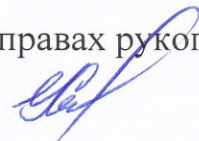


Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования «Северо-Осетинский государственный университет имени
Коста Левановича Хетагурова»

На правах рукописи



Хаханаев Умар Сайд-Эмиевич

**СИСТЕМНАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПРОЕКТНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ РОССИИ**

Специальность 5.2.4. – Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель –
доктор экономических наук, доцент
Тавбулатова Зулай Кариевна

Владикавказ – 2023

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КАК ЭКОНОМИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТА СТИМУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ	17
1.1 Возникновение проектного финансирования и обзор дефиниционных подходов к идентификации концепции проектного финансирования	17
1.2 Концепция проектного финансирования в современных экономических системах: дефиниция, специфика и структурно-функциональные особенности	34
1.3 Проектное финансирование в системе финансовых инструментов стимулирования инвестиционных процессов	56
ГЛАВА 2. ИНСТИТУТ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ГЛОБАЛЬНОЙ И РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМАХ.....	82
2.1 Глобальный рынок проектного финансирования: области применения, динамика развития, секторальные и региональные особенности.....	82
2.2 Оценка российской практики формирования системы проектного финансирования	116
2.3 Экономико-организационная оценка состояния реальных инвестиций российской экономики и их проблематика	157
ГЛАВА 3. ОБОСНОВАНИЕ ЗНАЧИМОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СТИМУЛИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ РОССИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ	197
3.1 Специфика и особенности развития российского рынка проектного финансирования: структурно-отраслевые и организационно-финансовые аспекты	197
3.2 Факторный анализ эффективности использования инструмента проектного финансирования в инвестиционных процессах	212
3.3 Стратегическое финансирование в современных условиях развития российской экономики: альтернативы в реформировании моделей проектного финансирования	233
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	260
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	264
Приложение 1	280
Приложение 2	283

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Современный мировой экономический ландшафт характеризуется сложным переплетением инвестиционных каналов и финансовых инструментов, каждый из которых играет важнейшую роль в стимулировании инвестиционных процессов, обеспечении экономического роста и повышении финансовой стабильности. В этой сложной матрице роль проектного финансирования проявляется не просто как альтернативного способа финансирования, а как сложного и тонкого экономического инструмента. Проектное финансирование – понятие не новое, но за прошедшие годы оно претерпело значительную трансформацию. В условиях России, когда традиционные источники иностранного капитала ограничены из-за политической и экономической изоляции, развитие надежных систем проектного финансирования становится одним из важнейших механизмов стимулирования внутренних инвестиционных процессов.

Экономическая литература по проектному финансированию часто посвящена его применению на развитых рынках, при этом мало внимания уделяется его адаптируемости и актуальности в странах с развивающейся экономикой. Кроме того, существующие исследования в данной области, несмотря на их обширность, зачастую носят фрагментарный характер и ограничиваются отдельными отраслями или контекстами. Всеобъемлющее и целостное понимание проектного финансирования, способное открыть новые пути для стимулирования инвестиций в сложившихся условиях уникального социально-экономического ландшафта России, остается не до конца исследованной с научной точки зрения, исследованию которой, и призвана данная диссертационная работа.

Степень разработанности проблемы. Степень разработанности проблемы проектного финансирования как инструмента стимулирования инвестиционных процессов, особенно в условиях такой сложной и быстро развивающейся экономической среды, как российская, отличается глубиной и разнообразием, но в то же время обнаруживает пробелы и неизученные аспекты. Проектное

финансирование получило широкое распространение в мировой литературе, в которой рассматриваются его принципы, методология, модели, области применения и проблемы.

Основные теоретические аспекты проектного финансирования, управления рисками, структурирования сделок проектного финансирования, государственно-частного партнерства и роли проектного финансирования в экономическом развитии содержатся в работах авторитетных зарубежных ученых: Бенджамина К. Эсти, Э.Р. Йескомба, Дж. Дрезена, С. Класена, Р. Геддеса, Ф.Преториуса, Тома Х. Чарлтона. Э. Бой, Т. Суэси, Дж. Шумпетер, С. Блэкрок, Е. Коорнаерт, П. Алвес, Дж. Пинто, А. Фанг, Р. Брунер, Х. Лангхор, П. Колл, М. Ново, К. Субраманиан, Ф. Тунг, Д. Бонд, А. Рэйми, Копполаро, Х. Каввадия, Б-Г. Хванг, В. Бонетти, М. Робертс и др.

В России развитие проектного финансирования изучали такие авторы, как Т. Полховская, О. Ермоловская, В. Бондаренко, Л. Магомаева, Е. Геращенко, З. Тавбулатова, М. Куделич, О. Лаврушин, О. Лускатова, Е. Мануковская, Д. Белкина, Е. Хорошилов, П. Рукобратский, Е. Русановская, Н. Цехомский, М. Аликаева, И. А. Баринов, А. Шуркалия, А. Чернов, А. Смирнов, А. Солтаханов, Т. Тиникашвили, Н. Токаев, С. Галазова, И. Никонова, В. Катасонов, А. Баринов, В. Шенаев, А. Шуркалин, Н. Шмакова, В. Бутяга, Т. Гаибов, В. Титов, А. Швед, А. Клейменова, А. Чернов, Т.Тарасова.

Таким образом, степень разработанности проблемы проектного финансирования в России, отраженная в трудах вышеупомянутых ученых, представляет собой синтез глобальных принципов, локальной специфики, отраслевых особенностей, возникающих проблем, стратегического подхода, управления рисками, правовых аспектов, исторических перспектив и технологических инноваций.

Цель диссертационного исследования – комплексное исследование и аналитическая оценка системы проектного финансирования в Российской Федерации как инструмента стимулирования инвестиционных процессов с характеристикой ее структурных, отраслевых, организационных и финансовых

аспектов для разработки и обоснования теоретико-методологического подхода к проектному финансированию в ключевых отраслях экономики страны.

Задачи исследования состоят в следующем:

– Изучить понятие, специфику, структурные и функциональные особенности проектного финансирования, исследовать существующие и новые концептуальные схемы, расширяющие традиционные определения проектного финансирования.

– Изучить исторические и современные метаморфозы проектного финансирования, выявить его механизмы и различные модели, исследовать динамику и тенденции развития мирового рынка проектного финансирования.

– Проанализировать особенности российского рынка проектного финансирования в системе финансовых инструментов стимулирования инвестиционных процессов. Изучить и определить роль и место компании специального назначения (SPV) в проектном финансировании.

– Провести комплексный анализ инвестиционной эффективности инструментов глобального рынка проектного финансирования в различных отраслях экономики.

– Оценить российскую практику формирования проектного финансирования на примере модели «Фабрика проектного финансирования».

– Исследовать взаимосвязь между макроэкономической стабильностью, формирующимися тенденциями проектного финансирования и направлениями стратегического инвестирования в российской экономике.

– Разработать адаптивную модель проектного финансирования с учетом направлений стратегического финансирования в современных условиях развития российской экономики и соответствия целям улучшения инвестиционных процессов в российской экономике.

Объектом исследования является система российского и глобального рынка проектного финансирования.

Предметом исследования является система экономических отношений, регулирующих механизмы и принципы проектного финансирования в России,

охватывающая концептуальное развитие, структурную организацию, управление рисками и стратегическое реформирование моделей проектного финансирования.

Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта специальностей ВАК (по экономическим наукам). Диссертационное исследование выполнено в соответствии с Паспортом научной специальности 5.2.4 – Финансы п. 18. Проектное и венчурное финансирование.

Теоретико-методологическую основу диссертационного исследования составляют обширные труды ведущих российских и зарубежных специалистов в области проектного финансирования, корпоративных финансов, инвестиционного анализа, финансового менеджмента, кредитования, управления рисками, инвестиций, разработки и управления инвестиционными проектами, финансовых рынков, антикризисного управления, имеющие как теоретико-методологический, так и практический характер. При этом применяются принципы и подходы из экономической теории - использование макро- и микроэкономических теорий (кейнсианская) для оценки динамики проектного финансирования в мировом и российском контексте, включая теории инвестиций, структуры капитала, экономического роста; философские парадигмы, такие как позитивизм, реализм и конструктивизм для определения методологии исследования; методы финансовой математики, экономико-математического моделирования - для анализа структуры затрат, финансовых инструментов, стратегий финансирования и управления рисками в проектном финансировании (эконометрические модели - корреляционно-регрессионный анализ, статистические методы - сравнение, показатели динамики). Синтез теоретических и методологических элементов создает прочную основу для углубленного изучения механизмов проектного финансирования, что подтвердило высокой уровень репрезентативности используемых и рассчитанных показателей и обеспечило автора аргументацией, необходимой для защиты основных положений, выносимых на защиту и обоснования пунктов научной новизны.

Инструментарно-методическая база исследования. В диссертационном исследовании использованы принципы системного и функционального подходов,

структурный и диалектический методы, графические и табличные приемы для систематизации, анализа и интерпретации полученных результатов в рамках теоретической базы и эмпирического материала по выбранной теме.

Исследование также охватывает практику инвестиционной деятельности с использованием проектного финансирования в России и других странах. Обоснованность результатов исследования опирается на изложенные выше теоретические положения и методологические основы, способствующие всестороннему и глубокому изучению проектного финансирования, его рисков, возможностей и перспектив в условиях развития экономики Российской Федерации.

Информационно-эмпирическая и нормативно-правовая база диссертационного исследования включает первичные источники данных, к которым относятся тематические исследования: углубленный анализ конкретных инициатив по проектному финансированию и инвестиционных проектов в различных секторах экономики, коммерческих банков и других соответствующих областей; научная литература: всесторонний обзор существующих исследований и научных статей, книг, монографий, материалов конференций в области проектного финансирования. Статистические данные и отчеты: статистическая информация, полученная от государственных органов, Банка России, финансовых институтов, международных организаций и научно-исследовательских институтов (финансовая отчетность, кредитные рейтинги и отраслевые отчеты, аналитические обзоры российских и международных фондов, рейтинговых агентств и научных организаций). Институциональной базой диссертационной работы выступили федеральные законы РФ, указы Президента РФ, постановления Правительства РФ и другие документы органов государственной власти и управления, положения стратегии технологического развития России до 2035 года, регулирующие проектное финансирование и инвестиционную деятельность в России.

Рабочая гипотеза диссертационного исследования строится на позиции автора, относительно того, что системное развитие и реструктуризация

механизмов проектного финансирования в рамках российской финансовой системы, учитывая опыт мировой практики, будут в значительной степени способствовать стимулированию инвестиционных процессов в России и устойчивости к внешним вызовам. Такая трансформация предполагает многогранный подход, включающий в себя новые стратегии управления рисками, интеграцию с государственной политикой, сотрудничество с отечественными и международными финансовыми институтами, а также соблюдение стандартов прозрачности и соответствия.

Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту:

1. Богатство и сложность специфической литературы о состоянии и развитии проектного финансирования подчеркивают необходимость ее дальнейшего изучения и интеграции для полной реализации потенциала проектного финансирования как стратегического инструмента стимулирования инвестиционных процессов в России, особенно в условиях экономической неопределенности и сложившихся на сегодняшний день геополитических сложностей. Чтобы прояснить определение, необходимо сравнить проектное финансирование с другими финансовыми структурами. Теоретический обзор научной литературы показал, что большинство ученых сходятся во мнении относительно таких признаков проектного финансирования, как различные источники капитала, проектная компания, распределение прибыли и качество оценки рисков. При этом следует отметить, что существуют разногласия по вопросу распределения риска и его принятия кредиторами, встречаются определения, которые проводят параллель между проектным финансированием и проектным кредитованием.

2. На протяжении многих столетий проектное финансирование развивалось хаотично и не формализовано в отличие от других механизмов фондирования предпринимательства. Лишь во второй половине 20 века данная сфера финансовых отношений обрела полноценные институциональные особенности и критерии в своей идентификации как финансового механизма и продукта на

глобальном финансовом рынке. Проведя ретроспективный обзор этапов, стадий и трансформаций механизма проектного финансирования, можно сформировать периодизацию развития института проектного финансирования, которая отразит и систематизирует многогранную эволюцию в становлении и развитии проектного финансирования, от ранних истоков в торговых экспедициях и добыче полезных ископаемых до современного применения в таких диверсифицированных секторах, как энергетика, инфраструктура, здравоохранение, технологии и телекоммуникации.

3. Проектное финансирование — это многогранная и сложная концепция, которая может быть дополнена и расширена путем тщательной интеграции таких аспектов, как финансирование, транзакционные издержки, распределение рисков, динамика левиреджа, оценка кредитоспособности и рисков. Определение роли и места компаний специального назначения (SPV) в проектном финансировании, влияние SPV на распределение рисков, транзакционных издержек и финансовую эластичность в инфраструктурных проектах даст представление о стратегическом взаимодействии различных заинтересованных сторон. Важно понять, как проектное финансирование путем тщательной организации финансовых, регуляторных и операционных рычагов может стимулировать инвестиции, оптимизировать финансовую эластичность, снижать риски и управлять ими. Кроме того, в рамках данной парадигмы остаются дискуссионными вопросы эволюции и оценки облигационного финансирования и синдицированных кредитов.

4. На сегодняшний день одним из ключевых направлений развития глобальной экономики является достижение Целей устойчивого развития (ЦУР). Будет ли развиваться проектное финансирование в масштабах мирового хозяйства, каковы проблемы и перспективы развития, каков потенциал проектного финансирования для стимулирования развития и экономического роста на развивающихся финансовых рынках. Комплексный анализ с помощью современных корреляционных методов, может дать глубокое понимание сил, формирующих глобальный ландшафт проектного финансирования, соединяя

микроэкономические характеристики с макроэкономическими тенденциями. Данная позиция вносит вклад в обсуждение вопросов устойчивого развития и финансовой устойчивости, предлагая глубокое понимание глобального проектного финансирования в современном контексте развития инвестиционных процессов, позволит по-новому взглянуть на финансовые механизмы и инструменты, обеспечивающие развитие мировой инфраструктуры глобального рынка проектного финансирования.

5. Отечественная модель проектного финансирования в Российской Федерации «Фабрика проектного финансирования» на стадиях своего эволюционного развития имеет ряд проблем, не позволяющие внедрить проектное финансирование как эффективный механизм стимулирования инвестиционных процессов в отдельных проектах и отраслях экономики страны. Данные анализа эволюции механизмов проектного финансирования в России, имеющиеся на сегодняшний день в научной литературе и применяемые в практике, не раскрывают полно структурные недостатки данной модели. Важно проанализировать зависимость модели от таких факторов как государственные субсидии, высокий порог входа, ограниченная отраслевая направленность, отсутствие механизмов разделения рисков. Все указанные особенности в совокупности препятствуют созданию более инклюзивной и динамичной инвестиционной среды, не дают полное представление об уязвимых точках российской системы проектного финансирования, не обозначают потенциальные области для его совершенствования и реформирования.

6. Роль проектного финансирования в формировании основных макроэкономических показателей экономики России и обеспечении ее экономического роста, стимулирования инвестиционных процессов неоспорима. Наблюдается глубокий переход российских предприятий к самофинансированию инвестиций в основной капитал, что свидетельствует о росте финансовой независимости и устойчивости. Предлагается новый взгляд на динамику реальных инвестиций в российской экономике, что позволит разработать практические стратегии согласования инвестиционных целей по формированию комплексной и

дальновидной инвестиционной парадигмы.

7. В последние годы глобальный экономический и геополитический ландшафт претерпел значительные изменения, что поставило беспрецедентные вызовы для традиционных механизмов проектного финансирования в России. Сложная комбинация санкций, ограничений и геополитической напряженности заметно ограничила приток иностранного капитала в российские проекты. Существующий сценарий вызвал острую необходимость трансформации и переосмысления механизма проектного финансирования в России, сделать его соответствующим долгосрочным экономическим и стратегическим целям России.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в обосновании автором методологических подходов к выявлению и эволюции механизмов проектного финансирования, прослеживании многопланового сдвига его парадигмы от традиционных секторов и регионов к направлениям устойчивого развития российской экономики, а также разработке многомерной модели финансирования стратегических проектов, адаптированных к уникальному геополитическому и экономическому контексту России, с акцентом на адаптируемость, архитектуру управления рисками, стратегическое соответствие целям национального развития.

К основным результатам, содержащим научную новизну, относятся:

- *расширена* трактовка понятия проектного финансирования, как комплексная авторская трактовка, выходящая за рамки традиционных определений и идентифицирующая проектное финансирование как мультипотокное интегративное целевое инвестирование и владение корпоративными спонсорами промышленным обособленным активом единого назначения (с ограниченным сроком эксплуатации) через юридически независимую проектную компанию, финансируемую за счет долга без права регресса на основе качественной оценки сопутствующих рисков под обеспечение будущих денежных потоков от реализации проекта, построенных на принципе дифференциации между спонсорами, которая обогащает экономический дискурс, предлагая тонкое понимание этого сложного финансового инструмента, соединяя

историческое понимание, текущее применение и будущий потенциал, что дает научное приращение в экономическую литературу как новаторское определение и контекстуализация проектного финансирования.

- *выявлены* основные тенденции развития мирового рынка проектного финансирования. Разработан многогранный эволюционный механизм проектного финансирования, прослеживающий его генезис от архаичных торговых экспедиций и горных разработок до современного применения в таких диверсифицированных секторах, как энергетика, инфраструктура, здравоохранение, технологии и телекоммуникации, что позволило представить инновационную систему периодизации, которая отражает хронологическую трансформацию проектного финансирования, подчеркивая его метаморфозы от государственных инициатив к объединению синдицированных источников капитала, государственно-частных партнерств и муниципальных образований, что доказывает его универсальный экономический потенциал как модели для финансирования масштабных инвестиций.

- *определена* роль компаний специального назначения (SPV) в комплексной концепции проектного финансирования, как ключевого агента забалансового финансирования, обеспечивающего экономическую устойчивость инфраструктурных проектов, использующего сложную сеть договорных соглашений, основанную на стратегической согласованности действий спонсоров, государственных органов, кредиторов и других заинтересованных сторон, определяя тем самым топологию «риск – вознаграждение» в экосистеме проекта, позволяющая пролить новый свет на динамику развития долговых инструментов в инфраструктурном финансировании, что вносит вклад в более широкую дискуссию о финансовом инжиниринге, управлении рисками и инвестиционной стратегии, предлагая ценные идеи для ученых и практиков в области финансовой политики.

- *раскрыта* многогранная, эволюционирующая парадигма глобального проектного финансирования, с выявлением синхронных и корреляционных изменений в финансовой структуре, отраслевом распределении и региональном

размещении глобального рынка проектного финансирования с акцентом на переход от традиционных отраслей, таких как горнодобывающая и нефтехимическая промышленность, к современным, устойчивым секторам экономики, таким как возобновляемая энергетика, что позволило отразить тенденции в синдицированном кредитовании, понять природу отраслевых сдвигов и неоднородный ландшафт в механизме проектного финансирования в региональном разрезе

- *доказано*, на основе комплексного анализа и критической оценки, что российская модель проектного финансирования «Фабрика проектного финансирования», имеет структурные недостатки, что выявлено и детально обозначено в следующих аспектах: зависимость данной модели от государственных субсидий, высокий порог входа, ограничение отраслевой направленности, отсутствие механизмов разделения рисков, сложность процедур и проблемы прозрачности, что дает полное представление об уязвимых точках российской системы проектного финансирования, что подтверждает необходимость модификации существующей модели отечественного проектного финансирования.

- *раскрыта* тесная взаимосвязь между макроэкономической стабильностью, тенденциями самофинансирования и стратегической направленностью инвестиций на основе ретроспективного и эконометрического анализа, реального инвестиционного ландшафта российской экономики, сопоставления проектного финансирования с ключевыми макроэкономическими показателями через интеграцию кейнсианской теории инвестиций и модели роста Солоу, представлено новое понимание того, как проектное финансирование выявляет неиспользованные возможности для интеграции устойчивых и экологических практик за счет более сбалансированного подхода к инвестиционным целям, что позволило по-новому взглянуть на динамику развития реальных инвестиций в российской экономике и выявить потенциальное расхождение между глобальными тенденциями устойчивого развития и внутренней ориентацией

российских предприятий на повышение операционной эффективности и расширение производственных мощностей.

- *модифицирована* многомерная модель стратегического проектного финансирования, учитывающая уникальный геополитический и экономический контекст России, с использованием логического обобщения и критического комплексного анализа, включающая переформатирование существующей модели проектного финансирования в России, соответствующей стратегическим целям социально-экономического и технологического развития российской экономики, отличающаяся адаптивным дизайном, от традиционных методик финансирования, включающая диверсификацию источников капитала, целостную архитектуру управления рисками, соответствие национальным целям развития экономики, реформы существующей «Фабрики проектного финансирования» и создание глобальных стратегических партнерств, которые позволят сделать значительный сдвиг в области стратегического финансирования, создавая прецедент экономического суверенитета и стабильности, согласовывая инвестиции со стратегическими целями, в качестве прагматичной и дальновидной финансовой структуры.

Теоретическая значимость исследования заключается в комплексном и инновационном изучении механизмов проектного финансирования, прослеживая эволюцию и многогранные смены парадигм в рамках проектного финансирования, предлагая тонкое понимание глубинных сил, формирующих этот сложный финансовый инструмент. Разработка методологических подходов и внедрение многомерной модели стратегического проектного финансирования способствуют расширению и уточнению понимания финансового инжиниринга, управления рисками, инвестиционной стратегии и устойчивого роста российской экономики.

В целом теоретическая значимость исследования заключается в том, что оно вносит вклад в экономическую науку, не только углубляет текущее понимание проектного финансирования с позиции категорирования, но и открывает новые возможности для будущих исследований, разработки инвестиционной политики.

Кроме того, теоретические результаты исследования могут быть использованы в преподавании учебных курсов «Инвестиции и инвестиционная деятельность», «Финансовые рынки» и др. в рамках реализации образовательных программ бакалавриата, магистратуры (справка о внедрении).

Практическая значимость работы. Исследование предоставляет ценные рекомендации для финансовых специалистов, инвесторов и других заинтересованных сторон. Практическое значение исследования распространяется на такие области, как инвестиционные стратегии, реформы в сфере отраслевого и макроэкономического регулирования инвестиционных процессов, что делает его важным инструментом для стимулирования экономического роста, диверсификации и стабильного развития российской экономики.

Соискателем выполнен научный проект Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) в рамках Конкурса «Аспиранты», договор № 19-310-90024 "Проектное финансирование как эффективная форма кредитования инвестиционных проектов" (2019-2022 гг.), в котором нашли отражение основные результаты исследования по проблемам современного состояния проектного финансирования в России, возникающих проектных рисках, разработаны методы и конкретные рекомендации по их минимизации (справка о внедрении).

Апробация результатов исследования. Отдельные положения и результаты исследования изложены за период 2019-2023 гг. на региональных, всероссийских, международных научно-практических конференциях, проходивших в Чеченском государственном университете им. А.А. Кадырова, (Грозный, 2023), Грозненском государственном нефтяном техническом университете им. М.Д. Миллионщикова (Грозный, 2020, 2023), Ингушском государственном университете (Магас, 2019), Крымском – инженерно-педагогическом университете (Симферополь, 2020, 2023), Комплексном научно-исследовательском университете им. Х. Ибрагимова РАН (Грозный, WOS, 2020, 2021), Дальневосточном федеральном университете (Владивосток, WOS, 2020), Саратовском государственном техническом университете им. Ю. А. Гагарина (Саратов, 2020), Институте цифровой экономики

(Екатеринбург, WOS, 2020), Международном банковском университете (МБИ) им. А. Собчака (Санкт-Петербург, 2023).

Публикации и структура работы. По теме диссертационного исследования опубликовано 23 научные работы общим объемом – 12,79 п.л. (авт.- 7,68 п.л.), из которых 6 работ в изданиях рекомендованных ВАК Министерства науки и высшего образования РФ, 5 публикаций в изданиях, цитируемых в базах Web of science. Диссертация включает введение, 3 главы, заключение, список использованных источников из 151 наименования, 2 приложения, содержит 37 рисунков, 8 таблиц.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ КАК ЭКОНОМИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТА СТИМУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ

1.1 Возникновение проектного финансирования и обзор дефиниционных подходов к идентификации концепции проектного финансирования

В ходе постоянных экспериментов по поиску более эффективных способов организации финансовых потоков на экономических предприятиях возвращается очень старая – можно даже сказать, древняя – форма финансирования. Проектное финансирование без права регресса, которое на века старше акций или облигаций (или процентных кредитов любого рода), сегодня используется в России для финансирования разведки нефти и газа, независимого производства электроэнергии, строительства заводов и корпоративных исследований и разработок.

Проектное финансирование может быть организовано, когда конкретный объект или связанный с ним набор активов способен прибыльно функционировать как независимая экономическая единица. Спонсоры такой единицы могут счесть выгодным создание нового юридического лица для строительства, владения и эксплуатации проекта. Если прогнозируется достаточная прибыль, проектная компания может финансировать строительство проекта на проектной основе, что предполагает выпуск долевых ценных бумаг (обычно спонсорам проекта) и долговых ценных бумаг, предназначенных для самокупаемости за счет доходов, получаемых от эксплуатации проекта.

Хотя финансирование проектов имеет определенные общие черты, финансирование на проектной основе обязательно предполагает адаптацию пакета финансирования к условиям конкретного проекта. Экспертный финансовый инжиниринг зачастую имеет такое же решающее значение для успеха крупного проекта, как и традиционные формы инжиниринга.

Проектное финансирование — это хорошо зарекомендовавшая себя техника финансирования. В базе данных Thomson Financial Project Finance International перечислены 4360 проектов, реализованных с 2002 года. Около 10% из них — это крупные проекты стоимостью 1 миллиард долларов и выше. В перспективе Россия и многие другие страны сталкиваются с огромными потребностями в финансировании инфраструктуры. Проектное финансирование — это метод, который может быть применен ко многим из этих проектов.

Коммерческие банки в различных странах мира были активными инвесторами, и для них проектное финансирование — это просто продолжение старой практики, известной как «торговое банковское дело».

Проектное финансирование способно стать катализатором изменений в управлении предпринимательской деятельностью. Как правило, когда корпорация решает реализовать инвестиционный проект, денежные потоки от существующей деятельности финансируют новый проект, а у руководства есть возможность перевести капитал проекта в еще более новые предприятия компании в дальнейшем — не подчиняя их дисциплине рынка капитала. Эта возможность дает корпоративному руководству значительную власть, что стало центральным моментом в дебатах о правах акционеров. При проектном финансировании, напротив, активы и денежные потоки, связанные с каждым проектом, учитываются отдельно. Финансирование нового проекта осуществляется из внешних источников, а кредиторы имеют право требования только к активам и денежным потокам конкретного проекта. Кроме того, по мере реализации проекта капитал возвращается инвесторам, и они решают, как его реинвестировать. Возвращая такие решения на рынок, проектное финансирование имеет потенциал для проведения фундаментальной реформы и в процессе создания значительной стоимости для акционеров.

С этой точки зрения возрождение проектного финансирования является частью нынешнего движения реструктуризации, которое подталкивает компании к большей специализации и децентрализации. Успех такой реструктуризации, конечно, отнюдь не означает, что корпоративные объединения больше не

приносят выгоды и что вся деятельность по слияниям и поглощениям внезапно прекратится. Однако в тех случаях, когда ожидаются выгоды от объединения частей операций двух совершенно разных компаний, проектное финансирование позволяет выделить для инвесторов только ту часть сотрудничества, которая может оказаться ценной, избегая при этом неэффективности, которая обычно порождается в организациях конгломератного типа.

Например, проектное финансирование все чаще используется в качестве средства финансирования совместных предприятий и сетевых соглашений, которые позволяют компаниям объединить свои ресурсы в рамках крупномасштабных усилий, сохраняя при этом преимущества специализации.

Большинство людей думают о проектном финансировании как об относительно недавнем явлении, однако его история насчитывает сотни, если не тысячи лет. Фактически, схема финансирования, которая позволила средневековым итальянским банкирам нанять горнодобывающее предприятие в Англии, представляет собой пример 700-летней давности. Одно из самых старых зарегистрированных применений проектного финансирования датируется 1299 года, когда английская корона обратилась к ведущему флорентийскому торговому банку с просьбой оказать помощь в разработке серебряных рудников в Девоне. Банк получил в аренду на один год весь объем добычи на рудниках в обмен на оплату всех эксплуатационных расходов, без права регресса к короне, если стоимость или количество добытой руды окажется меньше, чем ожидалось. Контракт давал итальянским предпринимателям право контролировать работу рудников в течение этого года и брать столько нерафинированной руды, сколько они могли добыть, оплачивая при этом все эксплуатационные расходы. Однако не было дано никаких гарантий относительно общего количества руды, которое может быть добыто, или стоимости рафинированного металла, извлеченного из руды¹. Соответственно, риски, с которыми столкнулись эти банкиры давным-

¹ Jean Gimpel, *The Medieval Machine: The Industrial Revolution of the Middle Ages*, Holt Rinehart Winston (New York: 1976) p. 73.

давно, были во многом похожи на те, с которыми сталкиваются их современные коллеги.

Один из самых ранних примеров использования проектного финансирования можно найти в экспедициях греческих купцов, финансировавших специальные суда. Другим примером является французская концессия 1554 года, выданная Адаму де Крапонну на разработку/строительство канала между реками Дуранс и Рона².

Более того, до XVII века в торговле было принято финансировать торговые экспедиции по принципу «рейс за рейсом». То есть в конце каждого плавания грузы и корабли реализовывались, а прибыль делилась между инвесторами. Затем нужно было найти новых инвесторов, чтобы поддержать следующее путешествие. Хотя многие инвесторы охотно «оборачивали» свои деньги, они делали это по собственному усмотрению. Но затем заморская торговля быстро развивалась, став «индустрией роста» своего времени. Этот быстрый рост предъявлял все более высокие требования к капиталу, которые можно было удовлетворить только путем расширения круга инвесторов за пределы традиционного круга купеческих гильдий.

Средство для привлечения капитала непосредственно от населения было найдено в создании «акционерных» компаний, предшественников современных корпораций, которые могли привлекать капитал от любого человека, готового рискнуть им. Эта возможность не была совершенно новой, а скорее представляла собой продолжение старой практики купцов, принимавших вклады («купцы-банкиры») либо под проценты, либо за долю прибыли³.

Однако формализация купеческой банковской практики гильдера посредством продажи акций позволила привлечь капитал в беспрецедентных масштабах. В отличие от современной корпорации, ранние компании позволяли инвесторам получать свои средства непосредственно из казначейства по первому

² Tinsley, Richard, *Advanced Project Financing: Structured Risks*, Euromoney Institutional Investor PLC, UK, 2nd Edition, 2014.

³ Kensinger, John & Martin, John. (2005). *Project Finance: Raising Money the Old-Fashioned Way*. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1. 69 - 81. 10.1111/j.1745-6622.1988.tb00474.x.

требованию (подобно открытым взаимным фондам). Проблема такой схемы заключалась в том, что для удовлетворения требований по погашению задолженности компании могли быть вынуждены ликвидировать запасы или другие активы, что в крайнем случае могло привести к разорению. Когда торговля с Азией стала непрерывным процессом, торговые компании обнаружили, что им нужен постоянный капитал, и это привело к революционным изменениям в организации бизнеса. Голландская Ост-Индская компания, например, начала свою деятельность в соответствии с уставом, который разрешал членам компании изымать свой капитал по своему усмотрению, но в 1612 году такие выплаты были приостановлены. Ее соперник, британская Ост-Индская компания, также ограничила такие выплаты в том же году. Но для британской компании этот переход, очевидно, был нелегким, поскольку в течение следующих полувека она колебалась между традиционной практикой погашения счетов в конце каждого плавания и более новой практикой переноса остатков на более поздние плавания.

Причины, по которым обе компании перешли к «конфискации» постоянного капитала, достаточно ясны. Их средства были связаны в складских зданиях и землях (большая часть которых находилась за полмира от дома), а также в большом флоте; стоимость таких активов не могла быть легко реализована на ограниченных рынках того времени.

Ситуация также была в значительной степени обусловлена изменениями в судостроении, «высоких технологиях» эпохи, а также путешествиями первооткрывателей. В последней половине XVI века грузоподъемность торговых флотов резко возросла, превратив межконтинентальную океанскую торговлю из серии независимых предприятий в процесс, включающий постоянный поток товаров. Независимый капитан не мог просто зайти в азиатский порт и рассчитывать загрузить груз с причальных рынков по разумным ценам. В иностранных портах должны были размещаться постоянные представители (так называемые «факторы») и склады («фабрики»), а для их защиты заключались договоры. Большие постоянные затраты на иностранные склады требовали от

компаний наличия груза, который в то время называли «мертвым грузом». Он был не только неликвидным, но и практически не поддавался справедливому распределению по счетам отдельных рейсов. Ликвидность этого «мертвого запаса» стала обеспечиваться на вторичных рынках вместо выкупа по требованию⁴. Торговля акциями зафрахтованных компаний присоединилась к торговле товарами, валютой и страховыми операциями на купеческих биржах, которые в то время были центром торговли в крупных городах⁵.

Ранние торговые экспедиции в 18 и 19 веках также финансировались на проектной основе. Инвесторы предоставляли средства голландской Ост-Индской компании и Британской Ост-Индской компании для путешествий в Азию, после чего они получали вознаграждение в соответствии с их долей в проданном грузе. Со временем, когда стали доступны другие формы более постоянного капитала, фирмы сократили использование финансирования конкретных проектов.

Во всем мире проектное финансирование применялось в 18 и 19 веках, где использование финансирования частного сектора набирало обороты, особенно в сфере доходов от сборов с железных дорог, водоснабжения, газа, электричества и телефонной связи, которые были разработаны в 19 веке с помощью инвестиций частного сектора⁶.

В более недавней истории проектное финансирование использовалось при строительстве Панамского канала, инфраструктуры нефтяных месторождений Северного моря, Трансаляскинского трубопровода и ряда других проектов.

Проектное финансирование не исчезло полностью в ходе эволюции к современной государственной корпорации. Оно продолжало использоваться на протяжении многих лет в отдельно подотчетных предприятиях, таких как зарубежная разведка полезных ископаемых в рамках проектов. И, по причинам, связанным с нынешней волной реструктуризации, сейчас, похоже, он переживает возрождение. Современные корпорации, конечно же, продолжают нуждаться в

⁴ E. L. J. Coornaert, *The Cambridge Economic History of Europe*, Vol. IV, Chapter IV, Cambridge University Press (1967), pp. 223-275.

⁵ Fernand Braudel, "The Wheels of Commerce," in *Civilization and Capitalism*, Vol. II, Harper & Row (New York: 1982) pp. 101-103.

⁶ Yescombe, E.R, *Principles of Project Finance*, (Yescombe Consulting Ltd, UK, 2002)

постоянном капитале, когда стоимость корпорации была бы потеряна, если бы она подверглась быстрой ликвидации. Но, поскольку рынки продолжают вознаграждать компании за выкуп акций, выделение и продажу несвязанных операций, и использование заемных средств в зрелом бизнесе, инвесторы все более скептически относятся к предоставлению компаниям привилегии постоянного капитала. Подобно тому, как меняющиеся технологии и меняющаяся политическая обстановка привели к инновациям постоянного капитала в 17 веке, новые течения перемен в 21 веке сводят на нет необходимость в нем в некоторых ключевых областях деловой активности.

До Первой мировой войны крупные инфраструктурные проекты, такие как Суэцкий канал и Транссибирская магистраль, финансировались индивидуальными предпринимателями и частными компаниями. Одними из самых ранних применений проектного финансирования в Соединенных Штатах были природные ресурсы и недвижимость. В 1930-х годах в Техасе и Оклахоме «дикие» геологоразведчики использовали кредиты на оплату добычи для финансирования разведки нефтяных месторождений. Аналогичным образом, застройщики недвижимости строили и финансировали отдельно стоящие объекты коммерческой недвижимости на протяжении большей части 20 века на проектной основе. В обоих случаях кредиторы имели право регресса только на денежные потоки проекта.

После Второй мировой войны и необходимости восстановления большей части Европы правительства взяли на себя ответственность за финансирование развития инфраструктуры, в основном за счет налогов.

В 1970-х годах проектное финансирование начало развиваться в своей современной форме, отчасти в ответ на несколько крупных открытий природных ресурсов и частично в ответ на резкий рост цен на энергоносители и в результате чего возник спрос на альтернативные источники энергии. Бритиш Петролеум привлекла 945 миллионов долларов на проектной основе в начале 1970-х годов для разработки месторождения «Forties Field» в Северном море. Примерно в то же время, проект Freeport Minerals финансировал медный рудник Эртсберг в

Индонезии, а проект Conzinc Riotinto из Австралии финансировала медный рудник Бугенвиль в Папуа-Новой Гвинее.

К 1980-м годам рост экономики и населения, долговой кризис и другие факторы вызвали необходимость привлечения частного сектора к строительству инфраструктуры. Кроме того, дисциплина, которую приносит прибыль, была привлекательна для крупных предприятий⁷.

Масштабы этих проектов по отношению к балансам частных компаний означали, что обычное финансирование не могло быть использовано без серьезного риска для этих организаций. Поэтому проектное финансирование возникло как способ финансирования проектов с использованием высокого левериджа, обширных контрактов и без или с ограниченным использованием баланса компаний. Вместо кредитования под активы компании, как это происходит в корпоративном финансировании, кредитование осуществлялось под будущие денежные потоки актива, который размещался в отдельной проектной компании.

Использование проектного финансирования достигло своего пика в начале 1980-х годов, было профинансировано более 6000 крупных энергетических проектов по всему миру на сумму более 2,5 триллионов долларов США (Subramanian & Tung, 2016). Тогда Соединенные Штаты активизировали строительство новых электростанции. Сохраняющиеся высокие цены на электроэнергию побудили Конгресс США принять Закон о политике регулирования коммунального хозяйства (PURPA) от 1978 года как способ стимулирования инвестиций в альтернативные источники энергии (неископаемое топливо). PURPA создал основу для долгосрочных договорных обязательств, которые достаточно сильны, чтобы поддерживать проектное финансирование без права регресса для финансирования затрат на строительство. Этот закон требовал от местных коммунальных предприятий закупать всю продукцию у квалифицированных производителей электроэнергии по долгосрочным контрактам. Проектное финансирование стало

⁷ IPFA (International Project Finance Association) (2008), Introduction to Project Finance. <https://www.ipfa.org/>

предпочтительной структурой для финансирования новых генерирующих станций с долгосрочными договорами на покупку электроэнергии. Долевые инвесторы (известные как спонсоры) создавали новые компании для владения электростанциями и финансировали их с помощью долга без права регресса. Эти станции были известны как независимые производители электроэнергии (IPP).

Кроме того, правовая и нормативная структура проектного финансирования в Великобритании представлена в Инициативе частного финансирования, которая началась в 1992 году и привела к коммерциализации государственно-частного партнерства (ГЧП), а позднее, в 1999 году, уточнила структуру ГЧП посредством «Стандартизации контрактов ГЧП»⁸.

В развивающихся странах большая часть финансирования развития инфраструктуры поступала от правительства принимающей страны, многосторонних институтов и агентств экспортного финансирования. Однако уже в 1970-х годах, после ограничения государственного финансирования, частный сектор превратился в значительный источник финансирования инфраструктуры⁹, поскольку правительства признали роль частного сектора в разработке, строительстве и эксплуатации крупномасштабных инфраструктурных проектов¹⁰.

К концу 20-го века и в начале 21-го века проектное финансирование все больше расширяло свою деятельность по всему миру, поддерживая финансирование инфраструктуры (энергетика и электроэнергетика, горнодобывающая промышленность и природные ресурсы, нефть и газ, транспорт и телекоммуникации). Эта тенденция была подстегнута глобализацией, приватизацией и дерегулированием как в развитых, так и в развивающихся странах, и, согласно Международной ассоциации проектного финансирования, все больше признается, что частный сектор может играть

⁸ Allen, Grahame. (2003). The Private Finance Initiative (PFI). Economic policy and statistics section. https://www.researchgate.net/publication/289525295_The_Private_Finance_Initiative_PFI

⁹ Yves Alhouy and Reda Bousha, "The Impact of IPPs in Developing Countries – Out of the Crisis and into the Future," Public Policy For The Private Sector World Bank Note No. 162 (Dec. 1998).

¹⁰ Hoffman, Scott, L., The Law and Business of International Project Finance, Kluwer Law International, Netherlands, 2nd Edition, 2001.

динамичную роль в ускорении роста и развитии инфраструктурных проектов. Об этой тенденции свидетельствует тот факт, что в период с 1990 по 2003 год в инфраструктурные проекты по всему миру было инвестировано 890 миллиардов долларов США¹¹.

Географический и отраслевой охват проектного финансирования значительно расширился после широкомасштабной приватизации и дерегулирования ключевых промышленных секторов по всему миру¹².

Консервативным инвесторам было очень трудно увидеть какую-либо выгоду для себя в передаче компании крупной суммы капитала на неопределенный срок, и им пришлось убеждать себя в том, что изменения в политической и технологической среде отвечают их интересам, предоставляя компаниям «постоянный капитал». Преобразование коммерческой деятельности из последовательности «предприятие за предприятием» в непрерывный процесс потребовало изменения способа организации и финансирования бизнеса. Перед лицом современных нормативных и технологических изменений инвесторы вновь находят значительные преимущества в этом старомодном отношении и старомодном способе ведения бизнеса, который сопутствует ему. Если характер деятельности ориентирован на проект, а не на процесс, инвесторы считают, что им лучше пользоваться контрактными соглашениями с ограниченным сроком действия, чем корпорациями с неопределенным сроком действия.

Доля проектного финансирования на мировом рынке растет, и оно стало одним из инструментов инвестирования на развивающихся рынках. Этот рост был особенно активным в Азии, где объемы выросли на 57% по сравнению с 2008 годом и достигли нового максимума в 104,0 миллиарда долларов США в 2009 году, когда Индия впервые обогнала США в качестве наиболее значимого отдельного объекта¹³. В развивающихся экономиках проектное финансирование традиционно используется в горнодобывающих и нефтегазовых проектах,

¹¹ Esty, B. C. and Sesia, A. (2006) An Overview of Project Finance and Infrastructure Finance 2006 Update, Harvard Business School, Boston.

¹² Marco Sorge, The nature of credit risk in project finance, BIS Quarterly Review (Bank for International Settlements, Basel), December 2004, p. 92-93.

¹³ Megginson, W. L. 2010. Introduction to the Special Issue on Project Finance. Review of Financial, 19, 47-48.

поскольку эти типы проектов в основном финансируются за счет крупной иностранной валюты, что подходит для проектного финансирования, так как их продукция имеет глобальный рынок и цена выражается в твердой наличности.

В России, как было отмечено ранее, проектное финансирование применялось при строительстве Транссибирской магистрали в конце 19 века. В период Советской экономической модели проектное финансирование не использовалось, однако, как отмечает А. Смирнов, в 1980-х годах при реализации совместных проектов отечественными предприятиями и западными партнерами применялись принципы проектного финансирования, которые заключались в предоставлении союзными министерствами СССР гарантий на реализацию проекта с отечественной стороны в виде обеспечения.¹⁴ Иностранные компании разделяли риски реализации совместного проекта и гарантировали свою часть инвестированного капитала.

С исторической точки зрения, проектное финансирование стало использоваться в хорошо определенных секторах, имеющих две особенности:¹⁵

1. Захватенный рынок, созданный с помощью долгосрочных контрактов по заранее установленным ценам, подписанных крупными, финансово устойчивыми покупателями (оффтейкерами).

2. Низкий уровень технологического риска при строительстве заводов.

В этих секторах роль спонсора проекта всегда брали на себя крупные международные подрядчики/девелоперы и транснациональные корпорации нефтяной промышленности.

В 1980-х и 1990-х годах, напротив, эволюция проектного финансирования следовала двум различным тенденциям развития.

Первая заключалась в экспорте метода финансирования в развивающиеся страны; ее продвигали те же разработчики. Поскольку место на рынке в их родных странах постепенно сокращалось, эти предприниматели предложили

¹⁴ Смирнов А. Проектное финансирование: инструменты и технологии. М.: МАКС Пресс, 2013. 460 с.

¹⁵ Бутяга Владимир Витальевич. Современные особенности применения проектного финансирования в отрасли сжиженного природного газа в России: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10, 08.00.14 / Бутяга Владимир Витальевич; [Место защиты: Рос. ун-т дружбы народов].- Москва, 2008.- 127 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/655

проектное финансирование правительствам развивающихся стран в качестве быстрого способа достижения достойного уровня базовой инфраструктуры при большем участии частного капитала. Поддержка, оказываемая экспортно-кредитными агентствами в странах базирования подрядчиков и транснациональных корпораций, сыграла ключевую роль в процессе развития техники проектного финансирования.

Вторая тенденция на рынке проектного финансирования возникла в тех промышленно развитых странах, которые первоначально опробовали этот метод в более традиционных секторах. Фактически, эти страны начали использовать проектное финансирование как забалансовую технику для реализации:

— Проектов с меньшим (или менее эффективным) покрытием рыночных рисков; примеры можно найти в секторах, где нет единого крупного покупателя, таких как платные дороги, развлекательные центры и городские парковки.¹⁶

— Проектов, в которых государственная администрация участвует в продвижении работ на благо общества. Во многих случаях такие работы не могут окупить инвестиционные затраты, покрыть операционные расходы или обслуживание долга по рыночным ценам. Поэтому такие проекты должны в определенной степени субсидироваться за счет государственных грантов. В некоторых странах (Великобритания является лидером в Европе) проектное финансирование очень часто применяется при проведении общественных работ через программу под названием «Инициатива частного финансирования» (PFI).

