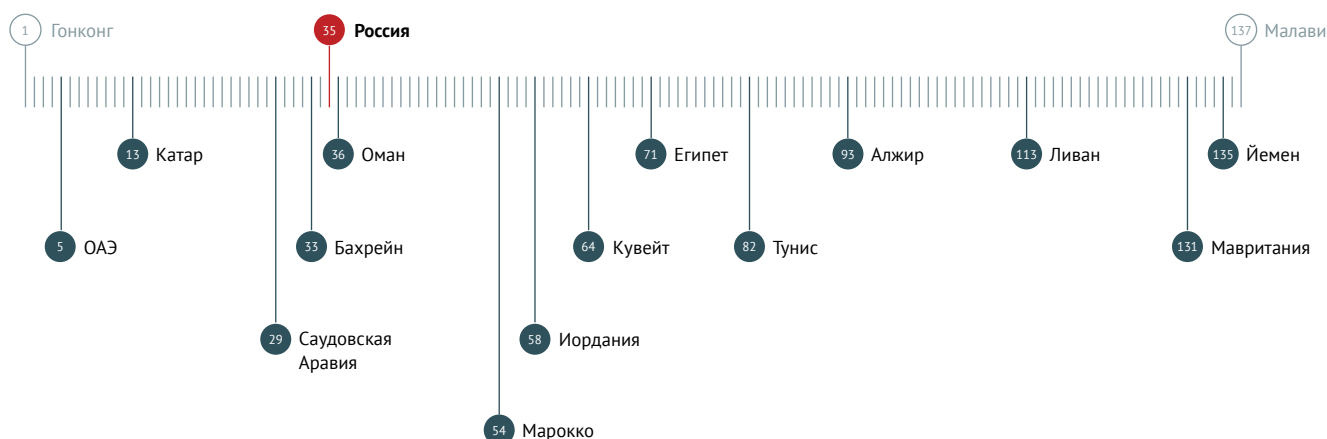
Несмотря на то что теоретически доступных для инвестирования денег в регионе больше, чем требуется (порядка \$380 млрд), возможности сделать эффективные и возвратные вложения ограничены. Основная причина — малое количество проектов, которые гарантируют возврат инвестиций, удовлетворяют требованиям исламских инвесторов и качественно структурированы. Всё это толкает инвесторов из арабских стран выходить на зарубежные рынки, а власти государств-неэкспортёров нефти, напротив, стараются привлечь иностранный капитал для развития своих территорий.

Мы полагаем, что российская инфраструктура может претендовать на инвестиции из арабского мира, но объём вложений будет зависеть от активности российской стороны. Конкуренция за арабские деньги даже выше, чем за азиатский капитал (подробнее читайте в обзоре «Инвестиции в инфраструктуру. Азия» и сборнике аналитики InfraONE 2016–2018). При этом арабские инвесторы больше ориентированы на развитые рынки.

Одновременно менее развитые страны региона активно участвуют в гонке за деньгами международных институтов развития и других глобальных инвесторов и могут оттянуть их финансирование на себя.

*Население арабских стран растёт: по прогнозам Всемирного банка и World Economic Forum, в ближайшие три десятилетия оно увеличится на 40%. Одновременно средний возраст в регионе снижается, и вскоре потребуется больше рабочих мест, а, следовательно, больше энергоёмкостей и вложений в изнашивающуюся инфраструктуру. Правительства сталкиваются с тем, что для развития ресурсов не хватает: рабочая сила в регионе выросла более чем в два раза — с 70 млн человек в 1990 году до 150 млн в 2017 году (население за аналогичный период увеличилось только на 70% с 256 млн до 437 млн человек), потребление электроэнергии на человека также стало почти в два раза больше.*

**Рисунок 12. Страны MENA и Россия в рейтинге по качеству инфраструктуры, 2017-2018 годы**  
(всего оценивалось 137 стран)



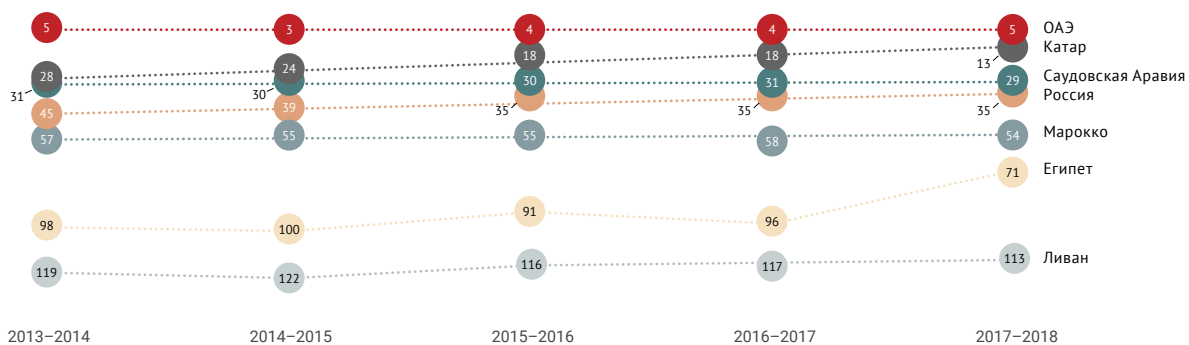
Источник: данные World Economic Forum

**Рисунок 13. Развитие инфраструктуры в арабских странах в 2013-2018 годах, % обеспеченной потребности**



Источник: данные World Economic Forum

**Рисунок 14. Динамика положения арабских стран и России в рейтинге качества инфраструктуры**



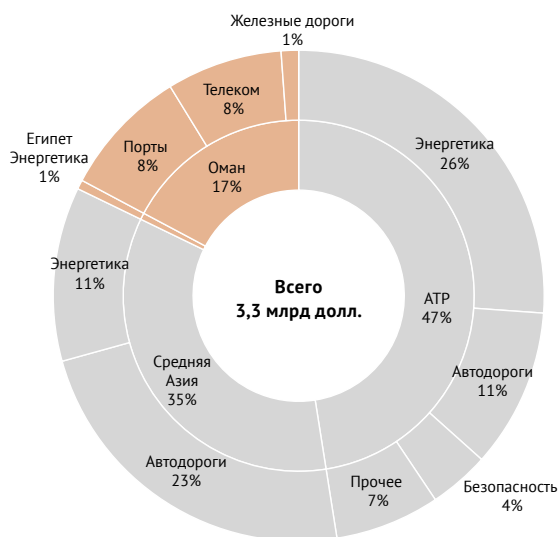
Источник: данные World Economic Forum, анализ InfraONE

**Рисунок 15. Динамика прямых иностранных инвестиций в Россию**



Источник: Банк России, расчёты и анализ InfraONE

**Рисунок 16. Арабские страны в портфеле АИВ\***



\* Всего 19 проектов

Источник: данные АИВ

## Арабский мир и глобальная конкуренция за инвестиции

В 2016 году в арабских странах было запущено 773 инвестиционных проекта с участием иностранных инвесторов. Капитальные затраты по ним составили \$94 млрд, а в регионе появилось порядка 115 тыс. рабочих мест.

В докризисном 2008-м и 2011–2012 годах, то есть в периоды дорогой нефти, количество запускаемых в год инвестпроектов в регионе превышало 1 тыс. (см. рисунок 17), а объём инвестиций в них в 2008-м был больше 2016-го почти в два раза (\$172 млрд против \$94 млрд).

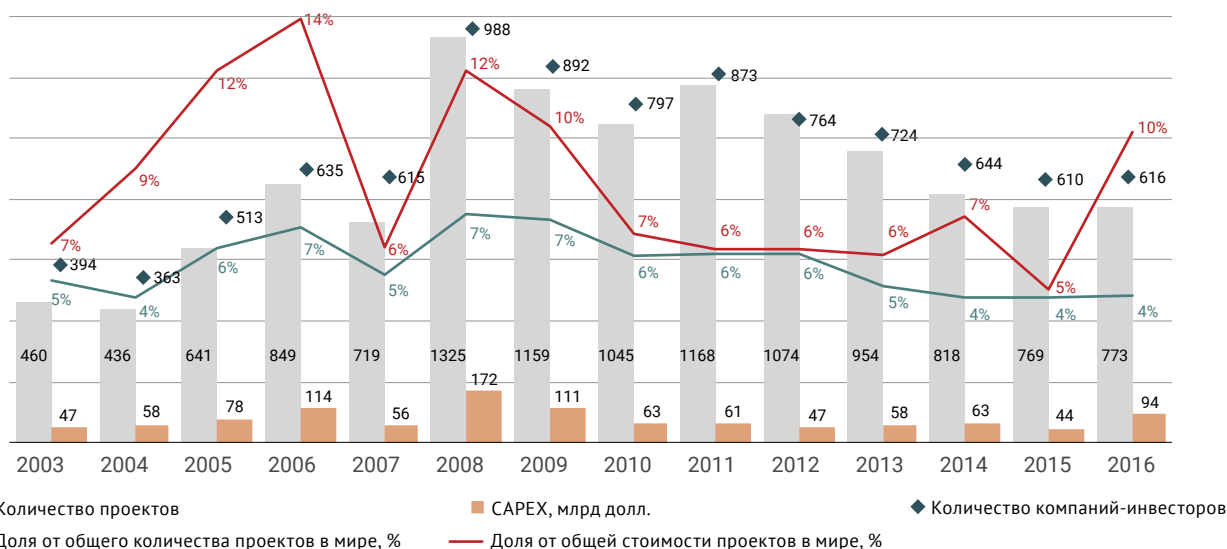
На прежний уровень по количеству проектов и суммарному объёму инвестиций региону вернуться так и не удалось, но доля вложений арабских стран в проекты в мире в 2016 году снова выросла до 10%. Последний раз доля этих стран была такой в 2009 году. Для сравнения, доля инвестиций, поступивших в российские инфраструктурные и смежные проекты, с 2011 года не превышала 3% от мировой, а в 2016-м составляла всего 0,3%.

Капитальные затраты на проекты с прямыми иностранными инвестициями, запущенные в 2003–2016 годах, оцениваются в более чем \$1 трлн, что составляет примерно 8,7% от общемировых затрат (порядка \$12,6 трлн).

Больше всего прямых иностранных инвестиций поступило в Египет – 44,4% (\$40,9 млрд), далее следуют Саудовская Аравия (12,8%) и ОАЭ (9,8%).

Арабские страны – полноценный конкурент за финансирование на мировом рынке: например, АИВ инвестирует уже в четыре проекта в Омане, то есть на страну приходится 17% портфеля международного банка развития. Основным иностранным инвестором в арабские страны стал Китай (31,9% от общих внешних инвесторов региона), вложивший \$29,5 млрд в 2016 году. На втором месте внутренний инвестор – ОАЭ с вложениями за тот же период в размере \$15,2 млрд (16,4%).

**Рисунок 17. Динамика прямых иностранных инвестиций в арабские страны**



Источник: Arab Investment & Export Credit Guarantee Corporation (Dhahran), анализ InfraONE

На наш взгляд, интерес инвесторов к региону будет расти. Упомянутые страны могут оттянуть значительную часть глобального капитала на себя. На эти же деньги претендует Россия, но пока она привлекает средства в значительно меньших объёмах.

Здесь и в рисунках 18–20 приведены данные по топовым инфраструктурным проектам дороже \$20 млн или 1 млрд руб. Данные не являются исчерпывающими, но отражают картину в целом.

### Рынок инфраструктурных проектов в арабском мире и в России

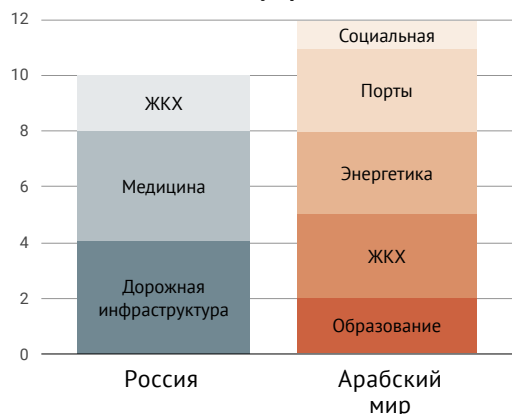
В 2017 году в арабских странах было запущено более 48 проектов в инфраструктурной сфере. По данным InfraDeals и Всемирного банка, вложения в них превышают \$24 млрд (см. рисунок 19). От общего количества проектов 59% приходится на альтернативную энергетику, ещё 15% – на традиционную, но объём инвестиций в эти отрасли более \$10,3 млрд.

Через ГЧП структурированы 12 проектов, на них приходится более четверти всех инвестиций. По 25% приходится на три отрасли: порты, энергетику и ЖКХ. Стоимость называлась только для шести проектов – суммарно она превышает \$15,2 млрд.

В России в 2017 году было заключено 10 крупных концессий, а объём инвестиций в них всего \$3,3 млрд (сопоставимая статистика по общему количеству инвестпроектов для России отсутствует). Причём по объёму инвестиций и количеству проектов на отечественном рынке лидируют автодороги.

На наш взгляд, потенциал российского инфраструктурного рынка значительно выше, чем число уже запущенных ГЧП-проектов. И тот факт, что этот рынок в России пока недостаточно развит, может оказаться скорее плюсом для иностранных инвесторов, которые могут успеть вложить в наиболее привлекательные активы.

**Рисунок 18. Структура ГЧП-проектов в России и арабских странах в 2017 году по количеству проектов**



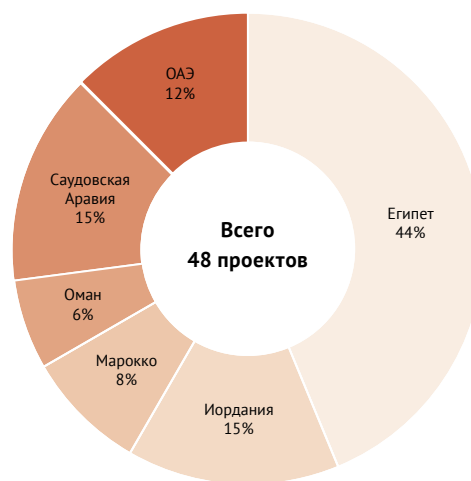
Источник: данные компаний, органов власти, World Bank, InfraDeals, СМИ

**Рисунок 19. Структура инфраструктурных инвестиционных проектов в регионе по отраслям, 2017 год**



Источник: данные InfraDeals, World Bank

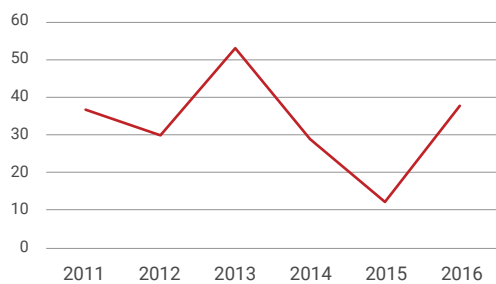
**Рисунок 20. Структура инфраструктурных инвестиционных проектов в регионе по странам, 2017 год**



Источник: данные InfraDeals, World Bank



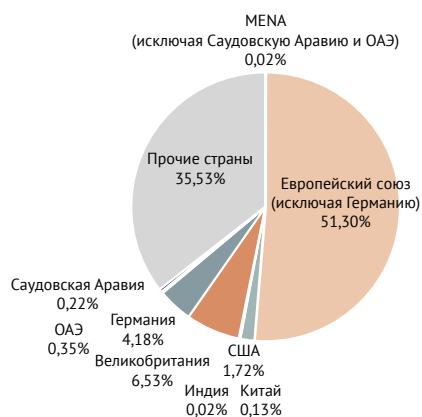
**Рисунок 21. Динамика прямых иностранных инвестиций в экономику России, млрд долл.**



Источник: данные UNCTAD

По данным Росстата, участие иностранного капитала (вместе с совместными предприятиями) в формировании основных фондов страны в 2017 году можно оценить примерно в \$41,5 млрд.