Рисунок 1 обобщает эти моменты. Ячейка 2 относится к лучшим примерам инициатив проектного финансирования; фактически, именно здесь зародилась данная методика. Две стрелки, направленные к ячейкам 1 и 3, указывают на рыночные тенденции, которые находятся в процессе развития. Обратите внимание, что в ячейке 4 показана комбинация рисков, которая не подходит для проектного финансирования.

¹⁶ UNCTAD. (2012). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2012_ru.pdf.

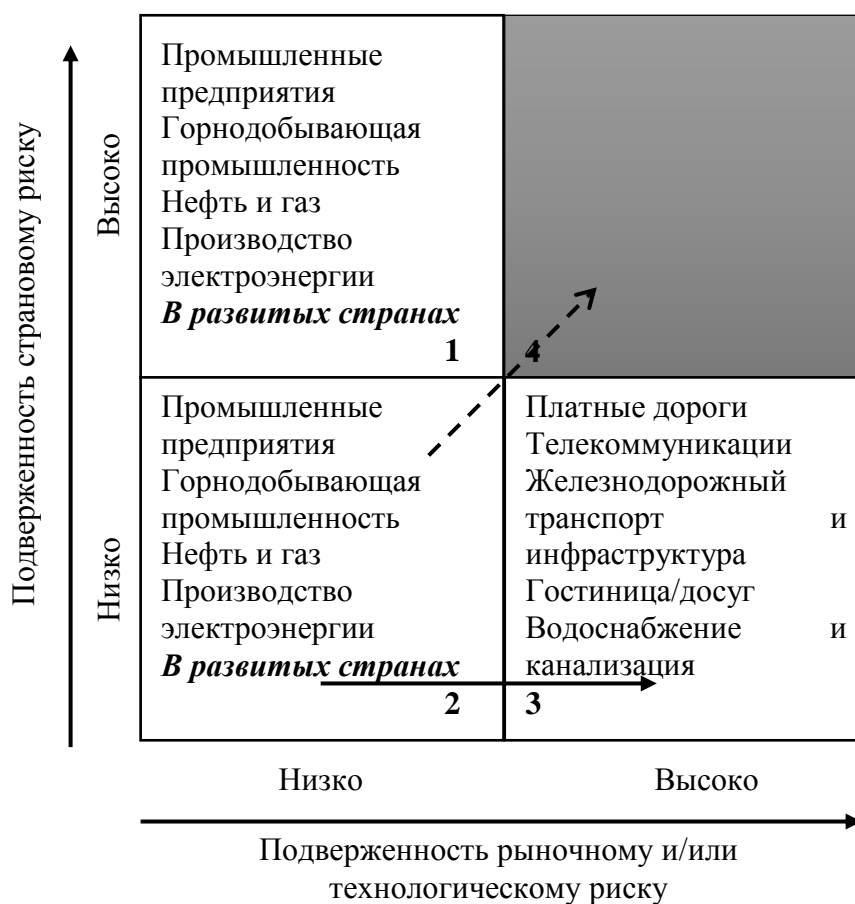


Рисунок 1. Эволюция рынка проектного финансирования по типам рынков и лежащим в их основе рискам¹⁷

Фактически, высокая неопределенность, чрезвычайно жесткая структура контракта и высокий финансовый рычаг затрудняют быстрое реагирование руководства или адаптацию к изменениям. В таких случаях более подходящим решением является кредит на корпоративное финансирование.

Матрица, представленная на рисунке 1, важна и с другой точки зрения: она позволяет нам точно определить сектора, в которых применяется проектное финансирование, в зависимости от способности инициативы покрыть сопутствующие расходы и инвестиции за счет притока денежных средств. В частности, отметим, что в секторах, перечисленных в ячейках 2 и 1, рассматриваемый продукт может быть продан по рыночным ценам на основе долгосрочных контрактов (соглашений «бери или плати» или соглашений о

¹⁷ Составлено автором по результатам исследования

поглощении). Для проектов в ячейке 3, с другой стороны (за исключением гостинично-развлекательных комплексов и телекоммуникаций), установление рыночной цены, которая может принести спонсорам адекватную прибыль, обычно затруднено. Эти инициативы относятся к товарам/услугам с большими внешними эффектами (например, управление системой водоснабжения или городское и социальное развитие районов, где планируется строительство дорог) или к товарам/услугам, связанным с потребностями населения в целом, стоимость которых значительно влияет на сегменты с низким уровнем дохода (например, здравоохранение).¹⁸

В этих ситуациях, если полностью доверить проект частному сектору, некоторые люди не смогут воспользоваться услугами, предлагаемыми в рамках реализации данной инициативы. Это приводит к необходимости государственного финансирования в форме взносов на проведение работ, которые могут смягчить инвестиционные затраты частных спонсоров и, соответственно, уровень цен или сборов, выплачиваемых конечными пользователями. В этой связи среди операторов довольно широко используется классификация, которая проводит различие между инициативами проектного финансирования, которые полностью самофинансируются (т.е. проектное финансирование в строгом смысле), и теми, которые частично самофинансируются. В первом случае оценка основывается на надежности договорной базы и контрагентов. Во втором случае, помимо этих факторов, банковская надежность в значительной степени зависит от уровня предоставляемых государственных грантов.

Последний комментарий к матрице на рис. 1 должен касаться более традиционных секторов проектного финансирования, включенных в ячейку 2. Как уже упоминалось ранее, в последние 30 лет такие сектора, как энергетика и электроэнергетика, нефтегазовая промышленность, горнодобывающая промышленность и промышленность, считались самыми безопасными сферами для инвесторов, готовых направить ресурсы на инвестиции в инфраструктуру.

¹⁸ UNCTAD. (2012). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2012_ru.pdf.

Сочетание низкого странового риска (проекты разрабатывались в странах с развитой экономикой и высокой политической стабильностью) и низкой подверженности технологическому риску гарантировало стабильный и предсказуемый поток денежных средств в течение длительного периода времени. Однако последние изменения на рынке инфраструктуры ослабили условия, которые когда-то делали эти сектора предпочтительным выбором для проектного финансирования¹⁹.

Прежде всего, уже опровержено, что эти сферы рынка защищены от технологических рисков. Возобновляемая генерация в энергетическом секторе в сочетании с растущей доступностью решений для хранения энергии ставят под серьезный конкурентный удар традиционные генераторы, работающие на ископаемом топливе. Более того, все еще не реализованный потенциал электромобилей создает серьезные проблемы для коммунальных предприятий, работающих в нефтегазовом секторе. Многие давно существующие компании ограничивают свои инвестиции в традиционные сегменты бизнеса и пытаются диверсифицироваться в сторону более чистых технологий²⁰.

Второй момент, который необходимо принять во внимание, — это общественная оппозиция, которая постепенно растет во всем мире по отношению к тому, что считается экологически небезопасным бизнесом. Осведомленность общественности о воздействии инфраструктурных проектов на окружающую среду повышает вероятность того, что проект станет объектом протеста общественности. В некоторых случаях это может привести к изменению законодательства и возможному дефолту инициативы.

И последнее, но не менее важное: после принятия в 2015 году Парижского соглашения об ограничении глобального потепления до 2°C к 2050 году многие страны начали вводить политические меры, наказывающие традиционные

¹⁹ See Blackrock (2016), *Adapting Portfolios to Climate Change—Implications and Strategies for all Investors*, Blackrock Investment Institute, September; Rubel, H., Pieper, C., Zenneck, J., Sunak, Y., 2017. *How Batteries and Solar Power Are Disrupting Electricity Markets*, BCG Perspectives, January

²⁰ The situation is similar in the transportation sector where traditional utilities must rethink their business models and underlying technologies to adapt to climate change and adverse weather conditions. See OECD (2017), *Adapting Transport to Climate Change and Extreme Weather Implications for Infrastructure Owners and Network Managers*, Paris.

коммунальные предприятия и стимулирующие более чистые экологические решения. В целом, сочетание повышенного технологического риска, риска изменения законодательства и политического отношения к традиционным коммунальным предприятиям размывает границы между четырьмя ячейками матрицы. То, что мы считаем безопасным сектором для проектного финансирования сегодня, может стать совершенно другим в течение очень короткого периода времени, с очевидными последствиями для инвесторов в инфраструктуру, которые должны принять решение об оптимальном перспективном распределении активов.

Проведя ретроспективный обзор этапов, стадий и трансформаций механизма проектного финансирования можно сформировать следующую периодизацию развития института проектного финансирования на рисунке 2.

На протяжении многих столетий проектное финансирование развивалось хаотично и не формализовано в отличие от других механизмов фондирования предпринимательства. Лишь во второй половине 20 века данная сфера финансовых отношений обрела полноценные институциональные особенности и критерии в своей идентификации как финансового механизма и продукта на глобальном финансовом рынке.

Сегодня проектное финансирование охватывает широкий спектр секторов, включая не только энергетику, но и другие основные инфраструктурные проекты, такие как мосты, туннели и платные дороги. Проектное финансирование также используется для финансирования долгосрочных объектов здравоохранения, таких как больницы. Кроме того, технологические и телекоммуникационные компании открыли для себя проектное финансирование как средство финансирования центров обработки данных, вышек сотовой связи и других инвестиций. Проектное финансирование как дисциплина развилось в различные подкатегории, такие как финансирование инфраструктуры, финансирование государственных проектов и другие, каждая из которых имеет свою собственную экосистему консультантов, спонсоров, консультантов и финансовых учреждений.

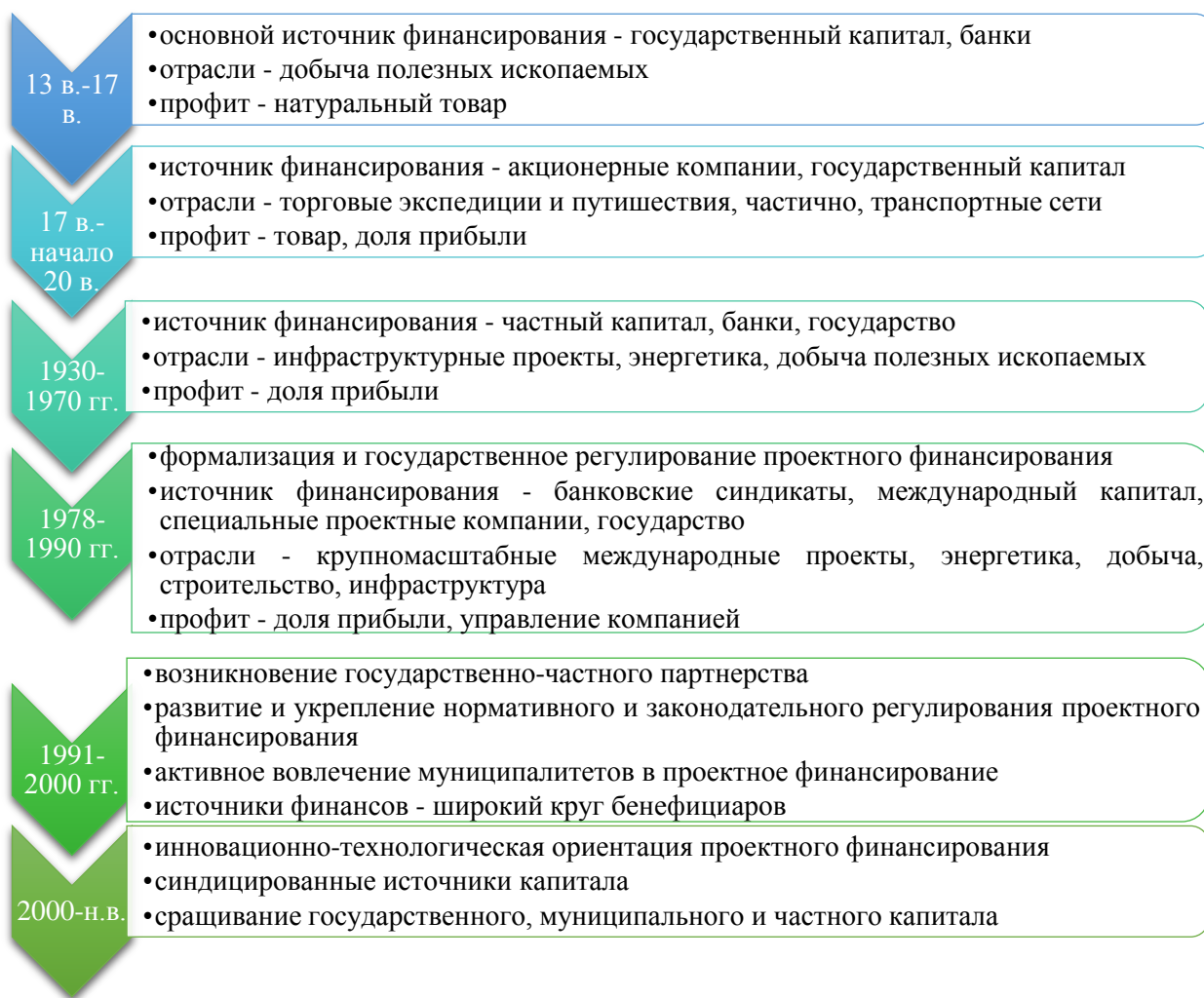


Рисунок 2. Периодизация и особенности проектного финансирования в процессе своего исторического развития²¹

Благодаря современным технологиям обработки информации набор видов деятельности, для которых мы можем осуществлять индивидуальный проектный учет с разумными затратами, быстро расширяется. Исключения все больше сводятся к тем случаям, когда между различными частями компании существует неоспоримый синергетический эффект. Способность составлять и исполнять контракты по разумной цене также улучшается.

Новые технологии также увеличивают число случаев, когда небольшие автономные предприятия конкурируют с их крупными интегрированными холдингами. Поэтому количество возможностей воспользоваться

²¹ Составлено автором по результатам исследования

преимуществами проектного финансирования будет расти по мере того, как мы будем вступать в «цифровой век».

Новые технологии также открывают широкие возможности для проектного финансирования. Прецеденты, созданные автоматизированными гидроэлектростанциями и независимыми заводами, имеют широкие последствия. Например, проектное финансирование идеально подходит для финансирования гибких региональных заводов, производящих разнообразные товары для местного рынка.

1.2 Концепция проектного финансирования в современных экономических системах: дефиниция, специфика и структурно-функциональные особенности

В традиционной литературе утверждается, что экономический рост определяется в основном количеством капитала как ключевой детерминантой финансового развития, т.е. финансовое развитие приведет к увеличению капитала, что, в свою очередь, приведет к экономическому росту. Однако Шумпетер утверждал, что финансы стимулируют рост не за счет создания большего капитала (путем увеличения сбережений), а скорее за счет улучшения распределения сбережений, т.е. улучшения качества капитала²².

Мертон и Боди определили основную функцию финансовых систем как облегчение и распределение ресурсов в пространстве и времени в условиях неопределенности²³. Левин и Зервос проанализировали эту главную функцию и разделили ее на пять способов, с помощью которых финансовые рынки могут способствовать повышению качества капитала^{24,25}. Во-первых, финансовые рынки

²² Schumpeter, J. 1911. *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Duncker & Humblot.

²³ Merton, R. & Bodie, Z. 1995. A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment. In Crane, D.B., Froot, K.A., Mason, S.P., Perold, A., Merton, R.C. et al. (eds.), *The global financial system: A functional perspective*. Boston: Harvard Business School Press.

²⁴ Levine, R. 2004. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. Working Paper 10766. National Bureau of Economic Research. Cambridge.

способствуют торговле, хеджированию, диверсификации портфелей и объединению рисков с помощью различных инструментов и механизмов, таких как страховые продукты и пенсионные фонды. Во-вторых, развитые финансовые рынки улучшают доступ к капиталу и улучшают распределение капитала. Это приведет к снижению финансовых ограничений, а также к снижению стоимости капитала. В-третьих, финансовые рынки способствуют внедрению и обеспечению надлежащего корпоративного управления и контроля, что позволяет решать проблемы информационной асимметрии и агентских издержек. В-четвертых, финансовые рынки мобилизуют сбережения и способствуют объединению средств. Наконец, финансовые рынки способствуют производству и обмену товарами и услугами.

Однако страны с формирующейся экономикой и развивающиеся страны сталкиваются с проблемой увеличения своего экономического роста, в то время как они все еще развивают, реформируют и совершенствуют свои финансовые системы. Одним из способов достижения этой цели является импорт финансов в форме международного движения капитала. Международный капитал может увеличить количество капитала, снизить стоимость капитала и, при правильной структуре, увеличить масштабы диверсификации рисков²⁶. Однако на развивающихся рынках важно сохранять и фокусироваться на качестве капитала, а не на его количестве. Также необходимо должным образом учитывать рискованность и стоимость иностранного капитала, чтобы это не пошло во вред развивающимся экономикам.

После того, как была установлена история проектного финансирования и продемонстрированы потребности рынка, которые привели к появлению этих финансовых структур, необходимо дать определение проектного финансирования.

²⁵ Levine, R. & Zervos, S. 1996. Stock markets development and long-run growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.

²⁶ Kleimeier, S. & Versteeg, R. 2010. Project finance as a driver of economic growth in low-income countries. *Review of Financial Economics*, 19(2), 49–59.

Единого согласованного определения для проектного финансирования в мировой научной литературе не существует.

Модель проектного финансирования структурируется в соответствии со спецификацией проекта, а процесс возврата финансов зависит от денежных потоков и активов завершенного проекта. Ее структура основана на жизнеспособности проекта, а не на финансовом состоянии спонсора²⁷. Операции проектного финансирования характеризуются такими структурными элементами, как: (а) различные формы инвестиций, (б) различные участники, включая правительства, и (в) совокупность выгод и рисков.²⁸ В схеме проектного финансирования в основном участвует юридически независимая проектная компания, обычно созданная другой существующей компанией в коммерческом секторе, которая строит и эксплуатирует инфраструктуру или актив²⁹.

Существует два основных типа проектного финансирования: проектное финансирование без права регресса и проектное финансирование с ограниченным правом регресса. Эти типы проектного финансирования гарантируют, что структура кредита основана в первую очередь на денежном потоке проекта для погашения, а доли, права и активы проекта используются только в качестве вторичного обеспечения³⁰.

Например, Финнерти определяет проектное финансирование как привлечение средств для финансирования экономически обособленного проекта капитальных вложений, в котором поставщики средств рассчитывают в первую очередь на денежный поток от проекта как источника средств для обслуживания своих кредитов и обеспечения возврата и доходности своего капитала, вложенного в проект³¹.

²⁷ Benoit, P. 1996. Project Finance at the World Bank - An Overview of Policies and Instruments. Washington: The International Bank for Reconstruction and development, The World Bank.

²⁸ Суэтин А.А. Проектное финансирование // Современные технологии управления, 2012. - №12(24). - № рег. статьи 0421200170/. - Режим доступа к журн.: <http://sovman.ru>

²⁹ Sorell, T. 2008. Project Financing in Developing Countries, New Corporate Social Responsibility, Human Rights, and Multinationals. Essex Human Rights Review, 5, 1-9.

³⁰ Annamalai, T. R. & Jain, N. 2013. Project Finance and Investments in Risky Environments: Evidence from the Infrastructure Sector. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 18, 251-267.

³¹ Finnerty, John D., 1996, Project Finance: Asset-Based Financial Engineering (John Wiley & Sons, New York, N.Y.).

В то время как Невитт и Фабозци определяют его как финансирование конкретной экономической единицы, при которой кредитор изначально рассматривает денежные потоки и доходы этой экономической единицы как источник средств, из которых будет погашаться кредит, а также активы экономической единицы как обеспечение кредита³².

В дополнение к указанным определениям о конкретике и обособленности финансируемого объекта, следует отметить его целевой характер, который выступает важной составляющей проектного финансирования, как отмечают В. Катасонов, М. Петров и Д. Морозов³³, а также М. Аликаева³⁴.

Хотя ни в одном из определений не используется термин «долг без права регресса» (т.е. погашение долга происходит за счет самого проекта, а не за счет какой-либо другой организации), оба признают, что это важнейшая характеристика проектного финансирования.

Проектное финансирование часто использовалось для финансирования инвестиций в капиталоемкие отрасли промышленности, такие как горнодобывающая, нефтегазовая и энергетическая³⁵³⁶. Однако в последние годы оно стало использоваться для финансирования проектов экономической инфраструктуры, таких как телекоммуникации, транспорт и социальная инфраструктура, например, школы, тюрьмы и места отдыха. Инфраструктуру, созданную с использованием проектного финансирования, часто называют государственно-частным партнерством (ГЧП), когда организации частного сектора заключают контракты на финансирование и реализацию проектов, которые до сих пор обеспечивало правительство.

Одно из самых ранних определений проектного финансирования принадлежит Шаху и Такору³⁷. Они определили проектное финансирование как

³² Nevitt, P.K., and FJ. Fabozzi, 2000, Project Financing, 7th edition, Euromoney Books (London, U.K.).

³³ Катасонов В., Морозов Д., Петров М. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России. М.: Анкил, 2001. 308 с.

³⁴ Проектное финансирование / М. В. Аликаева, М. Б. Ксанаева, Б. В. Казиева [и др.]. – Нальчик : Кабардино-Балкарский государственный университет им. Х.М. Бербекова, 2019. – 135 с.

³⁵ Yescombe, E.R., 2014. Principles of project finance, 2nd ed., MA: Academic Press

³⁶ Sawant, R.J., 2010. The economics of large-scale infrastructure FDI: The case of project finance. Journal of International Business Studies, 41(6), pp.1036–1055.

³⁷ Shah, S. & Thakor, A. V, 1987. Optimal capital structure. Journal of economic theory, 243(42), pp. 209–243.

договоренность, при которой проект регистрируется отдельно, чтобы изолировать его денежные потоки и обеспечить возможность независимой оценки проектов. Аналогично, Гатти определил проектное финансирование как структурированное финансирование одного экономического актива через компанию специального назначения, созданную спонсорами с использованием акционерного капитала и долгового капитала кредиторов, которые должны полагаться на денежный поток проекта как основной источник погашения кредита и активы в качестве залога³⁸. Дж. Финнерти также описывает проектное финансирование как включение капитальных инвестиций в качестве отдельной организации с акционерным и заемным капиталом, при этом погашение кредита структурируется в соответствии с характеристиками денежного потока проекта³⁹.

М.И. Ример в своем определении проектного финансирования отмечает роль банка, как кредитора и как одного из собственников создаваемой под реализацию проекта отдельной предпринимательской единицы⁴⁰.

Важным аспектом является не только акцентирование внимания на отдельной компании, создаваемой в качестве локомотива реализации проекта, но и отдельных активах, которые также выступают обособленным элементом инвестирования, с которых в будущем ожидается генерирование денежных потоков⁴¹.

Кредиторы могут полагаться только на денежные потоки для возмещения и на активы проекта в качестве залога. Определения Дж. Финнерти и С. Гатти подчеркивают способность сторон разрабатывать финансирование на основе эволюции денежных потоков проекта, что, в свою очередь, гарантирует, что обслуживание долга не угрожает жизнеспособности проекта.

Йескомб представляет несколько иную точку зрения, подчеркивая важность детальной оценки проектных рисков и их последующего распределения между

³⁸ Gatti, S. 2013. Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects, 2nd ed., Cambridge: Academic Press

³⁹ Finnerty, J.D., 2013. Project financing: Asset-based financial engineering, 3rd ed., New Jersey: John Wiley & Sons. Inc.

⁴⁰ Экономическая оценка инвестиций: учеб. / под ред. М. Римера. 5-е изд., перераб. и доп. СПб.: Питер, 2014. 432 с.

⁴¹ Баринов А. Проджэкт файненсинг. Технологии финансирования инвестиционных проектов: Практикум. М.: Ось-89, 2009. 432 с.

сторонами договора. По мнению автора, проектное финансирование — это метод привлечения долгосрочного долгового финансирования для крупных проектов посредством «финансового инжиниринга», основанный на кредитовании под денежные потоки, генерируемые только проектом; он зависит от детальной оценки строительных, операционных и доходных рисков проекта и их распределения между инвесторами, кредиторами и другими сторонами посредством договорных и иных соглашений. Хотя определение Йескомба имеет сходство с предыдущими, он также расширяет определение, чтобы охватить оценку и распределение рисков, что является важнейшим аспектом этих финансовых соглашений.

В. Геращенко, характеризуя проектное финансирование в своей дефиниции концентрирует внимание на таком базовом элементе как качественный анализ широкого диапазона рисков различной природы: эндо- и экзогенного свойства⁴². Сама модель организации и реализации проектного финансирования должна строиться исключительно на качестве риск-менеджмента и последующем распределении этих рисков между субъектами финансирования проекта.

Чан и др. утверждают, что на выбор механизма финансирования часто влияет риск проекта, и наиболее подходящим механизмом является тот, который в конечном итоге лучше всего управляет риском проекта (распределение конкретного риска между сторонами, которые лучше всего подходят для управления/снижения риска)⁴³.

По своей сути проектное финансирование направлено на крупномасштабные, сложные проекты (часто связанные с инфраструктурой) со значительными рисками и информационной асимметрией. Сделки проектного финансирования характеризуются высоким левэриджем, т.е. относительно низким уровнем собственного капитала (предоставляемого спонсорами проекта) по сравнению с высоким уровнем долга. Заемные средства предоставляются в форме

⁴² Геращенко В. Инвестиционно-банковский бизнес: зарубежный опыт и Россия. / статья в монографии А. Смирнова Проектное финансирование: инструменты и технологии. М.: МАКС Пресс, 2013. С. 3-10.

⁴³ Chan, C., Forwood, D., Roper, H., & Sayers, C. 2009. Public Infrastructure Financing - An International Perspective. Productivity Commission Staff Working Paper, March 2009.

кредитов с ограниченным или полным правом регресса. Операции проектного финансирования также направлены на распределение рисков (строительных, эксплуатационных, спроса, цены и т.д.) между сторонами, которые лучше всего приспособлены для управления и снижения рисков

Гарденер и Райт подчеркивают использование высокого левеиджа в проектном финансировании. Они определяют проектное финансирование как финансирование проекта капитальных инвестиций посредством предоставления ограниченной или безрегрессной ссуды проектной компании с расчетом на то, что выплаты будут производиться за счет доходов от проекта⁴⁴. Величина левеиджа может варьироваться в зависимости от страны и действующих юрисдикций. В сложившейся мировой практике проектного финансирования удельный вес заемного капитала значительно выше собственных источников финансирования проекта, что находится в диапазоне от 65% до 75%^{45,46}. В российской системе права данный показатель может составлять до 80% в структуре общего капитала.

Проектное финансирование легко определить концептуально, поскольку существуют четкие характеристики, на которые можно указать, такие как крупные капиталовложения, отдельная проектная компания и денежный поток, обслуживающий долг⁴⁷. Однако на практике, когда необходимо провести различие между проектным финансированием и другими формами финансирования, становится очевидным, что между этими различными областями существует значительное дублирование.

Примером того, как это стало проблемой, является соглашение Базель II. Изначально Базель II предполагал установление более высоких весовых коэффициентов риска для проектного финансирования. Консорциум различных международных банков был сформирован для того, чтобы оспорить это, проведя исследование с целью определить, являются ли кредиты проектного

⁴⁴ Gardner, D. & Wright, J., 2011. Project finance. HSBC Global Banking and Markets, pp.1–13.

⁴⁵ Woody W.B., Pourian H. Risk Assessment and Options in Project Finance: A P&L Index for Project Decisions. Project Management Journal, 1992, vol. 23, iss. 4, pp. 21–28.

⁴⁶ Швед А.А. Анализ проектного финансирования в зарубежных странах // Мировая экономика: проблемы безопасности. 1/2022. С. 126—133.

⁴⁷ Esty, B. C. and Sesia A. (2003a) Basel II: Assessing the Default and Loss Characteristics of Project Finance Loans, Harvard Business School, Boston, February 14, 2003.

финансирования более рискованными, чем кредиты корпоративного финансирования. Для проведения сравнения необходимо было определить, что такое проектное финансирование.

В итоге они использовали следующее определение: «проектная компания – это группа соглашений и контрактов между кредиторами, спонсорами проекта и другими заинтересованными сторонами, создающая форму организации бизнеса, которая будет выпускать конечную сумму долга на момент создания; будет работать в сфокусированном направлении бизнеса; и будет требовать, чтобы кредиторы смотрели только на конкретный актив для генерирования денежного потока в качестве единственного источника выплаты основной суммы и процентов и обеспечения»[там же].

Профессор Бенджамин Эсти из Гарвардской школы бизнеса предлагает альтернативное и несколько более простое определение, которое звучит следующим образом: «Проектное финансирование предполагает создание юридически независимой проектной компании, финансируемой за счет собственного капитала одной или нескольких спонсорских фирм и долга без права регресса с целью инвестирования в капитальный актив»⁴⁸.

Хотя эти и другие определения имеют много общего в формулировании определяющих характеристик проектного финансирования, между ними есть важные различия, такие как:

- Когда выпускается долг: на начальном этапе или нет;
- Характер бизнеса: является ли он целенаправленным или нет;
- Наличие собственного капитала от спонсорских фирм и характер долга без права регресса, являются ли активы проекта единственными активами, под которые берется кредит, или могут быть включены другие активы или гарантии.

Как упоминалось ранее, проектное финансирование является относительно новой областью академических исследований, поэтому, несмотря на то что

⁴⁸ Esty, B. C. (2004) Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance, *European Financial Management*. 10, (2), 213–224.

концептуально его легко понять, общепринятое определение еще не сформулировано. Различия между определениями могут быть очень разными. Определение Эсти, приведенное выше, фокусируется на характеристиках долга без права регресса, создании конкретной проектной организации как отдельной юридической структуры и инвестициях в капитальные активы. Однако в статье в *Wall Street Journal*, на которую ссылается Пацель и др., в 2001 году проектное финансирование определялось как «термин, который обычно относится к деньгам, одолженным для строительства электростанций и нефтеперерабатывающих заводов»[там же].

Развитие экономической мысли относительно идентификации содержания проектного финансирования привело к слиянию разнохарактерных понятий. В научной и практической литературе встречаются определения, которые проводят параллель между проектным финансированием и проектным кредитованием⁴⁹⁵⁰, а также между проектным финансированием и инвестированием проекта⁵¹. В конечном итоге, как справедливо отмечает В.О. Титов⁵², некоторые подходы к определению проектного финансирования приводят к размытию его сущности и сравнению с типичным процессом финансирования проекта, без привязки к фундаментальным принципам проектного финансирования как института, сложившегося исторически. Э. Йескомб также подчеркивает ключевые отличия между проектным финансированием и финансированием проекта на определенные цели⁵³.

Во-первых, проектное финансирование не может быть синонимом кредитования по ряду причин: исходя из дефиниций выше, существует ряд источников проектного финансирования (акционерный капитал, государственное финансирование, банковское кредитование, собственные частные средства инвесторов), которые могут быть использованы в одном проекте; разделение

⁴⁹ Moody's Investors Service Default and recovery performance of unrated project finance bank loans. January, 2012.

⁵⁰ Шенаев В., Ирнязов Б. Проектное кредитование: зарубежный опыт и возможности его использования в России. М.: АО «Консалтбанкир», 1996. 120 с.

⁵¹ Москвин В. Кредитование инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2001. 240 с.

⁵² Титов, В. О. Предпосылки возникновения и эволюция механизма проектного финансирования // Ученые записки Санкт-Петербургского университета управления и экономики. – 2014. – № 2(46). – С. 43-64.

⁵³ Йескомб, Э.Р. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб; перевод с английского И.В. Васильевской. – Москва : Альпина Паблишер, 2015. – 408 с. –

рисков между субъектами финансирования (при кредитовании это исключено); создание специальной проектной компании. Во-вторых, проектное финансирование совершенно не одно и то же, что и инвестирование или финансирование проекта. Так как там имеются практически те же отличия. Эволюция развития модели проектного финансирования выделила данную категорию в отдельный механизм, который имеет схожесть в различных частных аспектах прочих финансовых продуктах и общие черты с ними, но является самобытным по своей природе.

Одним из основных преимуществ проектного финансирования является забалансовое финансирование, которое не влияет на кредитоспособность акционеров, но вместо этого перекладывает большую часть проектного риска на кредиторов, которые в обмен получают более высокую маржу доходности, чем обычные корпоративные кредитные институты⁵⁴. Это приводит к тому, что кредиторы основывают свое решение на общей репутации спонсора, а не на его балансе. Модель проектного финансирования также предлагает более прозрачные и эффективные варианты для стран, стремящихся привлечь частное участие в экономической деятельности и инвестициях. Риски и прибыль несет не только спонсор, но и другие инвесторы, такие как квазиакционерные инвесторы, держатели акций, правительство и поставщики долговых обязательств.

Помимо таких важных элементов проектного финансирования как дифференцированность источников финансирования и обязательность риск-менеджмента, многие ученые выделяют в качестве отдельного элемента проектную компанию, как выше отмечали Гатти, Эсти, Финнерти и другие. Отечественные ученые в области проектного финансирования подчеркивают, что создание обособленной проектной предпринимательской единицы является ключевым объектом в процессе реализации механизма проектного финансирования⁵⁵. Данная единица является центром притяжения финансовых

⁵⁴ World Bank Group, 2016. *ppp.worldbank.org*. [Online] Available at: <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/projectfinance-concepts>

⁵⁵ Ратнер С. Финансирование проектов в области альтернативной энергетики и энергоэффективности: международный опыт и российские реалии // *Финансы и Кредит*. 2013. №24. С. 7-15.

источников, которые перераспределяются на комплекс процессов и операций по реализации проекта.

Одной из особенностей проектной компании выступает мобилизация интегрированного разнопотокового капитала в одном субъекте управления и перераспределения, как отмечает И.А. Никонова, используя термин мультиинструментальная форма финансирования, такая модель позволяет обеспечивать проект будущими денежными потоками от его последующей реализации⁵⁷. Ожидаемый профит будет иметь столь же дифференцированный характер распределения между субъектами финансирования, как и сами мобилизованные источники, погашая долговые обязательства кредиторам и выплачивая вознаграждения инвесторам.

Эти определения подчеркивают следующие особенности проектного финансирования. Во-первых, оно подразумевает создание отдельного юридического лица (специализированной организации – SPV или проектной компании) для осуществления инвестиций отдельно от спонсоров. Срок существования SPV обычно ограничен и совпадает со сроком жизни проекта. Спонсоры совместно с SPV проводят комплексную оценку рисков и доходности проекта для определения экономической, технической, финансовой и юридической целесообразности. После этого риски управляются посредством различных контрактов между SPV и его контрагентами⁵⁸. Для обеспечения финансирования проекта обращаются к кредиторам. Кредиторы оценивают проектную документацию и контракты, чтобы определить уровень риска и сумму долга, которую они готовы предоставить SPV. Заемный капитал обычно выше по сравнению с собственным капиталом спонсора, часто составляя от 70% до 100% от общей стоимости проекта^{59,60}. Долговой капитал предоставляется на

⁵⁶ Шуркалин А. Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования // Финансовый менеджмент. 2003. № 2. С. 56-62.

⁵⁷ Никонова, И.А. Проектный анализ и проектное финансирование / И.А. Никонова. – Москва : Альпина Паблишер, 2012. – 154 с.

⁵⁸ Corielli, F., Gatti, S. & Steffanoni, A., 2010. Risk shifting through nonfinancial contracts: effects on loan spreads and capital structure of project finance deals. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(7), pp.1295–1320.

⁵⁹ Sorge, M. & Gadanecz, B., 2008. The term structure of credit spreads in project finance. *International Journal of Economics and Finance*, 13(1), pp.68–81.

⁶⁰ Esty, B.C., 2003. The economic motivations for using project finance. Harvard Business School Mimeo, pp.1–42.

ограниченной или безрегрессной основе через синдицированный кредит. Проектное финансирование является одной из форм синдицированного кредита и в некоторых отношениях отличается от других типов кредитов. Клеймайер и Меггинсон в своей работе документально подтверждают эти различия, показывая, что кредиты проектного финансирования обычно имеют более длительный срок погашения, гарантии третьих лиц и, скорее всего, предоставляются более рискованным заемщикам⁶¹. Синдикат банков в проектном финансировании также ближе по отношению к другим видам кредитов, причем большинство этих кредитов выдается отраслям, богатым ресурсами, таким как нефтегазовая промышленность, коммунальные услуги и недвижимость. В обмен на повышенную подверженность проектным рискам кредиторы требуют большего контроля и мониторинга проекта, чем при обычном корпоративном долговом финансировании.

Определения и принципы проектного финансирования, как таковые, писались с 1980 года и изложены в «Essential Elements of Project Finance» (в переводе – «Основные элементы проектного финансирования»)⁶², «Проектное финансирование: Создание инфраструктурных проектов на развивающихся рынках»⁶³, «Проектное финансирование: Инструменты и методы»⁶⁴.

Таким образом, проектное финансирование как механизм финансирования может быть реализовано на неразвитых финансовых рынках, где оно, благодаря перечисленным выше характеристикам, будет имитировать и «искусственно создавать» хорошо развитые финансовые рынки.

Проектное финансирование может быть полезным механизмом финансирования на слаборазвитых финансовых рынках, поскольку оно способно искусственно создать хорошо развитые финансовые рынки. Однако для успеха проектного финансирования необходима сильная нормативно-правовая среда, так

⁶¹ Kleimeier, S. & Megginson, W. L., 2000. Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13: pp.75–87.

⁶² Wynant, L. (1980) *Essential Elements of Project Finance*, Harvard Business Review, May- June, pp. 165-173.

⁶³ Fitzgerald, P.F. and Machlin, B.N. (2001) *Project Financing: Building Infrastructure Projects in Developing Markets*, Practising Law Institute (New York, NY).

⁶⁴ Frame, J. D. (2003) *Project Finance: Tools and Techniques*, University of Management and Technology (UMT) Press (Arlington, VA).

как контракты должны исполняться, а верховенство закона поддерживаться. Каманга пришел к выводу, что надлежащее управление, особенно верховенство закона, имеет решающее значение для привлечения инвесторов частного сектора к сделкам по проектному финансированию⁶⁵. По сравнению с корпоративным финансированием, проектное финансирование обеспечивает большую доступность финансирования и снижает риск проекта. Это делает его привлекательным альтернативным механизмом финансирования, особенно в развивающихся странах и странах с формирующейся рыночной экономикой с низким уровнем финансового развития⁶⁶.

Проектное финансирование тесно связано с предоставлением долгосрочного финансирования, которое поддерживает будущий экономический рост. Группа 30 выдвинула четыре принципа предоставления долгосрочного долга⁶⁷. Во-первых, финансовые системы должны быть разработаны таким образом, чтобы объединить индивидуальные и корпоративные сбережения в адекватное финансирование с более долгосрочными сроками погашения. Это может включать пенсионные фонды и страховые продукты. Во-вторых, долгосрочное финансирование должны предоставлять учреждения с более долгосрочными горизонтами финансирования. В-третьих, должен быть доступен ряд финансовых инструментов для поддержки долгосрочных инвестиций. Наконец, эффективная глобальная финансовая система, включая регулирование, должна способствовать стабильным трансграничным потокам долгосрочного финансирования для содействия экономическому росту.

Теоретический обзор научной литературы показал, что большинство ученых сходятся во мнении относительно таких признаков проектного финансирования, как различные источники капитала, проектная компания, распределение прибыли и качество оценки рисков. При этом следует отметить, что существуют разногласия по вопросу распределения риска и его принятия кредиторами. В

⁶⁵ Kamanga, H.B. 2008. The role of governance in using project finance as a contract for the delivery of infrastructure in Africa. Research report presented in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters in Development Finance at the University of Stellenbosch Business School, Bellville, South Africa.

⁶⁶ Ahmed, P.A. and Fang, X. 1999. Project Finance in Developing Countries. International Finance Corporation.

⁶⁷ Long-term Finance and Economic Growth. 2013. Group of Thirty. Washington: USA.

данном случае речь идет о такой категории проектного финансирования как наличие или отсутствие регресса, о чем говорилось в начале пункта, где ученые Т. Аннамалай и Н. Джейн выделяли две такие формы.

Обзор истории развития проектного финансирования показал, что первоначально право регресса на капитал, вложенный в реализацию проекта, отсутствовало. В конце 20 века, в период формализации института проектного финансирования в США законодательно регулировались взаимоотношения между кредиторами и проектной компанией без права регресса. Именно поэтому, рассмотренные выше ученые, такие как Б. Этси, Дж. Райт, Д. Гарднер, С. Чан, С. Гатти, Ф. Кориелли, В. Катасонов, Е. Мануковская⁶⁸ и др. в своих дефинициях указывали на безрегрессную основу проектного финансирования, так как подобная классическая форма сложилась исторически и была закреплена законодательно в конце 1970-х годов.

Финансирование без регресса позволяет избежать необходимости возврата капитала, вложенного в проект со стороны заемщика, что увеличивает риски кредиторов. С другой стороны, в случае неудачи SPV со всеми обособленными активами переходит в собственность кредиторов, однако и в этом случае они могут не возместить понесенных потерь по причине несопоставимости вложенного капитала и текущей рыночной стоимости активов проектной компании. Соответственно, проектное финансирование на безрегрессной основе обосновано в тех отраслях и секторах экономики, где существует возможность получения высокого добавочного капитала или рентабельности с продаж.

Таким образом, наряду с безрегрессным проектным финансированием существует и финансирование с частичным регрессом, о котором пишут следующие ученые: В. Катасонов, Д. Морозов, В. Петров, А. Файт⁶⁹, Г. Сингх⁷⁰ и другие. Подобная форма финансирования соответствует ожиданиям тех компаний и инвесторов, которые выступают новыми игроками на финансовых рынках и для

⁶⁸ Мануковская Е. Классификация видов проектного финансирования // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. 2011. № 1. С. 318-325.

⁶⁹ Fight A. Introduction to project finance. Butterworth-Heinemann (Elsevier), 2006. 214 p.

⁷⁰ Singh G. Tax and Project Finance. Special Issue. «International Business Lawyer», May 1998, vol. 26, №5, P. 193-240 (International Bar Association, Section on Business Law).

которых приемлема умеренная степень риска, чтобы можно было компенсировать часть вложенного капитала в случае неудач. Также при ограниченном регрессе проектная компания не несет весь объем рисков, связанных с реализацией проекта, что позволяет распределить их более сбалансированно.

Для того чтобы оценить эффективность и преимущества проектного финансирования по сравнению с пятью способами, которыми финансовые рынки могут повысить качество капитала и снизить транзакционные издержки, необходимо рассмотреть определенные факторы.

1. Проектное финансирование следует принципу «риск/доходность», когда инвестиции с высоким риском обеспечивают высокую доходность. Однако инвесторы предпочитают инвестиции с низким риском/низкой доходностью из-за неприятия риска и нехватки капитала на внутренних рынках⁷¹. Это может негативно сказаться на экономическом росте, поскольку проекты с высоким риском и большим потенциалом роста могут быть упущены из виду. Тем не менее, проектное финансирование остается привлекательным для международных инвесторов и может обеспечить капиталом проекты, способствующие росту.

2. Проектное финансирование направляет капитал в инфраструктурные сектора, повышая эффективность распределения капитала. Оно также охватывает все аспекты капитальных потребностей, включая эксплуатацию, техническое обслуживание и ремонт. Однако улучшение распределения капитала не должно приводить к снижению нормы сбережений из-за уменьшения риска.

3. Проектное финансирование способствует хорошему корпоративному управлению и заменяет неадекватные внутренние структуры. Оно включает в себя передовые правовые структуры и системы управления рисками, основанные на лучших международных практиках. Поэтому оно предпочтительно в странах с высоким политическим риском и слабыми структурами управления.

4. Проектное финансирование способствует осуществлению крупных инвестиций и сделок путем привлечения ряда инвесторов через синдикацию.

⁷¹ Kleimeier, S. & Versteeg, R. 2010. Project finance as a driver of economic growth in low-income countries. *Review of Financial Economics*, 19(2), 49–59.

Однако оно часто нацелено на объединение международного финансирования и может не способствовать внутренним сбережениям и сделкам.

Для успешного осуществления операций по проектному финансированию необходимы определенные условия, такие как:

- благоприятная политическая среда, создающая благоприятные макроэкономические условия;
- стабильная экономическая среда;
- прозрачная деловая и страновая среда с эффективными механизмами разрешения споров;
- стабильная нормативно-правовая среда, способствующая инвестициям частного сектора⁷².

В целом, проектное финансирование может обеспечить приток капитала в проекты, способствующие росту, содействовать надлежащему корпоративному управлению и облегчить крупные инвестиции и сделки. Однако необходимо тщательно учитывать потенциальное негативное влияние на экономический рост из-за неприятия риска и нехватки капитала. Кроме того, для успешного осуществления операций по проектному финансированию необходимо соблюдение определенных условий.

На рисунке 3 показана типичная структура проектного финансирования, включая стороны и тип контрактов.

⁷² Chege, L. 2001. Recent trends in private financing of public infrastructure projects in South Africa. CSIR Building and Construction Technology.