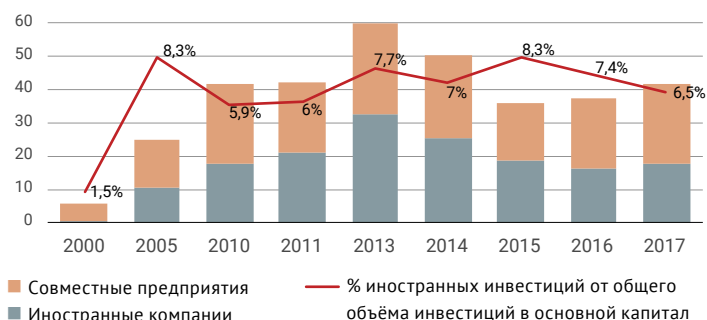
**Рисунок 22. Структура прямых иностранных инвестиций в Россию по странам-инвесторам**



\* Данные за три квартала 2017 года

Источник: Банк России

**Рисунок 23. Динамика инвестиций компаний с зарубежной формой собственности в основной капитал, млрд долл.\***



\* По средневзвешенному годовому курсу

Источник: данные Росстата

## Арабские инвесторы в России: планы и проекты

Объём входящих прямых инвестиций в российскую экономику в 2016 году несколько выправился. По данным UNCTAD, с 2015 года объём иностранных инвестиций вырос более чем в три раза, достигнув \$37,7 млрд в 2016 году (см. рисунок 23), но 30% этих средств приходится на сделку по продаже пакета акций «Роснефти».

Ещё в начале 2010-х, по данным ЦБ, больше всего инвестиций из-за рубежа поступало в Россию из Европейского союза – 70–85% в 2011–2013 годах, из Китая – порядка 10%, США – до 3,5%. В 2016 году почти 48% входящих потоков приходилось на инвестиции из офшорных юрисдикций (см. рисунок 25), объём поступлений из Европы упал до 8,3%, США – до 0,4%, Китай и Индия вложили менее 0,1%.

На прямые инвестиции из арабских стран за три квартала 2017 года пришлось почти 0,5% всех иностранных вложений. Больше всего вложили Саудовская Аравия (38%) и ОАЭ (61%).

Рост инвестиций арабских стран в России связан преимущественно с деятельностью РФПИ, впрочем, в инфраструктуру пока попадает совсем небольшая часть этих средств (подробнее см. «РФПИ и инфраструктура: потенциал и инвестиции»).

Мы полагаем, что санкции и охлаждение отношений с Западом сильно ограничили возможности российских авторов проектов привлечь средства из ЕС и США. Впрочем, их прямые инвестиции в инфраструктуру и были невелики до 2014 года. Потому арабский капитал – одна из немногих возможностей занять на внешних рынках.

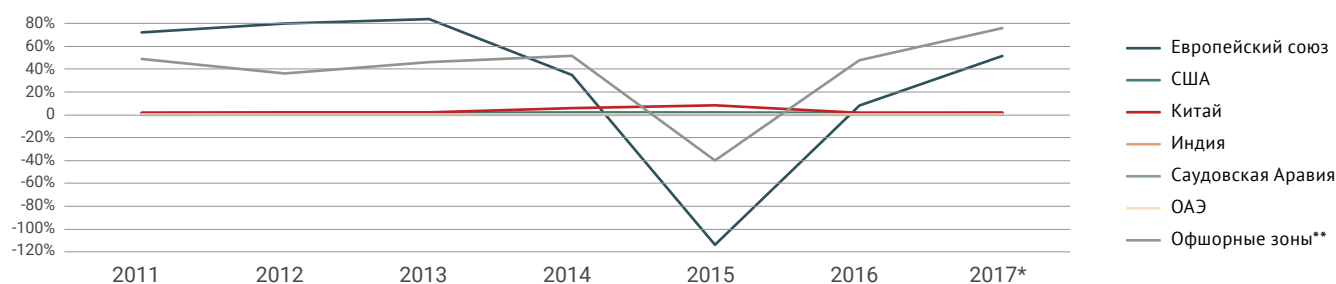
На наш взгляд, переговоры с этой группой сложнее, чем с интересантами из АТР или международными банками развития, а заёмные средства могут стоить дороже. Последнее объясняется, в частности, тем, что ставки на акционерное финансирование традиционно выше, а арабские государства ориентированы именно на такую форму участия (подробнее см. «Исламское финансирование»). С другой стороны, эти инвесторы ориентированы на долгосрочные и неспекулятивные вложения. Потому у инфраструктурных проектов, в том числе в России, есть значительные шансы привлечь деньги из арабских стран.

**Рисунок 24. Доля прямых инвестиций из арабских стран, поступивших в Россию, в секторы, связанные с инфраструктурой, млрд долл.**



Источник: Банк России, расчёты и анализ InfraONE

Рисунок 25. Динамика прямых инвестиций в Россию по основным странам-партнёрам (доля от общего объёма прямых входящих инвестиций)



\* Данные за три квартала 2017 года

\*\* Включают Сингапур, Британские Виргинские острова, Кипр, Гонконг, Лихтенштейн, Люксембург, Багамы, Бермуды, Сейшелы

Источник: Банк России

Таблица 3. Кому интересна российская инфраструктура: опыт и потенциал иностранных инвесторов

Составляя таблицу, мы учитывали инвесторов, у которых уже есть проекты в России, и тех, которые проявляли интерес к конкретным инфраструктурным проектам - участвовали в переговорах, подавали заявки на конкурсы, либо ведут переговоры сейчас. В выборку вошли концессионные и ГЧП-проекты и прочие инфраструктурные проекты, которые, на наш взгляд, являются показательными в плане демонстрации интереса инвесторов к России.

**Условные обозначения**

↑↑ - инвестор активно проявляет интерес к российской инфраструктуре, есть запущенные проекты и планы на будущее (у инвестора есть запущенные проекты и планы в достаточной степени проработки). Новые совместные проекты пытается запустить в 2018 году;

↑ - инвестор проявляет интерес к российской инфраструктуре, но нет запущенных проектов, переговоры в продвинутой стадии. Новые совместные проекты, вероятно, будут в 2018-2019 годах;

↔ - инвестор занимает выжидательную позицию (есть запущенные инфраструктурные проекты, но нет планов развивать бизнес в России, либо продвинутые, но затянувшиеся переговоры). В ближайшие годы вероятны лишь небольшие пробные проекты.

↓ - переговоры, сотрудничество пока ограничивается лишь намерениями. Проекты маловероятны.

ГЧП - инвестор участвовал в концессионных и иных ГЧП-проектах в России, либо подавал заявки на соответствующие конкурсы.

**Статус проекта:**

✓ - проект запущен, подписаны обязывающие документы об инвестициях;

+ - идут переговоры, подписаны соглашения о намерениях и прочие необязывающие документы;

- - переговоры не привели к сделкам.

Страна	Инвестор	Отрасли	Запущенные и потенциальные проекты в России (некоторые титульные проекты)	Потенциал в 2018-2019 годах*, млрд руб.
ОАЭ	Mubadala ↑↑ ГЧП	порты, логистика, сельское хозяйство, аэропорты, медицина	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 50% «Инфраструктурные инвестиции-4» (SPV «Ростелекома» для финансирования проекта по ликвидации цифрового неравенства, 2014 год), дополнительные вложения - 595 млн руб. (в проекте участвует с РФПИ);</li> <li>✓ для финансирования инфраструктурных проектов создан совместный фонд с РФПИ на \$2 млрд (2013 год);</li> <li>✓ фонд увеличен до \$7 млрд (2015 год);</li> <li>✓ покупка 25% оператора аэропорта Пулково в Санкт-Петербурге совместно с РФПИ и другими фондами;</li> <li>✓ инвестиции в промышленно-логистические комплексы в Новосибирской и Московской областях (2017 год);</li> <li>✓ закрыта сделка с РФПИ по инвестициям в строительство и обслуживание онкологических центров в Подольске и Балашихе, доля РФПИ - 31,25%, доля Mubadala - 37,5% (2017 год);</li> <li>+ прорабатывают участие в Объединенном транспортном концессионном холдинге (создан РФПИ и УК Лидер);</li> </ul>	20-25
			<ul style="list-style-type: none"> <li>+ прорабатывают участие совместно с РФПИ и PIF (Саудовская Аравия) в проекте по эксплуатации участка платной скоростной автодороги М1 «Северный обход Одинцова» (2017 год);</li> <li>+ прорабатывают участие совместно с РФПИ и PIF (Саудовская Аравия) в проекте по проектированию, строительству и эксплуатации дублера Кутузовского проспекта (2017 год);</li> <li>- прорабатывали участие совместно с РФПИ и PIF (Саудовская Аравия) в проекте по строительству и эксплуатации линии лёгкого скоростного трамвая в Санкт-Петербурге (2017 год)</li> </ul>	
	Департамент финансов эмирата Абу-Даби ↑	инфраструктура	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ РФПИ привлёк \$5 млрд на инфраструктурные проекты (2013 год)</li> </ul>	10
	DP World ↑	порты, транспортная и логистическая инфраструктура	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ создание совместного предприятия с РФПИ DP World Russia (20% у РФПИ, 80% у DP World, 2016 год). Объём инвестиций СП - \$2 млрд;</li> <li>+ переговоры по покупке 35-40% акций в Fesco (2017 год);</li> <li>- переговоры по покупке 49% ООО "Контейнерный терминал НУТЭП" (2016 год)</li> </ul>	15-20

Страна	Инвестор	Отрасли	Запущенные и потенциальные проекты в России (некоторые титульные проекты)	Потенциал в 2018-2019 годах*, млрд руб.
Саудовская Аравия	Public Investment Fund (PIF) ↑	энергетика, сельское хозяйство, автодороги	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ создание партнерства с РФПИ, вложения PIF - \$10 млрд (2015 год);</li> <li>+ определились с дорожной картой проектов, до конца 2017 года планировали запустить проекты на \$3 млрд;</li> <li>✓ создание Российско-саудовской платформы для инвестиций в технологическом секторе с РФПИ, предполагаемый объем \$1 млрд;</li> <li>✓ создание платформы для инвестиций в энергетику совместно с РФПИ и Saudi Aramco, предполагаемый объем \$1 млрд;</li> <li>✓ инвестиции до \$100 млн в Объединенный транспортный концессионный холдинг (создан РФПИ и УК Лидер);</li> <li>+ прорабатывают участие совместно с РФПИ и Mubadala (ОАЭ) в проекте по эксплуатации участка платной скоростной автодороги М1 «Северный обход Одинцова» (2017 год);</li> <li>+ прорабатывают участие совместно с РФПИ и Mubadala (ОАЭ) в проекте по проектированию, строительству и эксплуатации дублера Кутузовского проспекта (2017 год);</li> <li>- прорабатывали участие совместно с РФПИ и Mubadala (ОАЭ) в проекте по строительству и эксплуатации линии легкого скоростного трамвая в Санкт-Петербурге (2017 год)</li> </ul>	5-10
	Saudi Aramco ↑	энергетика	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ создание платформы для инвестиций в энергетику совместно с РФПИ и PIF, предполагаемый объем \$1 млрд</li> </ul>	1-2
	Ayar International Investments Company ↑ ГЧП	городской транспорт	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ покупка 13,04% в Транспортной концессионной компании (концессионер проекта по созданию трамвайной сети в Санкт-Петербурге) совместно с РФПИ (10,22%), 2018 год</li> </ul>	2-3
Катар	Qatar Investment Authority (QIA) ↑ ГЧП	аэропорты	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ РФПИ привлек \$2 млрд (2014 год)</li> <li>✓ 24,99% оператора аэропорта Пулково в Санкт-Петербурге (куплена в 2016 году за €239 млн)</li> </ul>	5-10
Кувейт	Kuwait Investment Authority (KIA) ↑	дороги, морские порты, аэропорты	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ с 2012 года фонд участвует в механизме автоматического соинвестирования с РФПИ на \$500 млн (первый фонд, согласившийся на эту схему);</li> <li>✓ удвоение инвестиций до \$1 млрд (2015), доля фонда в сделках РФПИ - 10%</li> </ul>	0-1
Бахрейн	Mumtalakat ↔	инфраструктура	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ меморандум о сотрудничестве (2014 год)</li> <li>✓ участвует в схеме автоматического соинвестирования проектов РФПИ</li> </ul>	0
Египет	Национальный банк Египта ⌋	инфраструктура, в том числе транспортная, сельское хозяйство	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ меморандум о взаимопонимании по вопросу развития инвестиционного сотрудничества с РФПИ (2016 год)</li> </ul>	0
	Banque Misr ⌋	инфраструктура, в том числе транспортная, сельское хозяйство	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ меморандум о взаимопонимании по вопросу развития инвестиционного сотрудничества с РФПИ (2016 год)</li> </ul>	0
Инвестиции Египта в российскую инфраструктуру маловероятны, скорее всего, дело ограничится переговорами.				
Фонды активно интересуются российской инфраструктурой, но в силу того, что они работают в стране совместно с РФПИ, который занимает пассивную позицию на этом рынке, деньги, с большой вероятностью, попадут не в инфраструктурные проекты, а в смежные ресурсо-добывающие отрасли, либо будут вложены в акции российских компаний.				

\* Сколько инвестор может вложить в российскую инфраструктуру с учётом собственного потенциала и недостатка проектов на рынке

Источник: InfraDeals, данные компаний и фондов, сообщения СМИ, анализ и расчёты InfraONE

## РФПИ и инфраструктура: потенциал и инвестиции

В июне 2017 года было подписано концессионное соглашение по строительству и эксплуатации ЦКАД-4 общей стоимостью 85,4 млрд руб., где 35,7 млрд руб. - частные инвестиции. РФПИ, как участник проектной компании, только в феврале 2018 года нашел соинвестора - турецкую Maquol. Разыграть же ЦКАД-4 и подписать концессионное соглашение не могли ещё дольше - предквалификацию «Автодор» провел в 2014 году, но затем несколько лет переносил конкурсы.

Это не единственный актив РФПИ с длинной историей - в 2014 году РКИФ (фонд РФПИ и China Investment Corporation) и ФРДВ купили проектную компанию, которая занимается строительством моста через Амур (стоимость российской части - около 9 млрд руб.). Первые инвестиции составили 2 млрд руб., а строительство российской части, длиной всего 310 метров, началось только в 2016 году.

Анализируя работу РФПИ, мы учитываем только те проекты, информация о которых имеется в публичном доступе. Конфиденциальные сделки могут несколько скорректировать распределение долей в расчётах, но мы полагаем, что в целом картина существенно не изменится.

Инфраструктура входит в число основных направлений стратегии Российского фонда прямых инвестиций (РФПИ): инфраструктурных проектов в портфеле фонда на конец марта 2018 года - 14 штук (32%).