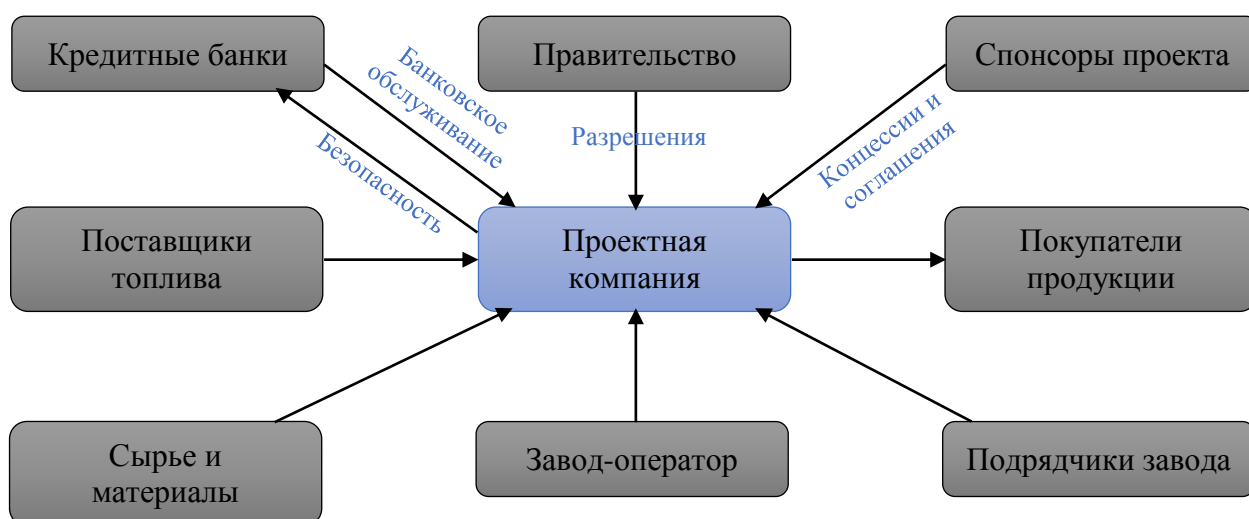


Рисунок 3. Структура проектного финансирования⁷³

В центре структуры проектного финансирования будет находиться конкретная компания – движущая сила проекта. Проектная компания будет строить и эксплуатировать взятый на себя актив, в то время как правительство в основном обеспечивает политическую безопасность, а банки финансируют проект. На рисунке также подробно описаны роли поставщиков и подрядчиков и, наконец, пользователя продукта, который будет приобретать и использовать продукт.

Участники, вовлеченные в проектное финансирование, варьируются в зависимости от типа осуществляемого проекта. Но, участники проектного финансирования обычно делятся на три группы: участники частного сектора, правительства и правительственные организации, а также многосторонние институты. В последние годы проектное финансирование стало стандартным применением в ГЧП, при котором финансирующий банк имеет незначительный или ограниченный доступ к спонсорам проекта ГЧП, а погашение кредита зависит в основном от денежных потоков в течение срока обслуживания проекта. ГЧП — это сотрудничество между частным и государственным секторами, направленное на реализацию проектов, которые приносят пользу обществу, позволяя ему использовать средства частного сектора и технические и управленческие

⁷³ Составлено автором по результатам исследования

компетенции, которых ему может не хватать для обеспечения инфраструктуры, и в то же время, передавая риски сторонам проекта⁷⁴.

Проектное финансирование поступает из различных источников и организаций. Однако в основном оно предоставляется в виде долговых и долевого обязательств коммерческими банками, банками развития, пенсионными фондами, международными финансовыми организациями, органами управления государственными облигациями, страховыми компаниями и клиентами спонсоров проекта. Долевой источник проектного финансирования обычно ориентирован на долю прибыли от проекта и повышение стоимости проекта, в то время как долговой источник проектного финансирования ориентирован на предоставление кредитов для содействия финансированию проекта. Еще одной формой инвестиций в проектное финансирование является квазиакционерный капитал – форма долга, обладающая многими преимуществами акционерного капитала. Эта форма финансирования включает конвертируемые долговые обязательства, привилегированные акции и другие формы инвестиций, обладающие атрибутами как долгового, так и акционерного капитала.

Подрядчики, поставщики и покупатели являются другими источниками проектного финансирования. Их инвестиции поступают от подрядчиков и поставщиков услуг, производственных ресурсов и покупателей продукции. Наконец, поручительства, которые предполагают прогнозирование инвестиций против определенных финансовых потерь, также финансируют проектное финансирование.⁷⁵ Проектное финансирование продолжает играть важную роль в секторах развития инфраструктуры, главным образом в энергетике, нефтегазовой отрасли, транспорте, горнодобывающей промышленности, индустрии отдыха и недвижимости⁷⁶.

⁷⁴ Owolabi, H., Oyedele, L., Alaka, H. & Akinade, Samba, O. 2020. Risk Mitigation In PFI/PPP Project Finance - A Framework Model for Financiers 'Bankability Criteria. Built Environment Project and Asset Management, 10, 28-49.

⁷⁵ Суэтин А.А. Проектное финансирование // Современные технологии управления, 2012. - №12(24). - № рег. статьи 0421200170/. - Режим доступа к журн.: <http://sovman.ru>

⁷⁶ Refinitiv, 2019. Global Project Finance Review - First Half 2019, Managing Underwriters. [Online] Available at: <https://www.refinitiv.com/dealsintelligence/>

Проведя обзор дефиниционных подходов к идентификации концепции проектного финансирования, предлагается авторская трактовка данной категории. Следующее определение позволяет отличить проектное финансирование от других финансовых инструментов, что не позволяют сделать предыдущие определения. Проектное финансирование предполагает мультипотокное интегративное целевое инвестирование и владение корпоративными спонсорами промышленным обособленным активом единого назначения (с ограниченным сроком эксплуатации) через юридически независимую проектную компанию, финансируемую за счет долга без права регресса на основе качественной оценки сопутствующих рисков под обеспечение будущих денежных потоков от реализации проекта, построенных на принципе дифференциации между спонсорами.

Это определение признает три ключевых решения, связанных с использованием проектного финансирования. Во-первых, существует инвестиционное решение, связанное с промышленным активом. Брунер и Лангор различают проекты фондового и поточного типа⁷⁷. В проектах фондового типа компании добывают ресурсы, такие как нефть или медь, продают продукцию, а вырученные средства используют для обслуживания долга и получения прибыли от акционерного капитала до тех пор, пока ресурс не будет исчерпан. В отличие от этого, проекты потокового типа – автомагистрали, трубопроводы, телекоммуникационные системы и электростанции – полагаются на использование активов для обслуживания долга и получения прибыли на акционерный капитал. Это определение также подчеркивает организационное решение о создании юридически независимой организации, владеющей активом. В результате проектное финансирование обычно представляет собой форму забалансового финансирования, то есть активы и обязательства по проекту не отражаются в балансе спонсора. Однако точный порядок учета зависит от выбранной организационной формы (корпорация, партнерство и т.д.) и доли

⁷⁷ Bruner, R. and H. Langhor, 1995, Project financing: An economic overview, Darden School case #295-026-6, University of Virginia.

участия спонсора в проекте и контроля над ним. Наконец, существует решение о финансировании, связанное с долгом без права регресса с акцентом на оценку вероятных рисков при реализации проекта. Поскольку проектная компания является юридически независимой, долг может быть структурирован без права регресса к инвесторам в акционерный капитал, которые известны как спонсоры. Юридическая независимость также гарантирует, что поставщики капитала имеют четкие права на активы и денежные потоки проекта, не беспокоясь о финансовом состоянии спонсора или о ранее существовавших претензиях на его активы.

Это формальное определение предусматривает ряд оговорок, которые могут показаться тривиальными на первый взгляд, но которые необходимы для отличия проектного финансирования от других финансовых структур. Например, разница между ценными бумагами, обеспеченными активами, и проектным финансированием – портфель финансовых активов против одного промышленного актива – влияет на способ финансирования активов, поскольку первый демонстрирует большую статистическую регулярность. Это также влияет на то, как происходит управление активами, поскольку промышленные активы требуют качественного менеджмента. Чтобы прояснить определение, необходимо сравнить проектное финансирование с другими финансовыми структурами – тщательно сформулированное определение позволяет отличить проектное финансирование от других структур. Рассмотрим следующие структуры финансирования – какие из них являются проектным финансированием?

— Обеспеченный кредит: нет, поскольку долг имеет право регресса на корпоративные активы.

— Дочерний долг: нет, если долг имеет право регресса на корпоративные активы.

— Аренда: нет, так как обязательство имеет право регресса и не предполагает владения активами.

— Кооперации: нет, если только не финансируются за счет долга без права регресса (примечание: многие проекты структурированы как акционерные совместные предприятия).

— Ценные бумаги, обеспеченные активами или инвестиционные трасты недвижимости: нет, поскольку они держат финансовые, а не промышленные активы одного назначения.

— Приватизация или муниципальное финансирование: нет, так как у них отсутствует корпоративный спонсор.

— Выкупы с использованием заемных средств: нет, так как у них отсутствует корпоративный спонсор.

— Развитие коммерческой недвижимости: да, но в сфере недвижимости, как правило, действуют иные институциональные механизмы.

— Проектные холдинговые компании: возможно, но по мере увеличения количества проектов, они начинают выглядеть больше похожими на корпорации с перекрестным обеспечением долга.

Несмотря на то, что проектное финансирование можно отличить от других финансовых инструментов, границы не являются точными. Например, строительство электростанций напоминает девелопмент коммерческой недвижимости, за исключением того, что в проектах часто задействованы более специфические активы, связанные с отношениями или сделками (т.е. активы имеют большую ценность для определенных сторон сделки). Другие проекты, такие как спутниковые телекоммуникационные системы, напоминают венчурные компании – стартапы. Аналогичным образом, проектные компании имеют общую структуру капитала с высоким уровнем леввериджа и концентрированное владение акциями.

Из-за этих и других сходств исследования в области финансирования недвижимости, секьюритизации, обеспеченного долга и лизинга дают представление о проектном финансировании и о том, как оно создает стоимость. В то же время, исследования в области проектного финансирования дают новые знания для этих и других смежных областей, таких как финансирование недвижимости, экономика развития и организационная экономика.

Определение также подчеркивает тот факт, что проектное финансирование включает в себя совокупность взаимосвязанных структурных решений (отдельная

юридическая регистрация, уникальная структура капитала, обширные контракты между участниками и т.д.) Сначала многие из этих особенностей кажутся неинтуитивными. Например, создание новой проектной компании связано с дополнительными затратами на структурирование (сделку) и более высокими ставками по кредиту, чем финансирование того же актива в рамках существующей компании. Зачем нести дополнительные расходы? Кроме того, в проектах используется более высокий уровень леввериджа: отношение долга к общей капитализации в среднем по проекту составляет 70% по сравнению с 20-30% для публично торгуемой компании. Поскольку левверидж увеличивает вероятность дефолта, то такой выбор кажется сомнительным. И, наконец, экстенсивное заключение контрактов ограничивает свободу действий менеджеров. Для долгоживущих активов с неопределенным будущим непонятно, почему строгие правила предпочтительнее свободы действий. Однако оказывается, что проектное финансирование является более дешевым и эффективным способом финансирования некоторых видов активов.

При рассмотрении степени финансового развития в стране и влияния, которое оно оказывает на экономический рост, важно учитывать как количество, так и качество капитала. Хотя в литературе встречаются различные точки зрения, многие исследователи утверждают, что качество капитала более важно, чем его количество. Качество капитала становится еще более важным при рассмотрении основной функции финансовых систем как облегчение и распределение ресурсов в пространстве и времени в условиях неопределенности.

Перед формирующимися и развивающимися рынками по-прежнему стоит задача обеспечить экономический рост, в то время как внутренние финансовые рынки и системы еще недостаточно развиты.⁷⁸ В связи с этим возникает проблема поиска наиболее подходящего типа финансирования, который позволит привлечь

⁷⁸ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З.К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70. – EDN SUJIVQ.

инвестиции в страны с развивающейся экономикой, где финансовые рынки все еще недостаточно развиты, а международные потоки капитала рискованны.⁷⁹

Проектное финансирование — это гибкий механизм финансирования, который может быть адаптирован к различным рыночным условиям и рискованным ситуациям. Поэтому проектное финансирование является идеальным механизмом для использования на слабо развитых финансовых рынках. Проектное финансирование также идеально подходит для инфраструктурных проектов, которые часто ассоциируются с инвестиционными характеристиками высокого роста.

Подводя итоги, можно сказать, что тесно интегрированный набор организационных, финансовых и договорных характеристик создает низкочастотный механизм финансирования и эффективную структуру управления крупными материальными активами.

1.3 Проектное финансирование в системе финансовых инструментов стимулирования инвестиционных процессов

Проектное финансирование в первую очередь успешно в странах, где ведение бизнеса прозрачно, договорные обязательства соблюдаются, а существующие механизмы позволяют справедливо разрешать споры. Политика и нормативно-правовая база в области проектного финансирования хорошо проработаны для создания надежной, стабильной, нормативной и макроэкономической среды, привлекающей долгосрочные инвестиционные рыночные механизмы, необходимые для создания правильных стимулов и помощи государственным компаниям в выполнении обязательств. Проектное финансирование также процветает, когда правительства способствуют частному финансированию проектов, создавая благоприятные условия для ведения бизнеса

⁷⁹Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

частными инвесторами в стабильном климате. Уайт утверждает, что важным условием для проектного финансирования является понимание политической обстановки, в которой будет осуществляться проект⁸⁰. Также крайне важно, чтобы правительство принимающей страны было полностью инвестировано и готово выполнять свои обязательства в течение всего срока реализации проекта, а также чтобы процесс закупок был честным.

Подходы к идентификации категории проектного финансирования, которые были проанализированы в пункте 1.2, позволили выявить специфические особенности, разительно отличающие данную форму финансирования от прочих финансовых инструментов поддержки и развития предпринимательства. Из-за безрегрессного характера финансирования, его ограниченной цели и срока полезного использования проектов, проектное финансирование имеет сложности, которые обычно не встречаются в традиционном корпоративном финансировании.⁸¹ Спонсоры проектов и финансовые учреждения, предоставляющие долевое и долговое финансирование, вынуждены в силу характера структуры без права регресса анализировать и оценивать индивидуальные риски, связанные с каждым проектом. Очевидно, что сложные процессы оценки и распределения рисков, присущие проектному финансированию, делают сделки трудоемкими и относительно дорогими. Круг потенциальных инвесторов также обычно ограничен сторонами, имеющими большой опыт в подобных сделках.

Как показано в таблице 1, проектное финансирование, которое обычно не имеет более глубоких рынков для выпущенных долговых обязательств и акций, отличается от традиционного корпоративного финансирования почти во всех отношениях из-за автономного характера финансируемой компании.⁸² Это, в свою

⁸⁰ Whyte, K., 2019. Baker Mckenzie. [Online] Available at: <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2019/09/keyconsiderations-project-bankability-africa>

⁸¹ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

⁸² Гаибов, Турал Сохбат оглы. Управление рисками проектного финансирования в коммерческих банках в условиях экономической нестабильности: диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. Москва. 2020

очередь, влияет на то, как и когда можно использовать проектное финансирование, если вообще можно.

Таблица 1. Сравнение проектного финансирования с корпоративным финансированием⁸³

Размер	Корпоративное финансирование	Проектное финансирование
Финансовое средство	Многоцелевая фирма	Одноцелевая организация
Регресс	Да	Нет
Тип капитала	Постоянный, с неопределенным капиталом	Конечный временной горизонт, соответствующий сроку жизни проекта
Дивидендная политика и реинвестирование	Корпоративное руководство принимает решение	Предварительно установленная выплата дивидендов; без реинвестирования
Гарантии для финансирования	Активы заемщика (уже действующие фирмы)	Активы проекта
Решения о капитальных вложениях	Непрозрачные, для кредиторов	Прозрачные для кредиторов
Транзакционные издержки	Относительно низкие – достаточно стандартизированные формы сделок	Относительно высокие для сложных сделок
Основные переменные, лежащие в основе предоставления финансирования	Отношения с клиентами Солидность баланса. Прибыльность	Будущие денежные потоки
Влияние на финансовую эластичность	Снижение финансовой эластичности для заемщика	Отсутствие или значительное снижение эффекта для спонсоров
Коэффициент левериджа	Как правило, низкий, но варьируется от сектора к сектору	Высокий леверидж (от 50% до 90%)
Степень использования заемных средств	Зависит от влияния на баланс заемщика	Зависит от денежных потоков, генерируемых проектом (леверидж обычно намного выше)
Бухгалтерский учет	На балансе	Забалансовый (единственным эффектом будет либо предоставление средств для подписки на акции SPV, либо для субординированных кредитов)

⁸³ Составлено автором по результатам исследования

Окончание таблицы 1		
Основа для оценки кредитоспособности	Общее финансовое состояние корпоративного предприятия или предприятия-поручителя	Техническая и экономическая осуществимость проекта
База инвесторов/кредиторов	Как правило, более широкие/глубокие вторичные рынки	Относительно высокоразвитая база инвесторов и более узкие рынки
Финансовые затраты	Относительно низкие благодаря более высокой ликвидности рынка	Относительно высокие из-за сложного распределения рисков и более узких рынков

Несмотря на то, что проектное финансирование является важным инструментом финансирования энергетических и других инфраструктурных проектов по всему миру, оно имеет заметные ограничения и недостатки. К ним относятся:

— Более длительные сроки реализации: в то время как разработка и строительство проекта могут длиться годами, сам процесс финансирования может быть длительным. Один только процесс due-diligence (в переводе должная осмотрительность) может занять месяцы даже для самых простых проектов. Более длительный срок реализации может поставить под угрозу экономическую эффективность проекта, поскольку стоимость финансирования может зависеть от рыночных условий.

— Высокие транзакционные издержки: каждый проект индивидуален, со своим набором рисков, контрактов и технических особенностей. Поэтому возможности для стандартизации ограничены. Индивидуальный характер финансирования каждого проекта может сделать транзакционные издержки более высокими по сравнению с традиционным корпоративным финансированием.

— Более высокая стоимость долга: как уже говорилось ранее, из-за безрегрессного характера финансирования кредиторы подвержены идиосинкратическим рискам, характерным для финансируемого ими проекта. В результате кредиторы вынуждены выделять значительные ресурсы для понимания технических аспектов проекта, процесса строительства, важных

контрактов и т.д. На этапе строительства часто возникает повышенная неопределенность, что ведет к увеличению риска дефолта и снижению вероятности возврата средств. В результате кредиторы будут требовать более высокую компенсацию за риск, который они принимают на себя. Премия за риск зависит от рыночных условий и других факторов, но часто может колебаться в пределах от 25 до 200 базисных пунктов (б.п.) в зависимости от характера финансируемого проекта.

— Более высокие требования и затраты на страхование: поскольку проекты финансируются на безрегрессной основе, кредиторы требуют, чтобы каждый проект имел свои собственные страховые полисы для обеспечения того, чтобы страховые поступления могли покрыть непогашенные суммы финансирования. Страховые рынки для определенных видов рисков могут быть очень тонкими, что может привести к увеличению расходов на страхование. Расходы на страхование могут быть сдержаны, если спонсор имеет общеучрежденческую программу страхования, охватывающую широкий портфель проектов. Однако такая программа доступна только для спонсоров с большими средствами. Более того, несмотря на общеорганизационные программы страхования, кредиторы могут настаивать на установлении специальных лимитов для каждого проекта, что может быть дорогостоящим.

— Жесткие требования кредиторов к отчетности: высокоструктурированный характер сделки, а также значительные требования к надзору приводят к жестким требованиям к отчетности по проектам, что может потребовать дополнительных административных ресурсов и увеличить общую стоимость операций.

— Значительный надзор со стороны кредитора и задержки в принятии решений: безрегрессный характер финансирования подразумевает, что кредиторы проекта подвержены финансовым рискам, возникающим в случае невыполнения или некачественного выполнения проекта. Поэтому кредиторы хотят иметь право голоса в вопросах, которые могут иметь решающее значение для общего состояния проекта, и гарантировать, что любые вопросы или проблемы будут

решаться на ранней стадии. Кредиторы содержат команды по управлению активами, которые получают периодические обновления в виде операционных отчетов, финансовых отчетов и т.д. В результате спонсор редко имеет свободу действий в операциях по проекту. Договорные требования о получении согласия или голосования по важным вопросам также могут задерживать принятие решений, что может привести к финансовым последствиям.

— Сложное распределение рисков, приводящее к сложной документации: большая часть переговоров и документации по проектному финансированию вращается вокруг распределения рисков между различными сторонами. Учитывая огромное количество контрагентов и их противоречивые цели, найти приемлемое распределение рисков может быть довольно сложно. Тем не менее, юридическая документация, регулирующая различные договорные соглашения, должна учитывать окончательный результат переговоров с точки зрения распределения рисков, поэтому документация может быть очень сложной. Кроме того, одна только документация может увеличить время исполнения и расходы по сделке. Поскольку юридическая документация обычно охватывает весь срок жизни проекта, контрагентам необходимо ввести операционные процедуры для обеспечения соответствия документам.

— Больше раскрытие спонсором собственной информации и бизнес-стратегий: кредиторам необходим доступ к значительному объему конфиденциальной информации о технологии проекта, сроках строительства, разрешительной документации, внутреннем юридическом анализе, оценке рынка и другим вопросам, начиная с момента представления проекта для предложения финансирования и заканчивая его финансовым закрытием. Строгие требования к отчетности, приведенные выше, также могут потребовать регулярного раскрытия конфиденциальной информации финансовым учреждениям. Следовательно, спонсор может быть вынужден разглашать значительный объем информации о своей бизнес-стратегии третьим лицам. Для снижения этого делового риска кредиторы обязуются соблюдать ограничения конфиденциальности в течение определенного периода времени, а спонсоры обычно работают с определенными

«банками, поддерживающими отношения», и оба эти условия могут помочь ограничить распространение конфиденциальной информации.

Учитывая все эти недостатки, может показаться, что проектное финансирование будет использоваться редко, поскольку обычные рынки акций и долговых обязательств позволяют привлекать инвестиционные средства на глубоких, ликвидных рынках с относительно низкими транзакционными издержками. Транзакционные издержки сделок проектного финансирования с их сложными структурами и договорными соглашениями представляются особым препятствием, поскольку эти издержки ложатся на спонсора проекта. Однако проектное финансирование процветает, как уже говорилось ранее. С экономической точки зрения, должны быть какие-то противоположные преимущества, которые перевешивают значительные дополнительные расходы.

Финансовые экономисты определили ряд теоретических структурных преимуществ, которые могут помочь сделать проектное финансирование лучшей моделью по сравнению с традиционным корпоративным финансированием в некоторых случаях за счет снижения общих затрат на финансирование и/или избежания конкретных проблем, связанных с транзакциями⁸⁴.

Во-первых, договорные структуры, присущие проектному финансированию, могут помочь смягчить некоторые агентские риски, присущие крупномасштабным проектным инвестициям с невозвратными затратами. При обычном привлечении заемных средств или акций средства и последующие доходы обычно могут быть использованы для «общекорпоративных целей», по усмотрению руководства компании. Но инвесторы, вложив деньги в строительство крупного проекта, могут опасаться, что руководство не будет должным образом мотивировано возвращать им будущие денежные потоки, и вместо этого может заняться другими проектами или «строительством империи» за их счет. Жесткие ограничения на распределение денежных потоков, присущие

⁸⁴ Esty, B. C. (June 2004). Why study large projects? An introduction to research on project finance. *European Financial Management*, 10(2), 213e224.

одноцелевым структурам проектного финансирования, могут помочь снизить этот риск в интересах инвесторов.

Структуры проектного финансирования также могут помочь ограничить агентские конфликты и оппортунистическое поведение между сторонами проекта. «Удерживающее» поведение можно ожидать, когда проект имеет входы или выходы, которые не являются предметом свободной торговли, или когда действия правительства могут привести к экспроприации. Жестко структурированная проектная компания, в которой взаимодействие между сторонами регулируется строгими контрактами (а имеющийся денежный поток уже имеет заранее определенное использование, например, для обслуживания долга), может помочь ограничить эти риски. Когда возможности для оппортунистического поведения велики, совместное владение проектом также может быть использовано в качестве дополнительного средства ограничения такого поведения, которое может привести к срыву проекта.

Во-вторых, проектное финансирование может дать возможность избежать недоинвестирования. Спонсор может иметь потенциально привлекательный (например, с ожидаемым положительным NPV) проект, но не иметь возможности осуществить инвестиции без нарушения собственных долговых обязательств или других ограничений. Переведя инвестиции в структуру проектного финансирования, спонсор может привлечь большую часть необходимых средств за счет собственной экономики проекта, не рискуя целостностью своих собственных финансов и не ставя под угрозу доходы своих существующих инвесторов.

В-третьих, крупные проекты часто являются высокорискованными с точки зрения спонсора. Рассмотрим спонсора с набором существующих успешных проектов, все из которых финансируются обычным образом, но который рассматривает возможность реализации нового крупного проекта. Этот проект положителен по NPV и привлекателен в других отношениях, но, как и все проекты, имеет присущие ему риски. Если проект окажется неэффективным, это может привести к дополнительным издержкам (например, банкротству, другим

затратам на реструктуризацию) и повлечь за собой крах всей компании. Проектное финансирование этого крупного проекта предоставляет инструмент для управления рисками финансового «заражения» между существующими проектами и новой возможностью, а также позволяет избежать недоинвестирования в привлекательный в иных отношениях проект.

Задолженность в проектном финансировании, как и в традиционном секторе корпоративного финансирования, может быть в виде кредитов (от банка или другого кредитора) или в виде облигаций. Как было показано ранее, на рынке проектного финансирования доминируют банки, а кредиты являются наиболее предпочтительными инструментами кредитования. Существует несколько причин, по которым банковские кредиты гораздо более распространены, чем облигации в проектном финансировании.

Во-первых, банки финансировали инфраструктуру и другие подобные проекты на протяжении многих лет. В результате банковское сообщество накопило значительный опыт работы с проектным финансированием и лежащими в его основе активами и предприятиями. У банков, вероятно, больше опыта в проектном финансировании, чем у типичных инвесторов в облигации.

Вторая причина связана с эволюцией проектного риска с течением времени. Согласно исследованию, опубликованному Moody's Investor Services, кредиты на проектное финансирование имеют относительно высокий уровень дефолта в первые годы (в основном из-за присущих строительных рисков)⁸⁵.

По мере того, как проекты набирают опыт, риск дефолта часто значительно снижается, иногда даже ниже, чем у типичного корпоративного кредита с рейтингом А. Поэтому, имея хорошо диверсифицированный портфель кредитов на проектное финансирование, банк может частично снизить строительные риски и получить более высокий доход на вложенные средства с поправкой на риск по отношению к риску кредитов. В результате, получив доступ к дешевому финансированию, доступному за счет сберегательных вкладов, банки

⁸⁵ Moody's Investor Service. (March 5, 2014). Default and recovery rates for project finance bank loans, 1983e2012.

могут предоставлять конкурентоспособное финансирование и при этом получать хорошую прибыль на регулятивный капитал⁸⁶.

В-третьих, банки готовы предоставлять кредиты на строительство и могут обеспечить гибкий механизм финансирования, который автоматически конвертируется в срочный кредит при выполнении определенных условий. Участники рынка облигаций не очень заинтересованы в кредитах на строительство, поскольку инвесторы в облигации не имеют возможности предоставлять финансирование в рассрочку по мере выполнения этапов строительства, а в отсутствие такого финансирования в рассрочку спонсоры проекта не желают нести расходы по «отрицательному переносу», которые влечет за собой предварительное финансирование. Инвесторы облигаций, как правило, не имеют доступа к инженерно-техническим ресурсам, необходимым для оценки строительных рисков, и, как правило, они также не готовы к таким рискам.

В-четвертых, процесс андеррайтинга облигаций сложен, занимает много времени и требует от спонсора предварительных инвестиций в маркетинг облигаций, проведение презентаций и т.д. Выпуск облигаций также сопряжен с жесткими требованиями законодательства о ценных бумагах, не затрагивающими банковские кредиты.

В-пятых, в связи с диффузией государственной собственности, реструктуризация и пересмотр условий облигаций могут быть очень сложными, если у проекта возникнут проблемы. Кроме того, облигации часто сопровождаются дорогостоящими штрафами за досрочное погашение. Банки, как правило, имеют более долгосрочные отношения со спонсорами проектов и могут быть более коммерчески разумными в случае возникновения споров или проблем с проектом.

В-шестых, облигации часто должны быть оценены рейтинговыми агентствами; этот процесс занимает много времени, стоит дорого и может быть довольно консервативным. Например, традиционно рейтинговые агентства

⁸⁶ Хаханаев У. С. - Э. Исследование факторов снижения рисков финансирования инвестпроектов / У. С. - Э. Хаханаев // Финансы и кредит. – 2019. – Т. 25, № 9(789). – С. 2167-2178. – DOI 10.24891/fc.25.9.2167.

придерживаются консервативного взгляда на размер долга для проектов возобновляемой энергетики. В результате облигационное финансирование может дать меньшую сумму финансирования по сравнению с кредитами на проектное финансирование.

На фоне этих недостатков финансирование проектов с помощью облигаций имеет ряд преимуществ перед банковскими кредитами:

— Облигации — это инструменты с фиксированной ставкой. Поэтому спонсору проекта не нужно беспокоиться о риске изменения процентной ставки.

— Инвесторами облигаций обычно являются страховые компании, пенсионные фонды и другие учреждения, которые ищут долгосрочные инвестиции и часто готовы идти на более длительные сроки, чем банки.

— Инвесторы облигаций часто имеют более мягкие стандарты управления, чем банки, и меньше вмешиваются в операционную деятельность и принятие решений. Инвесторы облигаций также могут предъявлять менее строгие требования к отчетности.

— Облигационное финансирование может помочь сохранить открытыми ценные кредитные линии, которые могут быть использованы для общекорпоративных целей. Поскольку кредиты на проектное финансирование обычно хранятся на балансе банка, кредитный конверт, доступный спонсору, уменьшается по мере увеличения совокупной задолженности банка перед спонсором. Особенно при ухудшении рыночных условий спонсору может потребоваться доступ к краткосрочному капиталу, например, к возобновляемым кредитным линиям, и ему будет трудно найти ликвидность у банковских кредиторов, которые уже «нарасхват» у спонсора.

Учитывая сложности, затраты, время и ресурсы, привлечение облигационного финансирования редко оправдано, если только сумма привлекаемого финансирования не превышает 1 миллиард долларов США. В таких ситуациях, используя комбинацию банковских кредитов и облигационного финансирования, спонсор проекта может добиться наименьших затрат на финансирование и эффективного исполнения.

Несмотря на очевидные преимущества банковских кредитов перед облигациями, возник рынок частных размещений, обслуживающий страховые компании, которые предлагают конкурентоспособное финансирование для небольших проектов. Страховые компании часто ищут активы с более длительным сроком погашения, чтобы соответствовать своим страховым обязательствам. Следовательно, облигации проектного финансирования представляют собой привлекательный класс активов. Предоставляя гибкое финансирование, схожее с банковскими кредитами (например, со строительными займами, отсроченными займами и т.д.), страховые компании могут быть конкурентоспособными. В результате страховые компании могут сократить затраты и время на присвоение кредитных рейтингов, что делает их более конкурентоспособными по отношению к банкам.

Участвуя в финансировании проекта, каждый спонсор проекта преследует четкую цель, которая различается в зависимости от типа спонсора. Вкратце, в таких сделках очень часто участвуют четыре типа спонсоров:

— Частные спонсоры, представляющие промышленный капитал, заинтересованные в развитии отраслевых проектов и инфраструктуры.

— Государственные спонсоры в лице органов государственной и муниципальной власти, а также государственных корпораций, целью которых является социальное развитие.

— Спонсоры на этапе строительства и эксплуатации проекта, заинтересованные в получении подрядов и заказов на поставки, готовые предоставить субординированные кредиты или стать акционерами.

— Финансовые инвесторы⁸⁷.

Если обратиться к недавнему прошлому, то до середины 2000-х годов финансирование большинства проектов осуществлялось SPV, принадлежащими, почти исключительно промышленным девелоперам. Начиная с этого момента, по причинам, рассмотренным выше, ландшафт изменился с появлением финансовых

⁸⁷ Ермоловская, О. Ю. Особенности финансирования инновационных компаний в России / О. Ю. Ермоловская // Самоуправление. – 2022. – № 1(129). – С. 240-243.

инвесторов как нового класса финансистов инфраструктурных проектов. В настоящее время очень часто SPV создаются комбинацией промышленных девелоперов, которые предоставляют ноу-хау и опыт в данной области, и финансовых спонсоров, которые предоставляют наиболее значимую часть капитала для поддержки строительства и развития инфраструктуры.

Для того чтобы правильно организовать проектное финансирование, банк-организатор должен сначала понять причины, по которым спонсоры хотят полностью отделить судьбу проекта от судьбы соответствующих компаний.

Причина не всегда заключается в сокращении расходов. Обычно проектное финансирование обходится дороже, чем обычный среднесрочный промышленный кредит, выпуск корпоративных облигаций или лизинг оборудования. Помимо спреда, уплачиваемого сверх базовых ставок межбанковского рынка, стоимость проектного финансирования значительно возрастает в результате оплаты услуг технических и юридических консультантов, от которых зависит успешный исход сделки⁸⁸.

Это означает, что причины для обращения к проектному финансированию кроются в другом. Обычно, когда предприятие значительно больше, чем текущая деятельность заемщика, оно финансируется вне баланса с помощью структурированного финансирования. В структурированной сделке, по сути, исход предприятия не влияет на компанию или компании, которые хотят запустить проект, поскольку сам проект выделяется в отдельную компанию, для которой в некоторых правовых системах признается ограниченная ответственность акционеров-спонсоров. Преимущества изоляции проекта от компании работают в обе стороны: проект с плохими перспективами не влияет ни на показатели компании, ни на ее выживание; и наоборот, дефолт компании не должен влиять на показатели проекта или возможные требования кредиторов, которые его финансируют⁸⁹.

⁸⁸ Megginson, W. L., & Kleimeier, S. (2000). Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 75–87.

⁸⁹ Leland, H. E. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *Journal of Finance*, 62, 765–808

Поэтому забалансовое финансирование подразумевает признание важного факта: если предприятие более кредитоспособно, чем компания-основатель, то реализация проекта путем выделения его в транспортную компанию дает определенные преимущества, которые иначе не могли бы быть реализованы. Естественно, превосходство нового предприятия по сравнению с достоинствами компании – оригинатора означает, что риски должны быть определены заранее и покрыты договорными инструментами повышения кредитоспособности или страхованием. Только в этом случае кредитоспособность предприятия может быть оценена даже выше, чем кредитоспособность компании или компаний-спонсоров. Это, в свою очередь, снижает стоимость получения финансовых ресурсов для финансирования, помимо, конечно, увеличения степени используемого финансового рычага.

По сути, обращение к забалансовой сделке для реализации и финансирования проекта потенциально позволяет спонсорам воспользоваться рядом других преимуществ, таких как:

1. Снижение затрат на финансирование для спонсора;
2. Сохранение финансовой гибкости спонсора;
3. Спонсор защищен от любого негативного воздействия проекта.

Первое достигается в отношении стоимости структурирования инициативы (которая очень высока, особенно если сделка очень сложная), если эта стоимость меньше, чем экономия на стоимости финансирования, благодаря тому, что предприятие может заработать более высокий кредитный рейтинг, чем спонсор. Таким образом, экономическая выгода достигается, если затраты на структурирование сделки и выявление и распределение рисков меньше, чем меньшая стоимость ресурсов, привлеченных для реализации инициативы.

Что касается второго преимущества – финансовой гибкости – следует отметить, что если проект особенно крупный (то есть, если он представляет собой существенную часть активов спонсора и, следовательно, его финансовой структуры), реализация предприятия приведет к сокращению текущих кредитных линий, увеличению задолженности и исключению возможных будущих

инициатив. Кстати, необходимо помнить, что увеличение задолженности также может оказать непосредственное побочное влияние на будущую стоимость любого нового финансирования. Используя внебалансовую структурированную сделку, можно избежать этого эффекта: финансирование касается специального юридического лица с ограниченным правом регресса к спонсору/оригинатору или вообще без него.

Третье — это «страховое» возмещение на случай возможного дефолта инициативы. В зависимости от того, как были предусмотрены и распределены риски проекта, в случае его неудачи компания или компании-спонсоры все равно выживут. Кроме того, дополнительным преимуществом такого рода является то, что если компания финансирует проект собственными силами (а именно, включает проект в свою финансовую отчетность), банки могут использовать в качестве залога все активы компании, а не только активы проекта (т.е. эффект совместного страхования). Вместо этого, в проектном финансировании единственным обеспечением являются активы проекта, в то время как активы спонсора остаются необремененными.

Отдельное включение проекта в SPV также положительно воспринимается кредиторами. Правда, кредиторы теряют преимущество эффекта совместного страхования, присущего более традиционным корпоративным финансовым/балансовым решениям, когда в случае дефолта проекта кредиторы могут опираться на общий портфель корпоративных активов. Тем не менее, отдельная регистрация имеет свои преимущества⁹⁰.

Во-первых, создание SPV полностью изолирует денежные потоки инициативы от денежных потоков компаний-основателей/спонсоров проекта, что дает кредиторам полный контроль над деятельностью компании.

Вторая причина заключается в том, что финансирование SPV позволяет кредиторам сконцентрировать свой анализ на показателях одного проекта,

⁹⁰ Novo, M. (2012). Legal aspects of project finance. In S. Gatti (Ed.), Project Finance in Theory and Practice (2nd ed.) San Diego: Academic Press.

уменьшая информационную асимметрию, которая может возникнуть в условиях корпоративного финансирования.

Третья причина, вытекающая из предыдущей, заключается в том, что именно потому, что кредиторы финансируют одну единственную инициативу, они могут диктовать управленческое поведение путем включения в кредитное соглашение четко сформулированного набора ковенантов, которые ограничивают дискреционные полномочия спонсоров и облегчают мониторинг, чем в обычных условиях корпоративного финансирования.

Как уже упоминалось, проектное финансирование основано на создании SPV, которая становится центром сложной сети контрактов⁹¹.

Пример приведен на рис. 4.

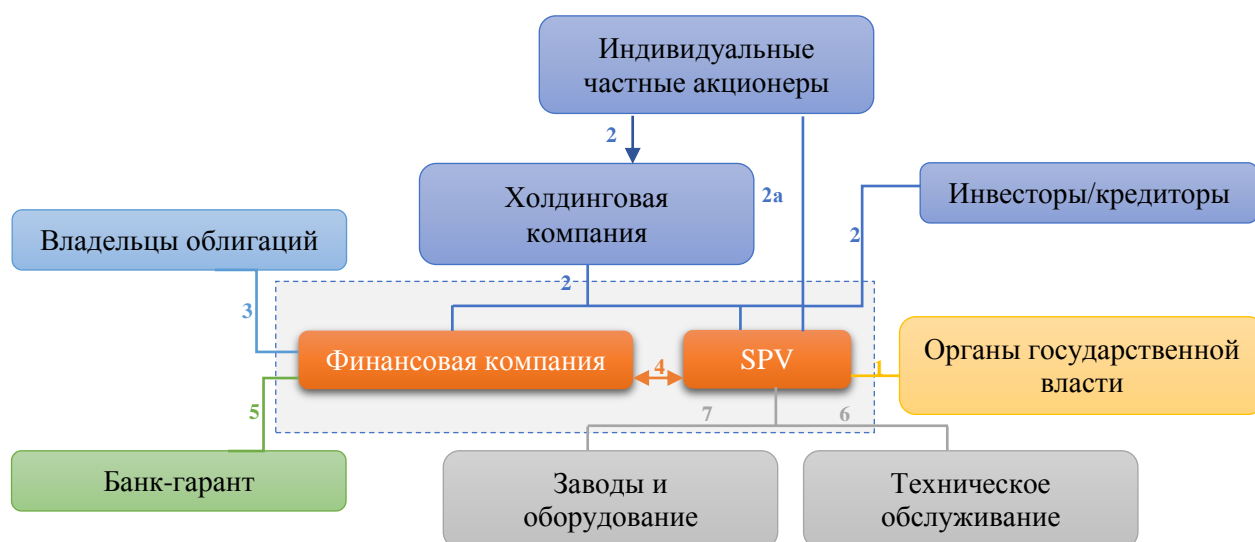


Рисунок 4. Типичная договорная структура сделки по проектному финансированию⁹²

На рисунке 4 показаны все ключевые контракты, которые обычно заключаются при финансировании инфраструктурных проектов.

В правой части (Контракт 1) показаны отношения между SPV и государственным органом. Именно этот орган выдает SPV разрешение на реализацию проекта с получением разрешений и согласований. Иногда частному

⁹¹ Bonetti, V., Caselli, S., & Gatti, S. (2010). Offtaking agreements and how they impact the cost of funding for project finance deals: A clinical case study of the Quezon Power Ltd Co. *Review of Financial Economics*, 9, 60–71.

⁹² Составлено автором по результатам исследования

сектору поручается управление предприятием на основе долгосрочного концессионного соглашения (проектирование, строительство, финансирование и управление).

В верхней части показаны отношения между SPV и его спонсорами. Спонсоры проекта предоставляют SPV собственный капитал на основании договора о вкладе в уставный капитал (Договор 2). Средства выделяются пропорционально выбранному соотношению заемных и собственных средств для сделки на пропорциональной основе. Помимо чистого акционерного капитала, спонсоры проекта могут предложить SPV субординированный долг (Контракт 2а), чтобы оптимизировать свои выплаты, особенно в первые годы работы.

В левой части (контракты 3-5) показано долговое финансирование, полученное SPV. В данном случае финансирование было получено на рынках долгового капитала через выпуск облигаций, обеспеченных гарантией банка. Облигационные займы становятся жизнеспособной альтернативой традиционным банковским кредитам на финансирование проектов. Однако последние все еще сохраняют большую процентную долю на общем долговом рынке финансирования инфраструктуры.

При использовании банковских кредитов типичной структурой является синдицированный кредит. В основе такого кредита лежит многотраншевая кредитная линия, состоящая из базовой кредитной линии для финансирования строительства, начальных затрат, капитализированных процентов и сборов, линии по налогу на добавленную стоимость в странах, где действует НДС, и резервной линии, покрывающей финансовые потребности после исчерпания базовой линии. Кредитный пакет также включает кредит на пополнение оборотных средств для повседневных нужд после завершения строительства.

В правой нижней части показаны ключевые контракты по проекту, лежащие в основе сделки. Хотя в рамках сделки проектного финансирования может быть составлено любое количество контрактов, четыре из них являются основными для надежности предприятия. Контракты на строительство и контракты на проектирование, закупку (Контракт 6) заключаются на условиях «под ключ» для

предоставления завода и оборудования в распоряжение SPV, обычно по заранее определенным ценам, с соблюдением установленных сроков поставки и стандартов работы. Эти договорные особенности полезны для переноса риска строительства с SPV на подрядчика.

Соглашения об эксплуатации и техническом обслуживании (Контракт 7) предназначены для обеспечения SPV эффективным и действенным техническим обслуживанием завода в соответствии с заранее определенными соглашениями об уровне обслуживания, чтобы избежать операционного риска для SPV.

Дополнительные ключевые контракты по проекту включают соглашения о закупках и соглашения о продаже. Соглашения о поставках сырья заключаются с соответствующими поставщиками, которые гарантируют поставку сырья для SPV в заранее определенных количествах, качества и по заранее установленным ценам на основе принципа «плати или не плати». Это означает, что поставщик безоговорочно гарантирует необходимое сырье или выплачивает SPV неустойку, ограждая его от риска отсутствия сырья на этапе эксплуатации. Соглашения о продаже, часто известные как соглашения «бери или плати» или «бери или не бери», позволяют SPV продать часть или всю свою продукцию третьей стороне (оффтейкеру), которая соглашается безоговорочно купить эту продукцию, опять же по заранее определенным ценам и в течение определенного периода времени. Таким образом, рыночный риск переносится на третью сторону.

Важно отметить, что в большинстве сделок проектного финансирования спонсоры проекта также являются контрагентами SPV по договору. Это совершенно естественно, если учесть, что основной интерес спонсоров заключается в присвоении наибольшей доли денежных потоков, генерируемых проектом. Сочетание роли акционера и договорного контрагента является способом предотвращения оппортунистического поведения спонсоров проекта и ограничения агентских издержек.



Рисунок 5. Динамика денежных потоков типичной сделки по проектному финансированию⁹³

Рисунок 4 также можно рассматривать с точки зрения финансового/капитального бюджетирования. Каждый контракт между SPV и его контрагентами генерирует приток и отток денежных средств, которые способствуют общей способности SPV погашать операционные расходы, обслуживать долг и выплачивать дивиденды спонсорам. Новая интерпретация рис. 4 в свете динамики денежных потоков показана на рис. 5.

В сделках структурированного финансирования анализ рисков и управление рисками являются ключевыми факторами успеха сделки, причем в гораздо большей степени, чем в традиционном корпоративном финансировании. Причина этого заключается в том, что SPV управляет только одной единственной инвестицией, и, если эта инвестиция является чрезмерно рискованной, кредиторы могут столкнуться с ситуацией, когда денежных потоков, создаваемых новой инициативой, будет недостаточно для погашения долга. В корпоративных

⁹³ Составлено автором по результатам исследования

финансах, напротив, даже если проект испытывает проблемы, другие активы фирмы могут способствовать генерированию денежных потоков, предназначенных для погашения кредиторов.

Поэтому, как отмечалось в пункте 1.2, проектное финансирование применяется не во всех отраслях экономики. Поскольку основной гарантией возврата инвестиций и кредитов выступают будущие денежные потоки от реализации проекта, то сам проект должен быть гарантированно востребованным в той местности, регионе, стране и секторе, где планируется к реализации. Соответственно, инновационные проекты с выпуском продукции, мало – и или непредставленной на целевом рынке имеют высокий уровень рисков для проектного финансирования. В большинстве случаев, наиболее приемлемыми вложениями для проектного финансирования выступают так называемые «20-30-е» проекты, успешная ретроспектива которых была апробирована ранее⁹⁴.

Спонсоры, банки и их технические, юридические и финансовые консультанты проводят тщательную комплексную оценку рисков проекта в качестве предварительного шага к составлению бюджета капитала. Комплексная экспертиза включает в себя следующие основные этапы:

1. Идентификация и анализ рисков;
2. Передача и распределение рисков между субъектами, которые лучше всего подходят для обеспечения защиты от этих рисков;
3. Управление остаточным риском.

На первом этапе спонсоры и кредиторы вместе тщательно планируют все возможные риски, которые могут возникнуть в течение жизни проекта, оценивают вероятность их возникновения и степень тяжести⁹⁵. Риски могут возникнуть либо на этапе строительства, когда проект еще не способен

⁹⁴ Смирнов, А. Л. Когда результативно проектное финансирование? / А. Л. Смирнов, И. И. Родионов // Вестник Владимирского государственного университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых. Серия: Экономические науки. – 2019. – № 4(22). – С. 40-51.

⁹⁵ Borgonovo, E., Gatti, S., & Peccati, L. (2009). What drives value creation in investment projects? An application of sensitivity analysis to project finance transactions, *European Journal of Operational Research*, 205(1), 227–236.

генерировать денежные средства, либо на этапе эксплуатации. Вот возможная классификация рисков⁹⁶:

- риски до завершения строительства
- риски после завершения строительства
- риски, встречающиеся как на стадии до, так и после завершения проекта.

Что касается рисков до завершения строительства, то наиболее распространенные из них связаны с неправильным планированием деятельности, технологическими рисками и строительными рисками (в виде задержки завершения строительства, перерасхода средств или завершения строительства с недостатками в работе). Риски после завершения проекта связаны с поставками исходных материалов, работой предприятия по сравнению с минимальными стандартами эффективности проекта, а также с продажей продукции или услуг. Риски, встречающиеся на обоих этапах, включают финансовые риски (риск процентной ставки, валютный риск, инфляционный риск), регуляторный риск, связанный с разрешениями и санкциями, политический, страновой риск⁹⁷ и юридический риск, связанный с возможностью исполнения контракта и защитой прав кредиторов⁹⁸.

После картирования и анализа рисков на этапах 2, 3 определяются стратегии, которые SPV может использовать для смягчения влияния рисков на денежные потоки проекта. Спонсорам и кредиторам доступны три различных варианта:

1. Передать риск, распределив его на одного из ключевых контрагентов.
2. Передать риск профессиональным страховщикам.
3. Оставить риск у себя.

Передача риска с помощью проектных контрактов является наиболее часто используемой стратегией управления рисками в проектном финансировании.

⁹⁶ Полховская, Т. Ю. Классификация рисков проектного финансирования и стратегии их минимизации / Т. Ю. Полховская, А. А. Шевченко // Инженерный вестник Дона. – 2012. – № 3(21). – С. 809-813.

⁹⁷ Hainz, C., & Kleimeier, S. (2012). Political risk: Project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 287-314.

⁹⁸ Subramanian, K. V., & Tung, F. (2016). Law and project finance. *Journal of Financial Intermediation*, 25, 154–177.

Ключевые контракты, подписанные SPV в рисунке 4, распределяют права и обязанности между SPV и его соответствующими контрагентами. Эти контракты могут использоваться в качестве методов снижения риска, если контрагент, находящийся в наилучшем положении для контроля и управления данным риском, несет ответственность за негативные последствия для денежных потоков, которые могут возникнуть при реализации проекта. Если риск материализуется, SPV должна быть выплачена компенсация в той или иной форме. Соответствующая выплата ущерба стимулирует контрагента соблюдать первоначальное соглашение, чтобы избежать негативных последствий, которые могут возникнуть в случае появления данного риска. Если риск возникает, и он был распределен (передан) третьей стороне, эта же сторона будет нести расходы по риску, не затрагивая SPV или его кредиторов.⁹⁹

Второй доступный вариант управления рисками — это страхование рисков. Эта альтернатива должна использоваться для рисков, которые не могут контролироваться и управляться ни одним из контрагентов SPV. В этом случае страховщики покрывают риски SPV за уплату страховой премии. Эти компании могут это делать, поскольку управляют большими портфелями рисков, где совместная вероятность одновременного возникновения всех рисков в портфеле очень низка.

На рисунке 6 представлена модель процесса управления рисками, в которой выделены важнейшие этапы и способы управления рисками. Последним вариантом контроля риска является его удержание и попытка ограничить его влияние на деятельность SPV с помощью хорошо разработанных внутренних процедур контроля риска. Удержание рисков является распространенной практикой в уже существующих корпорациях. Фирма может решить сознательно удерживать риски, потому что считает распределение рисков третьим лицам слишком дорогим или стоимость страховых полисов чрезмерной по сравнению с последствиями, обусловленными данными рисками. Удержание рисков, как

⁹⁹Полховская, Т. Ю. Классификация рисков проектного финансирования и стратегии их минимизации / Т. Ю. Полховская, А. А. Шевченко // Инженерный вестник Дона. – 2012. – № 3(21). – С. 809-813.

политика управления остаточными рисками, более эффективно для существующих корпораций, чем для SPV.

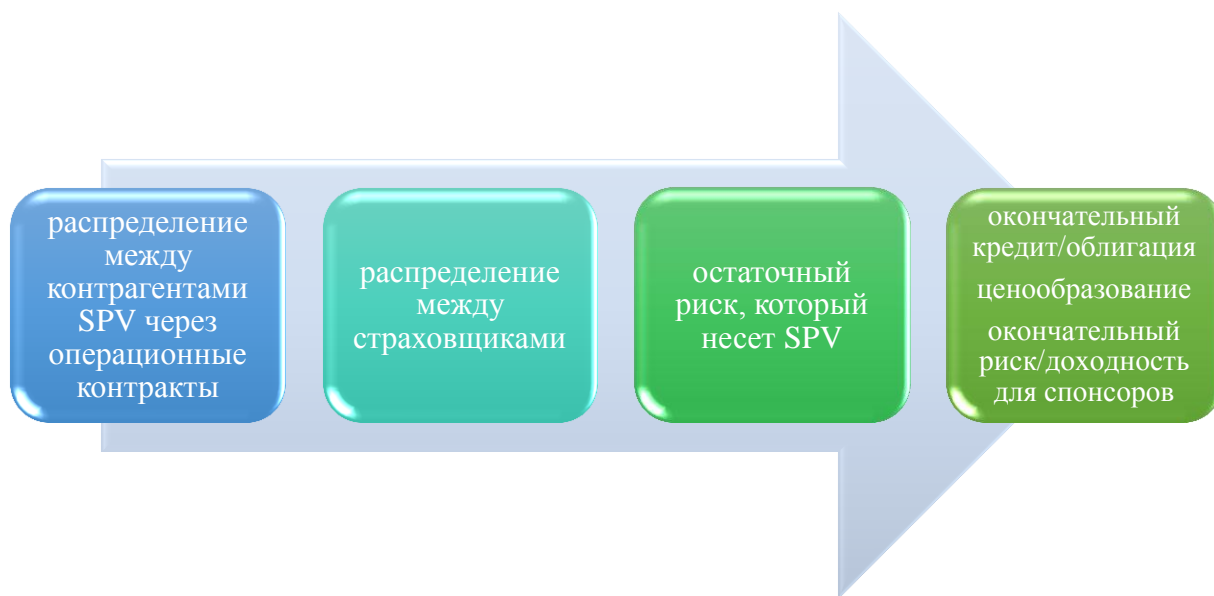


Рисунок 6. Процесс управления рисками в проектном финансировании¹⁰⁰

Это объясняется тем, что в стандартных корпоративных финансах операционный риск может быть диверсифицирован по всему портфелю реальных активов, которыми управляет существующая фирма. В отличие от этого, операционный риск для SPV является идиосинкратическим, поскольку он относится к одному проекту. По этой причине нераспределенная часть риска играет ключевую роль в уровне кредитного спреда и коэффициента долг/капитал.

В практике корпоративного финансирования, предприятия при начале реализации нового инвестиционного проекта используют балансовый механизм капитализации. Таким образом, новый бизнес-проект остается на балансе действующей компании, и полная его стоимость будет определяться масштабами и глубиной создаваемого проекта. После завершения проекта и его запуска в компании генерируется денежный приток, что обеспечит покрытие инвестиционных вложений в виде рентабельности капитала.

Однако в обычной практике при запуске нового инвестиционного проекта всегда возникает проблема с привлечением дополнительного капитала для

¹⁰⁰ Составлено автором по результатам исследования

инвестирования. Основными источниками в таком случае являются собственные денежные потоки компании, которые мобилизуются из результатов текущей операционной деятельности, или за счет банковского кредитования, либо с помощью акционерного капитала в виде дополнительной эмиссии. В случае же проектного финансирования, как отмечалось ранее, новый проект — это новая компания, которые не встроена в текущую деятельность предприятия и формирует иные структуры бизнеса в целях реализации нового инвестиционного проекта.



Рисунок 7. Финансовая модель традиционного корпоративного финансирования¹⁰¹



Рисунок 8. Финансовая модель проектного финансирования¹⁰²

Учитывая выявленные признаки и критерии проектного финансирования и традиционного корпоративного подхода к реализации новых бизнес-проектов

¹⁰¹ Составлено автором по результатам исследования

¹⁰² Составлено автором по результатам исследования

можно выделить существенные отличия в моделях и стратегиях организации финансирования (см. рис. 7 и 8). Результатом анализа рисков и процесса распределения рисков является матрица рисков сделки проектного финансирования (Приложение 1).

Эта матрица идентифицируется следующим образом. Строки показывают вклад каждой стороны, участвующей в сделке, в устранение рисков проекта; столбцы показывают, был ли каждый из этих рисков идентифицирован и адекватно покрыт. Матрица может использоваться кредиторами для картирования рисков и оценки того, были ли они возложены хотя бы на одного из контрагентов SPV. Принцип довольно интуитивен: чем больше пересечений между субъектами и рисками, где SPV не фигурирует, тем ниже проектный риск, с которым приходится сталкиваться кредиторам SPV.¹⁰³

В этой главе проанализировано проектное и инфраструктурное финансирование. Показаны различия в отношении корпоративного финансирования, а также преимущества, которые дает сделка спонсорам проекта и кредиторам. Также рассмотрена сеть контрактов, лежащих в основе сделки проектного финансирования, и процесс управления рисками, лежащий в основе структурирования сделки.

С точки зрения тенденций рынка, в главе прослеживается эволюция проектного финансирования, начиная с начала девяностых годов, когда первые эксперименты с этим методом были сосредоточены в энергетическом секторе (особенно для проектов когенерации). Со временем проектное финансирование распространилось на другие отрасли, часто из-за потребности государственного сектора в более существенном участии частного капитала в частично самофинансируемых проектах. Сегодня проектное финансирование применяется в огромном количестве отраслей. Это также привело к изменению основных характеристик сделки, особенно в части рисков, остающихся за SPV и, соответственно, за его финансистами. По нашему мнению, текущие рыночные

¹⁰³ UNCTAD. (2012). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2012_ru.pdf.

тенденции благоприятствуют проектам, в которых рыночный риск не исключается полностью, а остается (по крайней мере, частично) в качестве риска для компании-транспортировщика. Посредники должны учитывать этот фактор при установлении адекватной цены, учитывая риск, который несет в себе конкретная сделка.

Еще один важный вывод касается тенденции предоставления средств для финансирования инфраструктуры. Хотя банки по-прежнему сохраняют значительную долю кредитования, рынки капитала и институциональные инвесторы играют все большую роль в предоставлении средств для развития инфраструктуры. Большой вопрос, который все еще остается без ответа, заключается в том, объясняется ли эта тенденция просто чрезвычайными условиями на рынках капитала (слишком низкие процентные ставки в течение слишком долгого времени) или же мы сталкиваемся со структурным перераспределением ресурсов от более традиционных классов активов к альтернативным инвестициям. Если это так, то перед нами открываются две проблемы. С одной стороны, институциональные инвесторы должны восполнить недостаток компетенции по сравнению с банками в анализе риска инфраструктурных сделок. Использование альтернативных стратегий, может стать конструктивным примером. Вторая проблема связана с регулирующими органами. Базель III и Solvency II установили четкие правила для преодоления кредитного риска, возникающего у традиционных посредников, инвестирующих в альтернативные классы активов. Однако значительная часть средств, о которых идет речь, поступает от нерегулируемых (или слабо регулируемых) инвесторов. Нахождение правильного баланса между необходимостью привлечения средств для восполнения пробелов в инфраструктуре и необходимостью обеспечения финансовой стабильности станет одной из ключевых тем, над которой предстоит работать в ближайшие годы.

ГЛАВА 2. ИНСТИТУТ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ГЛОБАЛЬНОЙ И РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМАХ

2.1 Глобальный рынок проектного финансирования: области применения, динамика развития, секторальные и региональные особенности

На сегодняшний день одним из ключевых направлений развития глобальной экономики является достижение Целей устойчивого развития (ЦУР). Однако, главным препятствием, не позволяющим реализовать намеченные цели, является дефицит финансовых ресурсов. Он составляет колоссальные \$4,3 трлн. в год¹⁰⁴. По оценкам анализа, проведенного до пандемии, развивающимся странам не хватает около 2,5 триллиона долларов США, чтобы сохранить свои амбиции по достижению ЦУР¹⁰⁵. Отсутствие инфраструктуры препятствует устойчивому и эффективному росту, особенно в развивающихся странах. Несмотря на низкий уровень финансирования, стимул для инвестиций высок и в глобальном мире возрастает спрос на финансовый капитал с минимальными уровнями риска. Этот дефицит финансирования и положительное влияние инфраструктуры на экономический рост¹⁰⁶ частично объясняют масштабные инфраструктурные инициативы, разработанные Китаем (Инициатива «Пояс и путь» – BRI) с 2013 года и Большой семеркой в 2022 году. С 2013 года Китай ежегодно инвестирует от 40 до 60 миллиардов долларов США. Страны «Большой семерки» обязались собрать 600 миллиардов долларов США, предназначенных для инфраструктурных проектов в развивающихся странах.

Инфраструктура может быть экономической (например, транспортные объекты, такие как автомагистрали, водоснабжение, такое как канализационные сети, энергоснабжение, такое как электростанции). Она также может быть социальной (связанной с человеческим капиталом, например, больницы, жилье

¹⁰⁴ UNCTAD (2022). World Investment Report 2022: International Tax Reforms and Sustainable Investment (New York and Geneva: United Nations).

¹⁰⁵ UNCTAD (2020). World Investment Report 2020: International Production beyond the Pandemic (New York and Geneva: United Nations).

¹⁰⁶ Ramey, Valerie A. (2020). “The macroeconomic consequences of infrastructure investment”, Working Paper, No. 27625, July (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

для пожилых людей, школы и тюрьмы). Инфраструктура имеет ряд общих ключевых характеристик: низкая эластичность спроса, квазимонопольный статус, ориентация на общественные услуги и/или высокий уровень регулирования, длительный срок службы и стабильность денежных потоков¹⁰⁷. Эти характеристики приводят к увеличению рисков экспроприации и оппортунистического поведения со стороны монопольного покупателя или монополистического поставщика. Они требуют особых способов финансирования инфраструктуры – если она не полностью финансируется государственным предприятием. Проектное финансирование является хорошо подходящей структурой финансирования для таких случаев.

Международное проектное финансирование (IPF) подразумевает, что хотя бы один спонсор в сделке проектного финансирования является иностранным резидентом. Если этому спонсору принадлежит не менее 10 процентов акционерного капитала проекта, то IPF является FDI-IPF.

С точки зрения развития, IPF важно, поскольку оно оказывает положительное влияние на экономический рост в наименее развитых странах (НРС)¹⁰⁸. Этот вид финансирования фондирует проекты в странах, которые сталкиваются с острыми бюджетными ограничениями, и поддерживает строительство базовой инфраструктуры в этих странах. Хотя на долю IPF приходится примерно треть всех сделок проектного финансирования, на него приходится 45% проектов проектного финансирования в странах с низким уровнем дохода, и поэтому оно является важнейшим фактором развития.

IPF все чаще используется для финансирования инфраструктуры и различных секторов: с 2012 по 2021 год количество проектов увеличилось на 68 %, а общая стоимость проектов – на 15 %. Важно отметить, что в рамках IPF произошел резкий сдвиг в секторах, осуществляющих такое финансирование. В 2010 году на горнодобывающую, нефтегазовую и нефтехимическую отрасли

¹⁰⁷ Weber, Barbara, Mirjam Staub-Bisang and Hans Wilhelm Alfen (2016). *Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP* (Cornwall: John Wiley & Sons).

¹⁰⁸ La Cour, Lisbeth, and Jennifer Müller (2014). “Growth and project finance in the least developed countries”, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 7(2), pp. 77–103.

приходился 21 % всех проектов IPF, а в 2020 году – только 12 %. И наоборот, что является положительным моментом для устойчивого развития, IPF способствовало росту сектора возобновляемой энергетики. В 2010 году на проекты IPF в области возобновляемых источников энергии приходился 31 % всех объявленных сделок, а в 2021 году – 54 % всех сделок. Изменение сектора также привело к тому, что через IPF финансируются менее дорогостоящие проекты¹⁰⁹.

С течением времени региональная и отраслевая структуры глобального рынка проектного финансирования менялись, что можно проследить через оценку ретроспективы развития данного сектора финансовой системы. Рассмотрим последние 17 лет становления и масштабирования глобального рынка проектного финансирования для выявления специфики, особенностей и трендов.

Первый период развития проектного финансирования, с 2006 по 2010 год, характеризуется последствиями финансового кризиса 2008 года, сопровождавшегося глубоким сокращением объема синдицированных банковских кредитов и одновременным увеличением доли кредитов проектного финансирования в общем объеме синдицированного кредитования.

Второй период, с 2011 по 2016 год, демонстрирует устойчивое восстановление глобального синдицированного кредитования и проектного финансирования, что стабилизирует его вес в общем объеме. За исключением 2016 года, тенденция всегда положительная, и рынок вернулся на докризисный уровень.

Третий период с 2016 года по настоящее время характеризуется стремительным изменением отраслевой структуры финансирования проектов, особенности в области базовой инфраструктуры развивающихся экономик мира.

Интересно отметить, что на протяжении всего периода проектное финансирование составляло значительную долю мирового рынка синдицированных кредитов – от 5 до 6 %. Более того, пиковые значения,

¹⁰⁹ Steffen, Bjarne (2018). “The importance of project finance for renewable energy projects”, *Energy Economics*, 69, pp. 280–294.

достигнутые в 2008-10 годах, в точности соответствуют тому времени, когда рынок синдицированных кредитов наиболее сильно пострадал от последствий дефолта банка Lehman. Соотношение между объемом кредитов проектного финансирования и глобальными синдицированными кредитами выросло с 4,72% в 2006 году до поразительных 9,02% в 2010 году, демонстрируя устойчивость инфраструктурного кредитования даже в периоды сильного финансового стресса.



Рисунок 9. Динамика показателей глобального рынка проектного финансирования за период 2006-2022 гг.¹¹⁰

Глобальный объем проектного финансирования в 2007 г. достиг нового исторического рекорда: было заключено 656 сделок на общую сумму 273,3 млрд. долл. США, что на 20% больше по объему и на 67 сделок по количеству по сравнению с 2006 г. Рост в 2007 г. был умеренным по сравнению с 27%. в 2006 г. и среднегодовой пятилетний показатель 29% (см. рис. 9).¹¹¹

Рынок проектного финансирования увеличился на 13% до 315,0 млрд. долларов США в 2008 г. по сравнению с 278,4 млрд долларов США, привлеченных в 2007 году. Однако к концу года объем сократился: в 4 квартале 2008 г. падение по сравнению с \$70,3 млрд., привлеченные в 4 квартале 2007 года.

¹¹⁰ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

¹¹¹ Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Завершенный в июне 2008 года российский проект второй фазы проекта «Сахалин-2» стоимостью 20 миллиардов долларов США по разработке Пильтун-Астохского нефтяного месторождения и Лунского газового месторождения на острове Сахалин стал в 2008 году крупнейшим из когда-либо зарегистрированных проектов.

В 2009 году стабильный рост объемов и сделок проектного финансирования обернулся спадом по причине финансового кризиса, который приобрел международный масштаб к концу года. Объем глобального проектного финансирования достиг 292,5 млрд. долларов в 2009 году, несмотря на то, что объем упал на 9% по сравнению с 320,9 млрд. долларов, привлеченные в 2008 году. Крупнейшей сделкой, закрытой в 2009 году, был проект СПГ в Папуа-Новой Гвинее стоимостью 18,0 млрд. долларов.

В 2010 г. произошло общее улучшение состояния рынка проектного финансирования по сравнению с падением в 2009 г. Проектное финансирование восстанавливается, хотя и медленно; банковское кредитование остается на низком уровне по сравнению с докризисными годами. Большинство региональных рынков показали хорошие результаты с точки зрения общей стоимости проектов. Объемы продаж в Европе, Азиатско-Тихоокеанском регионе, Северной Америке и на Ближнем Востоке выросли. В 2010 году рынки Северной Америки и Азии привлекли самый высокий уровень инвестиций в проектное финансирование за предшествующие пять лет. Количество сделок также вернулось к воспринимаемому «нормальному» уровню после спада в 2009 году, хотя оно все еще не так высоко, как в 2007 и 2008 годах.

Толчок в 2010 году обернулся фазой спада, как заключаемых сделок, так и формируемых объемов проектного финансирования на глобальном рынке. Основная причина заключается в том, что региональные рынки развитых стран смогли более быстро восстановиться после глобального финансового кризиса, нежели страны развивающегося типа. Многие страны сталкивались с серьезными структурными экономическими проблемами, преодолеть которые смогли лишь спустя несколько лет. Некоторые страны не смогли перестроить свою экономику

и провести реальные реформы по созданию политических и институциональных основ для содействия созданию новой и модернизации существующей инфраструктуры.

Скорость создания инфраструктуры также была ограничена проблемами финансирования. Таким образом, все эти факторы влияли на скорость и масштабы строительства, модернизации и, в конечном итоге, доступности инфраструктуры для населения.

Исследование мирового рынка инфраструктуры в 2012 году, показывает ухудшение уровня инвестиций в проектное финансирование во всех регионах, поскольку активность снизилась на всех основных рынках проектного финансирования. Фокус и приоритеты также были смещены с сектора инфраструктуры, поскольку страны продолжали оживлять свою экономику. Региональные показатели различались: в Европе было зарегистрировано самое резкое падение активности по сделкам за последние семь лет, негативное влияние продолжающегося экономического спада привело к истощению капитальных вложений в инфраструктуру. Институциональные инвесторы сосредоточились на многомиллиардных сделках по энергетической инфраструктуре в Америке, Азиатско-Тихоокеанском регионе. Эти два региона привлекли наибольшее количество глобальных капитальных вложений в инфраструктуру проектного финансирования.

2012 год был трудным для проектного финансирования; перспективы глобальной инфраструктуры значительно ухудшились, так как глобальная стоимость и количество сделок упали ниже минимумов 2009 года, портфели активных проектов были истощены, а высокий уровень долга и плохое восстановление экономики в Европе сокращали рынки.

В 2012 году секторы нефти и газа, транспорта и возобновляемых источников энергии лидировали, несмотря на затишье в активности и падение капитальных вложений. Одним из основных изменений по сравнению с прошлым годом является то, что инвестиции в проектное финансирование в области

возобновляемых источников энергии впервые превысили общий капитал, вложенный в традиционные проекты по производству электроэнергии.

2013 год стал годом заметного восстановления на мировых рынках инфраструктуры, поскольку увеличились как стоимость сделок, так и их количество. Отчеты показывают, что общий объем инвестиций в глобальную инфраструктуру достиг 280 миллиардов долларов США, что на 51 % больше, чем в предыдущем году. В общей сложности было завершено финансовое закрытие 548 сделок, что на 30% больше.

В рассматриваемом временном горизонте 2006-2022 гг., этап с 2013 года является третьим восстановительным периодом в динамике проектного финансирования, который продлился недолго, вплоть до 2016 года. По итогам 2015 года объем проектного финансирования превысил 340 млрд. долларов США, а количество сделок составило 913, однако эти значения не превысили показатели 2010 года. Затем последовал резкий спад как количества проведенных транзакций (-19 %), так и суммы заключенных сделок (-10 %) в 2016 году.

За рассмотренный период видно, что динамика проектного финансирования имеет волнообразный характер развития, что сопряжено с спецификой данного инструмента финансовой деятельности. С другой стороны, важно отметить нестабильность финансовых потоков в проектном финансировании, так как заключаемые контракты имеют долгосрочный период реализации, а транши разбиты на несколько периодов, что вызывает такую нелинейную динамику данных на рисунке 9. Также немаловажными факторами являются: запрос на строительство инфраструктуры в различных регионах мира, фазы экономических циклов национальных экономик, изменение законодательства и прочее.

Показатели 2016 года являются наименьшими в проектном финансировании глобального финансового рынка за последние годы. Объем кредитования проектного финансирования снизился на 15% по сравнению с предыдущим годом, а объем инвестиций в акционерный капитал остался примерно на том же уровне – 43 млрд. долларов США. Однако в течение года средняя сумма долга на сделку увеличилась, а среднее соотношение долга и собственного капитала в сделках

проектного финансирования в 4 квартале 2016 года составило примерно 80:20. Изменение структуры финансирования имело позитивный эффект, что определило долгосрочный вектор прогрессивного развития и масштабирования данного финансового инструмента.

После кризисного 2016 года глобальное проектное финансирование оживилось в 2017 году, при этом общая стоимость сделок выросла по сравнению с прошлым годом. Рефинансирование и сделки слияний и поглощений (далее M&A) составляют все более значительную часть рынка, а активность в области новых проектов остается низкой.

Изменения в структуре глобального проектного финансирования продолжились в 2018 году, что выразилось в наращивании проектов в области возобновляемых источников энергии.

Возобновляемая энергетика провела успешный год, лидируя как по количеству сделок проектного финансирования, закрытых в 2018 году, так и по их стоимости. Всего до финансового закрытия было заключено 511 сделок на сумму 94,5 млрд. долларов США. Пять крупнейших сделок – общей стоимостью 11,3 млрд. долларов – все в Европе, а две крупнейшие были связаны с первичным финансированием оффшорного ветра в Великобритании: 950 МВт Moray East и 860 МВт Triton Knoll.

Тремя другими крупнейшими сделками ПФ в сфере возобновляемой энергетики были рефинансирование оффшорного ветропарка Galloper мощностью 353 МВт и Dudgeon мощностью 402 МВт в английском Северном море, а также Merkur мощностью 369 МВт у побережья Германии.

Вторым наиболее активным глобальным сектором ПФ был транспорт с общей стоимостью \$78 млрд. Крупнейшей сделкой 2018 года стала HSR Джакарта-Бандунг в Индонезии стоимостью \$6 млрд. За ним следует нефтегазовая отрасль, на которую пришлось 61,8 млрд. долларов США, а ведущей сделкой стал дополнительный объект СПГ «Корпус-Кристи» в Техасе стоимостью 6,1 млрд. долларов США.

Что касается кредитной активности, то здесь лидирует первичное финансирование – 169 миллиардов долларов США, а еще 94,3 миллиарда долларов США пришлось на рефинансирование. Банковское кредитование лидировало в глобальных сделках ПФ с объемом \$187,6 млрд., в то время как на облигации пришлось всего \$34,4 млрд., а кредиты DFI составили \$39,3 млрд. Инвестиции в акционерный капитал проектов составили 25,7 млрд. долларов.

Как и весь ландшафт финансирования инфраструктуры, финансирование инфраструктурных проектов в 2019 году пережило подъем. Общая стоимость сделок составила 348,4 млрд. долларов США – самый высокий полугодовой результат за последние два с половиной года, закрепив годовой объем сделок на уровне, практически идентичном показателям 2018 года.

Этот рекорд достигнут на фоне того, что объем сделок в 2019 году оставался стабильным по сравнению с предыдущим календарным годом, что говорит о том, что инвесторы и кредиторы стали более уверенными в доведении дорогостоящих проектов до финансового завершения.

Хотя коммерческое кредитование оставалось предпочтительным способом финансирования инфраструктурных проектов, инвесторы все больше полагались на облигации, объем которых на конец года составил 47 млрд. долларов США.

Финансирование инфраструктурных проектов, подверглось испытанию кризисом Covid-19 в 2020 году. Данные свидетельствуют о том, что после периода наблюдения и снижения рисков, вызванных пандемией Covid-19 в первом и большей части второго квартала, многие проекты достигли финансового закрытия в последние месяцы.

В четвертом квартале 2020 года ряд дорогостоящих сделок достиг финансового закрытия, поскольку участники рынка сообщили о необходимости учитывать разнообразные риски, задержки и сложную координацию многонациональных сделок в связи с пандемией.

Однако, прежде всего, в 2020 году ряд сверхкрупных проектов в области возобновляемой энергетики достиг финансового завершения, особенно в секторе морской ветроэнергетики. Портфель проектов Dogger Bank в Великобритании,

который после полного ввода в эксплуатацию станет крупнейшим в мире морским ветропарком, достиг финансового закрытия первых двух фаз в ноябре. Сделка имела сложную структурированную задолженность, предоставленную примерно 30 кредиторами и поддержанную экспортными кредитными агентствами.

Стремление к возобновляемым источникам энергии также является маркером роста экологического сознания. В 2020 году оно включилось в основное финансирование инфраструктуры в виде зеленых облигаций и критериев ESG, применяемых как к корпоративному, так и к проектному финансированию. Помимо безопасности, данные свидетельствуют о том, что облигации были также своего рода перспективным заявлением, когда компании брали на себя обязательства по развитию возобновляемой энергетики.

После стрессового 2020 года, глобальный рынок проектного финансирования продемонстрировал рекордные показатели роста. Объем мобилизованных финансовых ресурсов на реализацию проектов в 2021 году увеличился на 97,1 млрд. долларов США, что на 22,3 % выше показателя 2020 года. При этом количество сделок выросло сравнительно ниже среднегодовых темпов прироста за весь анализируемый период, составив на конец года более 1 200 транзакций. На протяжении всего 2021 года мировая инфраструктурная активность развивалась на волне рефинансирования, сделок M&A и облигаций, поскольку компании обращались к рынкам капитала, перераспределению портфелей и рефинансированию – тенденция, которая стала более ощутимой с начала 2020 года. Спонсоры обратились к пересмотру условий и привлечению новых долговых обязательств, торопясь получить лучшие условия по существующим кредитам.

Финансирование инфраструктуры оставалось стабильным в течение 2022 года, несмотря на геополитические потрясения, которые потрясли рынки. Политическая неопределенность на развитых рынках, включая Великобританию, где за год сменилось 3 премьер-министра, также стало фактором рисков для участников рынка проектного финансирования.

Данные показывают, что в 2022 году объем глобального проектного финансирования составил почти \$600,9 млрд., что превышает показатель 2021 года в \$531,6 млрд. и является самым высоким показателем с 2018 года. Однако объем финансирования инфраструктуры составил \$971,3 млрд., что на 19% меньше показателя 2021 года (\$1,16 трлн.) и является самым низким показателем с 2019 года.

Также произошло небольшое снижение (на 7%) количества сделок по проектному и инфраструктурному финансированию в течение года до 3 376 с 3 645 в 2021 году. С другой стороны, если рассматривать исключительно сделки проектного финансирования, то спад составил всего 1,1 %.

Таким образом, за последние 17 лет, несмотря на периоды спада объемов проектного финансирования и количества заключаемых сделок, среднегодовые темпы прироста данной отрасли финансирования составили 6,9 % по привлекаемым суммам и 5,8 % по количеству совершаемых транзакций. Глобальный объем проектного финансирования вырос с 2006 года практически в 3 раза, а количество сделок в 2,5 раза.

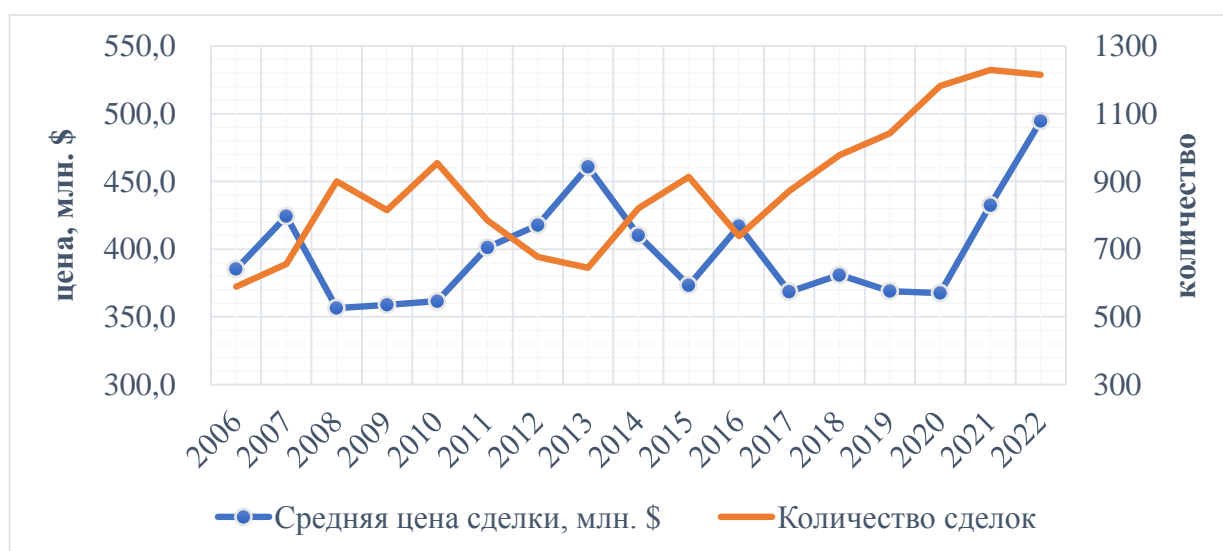


Рисунок 10. Динамика средней стоимости и количества сделок глобального проектного финансирования за период 2006-2022 гг.¹¹²¹¹³

¹¹² IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

¹¹³ Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Анализ показал, что объем проектного финансирования и количество сделок коррелируют, однако при сокращении ежегодных транзакций, объем финансирования не всегда сокращается, и наоборот (см. рис. 10). Данные рисунка 10 ярко демонстрирует отсутствие прямой связи между ценой и количеством сделок проектного финансирования на протяжении всего периода. Исключение составляет резкий рост, как сделок, так и цены с 2020 г. по 2022 год. При увеличении количества совершаемых транзакций по проектному финансированию в периоды 2007-2010 гг. и 2016-2020 гг. не происходит аналогичного роста объемов привлекаемых ресурсов.

Таблица 2. Значения корреляции между показателями глобального рынка проектного финансирования¹¹⁴

	Объем сделок, млрд. \$	Количество сделок	Средняя цена проекта, млн. \$
Объем сделок, млрд. \$	1	0,9075	0,4306
Количество сделок	0,9075	1	0,0204
Средняя цена проекта, млн. \$	0,4306	0,0204	1

Результаты корреляционного анализа с использованием коэффициента парной корреляции Пирсона показали, что наблюдается очень высокая связь (0,9075) между количеством совершенных транзакций и объемом проектного финансирования на глобальном рынке в 2006-2022 гг. Но если оценить степень связи между количеством сделок и средней их стоимостью, то взаимосвязь сводится практически к 0, что говорит о необходимости учитывать размеры проектов, их масштаб и стоимость, несмотря на прогресс количества совершаемых транзакций. Соответственно, при анализе тенденций развития проектного финансирования целесообразно учитывать непосредственно объемы финансирования, а также среднюю стоимость проектов, нежели количество сделок.

¹¹⁴ Расчеты автора

Средняя стоимость сделки проектного финансирования на протяжении последних 17 лет составила практически 400 млн. долларов США. График показывает, что цена проектов в период 2017-2020 гг. практически не превышала среднюю стоимость кризисного периода 2008-2010 гг. Лишь последние 2 года характеризуются синхронным ростом, как стоимости проектов, так и количества совершаемых сделок.

Исследуя специфику модели реализации проектного финансирования, следует учитывать структуру привлекаемого капитала, которая оказывает прямое влияние на изменение, как объемов финансирования, так и на среднюю цену проекта.

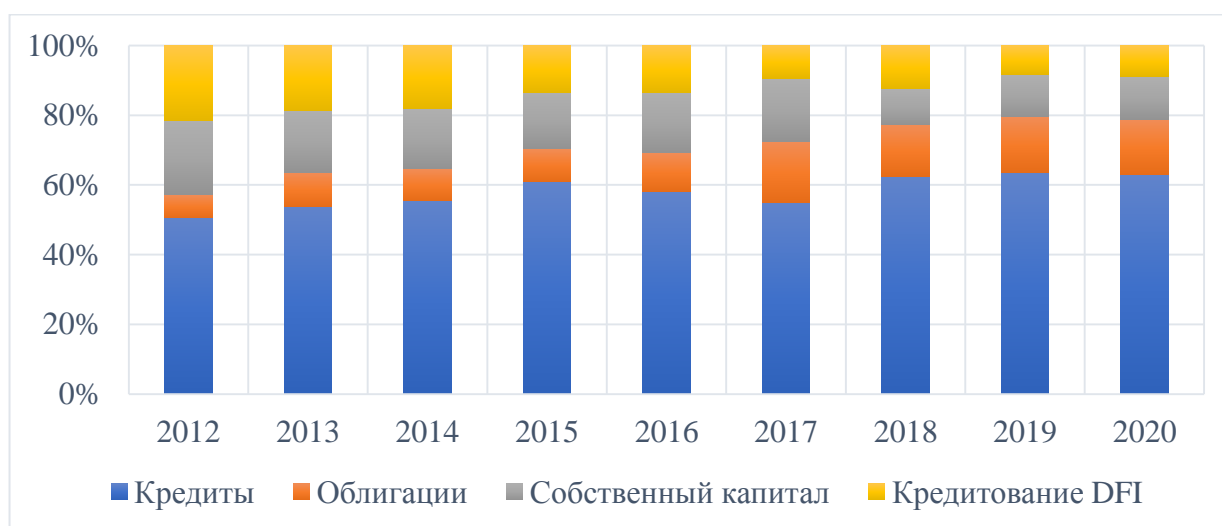


Рисунок 11. Структура капитала, привлекаемого в глобальный рынок проектного финансирования за период 2012-2020 гг.¹¹⁵¹¹⁶

Как было отмечено в 1 главе, проектное финансирование предполагает сложный механизм структурирования финансового капитала для реализации заключенного проекта, где принимают участие как банковские институты и институциональные инвесторы, так и частные инвесторы с государством. Таким образом, сложилась ситуация, когда общая сумма проектного финансирования

¹¹⁵ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

¹¹⁶ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

имеет 4 ключевых источника мобилизации капитала: банковское и/или коммерческое кредитование, выпуск облигаций, собственный/акционерный капитал и кредитование финансовыми институтами развития (далее DFI).

Данные рисунка 11 показывают, что структура капитала проектного финансирования на глобальном рынке характеризуется значительной ролью банковского или коммерческого кредитования, чья усредненная доля за анализируемый период составляет 58 %. При этом значение кредитования в проектном финансировании возросло с 51 % до 63 %. Заметным изменением стало уменьшение роли собственного капитала с 21 % до 12 % и кредитование со стороны DFI с 21 % до 9 %.¹¹⁷ Данные перемены вызваны возрастающей ролью выпуска облигаций, что является удобным финансовым инструментом с точки зрения обеспечения финансовых рисков, так и ликвидного актива, который можно реализовать.

На глобальном рынке проектного финансирования больше всего сократилась роль DFI, которые представляют собой группировку трех типов учреждений: банки развития, многосторонние организации и экспортно-кредитные агентства (ЭКА).

В последние годы масштаб проектного финансирования начал охватывать и другие сферы финансовой деятельности по созданию, реконструкции и ремонту инфраструктуры. С 2021 года ведется мониторинг финансирования инфраструктуры, как собирающего понятия, которое включает в себя проектное финансирование, финансирование государственного сектора и корпоративное финансирование. Отличие между проектным финансированием и финансированием государственного сектора заключается в обязательном наличии частного инвестора, где SPV не принадлежит на 100 % государству. Поскольку все три инструмента имеют схожий механизм и цели реализации, в большинстве случаев их данные суммируют по всем отраслям и регионам для оценки существующих глобальных тенденций.

¹¹⁷ Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Однако до 2020 года мы можем проанализировать проектное и инфраструктурное финансирование в отрыве друг от друга.



Рисунок 12. Структура капитала, привлекаемого в глобальный рынок инфраструктурного (без учета проектного) финансирования за период 2012-2020 гг.¹¹⁸

Инфраструктурное финансирование значительно отличается от проектного по структуре капитала и имеет более ярко выраженные изменения за последние годы (см. рис 12). Также прослеживается возрастание роли облигаций в формировании капитала для финансирования инфраструктуры, но в данном случае их удельный вес превышает 45 %. Значительно уменьшилась роль собственного капитала с 41 % до 12 % в проектах по финансированию объектов инфраструктуры. Соответственно, наглядно прослеживается разница по формированию структуры капитала в проектном и инфраструктурном финансировании, что говорит о неоднозначных подходах к фондированию средств на реализацию проектов. Уход от кредитного заимствования к ликвидным и надежным инструментам финансирования в виде эмиссии облигационных займов.

¹¹⁸ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

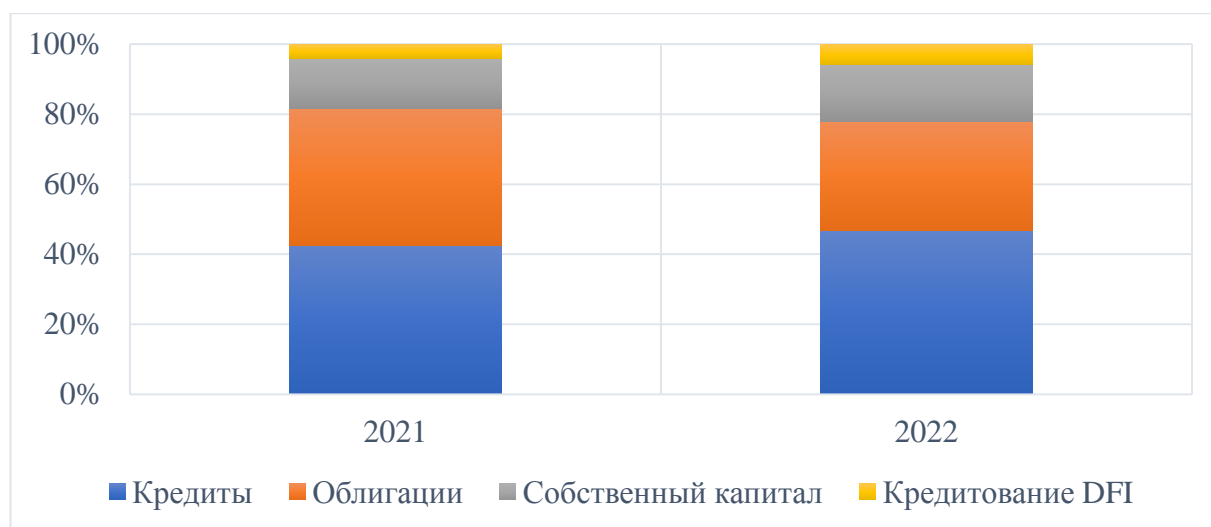


Рисунок 13. Структура капитала, привлекаемого в глобальный рынок инфраструктурного финансирования за период 2012-2020 гг.¹¹⁹

Последние 2 года инфраструктурного финансирования характеризуются высокой ролью заемного капитала в общем объеме средств для финансирования проектов по развитию объектов инфраструктуры по всему миру. Большой удельный вес занимают кредиты, на второй позиции облигации и затем собственные средства частных инвесторов (16,1 %).

Длительные периоды развития проектного финансирования сказались на динамике и векторе развития национальных экономик и регионов мирового хозяйства, что выражается в изменении ключевых товарных и финансовых рынков мировой экономики. Проектное финансирование направлено, прежде всего, на долгосрочное развитие объектов инфраструктуры, операции по финансированию проектов с нуля, разработке существующих месторождений, расширению существующих активов, кредитованию на основе резервов, рефинансированию существующего долга по проектному финансированию, предоставлению дополнительных кредитных средств для существующих проектов и финансированию прямых приобретений инфраструктурных активов.

¹¹⁹Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Все эти направления имеют место во всех ключевых секторах развития экономик отдельных стран и регионов.