Впрочем, вложения в создание или реконструкцию объектов (greenfield и brownfield) предполагают далеко не все эти сделки: 43% из них (шесть штук) - вторичная капитализация проектных компаний, компаний-операторов, или просто покупка акций компаний из различных секторов инфраструктуры. Кроме того, два проекта в партнерстве с «Россетями» и «Ростелекомом» должны были запуститься ещё в 2015 году после получения средств из ФНБ, но в активную фазу пока не вошли.

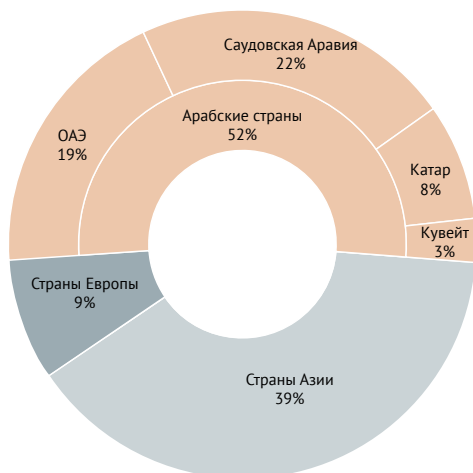
То есть собственно инфраструктурные инвестиции предполагают только шесть проектов, или 14% от общего портфеля РФПИ. Общий объём заявленных инвестиций в них почти 154 млрд руб., а более половины этой суммы (55%) приходится на ЦКАД-4 - не самый благополучный проект на российском рынке.

Потенциал самого РФПИ для инфраструктуры, по нашей оценке, вдвое больше общей стоимости всех проектов отрасли в его портфеле - 300-370 млрд руб. на ближайшие два года.

Мы не ждём, что фонд в ближайшие год-два вложит больше средств в инфраструктуру (создание и реконструкцию объектов), чем ранее. Это связано с тем, что сам РФПИ ориентирован на качественные возвратные и довольно дорогие инвестиции. Основная его функция - скорее развитие инфраструктуры финансового рынка и привлечение в экономику страны иностранных инвестиций: фонд работает только вместе с зарубежными партнерами, вкладывая не более 50% собственных средств на проект.

Также инвестиции РФПИ в инфраструктуру сдерживают ещё два фактора: недостаток опыта и компетенций в работе с акционерным финансированием у авторов проектов и отсутствие у фонда возможности структурировать проекты для себя (инвестировать в посевную стадию).

Рисунок 26. Партнёрства РФПИ: фонды и инвестплатформы



Источник: данные РФПИ, анализ InfraONE

Рисунок 27. Структура портфеля проектов РФПИ по типу финансирования



\* 8 инфраструктурных проектов

\*\* В том числе 6 инфраструктурных проектов

Источник: данные РФПИ, анализ InfraONE

**Таблица 4. Инфраструктурные сделки в портфеле РФПИ\***

Сделки	Объём заявленных инвестиций**, млрд руб.	Дата сделки	Участники сделки (размер и стоимость пакета)
<b>ВТОРИЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ</b>			
Пакет акций генерирующей компании Энел Россия	-	2012	Консорциум РФПИ, Macquarie Renaissance Infrastructure Fund (MRIF), AGC Equity Partners, Xenon Capital Partners и ближневосточный фонд (26,43%, 19,4 млрд руб.***)
Покупка доли в компании-операторе аэропорта Пулково	-	2017	Консорциум РФПИ, Mubadala, фонды Baring Vostok и другие ближневосточные инвесторы (25%, 11,7 млрд руб.***)
Логистическая платформа PLT	н/д	2016, 2017	РФПИ, Mubadala, ближневосточные фонды
Реконструкция аэропорта Владивостока	-	2017	РФПИ (33,3%), Changi Airports International (33,3%), Базэл (33,33%), 6 млрд руб.
Терминал в морском порте Усть-Луга (увеличение мощностей, расширение ж/д инфраструктуры)	н/д	2015	РФПИ, Mubadala, Baltic Sea Infrastructure
Строительство онкоцентров в Балашихе и Подольске, Московская область	-	2017	РФПИ (31,25%), Mubadala (37,5%), Co-Investment Partnership I и Co-Investment Partnership IV ( 3,1%), 3,85 млрд руб.
<b>ПРОЕКТЫ, ПРОФИНАНСИРОВАННЫЕ ФНБ</b>			
Устранение «цифрового неравенства» (строительство линий связи) совместно с Ростелекомом	150	2014	Иностранные инвесторы
Строительство интеллектуальных сетей совместно с Россетями	1300	2014	Иностранные инвесторы
<b>ВЛОЖЕНИЯ В ИНФРАСТРУКТУРУ НА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТАДИИ</b>			
Строительство участка автодороги М-4 «Дон»	7	2017	Ближневосточные фонды
Строительство 4-го участка ЦКАД	85,4	2018	РФПИ, Makyol
Создание 4-х платных ж/д переездов в Московской области	3	2015	РФПИ (50%), Impresa Pizzarotti & C. S.p.A. (50%), 3 млрд руб.
Строительство ж/д моста через Амур	9	2014	РКИФ (75%), 15,4 млрд руб.***)
Создание сети трамвайных линий в Санкт-Петербурге	37,5	2018	РФПИ (10,22%), Ayar International Investments (13,04%)
Строительство малых ГЭС в Карелии, общая мощность 49,8 МВт	11,8	2015	РФПИ, China Railway Construction Corporation, China Civil Engineering Construction Corporation

\* В анализ вошли только те проекты, которые находятся в открытом доступе

\*\* Не указано, если на момент входа РФПИ и соинвесторов в актив инвестиционная стадия была пройдена

\*\*\* По средневзвешенному курсу за год (см. дату сделки)

Источник: данные РФПИ, сообщения СМИ, анализ InfraONE

## II. АРАБСКИЙ МИР. ПРАКТИКИ

Могут ли исламским инвесторам быть интересны проекты за пределами мусульманских стран? Есть ли особенности у финансового рынка региона MENA? Какие инструменты для инвестиций в инфраструктуру на нём используют? И какой опыт арабских стран Россия могла бы перенять?

### Исламское финансирование и долгосрочные инвестиции

Национальная специфика инвестиций из арабских стран может быть выражена достаточно сильно, для этого явления даже есть отдельное понятие — «исламское финансирование». Под этим термином понимается финансирование, которое соответствует шариату (исламскому праву).

Исламское финансирование появилось в 1963 году, когда в Египте открылся первый исламский банк. Теперь оно распространено в более чем 50 мусульманских и немусульманских странах. Но хоть в MENA и проживают всего 20% мусульман планеты, на них приходится 70% мирового исламского финансирования.

По оценкам Исламского банка развития (Islamic Development Bank) и Всемирного банка, к 2017 году этот сектор достиг капитализации порядка \$1,9 трлн (см. рисунок 29). Например, исламские банки бурно росли в 2008–2012 годах, но затем их рост замедлился из-за падения цен на нефть.

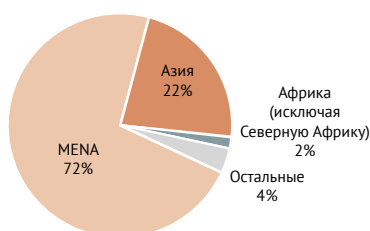
Мировой экономической кризис в 2008–2009 годах исламские финансовые институты пережили лучше неисламских банков. Клиенты первых не забирали деньги с депозитов, потому что это противоречит принципу исламского финансирования — вкладывать на долгий срок в надёжные активы.

Особенности исламского финансирования максимально соответствуют логике долгосрочных инвестиционных проектов, при этом вложения могут делаться и за пределами мусульманских стран. То есть исламский капитал — хороший источник средств для финансирования инфраструктурных проектов по всему миру. По нашей оценке, в ближайшие год-два эти инвесторы могут потратить на инфраструктуру \$90–180 млрд.