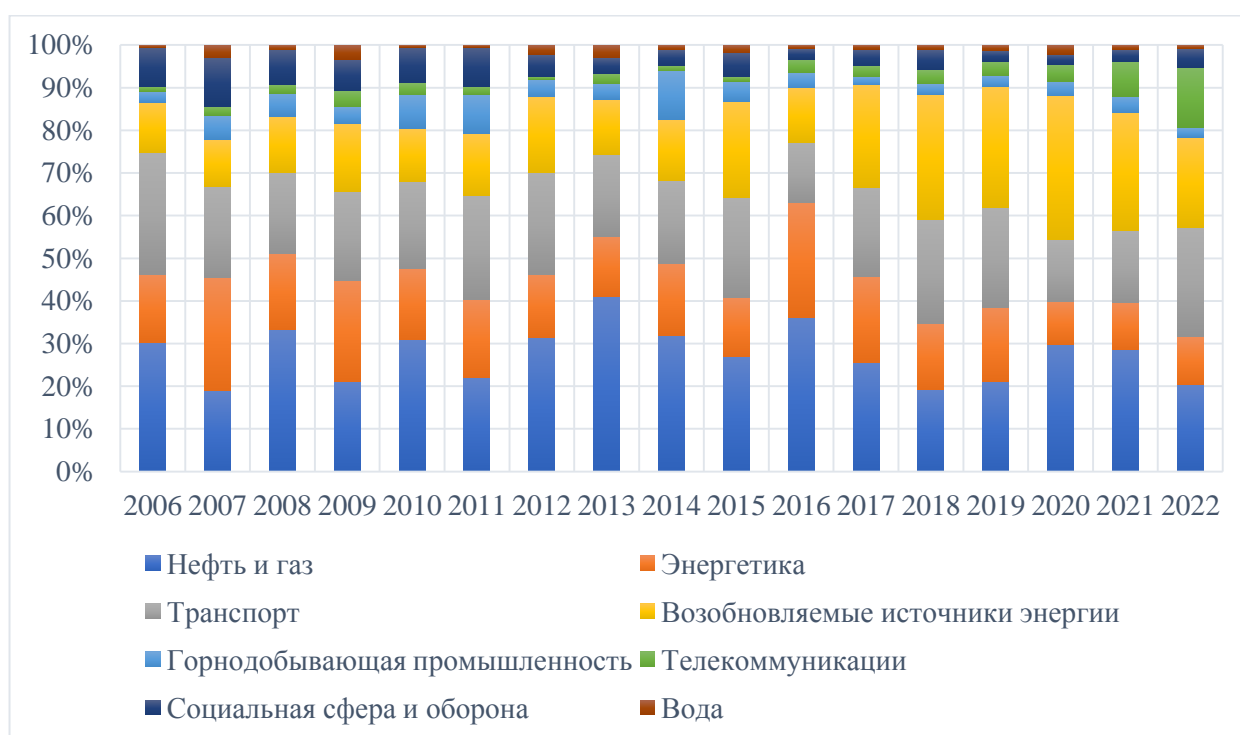


Рисунок 14. Секторальная структура глобального проектного финансирования за период 2006-2022 гг.¹²⁰¹²¹

На протяжении последних 17 лет в среднем пропорции проектного финансирования по секторам выглядит следующим образом в таблице 3.

Секторальная структура из данных рисунка 14 и таблицы 3 отражают приоритетные направления мобилизации капитала по модели проектного финансирования в мировой экономике. За весь рассматриваемый период нефтегазовая промышленность является лидером по объемам привлекаемого капитала в рамках проектного финансирования с удельным весом в 28 %. Вторая позиция у сектора транспорта с значением в 21 % и третья у возобновляемых источников энергии с 19 % соответственно. Минимальные вливания по проектному финансированию прослеживаются в секторе воды и канализации.

¹²⁰ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

¹²¹ Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Таблица 3. Среднегодовые значения структуры глобального проектного финансирования по секторам экономики за период 2006-2022 гг.¹²²¹²³

Сектор	Среднегодовой удельный вес, %
Нефть и газ	28
Транспорт	21
Возобновляемые источники энергии	19
Энергетика	17
Социальная сфера и оборона	6
Горнодобывающая промышленность	5
Телекоммуникации	3
Вода и канализация	1

Структурно секторальные пропорции глобального рынка проектного финансирования изменились незначительно. Как и в 2006 году лидирующие позиции занимают нефтегазовая промышленность и транспорт, однако изменение произошло в секторе возобновляемых источниках энергии, который обошел энергетику по объемам привлекаемого капитала. Несмотря на стратегию по обеспечению целей устойчивого развития и сокращения углеродного следа в мировой экономике, нефть и газ по-прежнему являются приоритетными секторами развития и проектного финансирования, что объясняется высоким входным размером капитала.

Хотя в среднем распределение капитала проектного финансирования по секторам в долгосрочной перспективе изменилось незначительно, в отдельные годы происходили перемены в объемах привлекаемых финансовых средств.

Энергетика лидировала во всех секторах в 2007 г., получив 92,6 млрд. долл. США в результате 260 сделок. Объем производства энергии увеличился на 37% благодаря росту во всех трех ее подсекторах – электроэнергетике (34%), возобновляемое топливо (139%) и ветряная электростанция (19%).

¹²² Расчеты автора

¹²³ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

В 2008 году в нефтегазовом секторе наблюдался наибольший рост объемов, на 142% по сравнению с 2007 г., за ним следует сектор энергетики, который вырос на 18%. Во всех остальных секторах зафиксировано падение объемов; Горнодобывающая промышленность (-57%), Промышленность (-47%), Телекоммуникации (-23%), Инфраструктура (-12%) и Нефтехимия (-1%). Нефтегазовый сектор достиг 92,86 млрд долларов США в 2008 г. благодаря проекту второй фазы «Сахалин-2» стоимостью 20,0 млрд долларов США и проекту Центральноазиатского газопровода (Казахстанский участок) стоимостью 7,5 млрд долларов США, крупнейшему проекту, финансовое завершение которого было завершено в 4 квартале 2008 г. На этот сектор приходится примерно треть мирового рынка проектного финансирования. Каждая из десяти крупнейших транзакций имела объем более 2 миллиардов долларов США. Большая часть этого роста была связана с высокими ценами на энергоносители в первые три квартала 2008 года. После финансового кризиса в сентябре цены на нефть резко упали, и во второй половине было совершено только 38 сделок – самый низкий показатель со второго полугодия 2006 года.

После финансового кризиса в 2009 году отрасль энергетики снова заняла лидирующие позиции в проектном финансировании, на ее долю приходилось 36 % мирового рынка.

В 2010 году в нефтегазовом секторе были зафиксированы самые высокие объемы сделок по проектному финансированию среди всех секторов. С 55 сделок на сумму 37,48 млрд. долларов США, зарегистрированных в 2009 году, показатель оценки вырос на 96% в 2010 году до 73,49 млрд. долларов США, хотя количество сделок выросло только до 57 млрд. долл. США.

Проектное финансирование электроэнергетических проектов и финансирование возобновляемых источников энергии неразрывно связаны друг с другом, и рыночные показатели в пользу последних становятся все более значительными. В то время как электроэнергия из традиционных источников лидирует по объему проектного финансирования, рынок финансирования возобновляемых источников энергии догоняет его, благодаря ощутимому

движению в его пользу в ЕС, Северной Америке и Китае. В годовом исчислении 2010 год стал рекордным для сектора: было заключено 264 сделки на сумму 37,81 млрд долларов США по сравнению со 188 сделками на сумму 28,10 млрд долларов США в 2009 году. Это свидетельствует о годовом увеличении объема на 34,5%.

Транспортный сектор зафиксировал улучшение показателей в 2010 году по сравнению с 2009 годом благодаря дорожным проектам, как это имело место в течение последних трех лет. Если в 2009 году было заключено 63 сделки на сумму 37,02 млрд. долларов США, то в 2010 году 70 сделок на сумму 46,81 млрд долларов США достигли финансового закрытия, что означает годовой рост объема транзакций примерно на 26%. В целом как макроэкономические данные показывают, что в 2008 и 2009 годах инвесторы переключились с транспортной инфраструктуры на более ликвидные активы, что негативно сказалось на объемах и ухудшило краткосрочные перспективы.

С 2011 по 2016 гг. прослеживается восстановительный период в проектном финансировании после кризисных событий. Нефтегазовый сектора, транспорт и энергетика сохраняют свои лидерские позиции по объемам привлекаемого капитала и количеству совершенных транзакций. Однако направление чистой энергетике планомерно наращивало свое присутствие на глобальном рынке проектного финансирования, занимая все более весомое место в проектах энергетического комплекса.

С точки зрения секторов, нефть и газ лидировали по общей стоимости сделок в 2013 году, получив 113 миллиардов долларов США. Транспорт был вторым с чуть более 50 миллиардами долларов США, а в противоположность 2012 году энергетика опередила возобновляемые источники энергии и вышла на третье место (отрасли, получившие более 40 миллиардов долларов США и 35 миллиардов долларов США соответственно). Примечательно, что инвестиции в энергетический сектор превысили стоимость инвестиций в возобновляемые источники энергии на фоне высокой активности в Азиатско-Тихоокеанском регионе, а также в Африке и на Ближнем Востоке.

После бурного роста проектного финансирования в 2016 году последовал спад всех секторов на глобальном рынке по итогам 2017 года. Особенно прослеживается падение в добычи (-77 %), нефтегазовом секторе (-71 %), энергетике (-69 %) и телекоммуникациях (-67 %). Меньше всего пострадал сектор возобновляемых источников энергии и социальная инфраструктура.

В 2018 году впервые сектор возобновляемых источников энергии демонстрирует наибольшие показатели проектного финансирования с устойчивым ростом с 31 млрд. долларов США сделок, заключенных во второй половине 2016 года, до 53,6 млрд. долларов США во второй половине 2018 года. То же самое нельзя сказать о проектном финансировании в углеводородном и энергетическом секторе, где в последнее полугодие наблюдается спад в секторе, который традиционно является достаточно динамичным. Кризис на сырьевых рынках углеводородов в 2018 году сказался на привлекательности данного сектора, что выразилось в снижении 24 % и на 23 % нефтегазовой и энергетической отраслей соответственно. Все прочие секторы имели рост.

Возобновляемые источники энергии закрепили свои позиции и в 2019 году, составив 28 % всего глобального проектного финансирования, опередив транспорт (23 %) и нефтегазовый сектор (21 %). При этом по темпам прироста в 2019 году лидерство за сектором энергетики и нефтью и газом, что вызвано эффектом низкой базы в 2017 и 2018 гг.

В 2020 году активность финансирования проектов в сфере возобновляемой энергетики оставалась самой высокой среди всех других секторов. В течение года было заключено 683 сделки в сфере ПФ общей стоимостью \$136,5 млрд. Крупнейшие сделки, профинансированные в этот период, были заключены преимущественно в Европе. Самой значительной сделкой стал огромный морской ветропарк Dogger Bank A и B стоимостью \$10,7 млрд. (2,4 ГВт), построенный компаниями SSE и Equinor и профинансированный DFI и группой из 28 кредиторов. Среди других выделяются сделки по приобретению Viridor двумя фондами KKR за \$5,27 млрд. и оффшорные ветропарки Seagreen Alpha и Bravo

мощностью 1,14 ГВт за \$3 млрд., финансируемые 12 европейскими и азиатскими кредиторами.

Как и ожидалось ранее, в 2020 году сектор нефти и газа был вытеснен возобновляемой энергетикой, заняв второе место по стоимости сделок с объемом чуть более 120 млрд. долларов США за весь год. Тем не менее, сектор сохранял свои обычные показатели, демонстрируя стабильные средние цифры по объему и стоимости сделок.

Данные свидетельствуют о том, что транспортный сектор сильно пострадал от пандемии Covid-19. В 2020 году общая стоимость проектного финансирования снизилась до 58,1 млрд. долларов по сравнению с 93,3 млрд. долларов в 2019 году.

Во второй половине 2020 года в электроэнергетическом секторе было зарегистрировано 58 сделок, достигших финансового закрытия, на общую сумму 24,3 млрд. долларов США. Несмотря на тенденцию к росту, наблюдавшуюся с лета 2020 года, эти показатели демонстрируют почти 50-процентное снижение, как по стоимости, так и по объему по сравнению со вторым полугодием 2019 года, когда общая стоимость составила 40 млрд. долларов, полученных в результате 100 сделок. В течение 2020 года было заключено несколько сделок с высокой стоимостью.

Учитывая влияние факторов пандемии по итогам 2020 года секторы транспорта и энергетики показали отрицательные значения: -28 % и -32 % соответственно.

Ускорение процессов цифровизации экономики в периоды локдаунов по всему миру привели в 2021 году к значительному росту сделок в секторе телекоммуникаций (+165 %), чья доля выросла в 2 раза в глобальном проектном финансировании до 8 %. Вторым по темпу прироста стал транспортный сектор (+48 %), заняв, таким образом, третью позицию по удельному весу на глобальном рынке. Другим последствием пандемии стало наращивание капитала в секторе нефти и газа в 2021 году, объемы сделок которого обошли возобновляемые

источники энергии. Темп прироста в этом секторе составил 21 %, против 3 % в секторе возобновляемой энергетики.

Таким образом, сформировался топ-5, возглавляемый сделками в нефтегазовом секторе, в который вошли:

- масштабный терминал по сжижению СПГ Area 1 в Мозамбике, завершённый консорциумом нефтяных компаний, включая TotalEnergies и Mitsui & Co (\$22,6 млрд, Мозамбик);

- Мартовский выпуск облигаций Государственного инвестиционного фонда Саудовской Аравии (\$15 млрд, Саудовская Аравия);

- Поглощение компанией Brookfield Infrastructure Partners компании Inter Pipeline (\$12,9 млрд, Канада);

- Приобретение консорциумом EIG Global Energy Partners и Mubadala 49% доли в дочерней компании Saudi Aramco, Aramco Oil Pipelines Company (\$12. 6 млрд, Саудовская Аравия);

- июньский облигационный займ Qatar Petroleum (\$12,5 млрд, Катар).

За исключением сделки с Inter Pipeline, все эти сделки были заключены в первом полугодии 2021 года, и этот год явно был удачным для сектора нефтегазовой инфраструктуры. Эта тенденция сохранилась и во втором полугодии, поскольку в декабре два российских мегапроекта достигли финансового завершения – «Арктик СПГ 2» стоимостью \$11 млрд, спонсорами которого выступают «Новатэк», TotalEnergies, CNOOC и Mitsui & Co, и нефтехимический комплекс «Амур Газ» стоимостью \$10,1 млрд, который будет питаться от одноименного газоперерабатывающего завода. Проект «Арктик СПГ 2» в России стал крупнейшей сделкой в Европе, финансируемой за счет долга местных кредиторов.

В 2021 году, ставшем годом перемен, также было много сделок, связанных с устойчивым развитием, во всех видах финансирования: итальянский гигант энергетического сектора Enel разместил облигации, связанные с устойчивым развитием, на сумму более 14 млрд долларов.

В то время как возобновляемые источники энергии оставались самым популярным классом активов в Европе, где на сумму \$3,9 млрд. было профинансировано строительство масштабного морского ветропарка Dogger Bank С мощностью 1,2 ГВт, а также ряд сделок, касающихся солнечной энергии и энергии из отходов, крупнейшие сделки, достигшие финансового завершения в регионе, были заключены в нефтегазовом и телекоммуникационном секторах. Ряд крупных сделок, связанных с оптоволоконными сетями, также был отмечен в этот период, а именно рефинансирование компании Open Fiber на сумму \$8,1 млрд и проект компании Telefonica по развитию сетей в Германии на сумму \$3,1 млрд.

В отраслевом разрезе в сфере проектного финансирования по итогам 2022 года все сектора, за исключением возобновляемой энергетики и нефтегазовой отрасли, продемонстрировали довольно значительный рост по сравнению с 2021 годом (см. рис. 15).



Рисунок 15. Структура глобального проектного финансирования за 2022 год¹²⁴¹²⁵

¹²⁴ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

¹²⁵ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

Действительно, транспорт и телекоммуникации увеличились на 58% и 43% по сравнению с 2021 годом – окончательные цифры на 2022 год составят 149 млрд долларов США и около 82 млрд долларов США. Несмотря на снижение объемов сделок в возобновляемой энергетике и нефтегазовой отрасли, их средний размер остался относительно аналогичным 2021 году, причем в нефтегазовой отрасли средний размер сделки в этом году даже составил 1,3 млрд долларов по сравнению с 1,2 млрд долларов.

Крупнейшей сделкой года в области проектного финансирования стала сделка по приобретению аэропорта Сиднея, заключенная IFM, AustralianSuper, Australian Retirement Trust, IFM Global Infrastructure Fund и Global Infrastructure Partners.

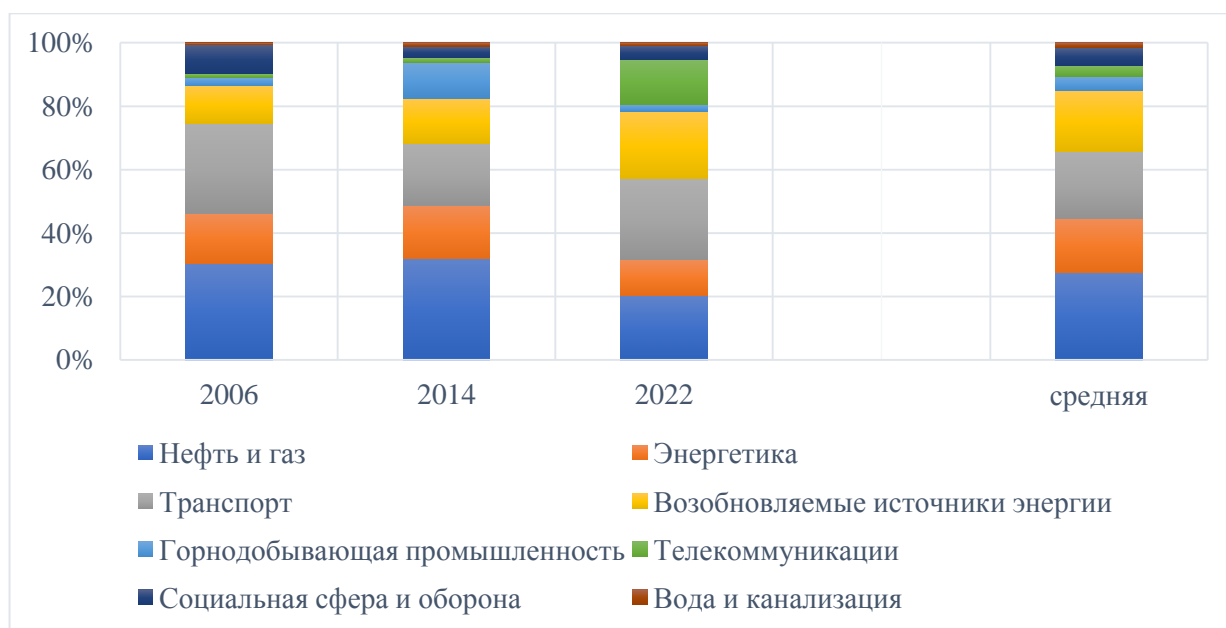


Рисунок 16. Изменение структуры глобального проектного финансирования по отдельным годам¹²⁶

За рассмотренный период времени проектное финансирование как механизм долгосрочного развития инфраструктуры в отраслях экономики сохраняет свою ориентацию на транспорт и нефтегазовый сектор (см. рис. 16). Однако прослеживается динамика в пользу возобновляемой энергетики, которая

¹²⁶ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

все отчетливее вытесняет традиционные виды генерации энергии, что вызвано новыми направлениями ESG трансформаций. При этом периоды экономической и геополитической нестабильности показали, что инвесторы и кредиторы в такие времена предпочитают наращивать финансирование в традиционных отраслях экономики, связанных с нефтью и газом, а также энергетикой. Сектор возобновляемых источников энергии все еще сопряжен с высокими финансовыми рисками, так как отдача от подобных проектов не сопоставима с нефтегазовой промышленностью.

Наиболее перспективные отрасли для развития проектного финансирования будут зависеть от конкретной страны и ее экономической ситуации. Однако некоторые отрасли, которые исторически привлекали значительные инвестиции в проектное финансирование, включают:

Энергетика. Энергетический сектор, включая возобновляемые источники энергии, является основным получателем инвестиций в проектное финансирование из-за больших требований к капиталу и долгосрочных потоков доходов, связанных с энергетическими проектами.

Транспорт. Инфраструктурные проекты, включая аэропорты, морские порты, автомагистрали и железные дороги, требуют значительных капиталовложений и долгосрочного финансирования, что делает их привлекательными объектами проектного финансирования.

Телекоммуникации. Телекоммуникационные проекты, такие как строительство новых сетей связи, требуют значительного первоначального капитала и долгосрочного финансирования, что делает их подходящими для проектного финансирования.

Водоснабжение и водоотведение. Проекты водоснабжения и водоотведения, такие как строительство новых очистных сооружений или трубопроводов, требуют значительного первоначального капитала и долгосрочного финансирования, что делает их привлекательными объектами для проектного финансирования.

Недвижимость. Крупномасштабные девелоперские проекты, такие как офисные здания, торговые центры и жилые комплексы, требуют значительных капитальных вложений и долгосрочного финансирования, что делает их подходящими для проектного финансирования.

Важно отметить, что привлекательность каждого сектора может варьироваться в зависимости от страны или региона, уровня развития инфраструктуры и нормативно-правовой базы.

В развитых странах, таких как США, Западная Европа и Япония, проектное финансирование широко используется для финансирования крупных инфраструктурных проектов, таких как аэропорты, автомагистрали и электростанции. В этих регионах хорошо развиты финансовые рынки и нормативно-правовая база, поддерживающие сделки по проектному финансированию, а также имеется большой штат опытных специалистов по проектному финансированию.

На развивающихся рынках проектное финансирование используется в основном для финансирования инфраструктурных проектов, таких как электростанции, трубопроводы и порты, а также горнодобывающих и нефтегазовых проектов. В этих регионах часто отсутствуют развитые финансовые рынки и нормативно-правовая база развитых стран, что может сделать сделки по проектному финансированию более сложными. Однако развивающиеся рынки также предлагают значительные возможности для роста проектного финансирования в связи с их большими потребностями в инфраструктуре и растущей экономикой.

На развивающихся рынках сделки по проектному финансированию часто концентрируются в определенных регионах или странах. Например, в Латинской Америке сделки проектного финансирования сосредоточены в таких странах, как Бразилия, Чили и Мексика, которые имеют хорошо развитые инфраструктурные сектора и нормативно-правовую базу, поддерживающую сделки проектного финансирования. В Азии сделки по проектному финансированию сосредоточены

в таких странах, как Китай, Индия и Индонезия, которые имеют большие потребности в инфраструктуре и быстро растущую экономику.

В целом, распределение сделок проектного финансирования по регионам мира зависит от сложного набора экономических, политических и нормативно-правовых факторов и, вероятно, будет продолжать меняться по мере появления новых и становления существующих рынков.

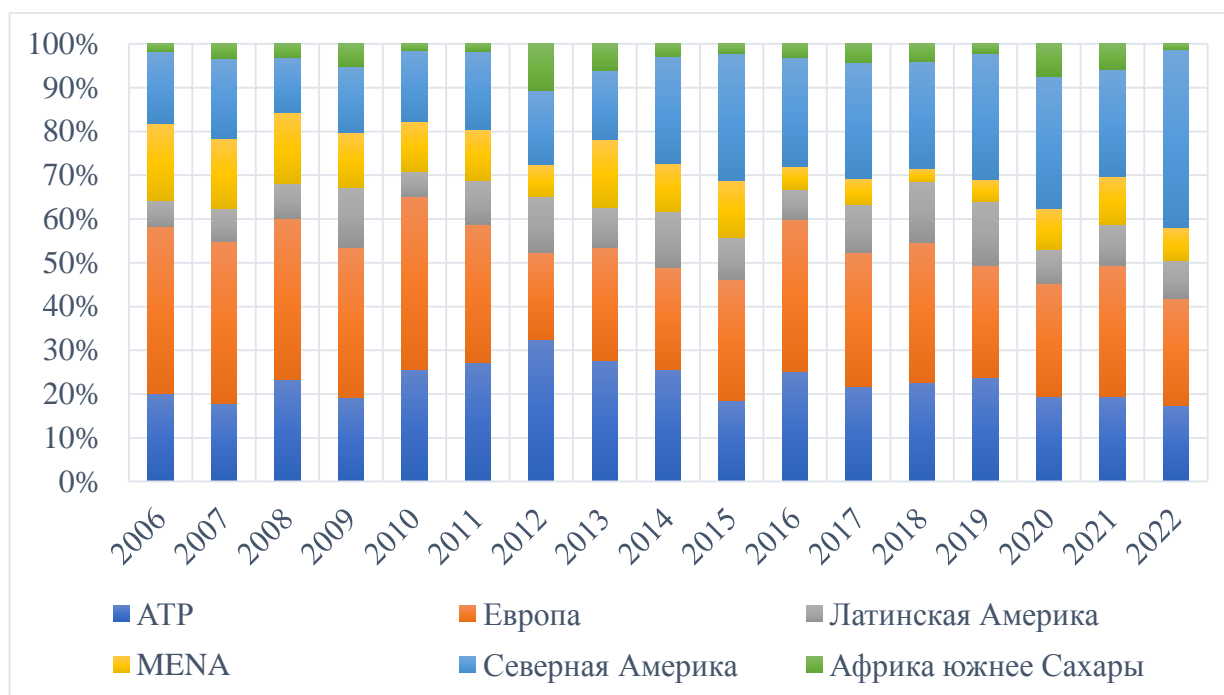


Рисунок 17. Динамика региональной структуры глобального проектного финансирования за период 2006-2022 гг.¹²⁷¹²⁸

**Примечание: ATP – страны Азиатско-Тихоокеанского региона, MENA – страны Ближнего Востока и Северной Африки*

За последние 20 лет рынок проектного финансирования пережил значительный рост с разным уровнем активности и интереса в разных регионах мира. Мировая экономика, как правило, делится на 6 ключевых регионов, по

¹²⁷ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).
¹²⁸ Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

которым проведено исследование динамика глобального рынка проектного финансирования (см. рис. 17).

Европа. Европа традиционно была важным рынком проектного финансирования, особенно в энергетическом секторе. В 2006 году на этот регион приходилось 38 % мировых сделок по проектному финансированию с общей стоимостью сделок 80,3 миллиарда долларов США. Однако активность в Европе снизилась в годы после мирового финансового кризиса: стоимость сделок упала до 68,9 млрд. долларов в 2009 году. С тех пор активность восстановилась, и в 2022 году общая стоимость сделок составила 145,8 млрд долларов США.

Северная Америка. Северная Америка является крупнейшим рынком проектного финансирования в мире, на долю которого в 2022 году приходилось 41 % мировой стоимости сделок. За последние 17 лет в регионе наблюдается устойчивый рост деятельности по проектному финансированию, при этом общая стоимость сделок увеличилась с 34,8 млрд. долларов США в 2006 году до 242,6 млрд долларов США в 2022 году. Соединенные Штаты являются доминирующим игроком на рынке Северной Америки, на долю которых приходится более 80% стоимости сделок в регионе.

Латинская Америка. В Латинской Америке за последние 17 лет наблюдался значительный рост деятельности по проектному финансированию, особенно в секторах энергетики и инфраструктуры. В 2006 году на этот регион приходилось 6 % мировых сделок по проектному финансированию с общей стоимостью сделок 12,6 миллиарда долларов США. В 2019 году он увеличился до пика в 55,5 млрд. долларов США, а в последующие годы снизился. В 2022 году на Латинскую Америку приходилось 9 % мировой стоимости сделок на общую сумму 51,4 млрд. долларов.

Азия. За последние 17 лет Азия стала крупным игроком на мировом рынке проектного финансирования, при этом общая стоимость сделок увеличилась с 42,4 млрд. долларов США в 2006 году до 104,2 млрд. долларов США в 2022 году. Китай является доминирующим игроком на азиатском рынке, на долю которого приходится 70 % сделок. Общая стоимость сделки в 2022 году. Энергетический и

инфраструктурный секторы являются основными драйверами деятельности по проектному финансированию в Азии.

Ближний Восток и Африка. На Ближнем Востоке и в Африке за последние 17 лет наблюдался устойчивый рост деятельности по проектному финансированию, при этом общая стоимость сделок увеличилась с 36,8 млрд. долларов США в 2006 году до 44,2 млрд. долларов США в 2022 году. Энергетический сектор является основным направлением деятельности по проектному финансированию в регионе.

Таблица 4. Среднегодовые значения структуры глобального проектного финансирования по регионам за период 2006-2022 гг.¹²⁹

Регион	Среднегодовой удельный вес, %
Европа	30
АТР	23
Северная Америка	22
MENA	11
Латинская Америка	10
Африка южнее Сахары	4

Европейский рынок проектного финансирования сохранял лидерские позиции по объемам заключаемых сделок на протяжении всего рассматриваемого периода, за исключением нескольких лет с 2012 по 2014 гг., когда проекты в странах Азии превысили по стоимости транзакции в Европе. Среди всех регионов планомерный и стабильный рост прослеживается только в Северной Америке, где ключевым игроком проектного финансирования являются США. С 17 % удельного веса в 2006 году североамериканский рынок вырос до 41 % по итогам 2022 года, что стало рекордным значением для Северной Америки как по объему профинансированных проектов (242,8 млрд. долларов США), так и по количеству

¹²⁹ Расчеты автора

– 254 проекта.¹³⁰ Наиболее крупным проектом стало приобретение глобального центра обработки данных REIT CyrusOne в рамках полностью денежной сделки на сумму 15 миллиардов долларов США в секторе телекоммуникаций.

Азиатский рынок проектного финансирования с 2012 года переживает длительный период спада интереса инвесторов и спонсоров к крупным инфраструктурным проектам. Достигнув пика в 33 % удельного веса глобального рынка проектного финансирования в 2012 году, регион снизил свою долю до 17 % в 2022 году.¹³¹

В странах Ближнего Востока и Северной Африки также наблюдается снижение объемов финансирования и количества сделок. Очевидно, что эти регионы характеризуются в большей степени странами развивающегося типа и приоритетными секторами экономики для них выступают добывающая и нефтегазовая отрасли, которые, как показал анализ выше, переживают сокращение финансирования. Курс на цели устойчивого развития определяют в качестве приоритета возобновляемую энергетику, транспортные системы и телекоммуникации, которые активно реализуются в Северной Америке и Европе, что определило их стабильные позиции на глобальном рынке проектного финансирования в последние годы.

Относительно стабильная ситуация на латиноамериканском рынке, который развивался наименее волатильно и вырос с 6 % в 2006 году до 9 % в 2022 году.

Анализ количественной динамики показал, что рекордными темпами прироста в среднем за год увеличивался рынок проектного финансирования в странах Африки южнее Сахары – 42 % среднегодовой темп прироста данного региона за 17 лет. Активное наращивание проектного финансирования в данные страны началось с 2012 года, но потоки были нестабильными и скачкообразными,

¹³⁰Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70.

¹³¹Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

что привело к небольшому увеличению удельного веса африканского региона с 2 % до 4 % в 2022 году.

Менее активно рос рынок ПФ Северной Америки – 18 % среднегодового прироста, за ним идут страны Латинской Америки и MENA с значением в 16 %.

По итогам 2022 года из 10 крупнейших сделок по проектному финансированию 8 были заключены в Северной Америке, крупнейшей из которых стало приобретение компанией KKR и Global Infrastructure Partners глобального центра обработки данных CyrusOne за 15 млрд долларов. Тем временем во втором квартале компания Venture Global LNG достигла окончательного инвестиционного решения и финансового закрытия по проектному финансированию в размере 13,2 млрд долларов США для завода Plaquemines LNG и соответствующего трубопровода Gator Express.

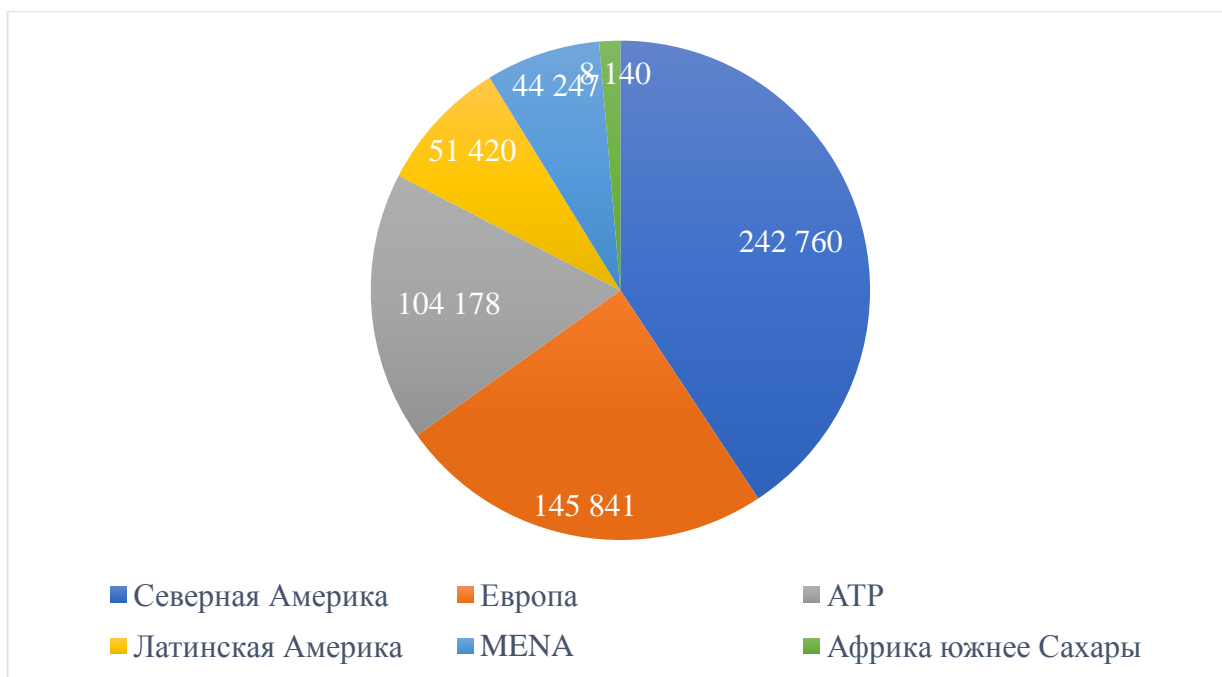


Рисунок 18. Региональная структура глобального рынка проектного финансирования в 2022 году¹³²

Наряду с Северной Америкой, Европа и Азиатско-Тихоокеанский регион доминировали в сфере проектного финансирования (см. рис. 18). В Европе общая активность и стоимость снизились по сравнению с 2021 годом. В то же время в

¹³² IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. - URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

Азиатско-Тихоокеанском регионе в течение года наблюдался небольшой рост стоимости сделок по проектному финансированию. Крупнейшей сделкой года в области проектного финансирования стала сделка по приобретению аэропорта Сиднея, заключенная IFM, AustralianSuper, Australian Retirement Trust, IFM Global Infrastructure Fund и Global Infrastructure Partners.

В региональном разрезе Африка к югу от Сахары, Ближний Восток и Европа снизились с точки зрения стоимости финансирования – примерно на 40% и 32% для АТР и Ближнего Востока и 12% для Европы. Хотя другие регионы показали схожие результаты по сравнению с предыдущим годом, общий объем и стоимость были несколько ниже. Падение в АТР и Европе было обусловлено снижением объемов в течение года.

За последние несколько десятилетий проектное финансирование стало популярным методом финансирования проектов во всем мире. В этом отчете мы рассмотрим состояние проектного финансирования в разных регионах мира.

Северная Америка имеет хорошо зарекомендовавший себя рынок проектного финансирования, при этом Соединенные Штаты и Канада лидируют в регионе. В последние годы наблюдается значительный рост проектов в области возобновляемых источников энергии, при этом на проекты ветровой и солнечной энергии приходится большая часть сделок в этом секторе. Нефтегазовый сектор также остается важным игроком в финансировании проектов в регионе.

Европа уже много лет является центром проектного финансирования, при этом Великобритания, Германия и Франция являются доминирующими игроками в регионе. В Европе также наблюдается значительный рост возобновляемой энергетики, основной вклад в который вносят морские ветровые проекты. В последние годы активизировались инфраструктурные проекты, в том числе транспортные проекты и проекты государственно-частного партнерства (ГЧП).

В последние годы в Азии наблюдается значительный рост активности в области проектного финансирования, при этом Китай и Индия являются доминирующими игроками в регионе. Инфраструктурные проекты, такие как порты, аэропорты и дороги, были отмечены наибольшей активностью, поскольку

эти проекты имеют решающее значение для поддержки экономического роста в регионе. Возобновляемые источники энергии также демонстрируют рост в Азии, при этом Китай является лидером в области солнечных и ветровых проектов.

Ближний Восток и Африка традиционно были сильны в проектном финансировании, при этом нефтегазовый сектор был доминирующим игроком в регионе. В последние годы произошел сдвиг в сторону проектов по возобновляемым источникам энергии, при этом Объединенные Арабские Эмираты и Саудовская Аравия лидируют в развитии солнечных проектов. Инфраструктурные проекты, такие как аэропорты и порты, также значительно выросли в регионе.

В последние годы в Латинской Америке наблюдается рост активности в финансировании проектов, при этом Бразилия и Мексика являются доминирующими игроками в регионе. В инфраструктурных проектах, таких как дороги и порты, наблюдается значительная активность, поскольку эти проекты имеют решающее значение для поддержки экономического роста в регионе. В секторе возобновляемых источников энергии также наблюдается рост в Латинской Америке, где Бразилия является лидером в разработке биотоплива.

В заключение, проектное финансирование значительно выросло во всех регионах мира за последние 17 лет. Хотя каждый регион имеет свои уникальные характеристики и доминирующих игроков, проекты в области инфраструктуры и возобновляемых источников энергии продемонстрировали наибольший рост во всех регионах. Преимущества проектного финансирования, такие как, финансирование с ограниченным правом регресса, распределение рисков и гибкость, сделали его привлекательным вариантом как для инвесторов, так и для заемщиков. Нефтегазовый сектор был основным получателем проектного финансирования, за ним следуют инфраструктура, возобновляемые источники энергии и горнодобывающая промышленность.

Рост проектного финансирования не был равномерно распределен по регионам: Азиатско-Тихоокеанский регион и Америка лидируют по объему сделок, в то время как Европа, Ближний Восток и Африка демонстрируют более

медленный рост. Однако потенциал проектного финансирования для стимулирования развития и экономического роста на развивающихся рынках значителен.

Растущее внимание к устойчивому развитию и изменению климата также создало новые возможности для проектного финансирования в таких областях, как возобновляемые источники энергии и зеленая инфраструктура. По мере перехода мира к низкоуглеродной экономике проектное финансирование будет играть решающую роль в финансировании и обеспечении необходимых инвестиций.

В целом развитие проектного финансирования в различных секторах мировой экономики было положительным, и потенциал его дальнейшего роста остается значительным. В связи с растущим спросом на инфраструктуру и устойчивое развитие проектное финансирование имеет хорошие возможности для того, чтобы продолжать играть ключевую роль в финансировании крупных проектов по всему миру.

2.2 Оценка российской практики формирования системы проектного финансирования

Проектное финансирование как концепция зародилось в России в конце 1990-х-начале 2000-х годов, когда страна переходила от централизованной плановой экономики к рыночной. В этот период в стране происходили значительные экономические и политические изменения, и потребность в долгосрочном финансировании крупномасштабных инфраструктурных и промышленных проектов становилась все более очевидной.

Одним из первых крупных проектов, для разработки которого в России было использовано проектное финансирование, стал нефтегазовый проект «Сахалин-2», реализация которого началась в конце 1990-х годов. Проект «Сахалин-2» — это крупное нефтегазовое месторождение, расположенное на

острове Сахалин на Дальнем Востоке России. Проект предусматривал разработку двух морских нефтегазовых месторождений в Охотском море и строительство завода по производству сжиженного природного газа (СПГ) на острове Сахалин. Проект финансировался консорциумом международных банков и инвесторов и считался новаторским проектом в российском энергетическом секторе.

Проект разрабатывается компанией Sakhalin Energy, консорциумом, в который входят Газпром, Shell, Mitsui и Mitsubishi. Первоначальный объем инвестиций оценивался примерно в 10 миллиардов долларов США, что делало его одним из крупнейших иностранных инвестиций в России в то время.

Проект состоял из трех основных компонентов: платформы «Лунская-А», платформы «Пильтун-Астохское-Б» и завода по производству сжиженного природного газа (СПГ) «Сахалин-2». Платформы «Лунская-А» и «Пильтун-Астохское-Б» предназначены для добычи нефти и газа, а завод СПГ – для сжижения газа и его экспорта на азиатские рынки, в первую очередь в Японию.

Реализация проекта началась в 1990-х годах, когда Россия открыла этот регион для иностранных инвестиций. В 1994 году для разработки проекта была создана компания «Сахалин Энерджи», которая является одним из крупнейших нефтегазовых проектов в мире.

Первая фаза проекта началась в 1999 году и включала строительство морских платформ, трубопроводов и берегового перерабатывающего комплекса. Вторая фаза проекта включала строительство нового завода СПГ и расширение морских производственных мощностей. Строительство нового завода СПГ было завершено в 2009 году, его мощность составляет 9,6 млн. тонн в год.

Проект «Сахалин-2» является важной частью энергетической стратегии России, обеспечивая значительные доходы от экспорта и помогая диверсифицировать энергетический сектор страны. Однако проект столкнулся с некоторыми противоречиями, включая экологические проблемы и споры с российским правительством по поводу права собственности и контроля над проектом. Опасения экологов вызывало воздействие проекта на местную дикую природу и возможность разливов нефти. В 2006 году российское правительство

угрожало отозвать экологические разрешения на реализацию проекта, ссылаясь на нарушения природоохранного законодательства.

Также возникли споры по поводу стоимости проекта: российское правительство утверждало, что стоимость проекта была занижена, и требовало от консорциума уплаты более высоких налогов и роялти. В 2006 году «Газпром», государственная газовая компания, приобрела 50-процентную долю в проекте «Сахалин-2», что усилило ее контроль над проектом и его прибылью.

Несмотря на трудности, проект был завершен в 2009 году и внес значительный вклад в российский экспорт нефти и газа. Проект «Сахалин-2» также оказал значительное влияние на местную экономику, создавая рабочие места и принося доход региону.

С момента начала реализации проекта «Сахалин-2» российская экономика получила ряд преимуществ. Одним из основных преимуществ является увеличение доходов от реализации проекта, что оказало значительное положительное влияние на экономику страны. Проект также создал новые рабочие места, что помогло снизить уровень безработицы в регионе.

С точки зрения финансовых выгод, проект, по оценкам, принес бюджету более 50 миллиардов долларов США в течение всего срока его реализации. Эти доходы были получены за счет налогов, роялти и других видов платежей, осуществляемых партнерами проекта, в число которых входят российские и международные компании.

Помимо финансовых выгод, проект «Сахалин-2» также принес региону технологический прогресс. В рамках проекта были разработаны передовые технологии добычи нефти и газа, что позволило повысить эффективность добычи ресурсов в регионе.

Кроме того, проект улучшил инфраструктуру в регионе, включая строительство новых дорог, портов и других объектов. Это способствовало повышению уровня жизни и экономическому развитию региона.

В целом, проект «Сахалин-2» принес значительные выгоды российской экономике, включая увеличение доходов, создание рабочих мест, технологический прогресс и улучшение инфраструктуры.

После успеха проекта «Сахалин-2» были разработаны другие крупные проекты с использованием проектного финансирования, включая проект «Ямал СПГ», проект разработки Ванкорского нефтяного месторождения и проект «Крымский мост». Эти и другие проекты способствовали развитию проектного финансирования в России и помогли создать необходимую инфраструктуру и объекты для поддержания экономического роста страны.

В последние годы проектное финансирование продолжает играть важную роль в развитии российской экономики, при этом значительные инвестиции осуществляются в инфраструктуру, энергетику и другие ключевые сектора. Однако развитие проектного финансирования в стране по-прежнему сопряжено с определенными трудностями, включая правовые и нормативные вопросы, а также необходимость повышения прозрачности и подотчетности процесса проектного финансирования¹³³.

Несмотря на эти проблемы, развитие проектного финансирования в России стало одним из ключевых факторов экономического роста и способствовало реализации масштабных проектов, которые были бы невозможны при традиционных методах финансирования. По мере дальнейшего развития и модернизации страны проектное финансирование, вероятно, останется важным инструментом для финансирования крупных инфраструктурных и промышленных проектов.

Инвестиционная деятельность в форме проектного финансирования в российской экономике активно развивается и масштабируется, что особенно ярко прослеживается в секторах нефти и газа, строительства платных автомобильных дорог, аэропортов, железнодорожной инфраструктуры и дорог, энергетических комплексов, социальных объектов здравоохранения и образования и тд.

¹³³ Хаханаев, У. С. Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. - Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZCEPU.2023.80.2.034.

Основными видами проектного финансирования выступают механизмы финансирования с правом ограниченного регресса без государственной финансовой поддержки, либо государственно-частное партнерство (ГЧП), где существенна роль государственных институтов.

Развитие проектного финансирования в России на первом этапе сопровождалось отсутствием слаженного правового механизма, который мог регулировать различные аспекты реализации данного инструмента. К началу 2010-х годов не было никаких специфических законодательно-нормативных актов, регламентирующих деятельность в области проектного финансирования на территории России. Основными законодательными нормами служили законы, регулирующие инвестиционную деятельность, Бюджетный и Налоговый кодексы РФ. Очевидна была необходимость реформирования корпоративного законодательства с целью мобилизации в российскую экономику проектного финансового капитала, особенно остро данный вопрос встал в условиях санкционного давления.

Среди очевидных предпосылок реформирования отечественного законодательства были следующие:

— рост экономики и увеличение ликвидности российского рынка с начала 90-х к концу 2000-х гг. привели к необходимости использования более сложных корпоративных, финансовых и контрактных инструментов в российских условиях;

— государственная политика опережающего развития, поддержки новых отраслей экономики и крупных инфраструктурных проектов увеличили число реализуемых за счет внутренних инвестиций проектов;

— подозрительность судебной системы к незакрепленным законодательно институтам повысила потребность отражения в законе используемых в практике конструкций;

— подчинение ряда крупных сделок (в т.ч. за счет искусственных механизмов) иностранному праву, что:

- ❖ повлекло неверное понимание правоприменителями конструкций, отсутствующих в российском праве, при принудительном исполнении подобных сделок в РФ;

- ❖ выявило несоответствие содержания российского регулирования нуждам участников рынка.

Отдельного внимания заслуживает сильное влияние иностранного права на сделки проектного финансирования на территории России и в которых участвовали отечественные компании. В данном случае следует выделить те факторы, которые легли в основу использования российского корпоративного законодательства в сделках проектного финансирования:

- Санкции:

- ❖ сложность исполнения (в том числе, принудительного) положений документации, подчиненной иностранному праву, в РФ. Как следствие – рост числа сделок, регулируемых российским правом, в котором отсутствовал ряд правовых конструкций, а подход правоприменителей к решению дискуссионных вопросов не всегда отвечал потребностям бизнес-сообщества;

- ❖ сокращение взаимодействия российских и иностранных компаний. Как следствие – рост числа, стоимости и сложности сделок внутри российской правовой системы между резидентами и необходимость их правовой поддержки;

- ❖ потребность экономить (сокращение расходов на ВЮК, на рассмотрение споров за рубежом и последующее исполнение решений иностранных судов и арбитражей).

- Создание механизмов поддержки инвестиционных проектов предприятий реального сектора экономики, направленная на развитие института проектного финансирования («Фабрика проектного финансирования»). Как следствие – увеличение числа крупных проектов, реализуемых российскими участниками рынка за счет внутренних инвестиций.¹³⁴

¹³⁴Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 N 158 (ред. от 04.05.2021) «О программе "Фабрика проектного финансирования» // СПС КонсультантПлюс

Учитывая перечисленные факторы и объективную необходимость развития механизма проектного финансирования в России и систематизировав процесс реформирования отечественного законодательства в данной области, следует выделить три ключевых этапа рассмотренного процесса (см. рис. 19).

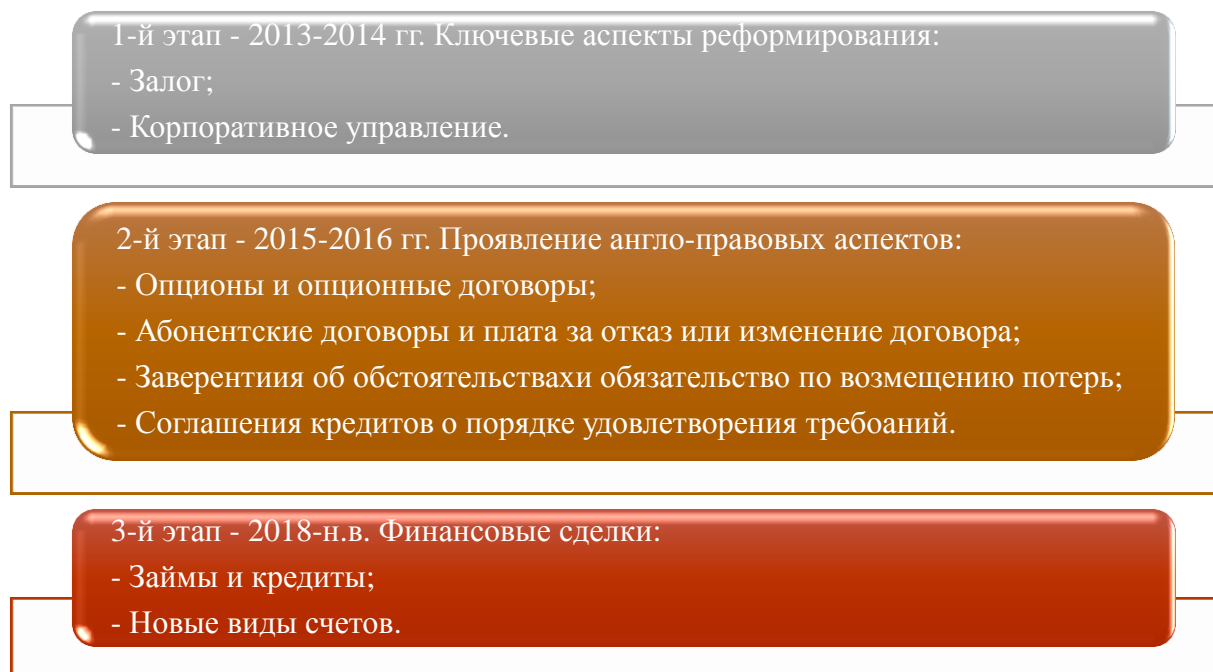


Рисунок 19. Этапы реформирования российского корпоративного законодательства под рынок проектного финансирования¹³⁵

Первый этап изменений в отечественном праве, регулирующем корпоративные и финансовые отношения, предполагал следующие новации:

1. Залог:

- возможность «тотального» залога (залог всего движимого имущества и (или) по всем обязательствам должника);
- залог с корпоративными правами (залогодержатель, действующий как участник / акционер);
- залог прав по договору банковского счета;¹³⁶

¹³⁵ Составлено автором по результатам исследования

¹³⁶ Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 N 158 (ред. от 04.05.2021) «О программе "Фабрика проектного финансирования» // СПС КонсультантПлюс

— залог имущественных прав с правом залогодержателя получить исполнение от должника по обязательству, право по которому заложено (п.1 ст. 358.6 ГК РФ);

— старшинство залогов может быть изменено соглашением между залогодержателями (или залогодержателями и залогодателем) (ст. 342 ГК РФ).

2. Корпоративное управление:

— корпоративный договор (только между участниками общества или между участниками и кредитором общества);

— иные инструменты корпоративного контроля (например, множественность директоров).

Реформирование корпоративного управления на основе правовых новаций позволили сформировать баланс между эффективностью проектов и новыми рисками, которые неизбежно возникали в процессе реализации. Участие в уставном капитале, корпоративный договор и (или) участие в совете директоров предоставляют право оспаривать сделки, которые совершены в их нарушение.¹³⁷ До реформы такие условия подлежали защите только в рамках кредита (дефолт, повышение процентной ставки). Слабые места:

— Членство в совете директоров без корпоративного договора влечет риски досрочного прекращения совета директоров и совершение кредитно-существенных сделок в отсутствие одобрения совета директоров, а также невозможность оспаривания сделок кредитором.

— Если корпоративный договор заключен не со всеми участниками, невозможность оспаривания принятия решений, принятых общим собранием участников.

Проблемные вопросы:

¹³⁷Довбий, И. П. Проектное финансирование: текущее состояние и взгляд в будущее / И. П. Довбий // Конкурентоспособность и развитие социально-экономических систем : Материалы Третьей Всероссийской научной конференции памяти акад. А.И. Татаркина, Челябинск, 10–11 апреля 2019 года. – Челябинск: Челябинский государственный университет, 2019. – С. 91-99.

— Критерии контроля и критерии контролирующего лица. Может ли кредитор быть признан контролирующим заемщика лицом для целей банкротства?

— Возможность прямого оспаривания несогласованных действий – в каких случаях контрагент должника является недобросовестным? Как обеспечить конфиденциальность договоренностей, но раскрыть ограничения на сделки третьим лицам?

После урегулирования вопросов по залоговому обеспечению и корпоративному управлению возникла необходимость внесения изменений в области договорных отношений между субъектами проектного финансирования, что предполагало заимствование подобных инструментов у англо-саксонского права:

1. Опционы (право принудительно заключить договор) и опционные договоры (право требовать исполнения договора по собственному усмотрению):

— цель введения опциона – возможность устанавливать право одной стороны по свободному усмотрению заключить основную сделку в будущем на заранее оговоренных условиях;

— используются для структурирования опционов по принципу пут (право на отчуждение) или колл (право на приобретение);

— могут предусматривать уплату вознаграждения за предоставленное право требования.

2. Абонентские договоры и плата за отказ или изменение договора:

— абонентский договор предусматривает возможность для исполнителя получать от абонента платежи независимо от того, было ли затребовано последним исполнение по встречному обязательству в объеме оплаченной суммы. Ранее судебная практика признавала требование о взыскании абонентской платы незаконным;

— законность взимания платы за отказ/изменение договора в предпринимательских отношениях была и ранее признана в судебной практике, однако оставался риск признания не соответствующим закону данного положения

в соглашениях иных видов. В практике чаще всего используется при платежах на случай досрочного исполнения или при расторжении договоров.

3. Заверения об обстоятельствах (warranties, representations) и обязательство по возмещению потерь (indemnity):

— заверения об обстоятельствах позволяют полагаться на заявления контрагента без усиленной проверки положенных в их основу сведений;

— обязательство по возмещению потерь в российском праве отличается от англо-правовой конструкции тем, что:

❖ помимо событий, не зависящих от воли сторон, по российскому праву обстоятельствами, при которых возникает обязанность возместить потери, могут являться действия самих сторон обязательства или третьих лиц;

❖ требуется доказать наличие причинной связи между наступившим событием и убытками, а также размер потерь (по английскому праву стороны могут договориться о возмещении суммы, размер которой зафиксирован в договоре);

❖ такое обязательство не может быть возложено на лицо, не являющееся стороной обязательства;

❖ обязательство возмещения потерь не связано с действительностью договора (т.е. может быть дано и на случай недействительности).

4. Соглашение кредиторов о порядке удовлетворения требований (межкредиторское соглашение):

— сделка между кредиторами (опционально должник может быть стороной соглашения), направленная на изменение установленных законом очередности и/или порядка удовлетворения прав кредиторов к должнику. В банковской практике используется как в рамках субординации акционерных займов, так и при структурировании синдицированных кредитов.

Второй этап формирования законодательной основы современного механизма проектного финансирования в России был более длительный, нежели первый и позволил закрепить правовые нормы заключения договоров в рамках соглашений о проектном финансировании между всеми заинтересованными

сторонами. Данные обстоятельства также внесли некоторые новшества в отечественную систему корпоративных отношений. Заключительным этапом стало введение новых законодательных актов по процедурам финансирования проектов в рамках заключенных договоров и контрактов:

1. Займы и кредиты:

— консенсуальный заем;
— вознаграждение кредитора – предусмотрена законность любого согласованного в договоре вознаграждения (не только проценты, но и, например, комиссии);

— расширены основания досрочного истребования для коммерческих кредитов;

— выдача кредита третьему лицу (минуя счет заемщика).

2. Новые виды счетов:

— счет эскроу – счет для осуществления расчетов по сделкам, по которому одна сторона (депонент) зачисляет в согласованный банк денежные средства, а банк при наступлении заранее согласованных обстоятельств без дополнительных требований обязуется перечислить такие средства контрагенту депонента (бенефициару);

— номинальный счет – счет, открываемый на имя одного лица (владелец счета), права на денежные средства на котором принадлежат иному лицу (бенефициару).¹³⁸

Реформирование корпоративного законодательства требовало учета такого важного инструмента проектного финансирования как синдицированное кредитование, регламент реализации которого отсутствовал в отечественной практике, однако, на что были соответствующие предпосылки:

— отсутствие прямого нормативного регулирования синдицированного кредитования;

¹³⁸ Довбий, И. П. Проектное финансирование: текущее состояние и взгляд в будущее / И. П. Довбий // Конкурентоспособность и развитие социально-экономических систем : Материалы Третьей Всероссийской научной конференции памяти акад. А.И. Татаркина, Челябинск, 10–11 апреля 2019 года. – Челябинск: Челябинский государственный университет, 2019. – С. 91-99.

— упоминание синдицированного кредита в Инструкции ЦБ РФ от 16.01.2004 №110-И в рамках методики определения синдицированных кредитов¹³⁹ (3 вида синдицированного кредита: совместно инициированный, индивидуально инициированный и синдицированный кредит без определения долевых условий);

— участники рынка подчиняли свои отношения английскому праву путем искусственного включения иностранного элемента (позволяло использовать типовые формы LMA) или обходились существующими нормами ГК РФ (нормы о кредите, о займе);

— 2012-2015 гг. – разработка стандартной формы договора синдицированного кредита на основе документации, разработанной LMA (т.н. «российский LMA»);

— появление механизма «Фабрики проектного финансирования», функционирующего путем заключения синдицированных кредитных договоров.

В конечном итоге в 2018 году был принят Закон о синдицированном кредите, который включал следующие наиболее важные аспекты механизма коллективного кредитования проекта:

— Определение круга лиц, которые могут выступать кредиторами в синдикате;

— Кредитный управляющий (расчеты осуществляются только через счет кредитного управляющего, ведение реестра кредиторов);

— Порядок принятия решений участниками синдиката кредиторов (обязательность решения большинства для синдиката кредиторов, при этом «большинство» определяется договором, к порядку принятия решений по общему правилу применяются нормы ГК РФ о решении собраний);¹⁴⁰

— Обязательства каждого кредитора по отношению к заемщику не являются солидарными;

¹³⁹ Инструкция Банка России от 16.01.2004 N 110-И (ред. от 28.04.2012) "Об обязательных нормативах банков" (Зарегистрировано в Минюсте России 06.02.2004 N 5529)

¹⁴⁰ Попкова, Л. А. Правовая конструкция синдицированного кредита : монография / Попкова Л. А. - Москва : Проспект, 2018. - 160 с. - ISBN 978-5-392-27436-9. - Текст : электронный // ЭБС "Консультант студента" : [сайт]. - URL : <https://www.studentlibrary.ru/book/ISBN9785392274369.html> (дата обращения: 15.09.2023).

— Указание кредитного управляющего (вместо всех кредиторов-залогодержателей) при залоге движимого имущества и при залоге акций.

В последние несколько лет на рынке проектного финансирования одну из ключевых ролей стали играть коммерческие банки, что стало следствием введенных в 2014 году санкций в отношении российских финансовых и промышленных компаний, а также ограничения доступа на иностранные рынки фондирования.

Ряд крупнейших промышленных и энергетических проектов в отечественной практике применили механизм проектного финансирования. Самая крупная сделка по проектному финансированию, заключенная в 2017 году, была по сжиженному природному газу (СПГ) – «Ямал СПГ» с суммарным объемом в 19 миллиардов долларов США для совместного предприятия «Новатэк», Total, CNPC и Фонда Шелкового пути для строительства нового крупного завода по сжижению природного газа и связанных с ним объектов, расположенных на полуострове Ямал.

Законодательная основа проектного финансирования в России на сегодняшний день сложилась следующим образом.

Основными законами являются:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть 1; часть 2; часть 3 и часть 4).
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ.
3. Федеральный закон «О синдицированном кредите (займе) и о внесении изменений в отдельные законы Российской Федерации» от 31 декабря 2017 года № 486-ФЗ.
4. Федеральный закон «О концессионных соглашениях» от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ (Закон о концессиях).
5. Федеральный закон «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации» и внесение

изменений в отдельные законы Российской Федерации № 224-ФЗ от 13 июля 2015 г. (Закон о ГЧП).

6. Федеральный закон «О государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ» от 17.05.2007 N 82-ФЗ.¹⁴¹

Для проектов может потребоваться одобрение различных государственных органов, обеспечивающих соблюдение строительных, экологических и других норм. В России установлен режим разрешений на различные выбросы в окружающую среду. Сюда входят, например, разрешения на производство выбросов в атмосферу, разрешения на сброс сточных вод непосредственно в окружающую среду (например, в реки), отдельные разрешения на загрязняющие вещества в почву и так далее. В некоторых случаях также может потребоваться разрешение местных (муниципальных) властей.

Для проектов ГЧП на федеральном уровне регулирующим органом является Департамент инвестиционной политики и развития государственно-частного партнерства Министерства экономического развития Российской Федерации. Для продвижения проектов ГЧП и предоставления рекомендаций по политике и рыночным стандартам ГЧП Министерство экономического развития и Ассоциация «Центр развития ГЧП» разработали официальный интернет-портал, посвященный ГЧП в России. Министерство экономического развития Российской Федерации также создало Координационный совет по государственно-частному партнерству в Российской Федерации под эгидой Министерства экономического развития. Совет координирует действия органов государственной власти, бизнеса, общественных организаций, научного и юридического сообщества для повышения эффективности проектов ГЧП.

К специфическим законам, регулирующим проектное финансирование, относятся:

1. Федеральный закон «Об инвестиционном банке» от 17 мая 2007 г. № 82-ФЗ.

¹⁴¹ Федеральный закон "О государственной корпорации развития "ВЭБ.РФ" от 17.05.2007 N 82-ФЗ (последняя редакция)

2. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в Российской Федерации в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ.

3. Федеральный закон «О международных инвестициях в Российской Федерации» от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ.

4. Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимого имущества)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ.

5. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.

6. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ.

7. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ.

8. Федеральный закон «Об особых экономических зонах в Российской Федерации» от 22 июля 2005 г. № 116-ФЗ.

9. Федеральный закон «О территориях опережающего социально-экономического развития в Российской Федерации» от 29 декабря 2015 г. № 473-ФЗ.

10. Федеральный закон «О контрактных системах в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд» от 5 апреля 2013 г. № 44-ФЗ.

11. Федеральный закон «О естественных монополиях» от 17 августа 1995 г. № 147-ФЗ.¹⁴²

На региональном уровне большинство регионов России приняли и внедрили собственные законы о ГЧП задолго до вступления в силу Закона о ГЧП.

¹⁴² Иванкина, Е. В. Государственно-частное партнерство в жилищной сфере / Иванкина Е. В. Косарева Е. Н., Рогожина Н. Н. - Москва : Проспект, 2016. - 80 с. - ISBN 978-5-392-20116-7. - Текст: электронный // ЭБС "Консультант студента": [сайт]. - URL: <https://www.studentlibrary.ru/book/ISBN9785392201167.html> (дата обращения: 15.09.2023).

После вступления в силу Закона о ГЧП все региональные законы о ГЧП должны быть приведены в соответствие с положениями Закона о ГЧП не позднее 2025 года.

Российская Федерация является участником ряда международных договоров о защите иностранных инвестиций, в том числе Конвенции ООН о признании и приведении в исполнение иностранных арбитражных решений 1958 года (Нью-Йоркская конвенция).

Проектное финансирование в России не относится к специальным лицензированным видам деятельности, что подразумевает отсутствие требования к получению разрешения на осуществление операций в форме проектного финансирования. Однако с 1 марта 2018 года все кредитные договоры на сумму свыше 3 млн. рублей должны быть зарегистрированы в целях контроля в уполномоченном банке.

Если проект подразумевает форму ГЧП, то действует специальная процедура реализации подобной операции. В соответствии с Законом о ГЧП проект должен быть представлен в компетентный орган для предварительного рассмотрения и утверждения. Компетентный орган оценивает эффективность проекта (включая финансовую эффективность и социально-экономический эффект от реализации проекта) и его сравнительные преимущества.

Закон о концессиях не предусматривает обязательного требования о подаче или регистрации проектной документации. Однако такие документы рассматриваются компетентным органом и оцениваются с точки зрения эффективности. Разработана специальная методология экономического анализа проектной документации.

Существуют и другие случаи, когда проектная документация по проекту, не являющемуся государственно-частным партнерством или концессионным проектом, должна подаваться в государственные органы на основании федерального или местного законодательства. Следует отметить, что проекты с иностранным участием могут включать различные процедуры одобрения проекта или порядка разрешения возникающих конфликтов. В некоторых случаях

иностранные инвестиции могут повлечь за собой действие российского антимонопольного законодательства, и потребуется антимонопольное разрешение.

В соответствии с Федеральным законом «О естественных монополиях» от 17 августа 1995 г. № 147-ФЗ и № 57-ФЗ доступ к иностранным инвестициям для проектов федерального значения ограничен. Например, для проектов в нефтегазовом секторе или трубопроводной транспортировке.

Национализация международных инвестиций, как правило, запрещена российским законодательством. Однако есть исключение для национализации и реквизиции в случае крайней необходимости, которая подлежит возмещению в пользу пострадавшей стороны.

Иностранные организации, участвующие в российских проектах, могут напрямую извлекать выгоду из налогового режима соглашения о разделе продукции (СРП). Преимущества этого режима включают, среди прочего, снижение применимой ставки налога на добычу полезных ископаемых и некоторые другие налоговые льготы. Однако количество заключенных СРП в России относительно невелико.

Определенные льготы, такие как освобождение от налогообложения в Российской Федерации или снижение применимой налоговой ставки, обычно предоставляются иностранным инвесторам в соответствии с применимым соглашением об избежании двойного налогообложения или межправительственными соглашениями, которые могут быть заключены в отношении знаковых проектов.

Обзор истории формирования проектного финансирования и механизма его реализации в России позволил выделить отличительные особенности отечественной практики данного финансового инструмента от сложившейся концепции в странах Западной Европы и США.

Российское законодательство в сфере проектного финансирования, как правило, подразумевает несколько обязательных субъектов финансовых и

юридических отношений. Основными сторонами в сделках проектного финансирования обычно являются:

- В сделках ГЧП государственный инвестор (государственный или муниципальный орган).
- В сделках ГЧП частный партнер.
- Спонсоры или акционеры.
- Проектная компания.
- Кредиторы или экспортно-кредитные агентства.
- Строительная компания.
- Поставщик оборудования.
- Страховщик.

Проекты обычно финансируются за счет средств, предоставляемых банками, при поддержке экспортно-кредитных агентств, а также заемных и собственных средств, предоставляемых спонсором, или в сделках ГЧП, государственного инвестора и частного инвестора.

Многосторонние агентства, такие как Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и Международная финансовая ¹⁴³корпорация, ранее были ключевыми игроками в российском проектном финансировании. Однако они прекратили выдавать новые кредиты для проектов, расположенных в России, после введения санкций США и ЕС в 2014 году.

Важным шагом в развитии проектного финансирования в России стало принятие программы «Фабрика проектного финансирования» в начале 2018 года¹⁴⁴. Цель Программы – создание механизма проектного финансирования инвестиционных проектов, предусматривающего предоставление денежных средств заемщикам на основании договоров синдицированного кредита (займа), реализуемого с применением следующих мер государственной поддержки:

¹⁴³ Борисов, А. И. Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития / А. И. Борисов, П. Р. Сватеев // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 11(37). – С. 67-78. – EDN YOEF5Y.

¹⁴⁴ Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 N 158 (ред. от 04.05.2021) «О программе "Фабрика проектного финансирования"» // СПС КонсультантПлюс

- субсидии из федерального бюджета на возмещение расходов в связи с предоставлением кредитов и займов в рамках реализации механизма «фабрика проектного финансирования»;
- государственная гарантия Российской Федерации по облигационным займам, привлекаемым специализированным обществом проектного финансирования.

Также были приняты Регламент программы «Фабрика проектного финансирования»¹⁴⁵ и Меморандум о финансовой политике Государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ»¹⁴⁶.

«Фабрика проектного финансирования» — это механизм проектного финансирования инвестиционных проектов в приоритетных отраслях экономики России, включая обрабатывающую промышленность, тяжелое машиностроение, атомную промышленность, инфраструктуру, сельское хозяйство, здравоохранение, информационно-коммуникационные технологии. Механизм позволяет заемщикам получать финансирование по договорам синдицированного займа (кредита) для реализации инфраструктурных проектов, поддерживаемых государством.

Механизм позволяет заемщикам получать финансирование по договорам синдицированного займа (кредита) для реализации инфраструктурных проектов, поддерживаемых государством.

Национальные институты развития оказывали административную и финансовую поддержку.

Заемщикам и кредиторам были предоставлены государственные субсидии для хеджирования процентных рисков.

Государственная целевая гарантия использовалась для снижения стоимости финансирования и снижения рисков инвесторов в облигации, выпущенные для финансирования инфраструктурных проектов.

¹⁴⁵ Приложение к приказу Внешэкономбанка от 22.05.2018 № 488 (с изменениями, внесенными Приказом от ВЭБ.РФ от 18.04.2019 № 46 Регламент программы «Фабрика проектного финансирования»).

¹⁴⁶ Распоряжение Правительства Российской Федерации от 10 августа 2021 г. N 2208-р Меморандум О финансовой политике Государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ».

Разработаны специальные методики расчета норматива достаточности капитала российских кредитных организаций, формирования резервов по ссудам и кредитам.

Заинтересованные стороны программы «Фабрика проектного финансирования»:

- ВЭБ.РФ: Оператор завода.
- Министерство экономики: начальник завода и главный менеджер государственной субсидии.
- Эмитент государственных облигаций.
- Министерство финансов: Эмитент государственной гарантии и лицо, предоставляющее субсидию.
- Участники фабрики: Кредиторы, инициаторы проектов и фонды прямых инвестиций.
- Центральный банк: Особая процедура для управления коммерческими банками, связанная с кредитованием заводских проектов.

Для государства Фабрика способствовала стимулированию экономического роста за счет реализации новых проектов, повышения доступности заемного финансирования для организаций, реализующих инвестиционные проекты, и внедрения передового опыта финансирования инвестиционных проектов.

Для заемщиков Фабрика позволила удлинить сроки финансирования и увеличить объем кредитования по плавающей ставке, а также снизить общую стоимость финансирования и обеспечение ключевой ставки за счет государственных субсидий в течение всего срока кредита.¹⁴⁷

Для банков Фабрика позволила снизить риски за счет привлечения дополнительных участников для финансирования проектов и развития института синдицированного кредитования на основе российского законодательства.

Для инвесторов в облигации Фабрика предложила надежный и ликвидный инструмент вложения средств с возможностью не прямых вложений в

¹⁴⁷ Гаилов, Турал Сохбат оглы. Управление рисками проектного финансирования в коммерческих банках в условиях экономической нестабильности: диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. Москва. 2020

инфраструктуру. Соискатель получения финансирования в рамках Фабрики может получить некоторые преимущества, такие как:

Вероятность роста ключевой ставки не станет риском при реализации проекта, поскольку предусмотрен механизм хеджирования на всем сроке за счет государственных субсидий.

Предоставление транша в качестве инструмента выплаты процентов в течение инвестиционной стадии проекта.

Со стороны ВЭБа действует специальное ценообразование по предоставлению первого транша проекта.

При создании проекта «Фабрика проектного финансирования» были утверждены следующие критерии отбора, отмеченные в таблице 5.

Таблица 5. Критерии отбора проектов в Фабрику для получения финансирования¹⁴⁸

Критерий	Показатель
Реализация проекта	Создание отдельной проектной компании (SPV)
Минимальная стоимость проекта	3 млрд. рублей
Сроки окупаемости проекта	В течение 30 лет
Длительность финансирования во времени	В течение 20 лет
Минимальный размер внесения собственных средств в развитие проекта	Не менее 20 % стоимости проекта

Фабрика рассматривается как механизм по диверсификации отечественной экономики, что достигается за счет определения широкого спектра отраслей народного хозяйства, которые выступают ключевыми направлениями финансирования проектов. Учитывая сложившийся опыт деятельности Фабрики, следует выделить три направления финансирования проектов по отраслям экономики: промышленность, инфраструктура и городская экономика.

¹⁴⁸ Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 N 158 (ред. от 04.05.2021) «О программе "Фабрика проектного финансирования» // СПС КонсультантПлюс

В направлении промышленности особый акцент Фабрикой сделан на нефтегазохимию, металлургическую отрасль, производство машин и оборудования, стимулирование экспорта товаров и услуг.

С точки зрения развития инфраструктуры отечественной экономики ключевыми секторами определены строительство автомобильных дорог, авиация, железнодорожная инфраструктура, строительство морских и речных портов, электроэнергия и тд.

Урбанизация также является приоритетной сферой развития проектного финансирования в России, где выделены логистика и транспорт, образование и медицина, коммунальное хозяйство и технологическая инфраструктура.

Учитывая богатый международный опыт развития проектного финансирования и специфику российской экономики, нацеленной на диверсификацию народного хозяйства и укрепление экономической безопасности был создан механизм реализации проектного финансирования в рамках Фабрики (см. рис. 20).



Рисунок 20. Организационная модель финансирования проектов в рамках функционирования Фабрики¹⁴⁹

Длительный период реформирования отечественного корпоративного законодательства стал базисным фактором в новом этапе развития проектного

¹⁴⁹ Фабрика проектного финансирования. Официальный сайт ВЭБ.РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/biznesu/fabrika-proektnogo-finansirovaniya/> (дата обращения: 14.03.2023)

финансирования в России. Созданные институции позволили внедрить новую модель организации проектного финансирования в рамках нового реформированного законодательства и Фабрики. Утвержденные процедуры заключения корпоративных договоров и порядка гарантийного обеспечения проектов ускорили процесс запуска нового механизма проектного финансирования в виде Фабрики.

Проект, в котором участвовала Фабрика проектного финансирования, — это строительство Восточной платной дороги «Уфа» стоимостью около 450 млн долларов США, соединяющей город Уфу с федеральной трассой М-5. Заемное финансирование в размере 150 миллионов долларов США было предоставлено в рамках Завода.¹⁵⁰

Необходимо сделать проектное финансирование широкодоступным и широко используемым инвестиционным инструментом, но при этом учитывать тот факт, что требования для получения финансирования должны быть установлены на достаточно высоком уровне, чтобы избежать чрезмерного риска условных обязательств.

Применение механизмов государственной поддержки, необходимых для конкретного проекта (например, зонтичных государственных гарантий), может обеспечить защиту от ухудшения макроэкономической ситуации.

Запуск Фабрики проектного финансирования предусматривает экспертизу и мониторинг для снижения рисков на этапе реализации.

Основными документами в сделке проектного финансирования являются:

- Договор концессии или договор о ГЧП.
- Договор о кредите.
- Спонсорская гарантия.
- Прямые соглашения.
- Договор банковской гарантии.
- Контракт на проектирование, поставку и строительство (EPC).

¹⁵⁰ Руководство APMG по сертификации в области государственно-частного партнерства (ГЧП). ADB, EBRD, IDB, IsDB, MIF, PPIAF and WBG 2016.

— Различные обеспечительные документы, включая залог акций проектной компании, ипотечные договоры, залог оборудования и счетов.

— Страховые полисы.

Касательно договоров о ГЧП и концессиях важно уточнить, что практика их применения зависит от модели проектного финансирования и положениях соответствующих законов. Основные отличия Закона о ГЧП и Закона о концессиях касаются следующих аспектов:

1. Трансферные модели. В соответствии с Законом о ГЧП проекты ГЧП могут реализовываться по модели «строительство-владение-эксплуатация-передача». Построенные или реконструированные активы могут находиться в частной собственности и должны быть переданы в государственную собственность только после расторжения договора о ГЧП. Активы по соглашениям о ГЧП могут быть переданы в залог в пользу финансовых кредиторов при наличии прямого соглашения.

В соответствии с Законом о концессиях проекты ГЧП могут реализовываться по модели «строительство-эксплуатация-передача» (СЭП). Построенные или реконструированные активы всегда остаются в государственной собственности и сдаются только в аренду концессионеру. Активы по договорам концессии не могут быть переданы в залог, в залог могут быть переданы только права.

2. Иностранная компания как участник ГЧП и концессионных договоров. В соответствии с Законом о ГЧП иностранная компания не может быть стороной договора о ГЧП. Иностранные компании могут участвовать в проектах ГЧП через свои российские дочерние компании или в консорциуме с российскими компаниями. Закон о концессиях позволяет иностранной компании быть концессионером по договору концессии.

3. Объекты. Закон о ГЧП и Закон о концессиях касаются финансирования инфраструктурных проектов во всех секторах, включая транспорт, энергетику, коммунальное хозяйство, здравоохранение, образование, культуру и спорт. Однако отдельные виды активов могут быть предметом либо

соглашений о ГЧП, либо концессионных соглашений. Например, такие активы, как самолеты, подземные или подводные инженерные сооружения, могут разрабатываться только в рамках Закона о ГЧП. Подземная инфраструктура (метрополитен), коммунальная инфраструктура (коммунальные услуги, такие как холодное или горячее водоснабжение и т. д.), различные социальные объекты (торговые объекты, малобюджетные пансионаты и т. д.) могут развиваться только в рамках Закона о концессиях.

4. Практические ограничения. Соглашения о ГЧП и концессионные соглашения могут заключаться как по государственной, так и по частной инициативе. Тем не менее, оба должны иметь инвестора, чтобы пройти сложный и трудоемкий процесс. Обе модели ГЧП допускают инициацию проекта частным партнером или концессионером (частная инициатива). По инициативе инвестора проект ГЧП может быть запущен как в рамках Закона о ГЧП, так и в рамках Закона о концессиях. Частная инициатива должна позволить проекту ГЧП развиваться быстрее из-за отсутствия конкурсных требований. Недостатком инициативы является то, что, если другие инвесторы заинтересуются развитием проекта, когда проект ГЧП будет публично объявлен, проект ГЧП будет предметом тендера.

Проектное финансирование в России имеет значительно меньший период формирования и становления, если сравнивать с другими государствами, однако данный короткий интервал позволил выявить ряд преимуществ и недостатков в рамках отечественной практики осуществления проектной деятельности с точки зрения различных субъектов его организации и реализации.

Преимуществами использования проектного финансирования для спонсоров являются:

- Структуры проектного финансирования могут помочь в привлечении финансирования.
- Спонсоры могут захотеть оградить себя как от долга проекта, так и от риска любого провала проекта.
- Распределение рисков между участниками проекта.

— Пакет безопасности ограничен активами проекта и гарантией от спонсоров, если таковые имеются.

— Кредиторы готовы предоставить долгосрочные кредиты.

Недостатками использования проектного финансирования для структурирования проекта являются:

— Осуществление проектного финансирования занимает много времени и требует более детального и тщательного анализа экономических последствий и рисков проекта.

— Сложность из-за значительного количества участников.

— Кредиторы требуют обширных требований к отчетности и надзору.

— Расходы на различных консультантов могут быть значительными, а общая стоимость финансирования может быть высокой, если кредит не покрывается экспортно-кредитным агентством.

Немаловажное значение с точки зрения преимуществ и недостатков проектного финансирования выступает форма финансовой безопасности и гарантии сохранения вложенного капитала. В данном случае имеет место российское законодательство и российская практика по формам обеспечения финансовых сделок. Российское обеспечение может быть создано в отношении большинства активов, включая недвижимость, акции, движимое имущество, договорные права и банковские счета. Типичной формой обеспечения является залог (или заклад) либо, для недвижимости, ипотека.

Российский залог обычно не предполагает какой-либо передачи права собственности в контексте сделки по проектному финансированию.

При трансграничном финансировании российских проектов международные кредиторы часто требуют, чтобы обеспечение регулировалось нероссийским законодательством (как правило, английским), если это возможно. Часто используемым инструментом является уступка обеспечения в соответствии с английским правом в отношении договорной дебиторской задолженности.

Трудность в контексте сделок по проектному финансированию в России заключается в том, что лицензии (например, лицензия на разведку и добычу полезных ископаемых) не могут быть переданы или поставлены под залог.

Обеспечение безопасности банковских счетов стало доступно относительно недавно, и для этого необходимо открывать определенный тип банковского счета. Принятие такой безопасности становится все более распространенным. Однако из-за формальностей и стоимости такого обеспечения некоторые кредиторы по-прежнему принимают альтернативное квази-обеспечение (соглашение о прямом дебетовании). Соглашения о прямом дебете широко использовались до того, как стала доступна безопасность счета. Однако юридически они менее надежны.

Высокие требования включают, среди прочего:

— Регистрация залога недвижимого имущества в соответствующем государственном реестре.

— Учет залога акций (эмиссионных ценных бумаг) в реестре акционеров или на счете депо.

— Удостоверение договоров залога акций общества с ограниченной ответственностью (долей) у нотариуса и регистрация в соответствующем государственном реестре.

— Регистрация обеспечения отдельных прав интеллектуальной собственности в соответствующем государственном реестре.

— Регистрация обеспечения движимого имущества и договорных прав в электронном реестре для обеспечения приоритета и защиты третьих лиц.

— Нотариальное заверение охранных документов на большинство активов, если требуется внесудебный вариант принудительного исполнения.

— Предоставление уведомления об обеспечении банковского счета банку счета.

Как правило, регистрируемая ценная бумага должна быть зарегистрирована и учтена. Это делает невозможным или затрудненным отчуждение обеспеченного актива без согласия обеспеченной стороны.

Договорное обязательство по отрицательному залогу не подлежит полной принудительной защите (за исключением недвижимости). Конкурирующий обеспечительный интерес все еще может быть создан и, как правило, действителен, несмотря на обязательство отрицательного залога. Однако она будет иметь приоритет после первоначальной безопасности. Первоначальное обеспечение может устанавливать определенные условия и требования для любого последующего обеспечения в отношении того же актива. Однако на сегодняшний день правоприменимость и практический эффект таких условий и требований тщательно не проверены, и их достоверность может быть ограничена.

Важным отличием отечественного механизма проектного финансирования является то, что российское законодательство не признает понятие траста.

Однако в 2014 году в ответ на требования рынка была введена новая концепция. Это позволяло совместно использовать безопасность одного актива на равных правах в основе между несколькими обеспеченными кредиторами. Назначенный управляющий безопасностью владеет обеспечением в пользу группы кредиторов.

Каждый обеспеченный кредитор должен быть зарегистрирован в качестве обеспеченного кредитора в различных государственных реестрах. Это делает уступки и переводы более обременительными, поскольку новые кредиторы должны быть должным образом зарегистрированы в качестве обеспеченных кредиторов.

В трансграничных сделках по проектному финансированию (которые обычно включают кредитную документацию по английскому праву) текущая практика заключается в использовании параллельного долга или солидарных и нескольких кредиторов. Эти структуры фактически позволяют одному агенту по обеспечению удерживать обеспечение, созданное для всего долга по соглашению о синдицированном кредите. Конструкции еще не проходили проверку в российских судах. Тем не менее, они, как правило, считаются жизнеспособными.

В сделках проектного финансирования доступен широкий спектр договорных механизмов защиты. Он включает:

- Обязательства (например, обязательства по отказу от залога, денежные операции и финансовые ковенанты).
- Представительства.
- Безопасность иностранного права.
- Поручительство, которое может обеспечивать обязательства, вытекающие из договорных и внедоговорных обязательств.
- Гарантия, как иностранное право, так и российское право.
- Организация спонсорской поддержки.
- Субординация и межкредиторские соглашения.

Полезным механизмом в поддержку договорных обязательств является требование о перечислении определенных доходов на обеспеченные счета. Режим обеспечения счета позволяет кредитору контролировать снятие средств с этого счета.

Гарантии иностранного права являются типичным инструментом в трансграничных сделках по проектному финансированию. Чисто российские сделки часто включают российскую независимую гарантию, которая представляет собой гарантию по требованию, ограниченную определенным пределом. Они также могут включать российское поручительство, которое является дополнительной обязанностью поручителя нести ответственность за долг другого лица.

Механизмы спонсорской поддержки и ограничения полномочий спонсоров по принятию решений для проектной компании в трансграничных сделках обычно достигаются посредством договорных обязательств (регулируемых иностранным законодательством, как правило, английским законодательством). В чисто российской сделке механизмы спонсорской поддержки могут потребовать дополнительного структурирования. Например, через акционерные соглашения или аналогичные инструменты в сочетании с гарантией или поручительством.

Понятие субординации и межкредиторских соглашений было введено в российское законодательство в 2015 году. Обычно ожидается, что соглашение о субординации в соответствии с российским законодательством будет содержать

положения, аналогичные тем, которые обычно используются в международном контексте. Однако на сегодняшний день этот вид соглашения не прошел всесторонней проверки в суде.

Кроме обеспечения и гарантий финансового капитала немаловажное значение в проектном финансировании имеет страхование. Для проектов характерны следующие схемы страхования:

— Страхование имущества, которое включает в себя покрытие убытков и повреждений имущества от пожаров, ураганов, наводнений, землетрясений и молний.

— Страхование гражданской ответственности перед третьими лицами.

— Потеря дохода от аренды, если применимо.

Кредиторы обычно просят указать их в страховых полисах в дополнение к проектной компании в качестве бенефициара и получателя убытков, насколько это разрешено применимым законодательством. Например, это не работает для страхования гражданской ответственности перед третьими лицами.

Обычной практикой является указание обеспеченного кредитора в качестве бенефициара по полису страхования имущества, относящегося к обеспеченному активу, чтобы гарантировать, что кредитор может напрямую получать страховые поступления. Для заемщиков не характерно, а в большинстве случаев и невозможно застраховать обязательства кредиторов или бизнес-риски кредиторов.

В качестве меры предосторожности иногда принимается обеспечение страховых поступлений. Однако на практике стоимость такого обеспечения часто подвергается сомнению, поскольку должно быть достаточно указания выгодоприобретателя по страхованию.

С коммерческой точки зрения документация по проектному финансированию часто включает подробные положения о применении любых страховых поступлений. Например, выручку ниже определенного порога можно использовать для ремонта, а выручку выше определенного порога — для предоплаты.

С юридической точки зрения страховые претензии могут быть выплачены непосредственно кредитору, который указан в качестве бенефициара в страховом полисе. Это относится только к страхованию имущества, которое подлежит обеспечению в пользу этого кредитора.

Страхование могут предоставлять только лицензированные российские страховые компании, которые жестко регулируются.

Отсутствуют ограничения на выплату страховой суммы иностранному кредитору, если такой кредитор является выгодоприобретателем по соответствующему страховому полису.

Как правило, российские проектные компании могут застраховаться только у российских страховых компаний. В трансграничных сделках иностранные кредиторы не всегда удовлетворены кредитным рейтингом и репутацией предлагаемого российского страховщика и требуют перестрахования от международно признанного перестраховщика, при этом кредитор имеет долю или право требования на выручку от перестрахования. Последнее потенциально может вызвать опасения со стороны регулирующих органов в отношении российского страховщика.

С 1 января 2017 года российское законодательство требует, чтобы российские страховщики передавали не менее 10% рисков по своим договорам страхования, по которым они получают перестрахование, Российской национальной перестраховочной компании (государственной перестраховочной компании).

На практике возможность принудительного взыскания обеспечения по перестраховочной выручке, предоставленной российскими страховыми компаниями, неясна.

В ходе исследования, рассмотрев модель российской организации проектного финансирования в рамках Фабрики, был выявлен ряд недостатков, которые препятствуют повышению эффективности реализации проектного финансирования в России. Хотя модель имеет свои сильные стороны, такие как вовлечение множества заинтересованных сторон и четкая процедура отбора

проектов, есть несколько областей, которые могут быть улучшены на основе передового международного опыта:

1. Отсутствие диверсифицированных источников финансирования.
2. Высокий порог входа.
3. Ограниченная отраслевая направленность.
4. Отсутствие механизмов разделения рисков.
5. Сложность и бюрократия.
6. Отсутствие прозрачности.

1. Отсутствие диверсифицированных источников финансирования.

Модель фабрики проектного финансирования в России в значительной степени зависит от государственных субсидий и коммерческих банков. Такая концентрация источников финансирования может создать несколько проблем:

— Ограниченное количество проектов. Зависимость от государственных субсидий и коммерческих банков неизбежно ограничивает количество проектов, которые могут быть профинансированы. Государственные бюджеты и кредитные возможности коммерческих банков ограничены, а во времена экономического спада эти источники могут стать еще более труднодоступными. Это может привести к тому, что жизнеспособные и потенциально прибыльные проекты не смогут получить необходимое финансирование.

— Уязвимость к политическим и экономическим изменениям. Зависимость модели от государственных субсидий делает ее восприимчивой к изменениям в политике правительства. Если новый курс руководства приведет к решению сократить субсидии или изменить сектора, на которые они направляются, это может существенно повлиять на модель. Аналогичным образом, зависимость от коммерческих банков привязывает модель к качественному состоянию банковского сектора. Во время финансового кризиса банки часто сокращают объемы кредитования, что может привести к сокращению финансирования проектов.

— Отсутствие диверсификации рисков. Полагаясь на ограниченное число источников финансирования, модель также концентрирует финансовый

риск. Если один из этих источников потерпит неудачу или откажется от финансирования, это может поставить под угрозу весь проект.

В отличие от этого, многие успешные модели финансирования проектов во всем мире диверсифицируют источники финансирования. Например, в США финансирование проектов часто включает в себя сочетание коммерческих банков, рынков облигаций, частных акционерных компаний и венчурного капитала¹⁵¹. Такая диверсификация не только увеличивает объем доступного финансирования, но и распределяет риск между несколькими сторонами.

В Европейском Союзе кредиты для финансирования проектов предоставляет Европейский инвестиционный банк (ЕИБ), но есть и другие источники, такие как структурные фонды, национальные банки стимулирования и инвестиции частного сектора. ЕС также поощряет использование инновационных финансовых инструментов, таких как акционерный капитал, кредиты и гарантии, для привлечения дополнительных частных и государственных инвестиций¹⁵².

На развивающихся рынках многосторонние банки развития, такие как Всемирный банк, и региональные банки развития часто участвуют в финансировании проектов наряду с коммерческими банками и, все чаще, институциональными инвесторами¹⁵³.

2. Высокий порог входа. Модель Фабрики в России устанавливает высокий порог входа: минимальная стоимость проекта составляет 3 миллиарда рублей. Такой подход имеет ряд потенциальных недостатков:

— Исключение небольших проектов. Установив такой высокий порог входа, модель может исключить небольшие, но потенциально инновационные и высокодоходные проекты. Малые и средние проекты часто являются движущей силой инноваций и могут предложить высокую отдачу от инвестиций. Как правило, они более адаптивны, быстрее реагируют на изменения рынка и могут

¹⁵¹ Чернов А.В. Проектное финансирование в России: состояние, зарубежный опыт, ГЧП // Финансы и кредит. — 2020. — Т. 26, № 3. — С. 630 — 643.