#### Особенности исламского финансирования:

- приоритет долгосрочных вложений над спекулятивными;
- линейная логика структурирования — будущие потоки от проекта прогнозируются с максимальной долей определённости, привязка к плавающим индикаторам нежелательна;
- инвестору всегда передаётся доля в проекте, в том числе в рамках сложных финансовых инструментов;
- соответствие нравственным критериям — инвестировать в проекты, связанные с распространением наркотиков, алкоголя, азартных игр и оружия, запрещено.

Рисунок 28. Исламское финансирование в мире, 2016 год



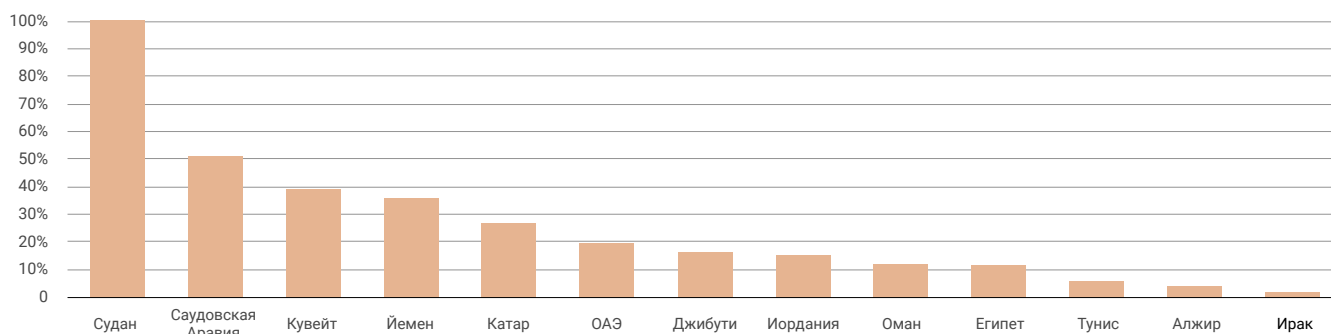
Источник: IFSB

Рисунок 29. Рост глобального исламского финансирования, млрд долл.



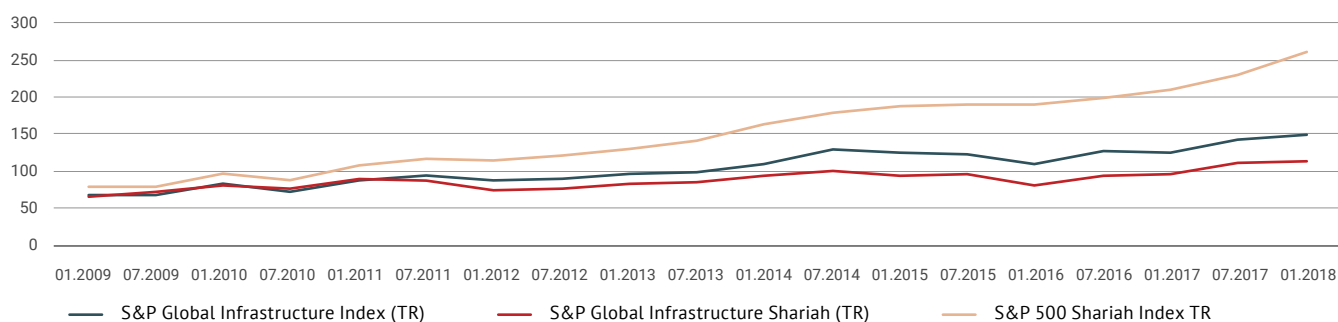
Источник: IFSB

**Рисунок 30. Доля исламского банкинга от общих активов банковского сектора внутри страны (первое полугодие 2016 года)**



Источник: IFSB

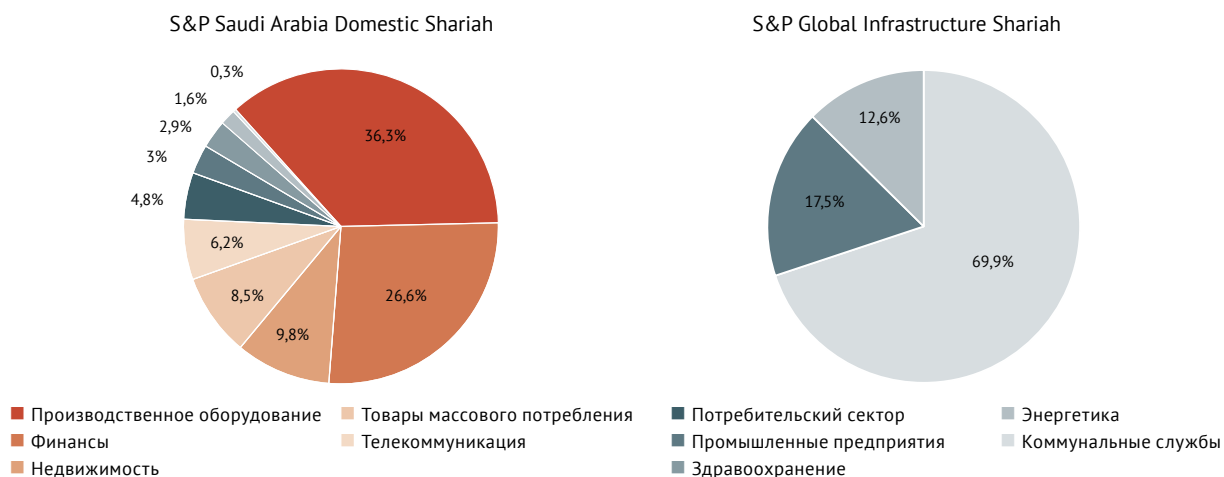
**Рисунок 31. Рост инфраструктурного исламского индекса в 2009–2018 годах по сравнению с глобальным\***



\* За 100 взяты значения индексов на 31.07.2013

Источник: S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global

**Рисунок 32. Примеры исламских индексов**



Источник: S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global

### Могут ли деньги международных финансовых инвесторов стать исламскими?

Неисламские банки могут также предоставлять финансирование, отвечающее требованиям шариата. Делается это обычно в рамках механизма *muḍārahah* (*мудароба*) – партнёрства, где есть партнёр – владелец капитала и партнёр-управляющий. Они делят прибыль по договорённости, а вот финансовый риск лежит на владельце капитала (за исключением случаев, когда управляющий допустил грубую неосторожность или умышленно не исполнял свои обязанности).



По такой схеме неисламский банк может предоставить фонды под управление исламских инвесторов, которые те смогут инвестировать с учётом требований исламского финансирования. Например, фонд ОПЕК по международному развитию (OFID) и Саудовский фонд развития (SFD) использовали такой механизм для поддержки инфраструктурных ГЧП-проектов, передав свои фонды под управление группы Исламского банка развития (IsDBG).

### Как работает исламское финансирование при дефолте

Религиозные принципы в основе исламского финансирования по многим параметрам соответствуют логике инвестиций в инфраструктуру через механизмы государственно-частного партнёрства (см. таблицу 5). А так как ГЧП-проекты чаще всего реализуют консорциумы с участием разных инвесторов, то для успешного запуска проекта нужно, чтобы права и вклад софинансирующих сторон были равными.

Например, исламские инвесторы обеспечивают себе фиксированную доходность, но хеджируют её через механизм страхования нейтральной фиксированной ставки (hedge neutral fixed rate). То есть фиксированная ставка исламского транша по проекту будет такой же, как полная ставка, формирующаяся с учётом соглашений о хеджировании и плавающих ставок, для неисламских инвесторов.