¹⁵² Cour, L., & Müller, J. (2014). Growth and Project Finance in the Least Developed Countries. *Economic Growth eJournal*.

¹⁵³ Kleimeier, S., & Versteeg, R. (2009). Project Finance as a Driver of Economic Growth in Low-Income Countries. ERPN: Governance (Social Enterprise) (Sub-Topic).

заполнить ниши отрасли, которые крупные проекты не учитывают в силу эффекта масштаба.

— Ограничение предпринимательства и инноваций. Предприниматели и малые предприятия, которые часто являются источником инновационных идей и новых технологий, могут не иметь ресурсов для преодоления этого порога. Это может привести к ситуации, когда инновационные идеи и проекты не будут реализованы из-за невозможности получить доступ к проектному финансированию.

— Повышенный риск. Крупные проекты часто сопровождаются повышенным риском и требуют больше ресурсов, больше времени для завершения, более подвержены перерасходу средств и задержкам своевременного исполнения этапов проекта. Сосредоточившись на более крупных проектах, модель может повысить общий уровень риска.

Во многих странах существуют более низкие пороговые значения для проектного финансирования или даже специальные программы для малых и средних проектов. Например, в США Администрация малого бизнеса (SBA) предоставляет кредиты малым предприятиям для финансирования проектов. Эти кредиты часто имеют более низкий порог и более выгодные условия, чем коммерческие кредиты, что делает проектное финансирование более доступным для малого бизнеса¹⁵⁴.

В Европейском Союзе Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) имеет ряд финансовых продуктов, предназначенных для финансирования небольших проектов. Они включают микрофинансирование для очень малых проектов, а также кредиты и гарантии для малых и средних проектов¹⁵⁵.

На развивающихся рынках многосторонние банки развития часто имеют специальные программы для малых и средних проектов. Эти программы признают роль таких проектов в стимулировании экономического роста и

¹⁵⁴ Sueyoshi T., Ryu Y. Performance assessment on technology transition from small businesses to the U.S. Department of Defense. Socio-Economic Planning Sciences. Volume 80. 2022. 101177.

¹⁵⁵ Verdina, A., & Verdina, G. (2012). Assessment and problems of projects implemented by companies and co-financed by the European Union funds in Latvia. Economics and Management.

инноваций и направлены на то, чтобы сделать проектное финансирование более доступным.

3. Ограниченная отраслевая направленность. Модель ориентирована в первую очередь на приоритетные отрасли российской экономики. Хотя такой подход может помочь стимулировать рост в этих секторах, он имеет ряд потенциальных ограничений:

— Упущенные возможности в неприоритетных секторах. Сосредоточившись только на приоритетных секторах, модель может упустить возможности в других отраслях народного хозяйства, которые имеют потенциал роста в условиях внешнеэкономической и технологической изоляции. В неприоритетных секторах могут существовать жизнеспособные и потенциально прибыльные проекты, которые упускаются из виду, поскольку они не соответствуют отраслевой направленности модели.

— Отсутствие экономической диверсификации. Диверсификация экономики является ключевым фактором экономической устойчивости страны в условиях нестабильности и неопределенности. Сосредоточившись на ограниченном количестве секторов, модель может способствовать замедлению процессов диверсификации в российской экономике. Это может сделать экономику более уязвимой к отраслевым потрясениям и ограничить ее потенциал для долгосрочного роста.

— Торможение межотраслевых инноваций. Инновации часто возникают на пересечении различных секторов и при междисциплинарном подходе в целях технологического перевооружения. Сосредоточившись на конкретных секторах, модель может подавить этот вид межсекторных инноваций. Например, проект, объединяющий технологию и сельское хозяйство, может привести к инновационным решениям в обоих секторах, но он может не рассматриваться в рамках текущей модели.

В отличие от отечественных правил, многие страны используют проектное финансирование в широком спектре секторов. Например, в Канаде Канадский банк инфраструктуры предоставляет проектное финансирование для широкого

спектра инфраструктурных проектов, включая общественный транзит, зеленую инфраструктуру, торговлю и транспорт, а также широкополосную связь¹⁵⁶. Такая широкая отраслевая направленность позволяет финансировать инновационные проекты, охватывающие несколько секторов, и способствует диверсификации канадской экономики.

В Великобритании Британский деловой банк осуществляет ряд программ финансирования, охватывающих различные сектора. К ним относятся программы венчурного капитала, которые инвестируют в широкий спектр секторов, включая технологии, науки о жизни и бизнес-услуги.¹⁵⁷

4. Отсутствие механизмов разделения рисков. Модель Фабрики не предусматривает четких механизмов разделения рисков между участниками. Отсутствие разделения рисков может создать несколько проблем:

— Отказ от участия. Без четких механизмов разделения рисков у потенциальных участников может возникнуть желание отказаться от участия в модели. Они могут воспринять риск как слишком высокий, особенно если они не знают потенциальный размер риска и их количество.

— Плохое управление рисками. Без четкого распределения рисков управление проектными рисками может быть менее эффективным. Участники могут не предпринять адекватных шагов по управлению рисками, если они считают, что не будут нести последствия этих рисков.

— Потенциал моральной опасности. Если одни участники несут меньший риск, чем другие, это может привести к возникновению морального риска. Эти участники могут взять на себя чрезмерные риски, зная, что другие будут нести последствия, если возникнет вероятность убытка.

Успешные модели финансирования проектов по всему миру имеют четкие механизмы распределения рисков. Например, в моделях государственно-частного партнерства (ГЧП), которые являются распространенной формой финансирования проектов, риски обычно распределяются между государственными и частными

¹⁵⁶ Khoroshilov, E. (2020). SUSTAINABLE FINANCE in Canada. Economic Systems.

¹⁵⁷ Colla, P., Hellowell, M., Vecchi, V., Gatti, S., 2015. Determinants of the cost of capital for privately financed hospital projects in the UK. Health Policy 119, 1442–1449.

партнерами в соответствии с их способностью управлять этими рисками. Это часто формализуется в договоре ГЧП, в котором указывается, кто несет каждый вид риска.

В США в рамках программы TIFIA Министерства транспорта, обеспечивающей проектное финансирование транспортных проектов, используется структура субординированного долга для распределения рисков между государством и частными кредиторами. Государственный кредит субординирован по отношению к частным кредитам, что означает, что государство первым несет риск дефолта¹⁵⁸. Это снижает риск для частных кредиторов и стимулирует их участие.

В Европейском союзе Европейский фонд стратегических инвестиций (EFSI) использует гарантию первого убытка для разделения риска. Бюджет ЕС предоставляет гарантию на покрытие первых убытков инвестиций, снижая риск для других инвесторов¹⁵⁹.

5. Сложность и бюрократия. Фабрика проектного финансирования предполагает сложный процесс с участием множества заинтересованных сторон, что может привести к ряду проблем:

— Задержки. Участие множества заинтересованных сторон и необходимость координации между ними может привести к задержкам в утверждении и реализации проекта. Эти задержки могут увеличить стоимость проекта и снизить привлекательность модели для потенциальных участников.

— Увеличение затрат. Сложность процесса способствует увеличению затрат на финансирование проекта. Эти расходы могут включать административные расходы на координацию действий многочисленных заинтересованных сторон, расходы на соблюдение бюрократических требований и расходы на временные разрывы, вызванные сложностью и забюрократизированностью процесса.

¹⁵⁸ Strategic Plan for FY 2018-2022. U.S. Department of Transportation. Cover Images. <https://www.transportation.gov/sites/dot.gov/files/docs/mission/administrations/office-policy/304866/dot-strategic-plan-fy2018-2022.pdf>

¹⁵⁹ Rinaldi D., Núñez Ferrer J. The European Fund for Strategic Investments as a New Type of Budgetary Instrument. Policy department D: Budgetary affairs. <http://www.europarl.europa.eu/studies>

— Снижение привлекательности. Сложность и бюрократизм модели могут снизить ее привлекательность для потенциальных кредиторов. Они могут предпочесть более простые модели, которые позволяют быстрее принимать решения и реализовывать их.

В мире успешные модели проектного финансирования направлены на рационализацию процесса и снижение бюрократической нагрузки на участников проекта. Например, в Великобритании Управление по инфраструктуре и проектам обеспечивает упорядоченный процесс финансирования проектов¹⁶⁰. Это включает в себя четкий процесс утверждения проектов, стандартизированные контракты и единый контактный центр для спонсоров проектов.

В Сингапуре правительство разработало Руководство по ГЧП, которое обеспечивает четкий и упорядоченный процесс финансирования проектов. Оно включает стандартизированные процедуры и контракты, а также руководство по распределению рисков и финансовому моделированию¹⁶¹.

6. Отсутствие прозрачности. Хотя модель Фабрики включает некоторые положения о предоставлении информации, она могла бы выиграть от большей прозрачности по нескольким направлениям:

— Укрепление доверия. Большая прозрачность процесса отбора и управления проектами может повысить доверие между участниками и заинтересованными сторонами. Когда процесс прозрачен, участники могут быть уверены, что решения принимаются справедливо и на основе объективных критериев. Это может побудить большее количество организаций принять участие в модели.

— Предотвращение коррупции. Прозрачность является ключевым инструментом в предотвращении коррупции, когда процесс непрозрачен, существует большой риск того, что на решения можно повлиять. Делая процесс прозрачным, модель также может снизить риски.

¹⁶⁰ Горчакова Д.Ю. Роль института развития инфраструктуры и проектов Правительства Великобритании // Общество: политика, экономика, право. – 2017. – № 5.

¹⁶¹ Hwang, Bon-Gang & Zhao, Xianbo & Gay, Mindy. (2013). Public private partnership projects in Singapore: Factors, critical risks and preferred risk allocation from the perspective of contractors. *International Journal of Project Management*. 31. 424-433.

— Повышение эффективности работы. Прозрачность также может повысить общую эффективность модели. Когда информация об эффективности проекта находится в открытом доступе, она может быть тщательно изучена и оценена широким кругом заинтересованных сторон. Это может привести к предложениям по улучшению и повышению ответственности за результаты работы.

В отличие от Фабрики, в моделях проектного финансирования по всему миру большое внимание уделяется прозрачности и информационной доступности. Например, в США программа грантов на капитальные вложения Федерального управления транзита, которая обеспечивает финансирование проектов общественного транзита, отличается высокой степенью прозрачности. Он включает в себя публичное раскрытие информации о проектных заявках, критериях оценки и решениях о финансировании¹⁶².

В Европейском Союзе Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) предоставляет подробную информацию о финансируемых им проектах, включая резюме проектов, оценки воздействия на окружающую среду и информацию о вкладе проекта в достижение целей политики ЕС¹⁶³.

Реализованные проекты в России в форме проектного финансирования выделили ряд рисков, которые сопровождают данный вид деятельности в национальной экономике. К основным рискам для России относятся:

1. Политический риск. Это можно смягчить путем привлечения к проекту Российского агентства по страхованию экспортных кредитов и инвестиций или получения заверений соответствующих государственных ведомств, особенно в отношении наличия согласований и разрешений.¹⁶⁴

¹⁶² Federal Transit Administration Capital Investment Grants Program Initial Guidance Proposals. Federal Register/Vol. 87, No. 50. 2022. https://www.apta.com/wp-content/uploads/FTA_Initial_Guidance_Proposals_for_the_Capital_Investment_Grants_Program_03-15-2022.pdf

¹⁶³ Coppolaro, Lucia & Kavvadia, Helen. (2022). Deciphering the European Investment Bank: History, Politics and Economics. 10.4324/9781003231592.

¹⁶⁴ Борисов, А. И. Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития / А. И. Борисов, П. Р. Сватеев // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 11(37). – С. 67-78.

2. Национальный валютный риск. Российская национальная валюта может обесцениваться и колебаться, что можно смягчить путем заключения кросс-валютных деривативов.

3. Неопределенности российской правовой системы и другие правовые риски. Наблюдается спорадическая непоследовательность в толковании российского законодательства российскими судами и высокая степень свободы действий со стороны государственных органов.

4. Санкции. Возможное введение новых санкций со стороны США, ЕС и других стран.

5. Частые изменения налогового законодательства. Российская налоговая система подвержена частым изменениям в налоговом законодательстве, которые иногда происходят в короткие сроки и применяются ретроспективно. Существуют также расхождения в толковании и применении существующих законов и правил различными органами власти. Таким образом, налоговые риски обычно влияют на структуру проектного финансирования.¹⁶⁵

Стороны обычно включают в свои договорные соглашения положения о совокупном налоге и возмещении налогов для распределения налоговых рисков. Существует остаточный риск того, что положения о совокупном налоге не будут иметь исковой силы в соответствии с российским законодательством. Однако в 2016 году в российское налоговое законодательство были внесены поправки, прямо разрешающие урегулирование обязательств налогоплательщика третьими лицами.

В заключение следует отметить, что модель Фабрики проектного финансирования в России, хотя и демонстрирует инициативу по стимулированию инвестиций в приоритетные сектора, имеет ряд структурных недостатков, которые потенциально могут препятствовать ее эффективности и устойчивости. Эти недостатки, выявленные в ходе сравнительного анализа с лучшими международными практиками, проявляются, прежде всего, в таких областях, как

¹⁶⁵ Борисов, А. И. Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития / А. И. Борисов, П. Р. Сватеев // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 11(37). – С. 67-78.

диверсификация финансирования, порог входа, отраслевая направленность, распределение рисков, сложность процедур и прозрачность.

Большая зависимость модели от государственных субсидий и коммерческих банков при финансировании создает моноцентрическую финансовую структуру, которая подвержена изменениям фискальной политики и волатильности банковского сектора. Отсутствие финансовой диверсификации может привести к ограничению инвестиционного ландшафта, тем самым ограничивая масштаб проектов, которые могут быть профинансированы. Модель могла бы выиграть от более гетерогенной структуры финансирования, включающей рынки прямых инвестиций, венчурного капитала и облигаций, подобно диверсифицированным структурам финансирования, распространенным в странах с развитой экономикой, таких как США и Европейский Союз.

Высокий порог входа, установленный на уровне 3 миллиардов рублей, потенциально оттесняет на второй план небольшие инновационные проекты, которые могут обеспечить высокую доходность инвестиций. Это может подавить предпринимательские инновации и ограничить способность модели способствовать развитию разнообразной и устойчивой экономической экосистемы. Снижение порога входа или создание специальных программ для малых и средних проектов, как это делается в Администрации малого бизнеса США или финансовых продуктах Европейского инвестиционного банка, может способствовать формированию более инклюзивной и динамичной инвестиционной среды.

Акцент модели на приоритетных секторах, хотя и полезен для целевого роста, может непреднамеренно ограничить диверсификацию экономики и межсекторальные инновации. Более узкоотраслевой подход, как в случае с Канадским банком инфраструктуры Канады или Британским банком бизнеса Великобритании, мог бы стимулировать инновации и повысить устойчивость экономики.

Отсутствие четких механизмов разделения рисков может отпугнуть потенциальных участников и поставить под угрозу эффективное управление

рисками. Введение четких механизмов разделения рисков, как это наблюдается в моделях государственно-частного партнерства или в американской программе TIFIA, может стимулировать участие и повысить эффективность управления рисками.

Процедурная сложность и бюрократические хитросплетения модели могут привести к увеличению затрат и задержек, тем самым снижая ее привлекательность для потенциальных участников. Упорядочение процесса и сокращение бюрократической волокиты, как это наблюдается в Управлении по инфраструктуре и проектам Великобритании или в Руководстве по ГЧП Сингапура, может повысить эффективность и вовлеченность участников.

Наконец, ограниченная прозрачность модели может подорвать доверие между участниками и заинтересованными сторонами, повысить риск коррупции и поставить под угрозу отчетность о результатах деятельности. Повышение прозрачности, как это наблюдается в программе грантов на капитальные инвестиции Федерального управления транзита США или Европейского инвестиционного банка, может способствовать укреплению доверия, сдерживанию коррупции и улучшению отчетности о результатах деятельности.

В свете этих наблюдений предполагается, что модель Фабрики проектного финансирования может значительно выиграть от структурных и процедурных реформ, которые устранят эти выявленные недостатки. Такие реформы могут повысить эффективность, устойчивость и вклад модели в экономическое развитие России.

2.3 Экономико-организационная оценка состояния реальных инвестиций российской экономики и их проблематика

Инвестиционная система национальной экономики представляет собой сложную и многомерную конструкцию, включающую различные процессы, институты и механизмы, способствующие накоплению и распределению финансовых ресурсов в целях формирования капитала, повышения

производительности и общего экономического развития. Она играет ключевую роль в стимулировании роста, поощрении инноваций и обеспечении долгосрочной конкурентоспособности экономики.

Инвестиционную систему можно разделить на четыре основных компонента: внутренние частные инвестиции, внутренние государственные инвестиции, прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и портфельные инвестиции. Каждый из этих компонентов характеризуется своими особенностями, целями и последствиями для экономики.

Внутренние частные инвестиции, которые составляют основную часть инвестиций в большинстве стран с рыночной экономикой, относятся к финансовым ресурсам, направляемым частными организациями, такими как корпорации и домохозяйства, в производственную деятельность. Этот вид инвестиций обычно мотивирован максимизацией прибыли и диверсификацией рисков, а их распределение в значительной степени определяется рыночными силами. Внутренние частные инвестиции необходимы для стимулирования технологического прогресса, развития предпринимательской деятельности и создания рабочих мест.

Внутренние государственные инвестиции, с другой стороны, подразумевают расходование государственных средств правительством на развитие физической и социальной инфраструктуры, такой как транспортные сети, системы образования и здравоохранения. Государственные инвестиции обычно определяются необходимостью устранения провалов рынка, содействия социальной справедливости и обеспечения предоставления общественных товаров и услуг. Они также могут играть антициклическую роль, стимулируя совокупный спрос во время экономических спадов и поддерживая фискальную дисциплину в периоды роста.

Прямые иностранные инвестиции — это процесс, посредством которого многонациональные корпорации и другие иностранные компании создают или расширяют свою деятельность в принимающей стране. ПИИ могут принимать различные формы, включая инвестиции в новые месторождения, слияния и

поглощения, совместные предприятия и стратегические альянсы. Они являются важнейшим катализатором передачи технологий, управленческого опыта и доступа на рынки, а также могут способствовать диверсификации промышленной базы и экспортного портфеля принимающей страны. Однако при отсутствии надлежащего управления и регулирования ПИИ могут также вызывать негативные внешние эффекты, такие как вытеснение отечественных компаний и усиление неравенства в доходах.

Портфельные инвестиции — это трансграничный поток финансовых ресурсов через покупку долевых и долговых инструментов, таких как акции, облигации и деривативы. В отличие от ПИИ, которые предполагают долгосрочные обязательства перед экономикой принимающей страны, портфельные инвестиции, как правило, характеризуются краткосрочными горизонтами и более высоким уровнем волатильности. Хотя они могут обеспечить ценные источники финансирования и возможности разделения рисков для стран-получателей, они также могут подвергать их риску финансового заражения и макроэкономической нестабильности, особенно в периоды глобальной экономической турбулентности.

Роль инвестиций в экономическом развитии страны многогранна. Во-первых, инвестиции являются важнейшим фактором, определяющим совокупный спрос, который влияет на уровень производства, занятости и доходов в экономике. Во-вторых, инвестиции в производственные активы, такие как машины, оборудование и инфраструктура, повышают производственный потенциал экономики и позволяют ей достичь более высоких уровней роста и конкурентоспособности. В-третьих, инвестиции в человеческий капитал через образование и обучение способствуют формированию квалифицированной и адаптируемой рабочей силы, которая может эффективно реагировать на меняющиеся потребности рынка и способствовать созданию наукоемких отраслей.

Кроме того, инвестиции являются важным каналом распространения технологических инноваций, которые могут стимулировать повышение

производительности и способствовать появлению новых секторов и отраслей. Они также могут стимулировать развитие обратных и прямых связей, которые, в свою очередь, могут создавать положительный эффект перелива и мультипликатора во всей экономике. Наконец, инвестиции, особенно в контексте ПИИ, могут способствовать интеграции национальной экономики в глобальные цепочки создания стоимости и расширению ее доступа к глобальным рынкам, сетям знаний и ресурсам.

Следует отметить, что инвестиционная система национальной экономики является важнейшей опорой экономического развития и включает в себя сложный комплекс процессов, институтов и механизмов, позволяющих эффективно мобилизовать и распределять финансовые ресурсы в целях формирования капитала, повышения производительности и общего экономического роста. Способствуя созданию благоприятного инвестиционного климата, характеризующегося надежным макроэкономическим управлением, прозрачной и предсказуемой нормативно-правовой базой и прочными финансовыми системами, страны могут привлекать и удерживать как внутренние, так и иностранные инвестиции, которые, в свою очередь, могут генерировать положительные внешние эффекты и побочные эффекты для их экономики.

В этой связи роль правительства является ключевой в разработке и реализации политики и мер, которые обеспечивают тонкий баланс между поощрением инвестиций и обеспечением социального благосостояния, экологической устойчивости и макроэкономической стабильности. Это может включать целевые стимулы для стратегических секторов и отраслей, поощрение государственно-частного партнерства, развитие специальных экономических зон, а также проведение соответствующей фискальной, монетарной и валютной политики.

Кроме того, роль международных организаций, таких как Всемирный банк, Международный валютный фонд и региональные банки развития, жизненно важна в предоставлении технической помощи, финансовых ресурсов и консультаций по вопросам политики странам для укрепления их инвестиционных

систем и расширения их возможностей по привлечению инвестиций и управлению ими. Эти организации также могут играть ключевую роль в развитии регионального и глобального сотрудничества по вопросам, связанным с инвестициями, и содействии принятию передовой практики и стандартов.

В целом, надежная и хорошо функционирующая инвестиционная система играет важную роль в стимулировании экономического развития страны и обеспечении ее долгосрочной конкурентоспособности и процветания. Применяя целостный и скоординированный подход к поощрению инвестиций, страны могут использовать весь потенциал инвестиций для достижения своих целей в области развития и создания более инклюзивного, жизнеспособного и устойчивого будущего для своих граждан.

Инвестиционная система российской экономики представляет собой сложную и многогранную конструкцию, сформированную под влиянием исторических, политических и экономических факторов.

Внутренние частные инвестиции в России в основном осуществляются крупными корпорациями, малыми и средними предприятиями (МСП) и домашними хозяйствами. Частный сектор был ключевым фактором экономического роста, особенно в таких отраслях, как энергетика, розничная торговля и обрабатывающая промышленность. Однако отечественные частные инвестиции столкнулись с рядом проблем, включая ограниченный доступ к финансированию, неадекватную инфраструктуру и неопределенную деловую среду. Для решения этих проблем российское правительство приняло меры по улучшению инвестиционного климата, такие как снижение административных барьеров, развитие конкуренции и расширение доступа к финансированию для МСП.

Внутренние государственные инвестиции в России направлены на развитие физической и социальной инфраструктуры, включая транспортные сети, системы образования и здравоохранения. В рамках долгосрочных планов развития российское правительство определило приоритетность стратегических проектов в таких секторах, как инфраструктура, энергетика и оборона. Государственные

инвестиции в России финансируются в основном за счет федерального бюджета, государственных предприятий и институтов развития, таких как Внешэкономбанк (ВЭБ) и Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ). Роль государства в сфере государственных инвестиций имеет решающее значение для устранения провалов рынка и содействия социальной справедливости, а также для обеспечения предоставления общественных товаров и услуг¹⁶⁶.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в России являются значительным источником передачи капитала и технологий, а также создания рабочих мест. ПИИ поступают из разных стран, включая Европейский Союз, США и Китай. Россия стремилась привлечь ПИИ путем создания особых экономических зон (ОЭЗ), предлагая налоговые льготы и упрощенные таможенные процедуры. Однако на приток ПИИ негативно повлияли геополитическая напряженность, экономические санкции и воспринимаемые риски, связанные с российской бизнес-средой. В результате российское правительство придерживается стратегии импортозамещения и развития отечественной промышленности, чтобы снизить зависимость от иностранных инвестиций.

Портфельные инвестиции в России подразумевают движение финансовых ресурсов через покупку долевых и долговых инструментов, таких как акции и облигации. Российский финансовый рынок, включая Московскую биржу, предоставляет инвесторам возможность участвовать в экономическом росте страны посредством портфельных инвестиций. Однако российский финансовый рынок остается уязвимым к внешним потрясениям и колебаниям на мировых финансовых рынках. Правительство и Центральный банк России (ЦБ РФ) стремятся повысить стабильность и устойчивость финансового рынка путем проведения реформ в сфере регулирования и усиления макропруденциального надзора.

Инвестиционная система российской экономики характеризуется сочетанием внутренних частных инвестиций, внутренних государственных

¹⁶⁶ Магомаева, Л. Р. Классификация инвестиционных институтов в экономически развитых странах / Л. Р. Магомаева // Вестник Челябинского государственного университета. – 2013. – № 8(299). – С. 19-22.

инвестиций, прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций. Каждый из этих компонентов играет важную роль в формировании экономического развития страны. Однако инвестиционная система также сталкивается с рядом проблем, включая геополитические риски, экономические санкции и неопределенность условий ведения бизнеса. Решение этих проблем требует от российского правительства продолжения структурных реформ, улучшения инвестиционного климата и содействия развитию более диверсифицированной и устойчивой экономики.



Рисунок 21. Инвестиции в основной капитал российской экономики за период 2000-2022 гг.¹⁶⁷

Инвестиции в основной капитал с годами в целом увеличивались с некоторыми колебаниями. Увеличение было особенно значительным с 2000 года, когда темпы роста в этом году составили 73,9%. В 2021 году инвестиции в основной капитал достигли 23 240 млрд рублей, что почти в 20 раз превышает объем инвестиций 2000 года. При этом средний темп прироста инвестиций в год составил 18,9 %, что является неплохим показателем, однако с учетом уровня инфляции, конечный результат роста девальвируется.

¹⁶⁷ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

Мы также можем видеть некоторые колебания годовых темпов роста. Так, самые высокие темпы роста были зафиксированы в 2007 г. (42%) и 2011 г. (20,6%), а самые низкие – в 2009 г. (-9,2%).

Из графика видно, что тенденция инвестиций в основной капитал в целом увеличивалась с некоторыми колебаниями. Мы можем наблюдать небольшой спад инвестиций во время мирового финансового кризиса 2008-2009 годов, но в последующие годы инвестиции снова выросли.

Для дальнейшего анализа данных мы можем рассчитать некоторые ключевые статистические показатели. Начнем с расчета среднего значения, медианы и стандартного отклонения годовых инвестиций:

Средняя – 10 965,9;

Медиана – 9 152;

Среднеквадратичное отклонение – 6 117,3.

Средний объем инвестиций за период составляет 10 965,9 млрд рублей, медианный объем инвестиций — 9 152 млрд рублей. Стандартное отклонение составляет 6 117,3 млрд руб., что свидетельствует о большом разбросе значений инвестиций.

Выводы из анализа данных по инвестициям в основной капитал в России:

1. Наблюдаемый с 2000 года значительный рост инвестиций в основной капитал в Российской Федерации является важным индикатором позитивных экономических метаморфоз. Это явление свидетельствует об активизации предпринимательской деятельности и развитии инфраструктуры, что потенциально способствует устойчивому росту экономики и расширению рынка труда.

2. Проявление колебаний в годовых коэффициентах роста позволяет выявить глубинные экономические аномалии и экзогенные переменные, которые оказывали влияние на динамику инвестиций в определенные временные периоды, в частности, во время глобальной финансовой турбулентности в 2008-2009 годах.

3. Устойчивая положительная корреляция между последовательными годовыми приростами и объемом инвестиционного портфеля подтверждает

наличие устойчивой долгосрочной тенденции, усиливающей рост инвестиций в основной капитал в России. Такая тенденция свидетельствует об оптимистичном инвестиционном климате, укрепляющем доверие инвесторов и коммерческих структур.

4. Ярко выраженное стандартное отклонение, наблюдаемое в массиве данных о стоимости инвестиций, свидетельствует о значительной волатильности ежегодного распределения инвестиций. Это может быть связано с различными инвестиционными предпочтениями, колебаниями макроэкономической ситуации, а также с внешними факторами, такими как изменение государственной политики или динамика международной дипломатии.

5. Применение методики линейной регрессии позволило получить расчетную траекторию роста инвестиций в основной капитал в размере 641,91 млрд. руб. в год. Эта значительная цифра подчеркивает мощный потенциал для дальнейшего увеличения инвестиций при условии сохранения текущей траектории развития.

Подводя итог анализу инвестиций в основной капитал в Российской Федерации, можно сказать, что в целом наблюдается тенденция к росту, перемежающаяся с периодическими колебаниями. Несмотря на то, что эта тенденция свидетельствует о благоприятных перспективах экономического развития и инвестиционных возможностях, она требует внимательного отношения к сопутствующим рискам и неопределенности, которые могут повлиять на инвестиции, включая возможные изменения макроэкономических условий и государственной нормативно-правовой базы. Полученные данные подчеркивают необходимость стратегического прогнозирования и продуманного инвестиционного планирования в соответствии с развивающейся экономической ситуацией.

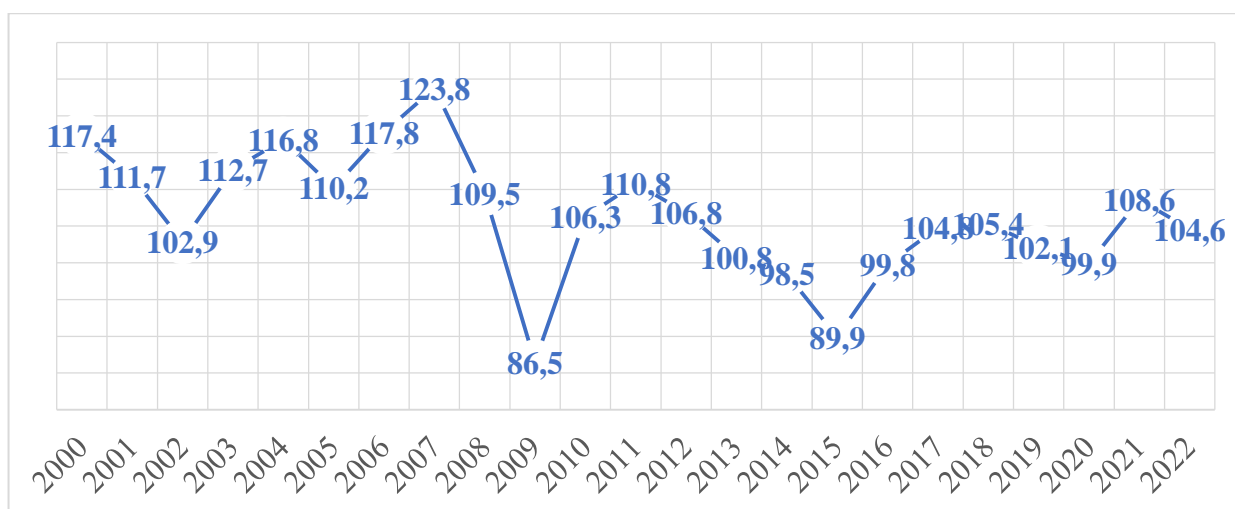


Рисунок 22. Динамика инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах¹⁶⁸

Динамика инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах не столь впечатляющая, как при анализе показателей в фактических ценах. Это связано с тем, что при учете изменения цен на рынке и уровня инфляции, объем инвестиций несколько снижается по сравнению с фактическими показателями.

С 2000 года по 2003 год происходил рост инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах. Однако в 2003 году произошел резкий спад, вероятно, связанный с экономическим кризисом в России.

В 2004 году начался новый период роста инвестиций, который продолжался до 2008 года, когда произошло снижение инвестиций, вероятно, из-за мирового экономического кризиса.

С 2009 года по 2010 год происходило снижение инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах, но затем произошел новый рост до 2013 года.

С 2014 года по 2019 год наблюдался относительно стабильный уровень инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах, без ярко выраженных всплесков роста или снижения.

В 2020 году произошло снижение инвестиций, вероятно, из-за пандемии COVID-19 и связанных с ней экономических проблем.

¹⁶⁸ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

В 2021 году произошел новый рост инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах, что может свидетельствовать о восстановлении экономической активности после пандемии.

Таким образом, можно сделать вывод о несколько менее стабильной динамике инвестиций в основной капитал в сопоставимых ценах по сравнению с динамикой в фактических ценах. Однако общий тренд роста инвестиций сохраняется.

Для сравнения данных по прямым инвестициям в России с другими странами, близкими по экономике и уровню жизни, можно посмотреть данные по странам, входящим в группу БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка), а также другие страны с развивающейся экономикой, такие как Мексика и Турция.

Таблица 6. Прямые инвестиции по странам, млрд. долл. США¹⁶⁹

Страна	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Бразилия	82,4	102,4	92,6	75,2	87,7	64,7	74,3	68,9	78,2	69,2
Китай	243,7	280,1	241,2	290,9	268,1	242,5	174,7	166,1	235,4	187,2
Индия	27,4	36,5	24,0	28,2	34,6	44,0	44,5	40,0	42,1	50,6
Мексика	30,5	23,9	18,2	50,8	28,4	36,2	38,9	33,1	37,8	29,9
Российская Федерация	43,2	55,1	50,6	69,2	22,0	6,9	32,5	28,6	8,8	32,0
Турция	9,1	16,2	13,7	13,6	13,3	19,3	13,8	11,2	12,5	9,6
Южная Африка	3,7	4,1	4,6	8,2	5,8	1,5	2,2	2,1	5,6	5,1

Из предоставленных данных мы можем наблюдать следующее.

Бразилия. В Бразилии инвестиции с годами в целом увеличились, но подвержены колебаниям. Страна вложила значительные средства в инфраструктуру, особенно в транспортный и энергетический секторы. Однако

¹⁶⁹ Прямые иностранные инвестиции, чистый приток. Данные Международного банка. <https://data.worldbank.org/indicator>

Бразилия также столкнулась с серьезными экономическими и политическими проблемами, которые повлияли на уровень инвестиций. В последние годы страна также сосредоточилась на инвестициях в технологии и инновации для поддержки экономического роста.

Индия. В Индии на протяжении многих лет наблюдалась колеблющаяся тенденция иностранных инвестиций, при этом самый высокий объем инвестиций в 2015 году составил 44 миллиарда долларов. Индия пережила период быстрого экономического роста за последние несколько десятилетий, что привело к инвестициям в основной капитал. Страна вложила значительные средства в инфраструктуру, особенно в транспортный, энергетический и телекоммуникационный секторы. Индия также сосредоточилась на инвестициях в производство и технологии для поддержки экономического роста. Однако страна столкнулась с проблемами в инфраструктуре, нормативные препятствия и политическая нестабильность, которые повлияли на уровень инвестиций.

Китай. Китай неизменно имеет самый высокий объем иностранных инвестиций среди перечисленных стран: инвестиции выросли с 243,7 млрд долларов в 2010 году до 187,2 млрд долларов в 2019 году, за исключением спада в 2016 году. Китай пережил беспрецедентный период экономического роста за последние несколько десятилетий, что привело к инвестициям в основной капитал. Страна вложила значительные средства в инфраструктуру, особенно в транспорт, энергетику и телекоммуникации. Китай также сосредоточился на инвестициях в производство и технологии для поддержки экономического роста. Однако страна столкнулась с такими проблемами, как высокий уровень долга, экологические проблемы и торговая напряженность с другими странами.

Южная Африка. До 2013 года в Южной Африке был относительно стабильный объем иностранных инвестиций, но в 2014 году инвестиции значительно увеличились, а затем сократились. Южная Африка инвестировала в основные фонды, особенно в транспортном и энергетическом секторах, для поддержки экономического роста. Однако страна столкнулась с серьезными экономическими и политическими проблемами, которые повлияли на уровень

инвестиций. В последние годы Южная Африка также сосредоточилась на инвестициях в технологии и инновации для поддержки экономического роста.

Мексика. Мексика имела относительно стабильный объем иностранных инвестиций до 2013 года, но в последующие годы инвестиции уменьшились. Мексика вложила средства в основные фонды, особенно в транспортный и энергетический секторы, для поддержки экономического роста. Страна также сосредоточилась на инвестициях в производство и технологии для поддержки экономического роста. Однако Мексика столкнулась с такими проблемами, как политическая нестабильность, коррупция и насилие, которые повлияли на уровень инвестиций.

Турция. В течение многих лет в Турции наблюдалась колеблющаяся тенденция иностранных инвестиций, при этом максимальная сумма инвестиций в 2015 году составила 19,3 миллиарда долларов. Турция вложила средства в основные фонды, особенно в транспортный и энергетический секторы, для поддержки экономического роста. Страна также сосредоточилась на инвестициях в производство и технологии для поддержки экономического роста. Однако Турция столкнулась с такими проблемами, как политическая нестабильность, инфляция и геополитическая напряженность, которые повлияли на уровень инвестиций.

Объем иностранных инвестиций в России на протяжении многих лет был разным: самый высокий объем инвестиций в 2013 году составил 69,2 миллиарда долларов, но в 2015 и 2016 годах наблюдался значительный спад, за которым последовал небольшой рост в 2018 и 2019 годах. По сравнению с этими странами Россия инвестировала в различные сектора, включая транспорт, энергетику, телекоммуникации, производство и технологии. Страна также инвестировала в инфраструктурные проекты, такие как строительство олимпийских объектов в Сочи и расширение топливно-энергетического сектора. Однако Россия столкнулась с такими проблемами, как экономические санкции, политическая нестабильность и низкие цены на нефть, которые повлияли на уровень инвестиций.

В целом, инвестиционные модели и приоритеты этих стран формируются множеством факторов, включая экономическое развитие, инвестиционные приоритеты и внешние факторы. Хотя между этими странами и Россией есть сходство, существуют также заметные различия в их уровне инвестиций и приоритетах.



Рисунок 23. Инвестиции в основной капитал на душу населения России¹⁷⁰

Данные, отраженные на графике 23, показывают общую тенденцию роста инвестиций на душу населения в России с годами. Годовые темпы роста колебались, но существует сильная положительная корреляция между годом и объемом инвестиций на душу населения.

Темпы роста инвестиций на душу населения в течение последних нескольких лет были относительно стабильными и колебались от 5,7% до 19,2%, что свидетельствует о стабильном росте инвестиций.

Несмотря на рост инвестиций на душу населения, по-прежнему сохраняются значительные диспропорции между различными регионами России. Уровень инвестиций в Москве и других крупных городах значительно выше, чем в более сельской местности.

Высокое стандартное отклонение в значениях инвестиций на душу населения указывает на значительные колебания сумм инвестиций на душу

¹⁷⁰ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

населения из года в год. Это может быть связано с различиями в инвестиционных приоритетах, экономических условиях или внешних факторах, таких как изменения в государственной политике или международных отношениях.

Важно отметить, что инвестиции на душу населения могут не обязательно отражать общее экономическое благополучие страны или ее граждан. Хотя инвестиции могут способствовать экономическому росту и созданию рабочих мест, на них также могут влиять такие факторы, как рост населения, инфляция и неравенство доходов.

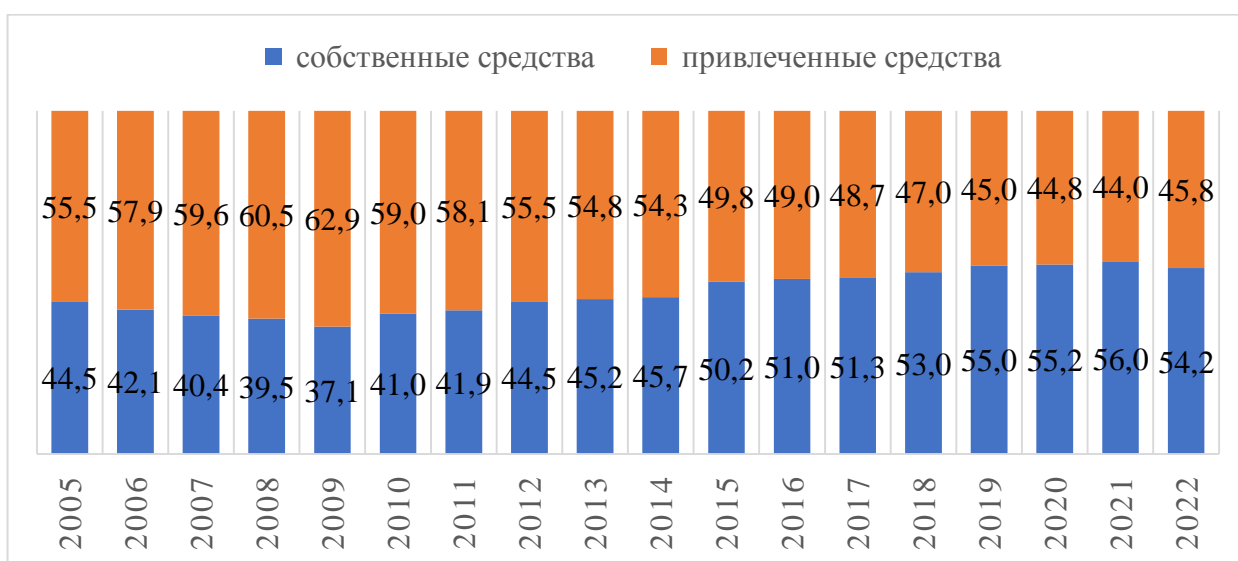


Рисунок 24. Источники финансирования инвестиций в основной капитал России¹⁷¹

Данные показывают, что с годами доля инвестиций в основной капитал, финансируемых за счет собственных источников предприятий, увеличивается (см. рис.24). Эта тенденция свидетельствует о том, что российский бизнес со временем стал более финансово устойчивым и независимым. Тенденция увеличения самофинансирования предприятий отражается в ежегодных темпах роста инвестиций, финансируемых из собственных источников, которые за последние 18 лет увеличивались в среднем на 1,03% в год. Напротив, инвестиции,

¹⁷¹ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

финансируемые за счет заемных источников, за тот же период сокращались в среднем на 1,01% в год.

Интересно отметить, что после мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. доля инвестиций, финансируемых за счет собственных источников, снизилась, а доля инвестиций, финансируемых за счет заемных источников, увеличилась. Это говорит о том, что предприятиям приходилось больше полагаться на заемные средства для поддержания уровня своих инвестиций во время экономического спада. Однако эта тенденция оказалась недолговечной, и в послекризисные годы доля инвестиций, финансируемых из собственных источников, вновь начала расти.

Данные также свидетельствуют о том, что российские предприятия стали более взвешенными в своих инвестиционных решениях, о чем говорит более низкая доля инвестиций, финансируемых за счет заемных источников. Эта тенденция обусловлена более высокой стоимостью заимствований и рисками, связанными с заимствованием средств, такими как возможность дефолта.

Увеличение доли инвестиций, финансируемых за счет собственных источников бизнеса, является позитивным признаком для российской экономики, поскольку свидетельствует о том, что предприятия становятся более самостоятельными и менее зависимыми от внешнего финансирования. Эта тенденция растущей экономики, поскольку предприятия могут получать достаточный доход для финансирования своих инвестиций.

Еще одним положительным аспектом данных является то, что доля инвестиций, финансируемых за счет заемных источников, не уменьшилась слишком резко. Это указывает на то, что предприятия все еще сохраняют некоторую уверенность в наличии внешних источников финансирования, несмотря на усиление акцента на самофинансировании.

Однако важно отметить, что данные об инвестициях в основной капитал по источникам финансирования не дают полной картины общего состояния российской экономики. Другие факторы, такие как инфляция, экономический

рост и государственная политика, также могут влиять на инвестиции в основной капитал.

Исходя из данных об инвестициях в основной капитал в России по источникам финансирования и мирового опыта, идеальной для российской экономики была бы сбалансированная структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Такая структура будет включать здоровое сочетание инвестиций, финансируемых из собственных источников бизнеса и внешних источников, таких как банковские кредиты, государственные субсидии и иностранные инвестиции.

Исследования показывают, что сбалансированная структура инвестиций по источникам финансирования имеет решающее значение для устойчивого экономического роста и развития. Например, в Соединенных Штатах сбалансированное сочетание инвестиций считается необходимым для обеспечения того, чтобы предприятия имели доступ как к внутренним, так и к внешним источникам финансирования для поддержки своих инвестиций в основной капитал.

С точки зрения распределения инвестиций, финансируемых из собственных источников, и из внешних источников, сбалансированная структура в идеале должна включать соотношение примерно 50:50. Это позволит предприятиям поддерживать финансовую стабильность и независимость, а также иметь доступ к внешним источникам финансирования для поддержки своего роста и развития.

Однако важно отметить, что идеальная структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования может различаться в зависимости от конкретных обстоятельств и приоритетов каждой страны. Например, в странах с высоким уровнем государственного долга, таких как Япония, может быть более выгодно отдавать приоритет инвестициям, финансируемым из частных источников, а не государственных субсидий.

Таким образом, идеальной для российской экономики была бы сбалансированная структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, включающая разумное сочетание инвестиций, финансируемых

за счет собственных источников бизнеса и внешних источников. Этот подход подкреплен мировым опытом и имеет решающее значение для устойчивого экономического роста и развития.