В случае дефолта в ГЧП-проектах в мире традиционно первыми удовлетворяют требования кредиторов и держателей облигаций, выпущенных под проект. Но исламские инвесторы обычно выступают в качестве акционера или владельца каких-то активов, являющихся частью проекта. Поэтому для защиты их прав в соглашении прописывают особый порядок расчётов. В случае дефолта формируется специальный фонд (common security pool), в котором права всех инвесторов уравниваются.

Таблица 5. Сочетание принципов исламского финансирования и принципов структурирования ГЧП-проектов

Принципы исламского финансирования	Принципы структурирования ГЧП
Доходность должна быть привязана к прибыли, определенной коммерческим риском, который взял инвестор	Распределение рисков между всеми участниками, в том числе инвесторами
Исламские инвесторы получают долю в капитале проектной компании	ГЧП-проекты позволяют исламскому инвестору стать стороной проекта, а не просто кредитором
Сделки не должны быть спекулятивными, либо относящимися к азартным играм	ГЧП-проекты по своей сути не являются к спекуляцией и не связаны с азартными играми
Неопределённость в контракте запрещена	Контракты в большинстве случаев хорошо структурированы, а неопределённости в них нет. Например, контракт с твёрдой ценой, контракт под ключ, договор генерального подряда на строительство (EPC-контракт)
Инвестиции, относящиеся к алкоголю, наркотикам, азартным играм, оружию и прочей незаконной деятельности, запрещены	Инфраструктурные ГЧП-проекты исключают данные области

Источник: World Bank, IFSB, Islamic Development Bank

### Инструменты исламского финансирования и ГЧП

**Istiṣnā'** (истисна) – контракт на производство.

Проектная компания в рамках ГЧП-соглашения от лица исламского инвестора обязуется создать объект в определённый срок. Цена соглашения фиксирована, выплаты производятся частями, покрывающими требования контрагентов, например, генподрядчика по ЕРС-контракту. По окончании строительства право на созданный актив переходит исламскому инвестору.

**Ijārah** (иджара) – лизинг (в ГЧП-проектах обычно используется с istiṣnā').

Проектная компания (арендатор) и исламский инвестор (арендодатель) одновременно с istiṣnā' подписывают соглашение о лизинге на объект, который будут строить, а после эксплуатировать. На стадии строительства SPV выплачивает первые «обслуживающие» платежи. Они пропорциональны объёму денег, предоставленных по istiṣnā'.

На этапе эксплуатации природа этих платежей меняется на настоящий лизинг. Рента включает фиксированную часть (аналог тела долга) и плавающую, которая привязывается к рыночному индикатору (типа 6-месячной ставки LIBOR) и норме доходности.

Чаще всего для финансирования крупных, долгосрочных контрактов – например, энергетических проектов, инфраструктуры, транспортного оборудования, – используются инструменты istiṣnā' и ijārah. Причём первый механизм используется чаще на стадии строительства, поставки и монтажа оборудования, а второй – на стадии эксплуатации.

**Murābaḥah** (мурабаха) – продажа продукта/услуги с согласованной нормой доходности (чаще используется для краткосрочного финансирования).

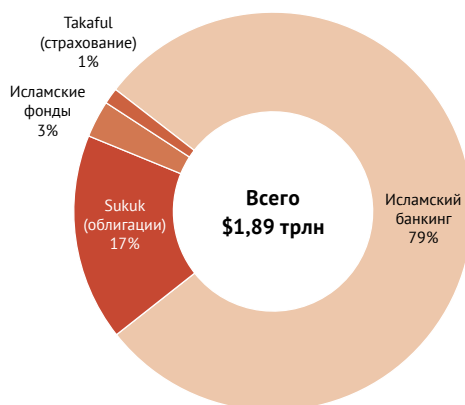
SPV и исламский инвестор заключают договор, по которому инвестор обязуется покрыть расходы проектной компании на создание, а чаще на модернизацию объекта. В цену соглашения заложена доходность инвестора. SPV по определённому графику гасит долг перед финансирующей организацией, а последняя напрямую от лица SPV рассчитывается с её подрядчиками и поставщиками и одновременно является собственником объекта до момента полного погашения долга.

**Sukūk** (сукук) – инвестиционные сертификаты долевого участия, которые дают права на получение доли в доходах базового актива. Обычно выпускаются на стадии эксплуатации для рефинансирования вложений прошлых лет. На инвестиционной стадии эти бумаги используют реже, так как sukūk позволяет привлечь все деньги сразу, а строительство предпочитают финансировать ритмично тратам, чтобы не раздувать долговую нагрузку SPV.

Инструмент также называют «исламскими облигациями».

**Takāful** (такафул) – исламское страхование: солидарная и взаимная поддержка. Проект, как правило, страхуют те же инвесторы, которые его финансируют, и их структуры. Это, с одной стороны, обеспечивает надёжность, но, с другой, отражается на балансах исламских инвесторов и ограничивает их способность привлекать капитал.

Рисунок 33. Структура рынка исламских финансовых услуг, 2016 год



Источник: IFSB

**Как это работает**

Яркий пример ГЧП-проекта, построенного на исламском финансировании – международный аэропорт Медины в Саудовской Аравии. В 2011 году его мощности решили увеличить с 5 млн пассажиров в год до 8 млн в год к 2015-му, с потенциалом роста до 16 млн в год.

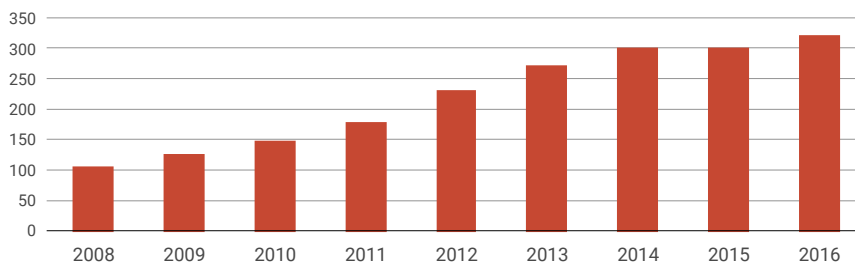
В 2012 году проект начал реализовывать концессионер TIBAH Consortium (в SPV вошли Al Rajhi Holding Group и Saudi Oger из Саудовской Аравии и турецкая TAV Airports Holding). Концессионное соглашение на 25 лет подписали в октябре 2011 года, государство представляло GACA (Главное управление гражданской авиации Саудовской Аравии).

В проекте применили два инструмента исламского финансирования. На этапе строительства использовался *istiṣnā'*, по которому SPV передала права по концессии инвесторам. На следующей стадии инвесторы постепенно возвращали актив в собственность SPV, получая рентные платежи через лизинговое соглашение с обязательством двойного опциона.

Когда строительство было завершено, владельцем активов проекта стало государственное GACA, а коммерческие права были переданы SPV по концессионному соглашению. На эксплуатационной стадии SPV передала права на получение дохода от проекта исламским инвесторам и осталась управлять проектом.

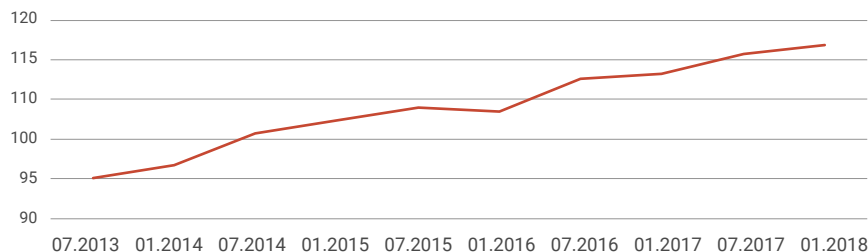
На случай дефолта проектной компании инвесторы также заключили прямое соглашение с SPV и государственным органом. В нём оговаривались условия погашения от государства в случае, если проект будет прекращён из-за дефолта SPV.

**Рисунок 34. Рост популярности инвестсертификатов Sukūk (бумаги в обращении), млрд долл.**



Источник: IFSB, World Bank

**Рисунок 35. Динамика S&P MENA Sukuk Index, 2013-2018 годы\***



\* За 100 взяты значения индекса на 31.07.2013

Источник: S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global

## Исламское финансирование придет в Россию?

Банк России уже прорабатывает вопрос создания специальной тестовой площадки для исламского банкинга, причем отдельные инструменты (*muḍārabah* и *ijārah*) пробуют запустить уже сейчас.

В 2017 году для отработки техники использования исламского финансирования ЦБ зарегистрировал тестовый выпуск ценных бумаг, соответствующих требованиям шариата (*sukūk*), объемом 1 млн руб. Эти бумаги котировались на бирже 62 дня по закрытой подписке.

Мы ждём, что инструменты исламского финансирования начнут использовать в России в следующие год-два, в том числе для финансирования инфраструктуры.

Эти инструменты, на наш взгляд, не станут массовыми, но заинтересованные в них инвесторы есть и на территории страны, и за её пределами. Потому исламские ценные бумаги с большой долей вероятности будут востребованы на российском рынке.

## «Из слонов в газели»: как арабские страны оздоравливают госсектор

Госсектор определяет состояние экономик почти всех арабских стран. Реальные инвестиции государства и квазигосударственных структур, по оценке IMF, в регионе MENA составляют более 15% от ВВП, что почти в два раза превышает инвестиции частного сектора – около 8% ВВП. Большая часть населения тоже трудится на государство, например, в Кувейте эта доля – примерно 76%.

Госкомпании региона работают в основном в инфраструктурных и производственных сферах: водоснабжении, электроснабжении, транспорте, нефтехимическом секторе и другой промышленности. Причём на протяжении десятилетий управление государственными активами даже в добывающих отраслях оставалось посредственным. В последнее время власти стран стараются приватизировать такие предприятия или дробить гигантов на более мелкие компании, благодаря чему доля государства несколько снижается.

Особенность местной приватизации ещё и в том, что часто доли в крупных госкомпаниях выкупают суверенные фонды. Последние нацелены на вложения в домашнем регионе, а власти готовы доверить им эти активы, так как предприятиям требуется более профессиональное управление.

Так, например, в Бахрейне, где частные инвесторы пока не могут вкладываться в крупные активы, летом 2006 года был создан суверенный фонд *Mumtalakat*, которому местный Минфин передал 29 коммерческих предприятий. Похожий механизм использовали власти Сингапура для оздоровления нескольких десятков госкомпаний на базе госкорпорации *Temasek*.

Под управлением Mumtalakat находятся многие стратегические для страны компании: Aluminium Bahrain (Alba), Gulf Air, Bahrain Real Estate Investment (Edamah), Bahrain Telecommunications Company (Batelco) и National Bank of Bahrain (NBB).

Компанию Aluminium Bahrain фонд вывел на IPO в 2010 году. В 2009 году убыток компании составил \$220 млн, а на конец 2017 года чистая прибыль составила \$246 млн. Сейчас доля фонда в капитале компании составляет 69,4%.

Mumtalakat также участвовал в реструктуризации убыточной Gulf Air – флагманской авиакомпании королевства. В этот актив фонд вошёл по настоянию властей и в 2011 году заявил убыток от сделки в размере \$718 млн. Но уже в 2015-м дела компании улучшились: благодаря качественному менеджменту фонда, убытки снизились более чем в 10 раз, составив лишь \$64 млн.

Мы ждём, что тренд на IPO, дробление крупных госкомпаний, а также на смену акционеров и команд управленцев даже внутри государственного сектора в арабских странах будет укрепляться. Этот подход интересен для российского инфраструктурного рынка и промышленности, где также преобладает государство, которое не всегда эффективно управляет имеющимися ресурсами.

Впрочем, суверенных фондов, ориентированных на долгосрочные инвестиции в инфраструктуру и реальный сектор, в России пока не появилось, а в рыночных реалиях работает только один государственный фонд – РФПИ, нацеленный на привлечение капитала из-за рубежа (подробнее см. «РФПИ и инфраструктура: потенциал и инвестиции»).

## Глоссарий

<b>AIIB</b>	Asian Infrastructure Investment Bank (Азиатский банк инфраструктурных инвестиций)
<b>Brownfield</b>	Объект/сооружение/предприятие/проект, создающийся на основе каких-либо уже имеющихся объектов
<b>IFSB</b>	Совет по исламским финансовым услугам (Islamic Financial Services Board)
<b>IMF</b>	Международный валютный фонд (International Monetary Fund)
<b>IPO</b>	Первичное публичное размещение акций (Initial public offering)
<b>IsDB/IsDBG</b>	Исламский банк развития/Группа Исламского банка развития (Islamic Development Bank/Islamic Development Bank Group)
<b>Global Competitiveness Index</b>	Глобальный индекс конкурентоспособности
<b>Greenfield</b>	Проект, создаваемый «с нуля»
<b>MENA</b>	Ближний Восток и Северная Африка (Middle East and North Africa): Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Иордания, Израиль, Ирак, Иран, Йемен, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Мавритания, Мальта, Марокко, Объединённые Арабские Эмираты (ОАЭ), Оман, Палестина, Саудовская Аравия, Сирия, Сомали, Судан, Тунис
<b>OECD/ОЭСР</b>	Организация экономического сотрудничества и развития (The Organisation for Economic Co-operation and Development)
<b>SPO</b>	Вторичное публичное размещение акций (Secondary public offering)
<b>SPV/СПК</b>	Специальная проектная компания (Special-Purpose Vehicle)
<b>UNCTAD</b>	Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) (United Nations confederation on Trade and Development)
<b>World Bank</b>	Всемирный банк
<b>WE Forum</b>	Всемирный экономический форум (World Economic Forum)
<b>WTO</b>	Всемирная торговая организация (World Trade Organization)
<b>АТР</b>	Азиатско-Тихоокеанский регион
<b>РФПИ</b>	Российский фонд прямых инвестиций
<b>ФНБ</b>	Фонд национального благосостояния
<b>ФРДВ</b>	Фонд развития Дальнего Востока
<b>ЦКАД</b>	Центральная кольцевая автомобильная дорога – масштабный проект развития инфраструктуры Московской области.
<b>Шариат</b>	Свод мусульманских религиозных, юридических, бытовых правил, основанных на Коране

## 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 Research

---

InfraONE Research - исследовательская группа инвестиционной компании InfraONE. Группа автономно анализирует все значимые инвестиционные планы, проекты и события в различных видах инфраструктуры, включая те проекты, где InfraONE выступает организатором, инвестиционным агентом, инвестиционным советником государственной или частной стороны, а также инвестором. При этом в аналитике приводится только общедоступная информация по этим проектам.

Во всех публичных материалах InfraONE Research соблюдается принцип независимости аналитических суждений. Мнение InfraONE Research может расходиться с мнением InfraONE.

Публичная аналитика компании публикуется в целях информирования рынка об актуальных вопросах инфраструктурных инвестиций, не является рекламой или офертой.

---

## О компании InfraONE

---

Инвестиционная компания InfraONE («Первая инфраструктурная компания») создана в 2011 году группой специалистов, имеющих значительный опыт работы в инвестиционных проектах различных инфраструктурных отраслей.

Основная сфера деятельности InfraONE - прямые инвестиции 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 через инструменты ГЧП, концессий, проектного финансирования. Компания является независимым игроком и реализует проекты в железнодорожной, автодорожной, аэропортовой, портовой, иной транспортной, энергетической, социальной, медицинской, телекоммуникационной и других инфраструктурных сферах.

---

119049, Россия, Москва, ул. Коровий Вал, 5 БЦ «Оазис»  
Тел.: +7 495 231 3218 Факс: +7 495 231 3219  
research@infraone.ru