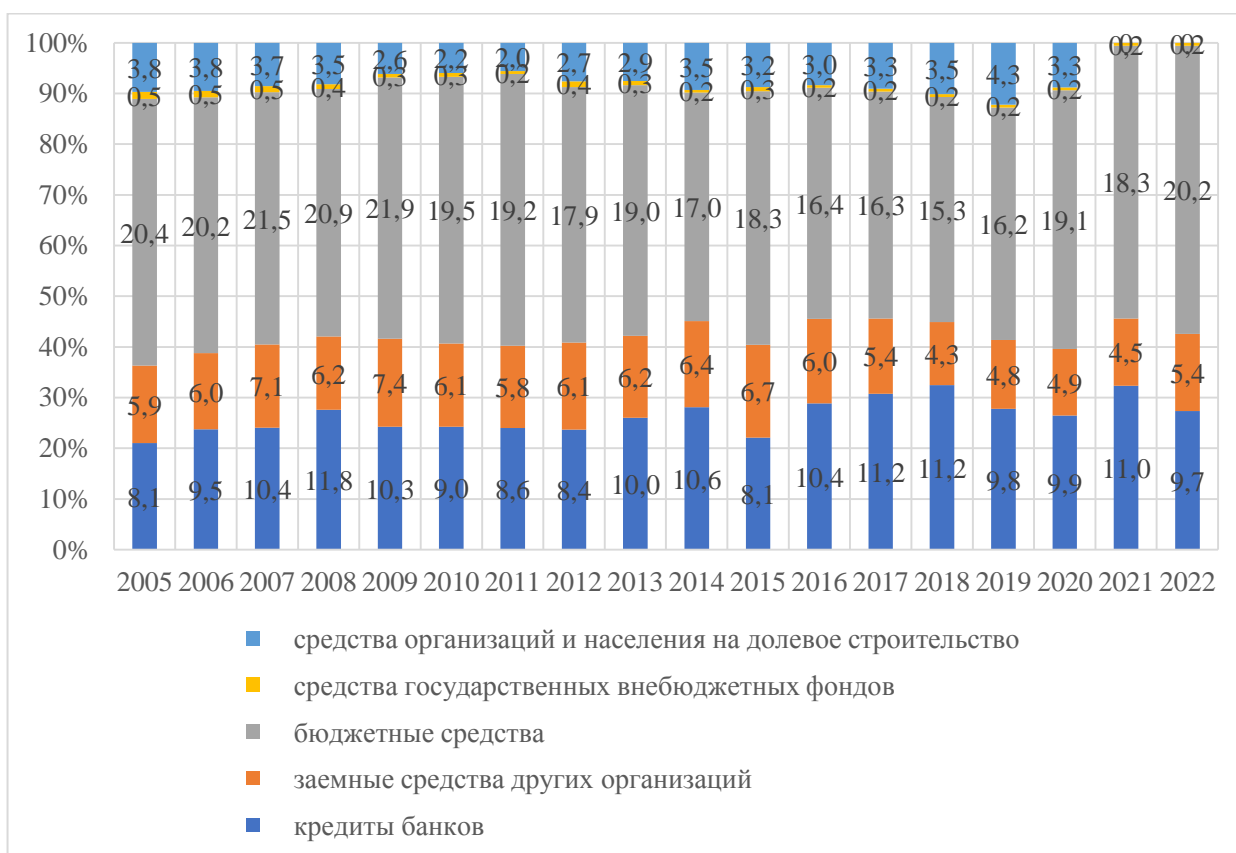


Рисунок 25. Источники финансирования инвестиций в основной капитал России¹⁷²

Приведенные данные (см. рис.25) свидетельствуют о том, что в период с 2005 по 2022 год банковские кредиты и заемные средства других организаций являлись крупнейшим источником внешнего финансирования инвестиций в основной капитал в России. Доля банковских кредитов увеличилась с 8,1 % в 2005 г. до 11,2 % в 2018 г., а затем несколько снизилась до 9,7 % в 2022 г. Доля заемных средств других организаций, с другой стороны, колебалась от 4,3 % до 7,4 % на том же уровне. период.

Бюджетные средства и средства государственных внебюджетных фондов также являются существенным источником финансирования инвестиций в

¹⁷² Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

основной капитал в России, их доля колеблется в пределах от 15,3% до 21,9% за последние 18 лет.

Доля средств организаций и населения на соинвестирование строительства была относительно низкой и стабильной, колеблясь в пределах 2,0-4,3%.

Данные показывают, что в структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования наблюдается некоторая волатильность, при этом доля банковских кредитов, заемных средств других организаций и бюджетных средств колеблется по годам. Однако общая тенденция свидетельствует о том, что банковские кредиты и заемные средства других организаций были наиболее стабильными источниками внешнего финансирования, тогда как бюджетные средства были наиболее неустойчивыми.

Важно также отметить, что данные о структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования не дают информации о качестве инвестиций или их влиянии на экономику. Другие факторы, такие как эффективность инвестиций и степень инновационности инвестиций, также имеют решающее значение для долгосрочного роста и развития экономики.

Данные о структуре инвестиций в основной капитал в России по источникам финансирования свидетельствуют о том, что кредиты банков и заемные средства других организаций были наиболее стабильными источниками внешнего финансирования, тогда как бюджетные средства были более волатильными. Хотя эта тенденция является информативной, важно учитывать более широкий экономический и политический контекст при интерпретации этих данных и принятии инвестиционных решений.

Высокая доля бюджетных кредитов в источниках финансирования инвестиций в основной капитал в России не является редкостью, так как это обычная практика во многих странах мира. Бюджетные средства являются важным источником финансирования инвестиций в основной капитал, особенно в странах с формирующейся и развивающейся экономикой, где внешние источники финансирования могут быть ограничены.

Однако слишком сильная зависимость от бюджетных средств для инвестиций в основной капитал может иметь и недостатки. Одним из основных рисков является возможность фискальной нестабильности, которая может возникнуть в результате чрезмерного государственного заимствования или неправильного управления государственными средствами¹⁷³. Кроме того, сильная зависимость от бюджетных средств для инвестиций в основной капитал может вытеснить частные инвестиции и подорвать рост частного сектора, который необходим для устойчивого экономического роста.

Для устранения этих рисков эксперты и ученые в области инвестиций рекомендуют сбалансированный подход к финансированию инвестиций в основной капитал, который предполагает сочетание государственных и частных источников финансирования¹⁷⁴. Данный подход предполагает привлечение частных инвестиций путем создания благоприятного инвестиционного климата, нормативно-правовой базы и финансовых стимулов.

Кроме того, эксперты рекомендуют использовать государственно-частное партнерство (ГЧП) как эффективное средство финансирования инвестиций в основной капитал. ГЧП предполагает заключение договорного соглашения между государственным и частным секторами, в котором частный сектор отвечает за финансирование и эксплуатацию проекта общественной инфраструктуры, а государственный сектор обеспечивает необходимую нормативную и институциональную поддержку¹⁷⁵.

В целом, хотя бюджетные средства могут быть важным источником финансирования инвестиций в основной капитал, сбалансированный подход, включающий сочетание государственных и частных источников финансирования, а также использование ГЧП, может помочь снизить риски и способствовать устойчивому экономическому росту.

¹⁷³ OECD. (2015). Financing Investment: The Role of Government Budgets. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264238028-en>

¹⁷⁴ IMF. (2015). Public Investment: An Engine of Growth and Fiscal Stabilization. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Public-Investment-An-Engine-of-Growth-and-Fiscal-Stabilization-43698>

¹⁷⁵ UNCTAD. (2013). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/diaepcb20135_en.pdf

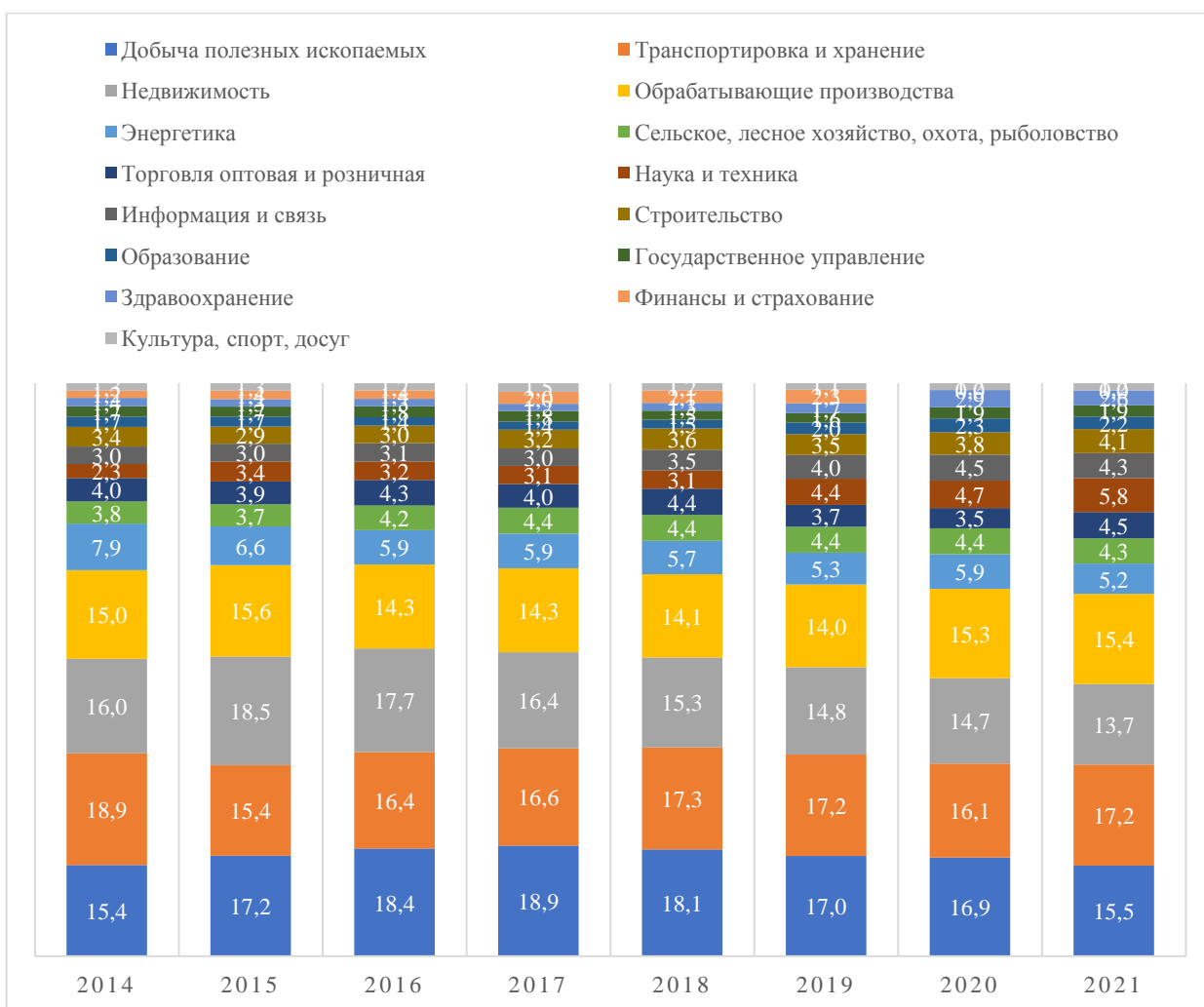


Рисунок 26. Отраслевая структура инвестиций в основной капитал России¹⁷⁶

Отраслевая структура инвестиций в основной капитал в России на основе представленных данных показывает распределение инвестиций по различным секторам экономики. Ниже приводится анализ отраслевой структуры.

Следует отметить, что отраслевая структура инвестиций в основной капитал в России демонстрирует неодинаковый уровень инвестиций в различных секторах экономики. Данные подчеркивают важность таких секторов, как добыча полезных ископаемых, транспорт, недвижимость и обрабатывающая промышленность, которые неизменно привлекают значительные инвестиции (см. рис.26). Другие сектора, включая энергетику, сельское хозяйство и торговлю, также получили заметные объемы инвестиций.

¹⁷⁶ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

Сильная зависимость от добычи ресурсов. Данные свидетельствуют о значительной доле инвестиций в сектор добычи полезных ископаемых. Хотя природные ресурсы являются ключевым фактором развития российской экономики, чрезмерное внимание к этому сектору создает риски. Это делает экономику уязвимой к колебаниям цен на сырьевые товары, геополитическим факторам и экологическим проблемам. Диверсификация различных секторов имеет решающее значение для снижения зависимости от добычи ресурсов и обеспечения устойчивого экономического роста.

Ограниченные инвестиции в инновации и технологии. Такие сектора, как наука и техника, информация и связь, исследования и разработки, получили относительно меньший уровень инвестиций по сравнению с ресурсоемкими секторами¹⁷⁷. Это указывает на потенциальный пробел в стимулировании инноваций и технологических достижений, которые необходимы для долгосрочной конкурентоспособности и роста производительности. Поощрение инвестиций в эти сектора может способствовать развитию инноваций, повышению эффективности и глобальной конкурентоспособности России.

Развитие инфраструктуры. Несмотря на значительные инвестиции в транспортный сектор и сектор недвижимости, необходимо обеспечить сбалансированное и эффективное развитие инфраструктуры по всей стране. Неадекватная инфраструктура, особенно в отдаленных регионах, может препятствовать экономическому развитию, доступу к рынкам и росту производительности. Сосредоточение инвестиций в инфраструктуру, включая транспортные сети, логистику и цифровую инфраструктуру, может способствовать региональному развитию и улучшению связи внутри России и за ее пределами.

Диверсификация экономики. Отраслевая структура инвестиций свидетельствует о необходимости диверсификации за пределами традиционных секторов. Чрезмерная зависимость от таких секторов, как добыча и производство,

¹⁷⁷ Магомаева, Л. Р. Венчурный капитал и инвестиции в самоорганизующихся инновационных кластерах / Л. Р. Магомаева, Т. Р. Магомаев // Общество: политика, экономика, право. – 2015. – № 2. – С. 32-34.

может привести к уязвимости во время экономического спада и препятствовать переходу к экономике, в большей степени основанной на знаниях и ориентированной на услуги. Поощрение инвестиций в такие сектора, как технологии, образование, здравоохранение, финансы и культура, может способствовать диверсификации экономики, созданию рабочих мест и устойчивому развитию.

Региональные различия. Распределение инвестиций по секторам может быть неравномерным с географической точки зрения. Очень важно устранить региональное неравенство путем поощрения инвестиций в слаборазвитые районы, поддержки местного предпринимательства и улучшения инфраструктурных связей¹⁷⁸¹⁷⁹. Это может способствовать инклюзивному росту, сокращению регионального неравенства и раскрытию экономического потенциала различных регионов России.

Политика и нормативно-правовая база. Благоприятная политическая и нормативно-правовая среда необходима для привлечения внутренних и иностранных инвестиций в различные сектора экономики. Четкое и прозрачное регулирование, защита прав собственности, снижение административных барьеров и эффективная система управления имеют решающее значение для укрепления доверия инвесторов и содействия долгосрочным инвестициям¹⁸⁰. Постоянное улучшение условий ведения бизнеса может повысить привлекательность России как инвестиционного центра.

Развитие человеческого капитала. Инвестиции в образование и развитие навыков жизненно важны для долгосрочного экономического роста и конкурентоспособности. Повышение качества образования, содействие научным исследованиям и разработкам, а также развитие инновационного

¹⁷⁸ Тиникашвили, Т. Ш. Формирование инвестиционного климата в регионе / Т. Ш. Тиникашвили // Вестник экономической безопасности. – 2018. – № 3. – С. 308-311.

¹⁷⁹ Бондаренко, В. А. Вопросы привлечения инвесторов: мягкие и жесткие факторы в положительных преобразованиях региональной экономики / В. А. Бондаренко, С. С. Галазова, Т. С. Романишина // Финансовые исследования. – 2021. – № 2(71). – С. 76-89.

¹⁸⁰ Магомаева, Л. Р. Построение государственной инвестиционной политики для развития российских инновационных кластеров / Л. Р. Магомаева // Региональные проблемы преобразования экономики. – 2012. – № 4(34). – С. 451-457.

предпринимательства могут способствовать формированию квалифицированной рабочей силы и развитию наукоемких отраслей.

В целом, отраслевая структура инвестиций в основной капитал в России подчеркивает необходимость диверсификации, инноваций, развития инфраструктуры, регионального баланса, стимулирующей политики и развития человеческого капитала. Учет этих аспектов может снизить риски, способствовать устойчивому экономическому росту и подготовить Россию к долгосрочному процветанию в условиях быстро развивающейся мировой экономики¹⁸¹.

Чтобы сравнить отраслевую структуру инвестиций в основной капитал в России с другими странами и мировым опытом, важно рассмотреть несколько ключевых моментов:

Ресурсоемкие экономики. Россия имеет общие черты с другими странами, богатыми ресурсами, такими как Бразилия и Южная Африка. В этих странах часто наблюдается отраслевая структура инвестиций, в значительной степени ориентированная на добычу ресурсов. Хотя в краткосрочной перспективе это может принести значительные доходы и обеспечить экономический рост, это создает проблемы с точки зрения диверсификации, инноваций и устойчивого развития. Страны, успешно диверсифицировавшие свою экономику, такие как Норвегия и Канада, стратегически инвестировали в сектора, не связанные с добычей ресурсов, чтобы снизить такие риски.

Упор на производство и инфраструктуру. По сравнению с такими странами, как Китай, отраслевая структура России демонстрирует относительно меньшие инвестиции в обрабатывающую промышленность и развитие инфраструктуры. Успешные экономические преобразования в Китае были обусловлены значительными инвестициями в производственный потенциал и инфраструктуру, что способствовало повышению конкурентоспособности экспорта и экономическому росту. Повышение внимания к этим областям может укрепить

¹⁸¹ Токаев, Н. Х. Инвестиционное развитие региона: сущность, формы проявления, механизмы, потенциал, обоснованность отбора проектов и приоритеты выбора финансовых решений / Н. Х. Токаев, И. В. Сугарова, А. В. Алборов. – Владикавказ: Северо-Осетинский государственный университет имени К.Л. Хетагурова, 2021. – 172 с.

промышленную базу, экспортный потенциал и общую экономическую устойчивость России.

Инвестиции в технологии и инновации. Отраслевая структура инвестиций в России свидетельствует об относительно меньшем внимании к технологическим секторам, таким как информационно-коммуникационные технологии (ИКТ), исследования и разработки (НИОКР) и инновации. Такие страны, как США, Южная Корея и Германия, уделяют приоритетное внимание инвестициям в эти сектора, способствуя технологическому прогрессу, росту производительности и глобальной конкурентоспособности. Расширение инвестиций в технологии и инновации может поддержать переход России к экономике, основанной на знаниях.

Услуги и наукоемкие сектора. Отраслевая структура инвестиций в России показывает относительно низкую долю инвестиций в сектора услуг, включая финансы, страхование, образование, здравоохранение и культуру. Во многих странах с развитой экономикой произошел сдвиг в сторону услуг и наукоемких секторов, которые вносят значительный вклад в занятость, добавленную стоимость и экономический рост. Поощрение инвестиций в эти сектора может стимулировать создание рабочих мест, способствовать развитию человеческого капитала и диверсификации экономики.

Региональное неравенство и развитие. Обширная география России и региональные различия отражаются на отраслевой структуре инвестиций. Важно устранить региональные диспропорции путем поощрения инвестиций в слаборазвитые регионы, улучшения инфраструктурных связей и создания благоприятных условий для местного бизнеса. Опыт таких стран, как Германия, где стратегии регионального развития оказались успешными, может дать представление о сокращении региональных диспропорций и содействии сбалансированному росту.

Недостатки нынешней отраслевой структуры инвестиций в России включают потенциальную чрезмерную зависимость от добычи ресурсов, ограниченные инвестиции в инновации и технологии, проблемы в

диверсификации экономики, региональное неравенство и меньший акцент на услуги и наукоемкие сектора. Эти факторы могут препятствовать долгосрочному устойчивому развитию, устойчивости к экономическим потрясениям и глобальной конкурентоспособности.

Чтобы преодолеть эти недостатки, Россия может извлечь выгоду из принятия политики и стратегий, способствующих диверсификации, поощрению инноваций, улучшению инфраструктуры, устранению региональных диспропорций, улучшению деловой среды и приоритетному развитию человеческого капитала. Изучение опыта стран, которые успешно перешли к диверсифицированной экономике, основанной на знаниях, может дать ценные идеи и рекомендации.

Следует отметить, что отраслевая структура российского рынка инвестирования основного капитала соответствует отраслевому глобальному рынку проектного финансирования, что представлено на рисунке 14.

Отраслевая структура проектного финансирования показывает значительные инвестиции в нефтегазовый сектор на протяжении многих лет, с пиком в 2016 году. В отраслевой структуре инвестиций в основной капитал в России существенные инвестиции получает также нефтегазовый сектор.

Транспорт. Оба набора данных указывают на последовательные инвестиции в транспортный сектор. Однако отраслевая структура проектного финансирования показывает небольшой спад инвестиций с 2011 по 2015 год, после чего в 2016 году последовал их значительный рост. С другой стороны, отраслевая структура инвестиций в основной капитал в России показывает относительно стабильные инвестиции в транспорт.

Возобновляемые источники энергии. Отраслевая структура проектного финансирования подчеркивает растущую тенденцию инвестиций в возобновляемые источники энергии на протяжении многих лет, при этом значительный всплеск произошел в 2016 году. В отраслевой структуре инвестиций в основной капитал в России сектор возобновляемой энергетики

прямо не упоминается, что позволяет предположить, что он не может быть значительным направлением инвестиций в России.

Другие отрасли. Оба набора данных включают различные другие отрасли, такие как социальные службы и оборона, горнодобывающая промышленность, телекоммуникации и водоснабжение. Сравнивая два набора данных по этим отраслям, мы можем наблюдать различия в структуре и приоритетах инвестиций.

Анализ показывает различия в инвестиционных приоритетах и структурах между мировой индустрией проектного финансирования и отраслевыми инвестициями в основной капитал в России. Нефтегазовый сектор получает значительные инвестиции в обоих случаях, в то время как транспортный сектор показывает стабильные инвестиции в России. Сектор возобновляемых источников энергии занимает заметное место в глобальном проектном финансировании, но не получает такого же внимания в России.

Ключевым моментом является приоритет двух отраслей для России и проектного финансирования, что позволяет сделать вывод о высоком потенциале отечественной экономики для рынка проектного финансирования, его масштабирования и совершенствования механизма финансирования необходимых секторов народного хозяйства.¹⁸²

Оценивая динамику инвестиционной активности внутри отраслей российской экономики следует отметить, что эффективность подобной активности находится на сравнительно низком уровне, что выражается в сохраняющейся проблеме высокой степени износа основных средств.

Из данных рисунка 27 можно увидеть, что общий износ основных фондов в России варьировался от 37,8% до 49,4% с 2004 по 2022 год. Самый высокий уровень износа был зафиксирован в 2014 году (49,4%), а самый низкий в 2019 году (37,8%). Сектор «Транспорт и связь» в целом демонстрирует наивысший уровень износа, достигавший пика в 2014 году в 58,3%. Самый низкий уровень износа был в 2004 году (51,4%).

¹⁸² Русановская Е.В. Развитие банковского проектного финансирования в России. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Саратов - 2009

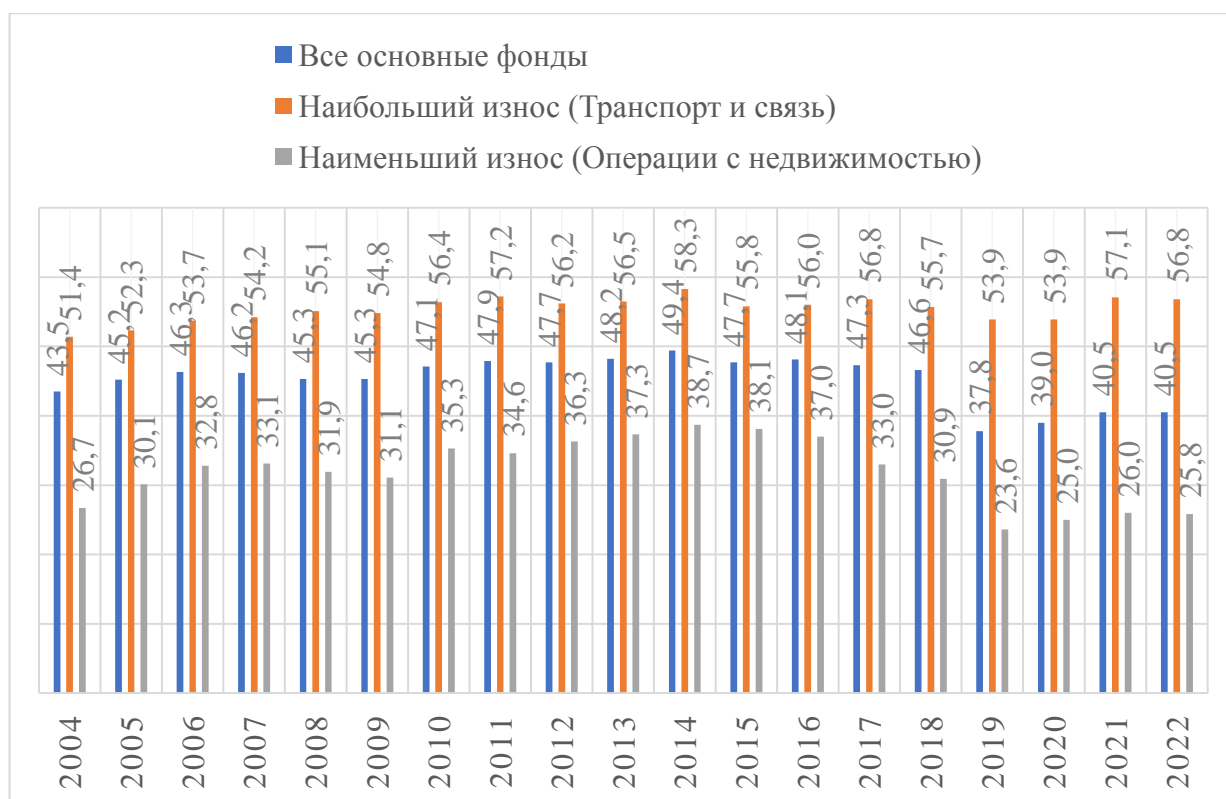


Рисунок 27. Динамика степени износа основных фондов отраслей российской экономики с отраслями наибольшего и наименьшего износа, %¹⁸³

Интересно отметить, что, несмотря на общий тренд увеличения износа, в 2019 и 2020 годах уровень износа снизился до 53,9%.

Сектор «Операции с недвижимостью» демонстрирует наименьший уровень износа основных фондов. Самый высокий уровень износа был зафиксирован в 2014 году (38,7%), а самый низкий в 2004 году (26,7%). После 2014 года наблюдается общий тренд на снижение уровня износа.

В целом, данные показывают, что степень износа основных фондов в российской экономике варьируется в зависимости от сектора. Сектор «Транспорт и связь» в целом демонстрирует более высокий уровень износа по сравнению с сектором «Операции с недвижимостью».

Несмотря на некоторые колебания, можно отметить общий тренд на увеличение степени износа основных фондов с 2004 по 2022 год. Однако, начиная с 2019 года, наблюдается общее снижение степени износа.

¹⁸³ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

Примечательно, что в 2019 году был зафиксирован самый низкий уровень износа с 2004 года, что может указывать на обновление основных фондов или изменение методики расчета.

Важно отметить, что на тенденции изменения норм амортизации могут влиять изменения в экономике и политике. Например, в периоды экономического роста компании могут инвестировать больше средств в новые, менее амортизируемые активы, что может привести к снижению общей нормы амортизации. Изменения в налоговой политике также могут повлиять на уровень амортизации, так как компании могут ускорить или замедлить амортизацию в зависимости от налоговых преимуществ.

Однако стоит отметить, что в 2022 году уровень возмещения капитальных затрат в странах ОЭСР сильно различался: от 100% в реальном выражении в Чили, Эстонии и Латвии до всего 49,6% в Новой Зеландии и 58% в Колумбии. В среднем, предприятия в ОЭСР могут возместить 70,7 процента стоимости капитальных инвестиций в реальном выражении¹⁸⁴. Это дает более широкий контекст для норм амортизации, которые вы привели для России.

Также стоит отметить, что средний уровень налогообложения капитальных вложений ухудшался на протяжении большей части последних двух десятилетий в странах ОЭСР. Такое расширение налоговой базы за счет снижения капитальных скидок является одной из причин того, что доходы от корпоративного налога росли или были стабильными во всем мире, несмотря на снижение законодательно установленных ставок.

¹⁸⁴ Capital Cost Recovery across the OECD, 2022. <https://taxfoundation.org/capital-allowances-cost-recovery-2023/>

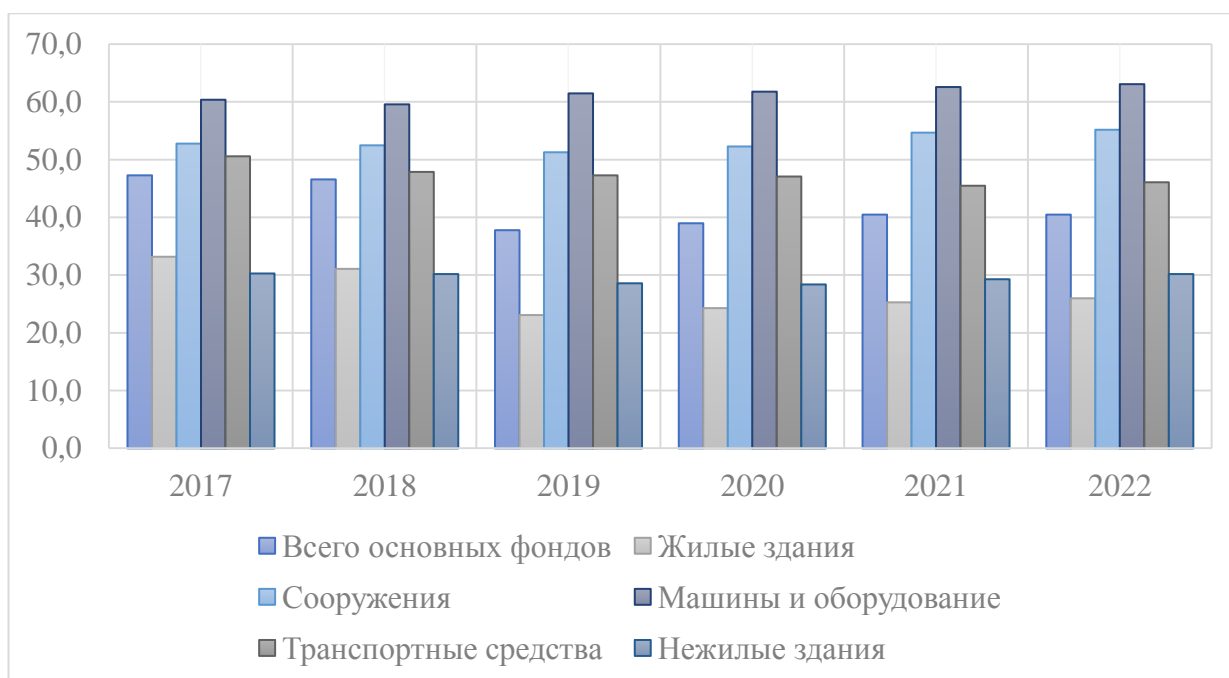


Рисунок 28. Динамика и структура износа основных фондов российской экономики
за период 2017-2022 гг.¹⁸⁵

Интересно отметить, что общий износ основных фондов имеет тенденцию к снижению: с 47,3% в 2017 году до 40,5% в 2022 году (см. рис. 28). Это говорит о том, что в России проводятся меры по поддержке своих активов и замене старых активов на новые, более эффективные. Однако при рассмотрении более длинного временного горизонта видно, что за последние 18 лет степень износа сократилась лишь на 3 п.п., по сути, сохранив проблему своевременного обновления производственных мощностей. С другой стороны, явно прослеживается неравномерность в составе основных средств по степени их износа в динамике последних лет.

Износ жилых зданий снизился с 33,2% в 2017 году до 25,3% в 2022 году. Это может означать, что все больше ресурсов направляется на улучшение жилищных условий либо через государственные инициативы и инвестиции частного сектора.

¹⁸⁵ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

С другой стороны, износ конструкций, к которым относятся такие объекты, как мосты и туннели, а также другие сооружения увеличился с 52,8% в 2017 году до 54,7% в 2022 году. Это может означать, что эти структуры стареют быстрее, чем их можно обслуживать или заменять. Это потенциальный тревожный сигнал для экономики, поскольку он может привести к неэффективности или даже сбоям в работе, если не принять оперативные меры.

Данные показывают, что машины и оборудование со временем все больше изнашиваются, амортизация увеличилась с 60,4% в 2017 году до 62,6% в 2022 году. Это может быть связано с высокими затратами на замену этих активов или отсутствием доступа к новым, более эффективным технологиям. Эта тенденция может создать проблемы для отраслей, которые в значительной степени зависят от этих активов. Особенно остро данная проблема ощущается в условиях нарастания внешнеэкономической изоляции и обрыва торговых связей с ключевыми поставщиками технологического оборудования и машин для российской экономики.

Износ транспортных средств, с другой стороны, кажется, немного снижается – с 50,6% в 2017 году до 45,5% в 2022 году. Это может быть связано с усовершенствованием технологий транспортных средств, улучшением технического обслуживания или просто более частой заменой старых автомобилей.

Износ нежилых зданий со временем улучшается: он снизился с 30,3% в 2017 году до 29,3% в 2022 году. Это может быть связано с увеличением инвестиций в коммерческую недвижимость или улучшением практики технического обслуживания.

При рассмотрении данных по секторам становится ясно, что каждый сектор имеет свой собственный уникальный набор проблем и возможностей. Некоторым секторам, возможно, необходимо активизировать работу по обслуживанию или замене своих активов, в то время как другие, похоже, пожинают плоды недавних инвестиций или улучшений.

Российская экономика демонстрирует смешанные тенденции, когда речь заходит об износе основных фондов. Есть некоторые обнадеживающие признаки, но есть и области, требующие внимания. Понимание этих тенденций и их основных причин имеет решающее значение для принятия обоснованных решений.

Ключевыми объектами основных средств для отраслей отечественной экономики являются машины, оборудование, транспортные средства и объекты инфраструктуры в условиях отраслевой структуры, региональной специфики, размеров и географического разнообразия российских территорий. Подобные особенности требуют более качественного и своевременного производственно-технического обновления, чего не происходит в условиях существующей инвестиционной системы России.



Рисунок 29. Результаты опроса российских предпринимателей по оценке целей инвестирования в основной капитал, %¹⁸⁶

¹⁸⁶ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

Проектное финансирование как модель организации механизма производственного, инфраструктурного и технологического обновления экономических субъектов более адаптировано под актуальные запросы промышленных единиц. Если взглянуть на данные опроса предприятий России по оценке целей инвестиций в основной капитал, выделяется несколько тенденций, которые можно интерпретировать для понимания состояния и направления развития этих компаний. Данные охватывают три года, с 2020 по 2022 (см. рис. 29). Выделим наиболее ключевые аспекты результатов опроса.

В первую очередь важно отметить возрастающее значение ключевых целей реальных инвестиций для российского бизнеса в последние годы.

Замена изношенных машин и оборудования. В течение трехлетнего периода эта задача неизменно остается самой приоритетной, причем каждый год наблюдается небольшой рост (от 67% до 71%). Это говорит о том, что российские предприятия постоянно сталкиваются со стареющей инфраструктурой и считают необходимым регулярно заменять или модернизировать свои машины и оборудование. Это указывает на то, что основное внимание уделяется поддержанию операционной эффективности и производительности.

Автоматизация или механизация существующего производства. Наблюдается постепенный рост с 51% до 55% в течение трех лет. Российские предприятия характеризуются постоянным стремлением к модернизации и повышению эффективности, указывая на то, что все больше стремятся к автоматизации, в целях сохранения конкурентоспособности.

Экономия энергоресурсов. В этой категории наблюдается незначительный ежегодный рост (с 38% до 40%), что указывает на медленно растущую осведомленность и внимание к энергоэффективности и потенциальному снижению операционных затрат.

Увеличение производственных мощностей при том же ассортименте продукции. Здесь мы видим небольшой рост с 35% до 38%. Определенная часть компаний стремится увеличить объем производства без диверсификации

ассортимента продукции, сосредоточившись на масштабировании текущей деятельности.

Сокращение производственных затрат. Процент предприятий, нацеленных на снижение производственных затрат, вырос лишь незначительно – с 37% до 38%. Похоже, что это не самый высокий приоритет, возможно, из-за того, что другие возможности роста являются более прибыльными.

Внедрение новых производственных технологий. С небольшим увеличением с 33% до 35%, предприятия демонстрируют небольшую тенденцию к внедрению новых производственных технологий, сигнализируя о заинтересованности в инновациях и модернизации.

Другое и нет ответа. В этих двух категориях наблюдается небольшое снижение за последние годы, возможно, из-за того, что респонденты стали более решительными в выборе своих целей.

В целом, похоже, что основное внимание российских предприятий в плане инвестиций в основной капитал сосредоточено на поддержании и повышении операционной эффективности, что видно по акценту на замене изношенного оборудования и автоматизации. Есть также признаки умеренного поведения, ориентированного на рост, например, на увеличение производственных мощностей. Экологические проблемы, хотя и присутствуют, но, похоже, не становятся все более приоритетными.

С точки зрения производственно-оперативной эффективности, российскому бизнесу было бы полезно рассмотреть более сбалансированный подход к своим инвестиционным целям. Например, учитывая глобальную тенденцию к устойчивому развитию и «зеленой» деловой практике, повышение внимания к энергосбережению и защите окружающей среды может оказаться полезным. Кроме того, учитывая динамичный характер рынков, постоянный поиск возможностей для диверсификации и расширения ассортимента продукции может помочь обеспечить долговечность и устойчивость. При этом также следует понимать, что несмотря на глобальные «зеленые» тенденции российские предприятия не могут решить главную проблему своей производственной

деятельности, а именно своевременное фондообновление и автоматизация. Совершенно очевидно, что российским предприятиям требуется финансовый механизм, способный обеспечивать непрерывный и оперативный процесс производственно-промышленного обновления, чего нельзя достичь в существующей парадигме механизма осуществления реальных инвестиций.

Результаты исследования, посвященного оценке целей инвестиций в основной капитал среди российских предприятий, играют ключевую роль в формировании аргументации в пользу проектного финансирования в России.

Замена изношенного оборудования и автоматизация производства. Двумя основными причинами инвестиций в основные средства являются замена изношенного оборудования и автоматизация существующего производства. Проектное финансирование может способствовать достижению этих целей, поскольку оно позволяет осуществлять значительные капитальные вложения без чрезмерной нагрузки на баланс компании. Благодаря ограничению проектных рисков предприятия могут более уверенно приступать к реализации дорогостоящих проектов по автоматизации и модернизации оборудования.

Внедрение новых производственных технологий и экономия энергоресурсов. Эти цели требуют значительных первоначальных инвестиций, а отдача, хотя и существенная, может занять некоторое время. Структура проектного финансирования такова, что погашение кредита начинается после того, как проект вводится в эксплуатацию и начинает приносить доход. Таким образом, оно особенно хорошо подходит для финансирования таких долгосрочных и высокодоходных инвестиций.

Увеличение производственных мощностей и создание новых рабочих мест. Масштабное проектное финансирование в России может помочь предприятиям увеличить свои производственные мощности, не перегружая их финансами. Кроме того, масштабные проекты, обычно связанные с проектным финансированием, часто приводят к созданию новых рабочих мест, что напрямую отвечает одной из заявленных целей инвестиций.

Защита окружающей среды. Во всем мире проектное финансирование играет важную роль в финансировании проектов «зеленой» энергетики и других инициатив, направленных на защиту окружающей среды. Специально разработанная модель проектного финансирования может помочь повысить относительно низкий уровень внимания, уделяемого охране окружающей среды, что видно из результатов опроса.

Хорошо продуманная модель проектного финансирования может дать необходимый импульс российскому бизнесу в реализации его целей в области инвестиций в основной капитал.



Рисунок 30. Результаты опроса российских предпринимателей по оценке факторов, влияющих на инвестиционную деятельность, %¹⁸⁷

Предлагая более тонкий и гибкий подход к финансированию проектов с высокой капитализацией, она может эффективно решить текущие инвестиционные проблемы, с которыми сталкиваются эти предприятия. Это не

¹⁸⁷ Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

только соответствует целям повышения операционной эффективности и планам расширения, но и способно направить предприятия в русло устойчивой и экологичной деловой практики. Оценивая данные опроса российских компаний, мы можем изучить ключевые факторы, влияющие на их инвестиционную деятельность в период с 2020 по 2022 год.

- Стабильность экономической ситуации в стране.
- Инфляционная политика в стране.
- Инвестиционные риски.
- Внешнеэкономическая ситуация (на мировых рынках).
- Доступ на зарубежные рынки.

Исходя из данных опроса, наиболее влиятельным фактором, влияющим на инвестиционные решения российских компаний, является стабильность экономической ситуации в стране (см. рис.30). Это подтверждает тот факт, что макроэкономическая стабильность является основополагающим условием для создания благоприятного инвестиционного климата. Предприятия склонны инвестировать больше, когда они воспринимают меньше неопределенностей в экономической ситуации.

Второй важнейший определяющий фактор – инфляционная политика в стране – также с годами приобретает все большее значение. Инфляция влияет на стоимость капитала, реальную доходность инвестиций и экономическую стабильность, поэтому она оказывает заметное влияние на инвестиционную активность.

Третий наиболее влиятельный фактор – инвестиционные риски – получает все большее признание. По мере того, как компании расширяют свою деятельность или осваивают новые инвестиции, спектр рисков расширяется. Это означает, что российские компании становятся более осведомленными о потенциальных опасностях и, предположительно, интегрируют управление рисками в процесс принятия решений.

Интересно, что внешнеэкономическая ситуация (на мировых рынках) значительно поднялась в рейтинге за исследуемый период. Такой резкий рост

свидетельствует о растущей взаимозависимости российской экономики с мировыми рынками. Это говорит о том, что российские компании становятся более уязвимыми к колебаниям глобального экономического климата, что подразумевает необходимость всестороннего понимания глобальных рынков для эффективного управления своими инвестиционными решениями.

Наконец, значительно увеличился фактор доступа к зарубежным рынкам. Этот рост свидетельствует о стратегических изменениях в российском бизнесе, который стал более ориентированным на внешний рынок. Похоже, что эти компании все больше стремятся выйти на зарубежные рынки, что может свидетельствовать о тенденции роста амбиций по международной экспансии.

В целом, данные опроса дают представление о том, что российские компании сталкиваются со сложной матрицей влияний при принятии инвестиционных решений. В то время как внутренняя стабильность и привычные проблемы, такие как инфляция и инвестиционный риск, продолжают оставаться на первом месте, рост влияния глобальных рынков знаменует собой заметный сдвиг в деловой среде. Это означает, что в будущем российским компаниям необходимо будет найти баланс между управлением внутренними экономическими факторами и успешной навигацией по глобальному экономическому ландшафту, чтобы преуспеть в своих инвестиционных начинаниях.

Проектное финансирование – механизм финансирования, при котором погашение долга обеспечивается денежными потоками проекта, а не балансами спонсоров проекта, – продемонстрировало значительный потенциал в ускорении развития бизнеса во всем мире. Учитывая полученные в ходе опроса данные об инвестиционном климате в России, внедрение адаптированной модели проектного финансирования, учитывающей российские реалии, может иметь решающее значение.

Макроэкономическая стабильность и инфляция. Наиболее влияющими факторами на инвестиционную деятельность российских компаний, согласно опросу, являются стабильность экономической ситуации в стране и инфляционная

политика. Это отражает тот факт, что российские компании часто подвержены экономическим колебаниям на широком рынке. Внедрение модели проектного финансирования может снять некоторые из этих опасений. В частности, структуры проектного финансирования обычно включают в себя подробные механизмы идентификации, распределения и снижения рисков, которые могут обеспечить большую стабильность инвестиций даже в условиях инфляции или более широкого экономического давления.

Инвестиционные риски. Опрос показывает растущую озабоченность инвестиционными рисками. Проектное финансирование, по своей природе, изолирует риски для активов проекта, тем самым защищая общее финансовое здоровье компаний-инвесторов. Подход к управлению рисками в рамках конкретного проекта может помочь компаниям более эффективно управлять своими рисками.

Внеэкономическая ситуация и доступ к внешним рынкам. Данные свидетельствуют о растущей зависимости от внешней экономической ситуации и важности доступа к зарубежным рынкам. Модель проектного финансирования по своей сути является гибкой и хорошо приспособленной к трансграничным сделкам, что делает ее идеальным инструментом для компаний, стремящихся выйти на международный рынок. Кроме того, она может сделать российские проекты более привлекательными для иностранных кредиторов и инвесторов, которые зачастую лучше воспринимают механизмы распределения рисков, обычно используемые в проектном финансировании.

Экономическая эффективность. Проектное финансирование может обеспечить более экономически эффективные решения для крупномасштабных проектов. Благодаря этому механизму компании могут использовать более высокий уровень долга, который обычно дешевле, чем финансирование за счет собственных средств. Это может помочь решить выраженную в опросе

потребность в контроле затрат и обеспечении рентабельности инвестиций в основные средства.¹⁸⁸

Нормативно-правовая база. Внедрение проектного финансирования потребует сопутствующей доработки нормативно-правовой базы, что потенциально повысит прозрачность и надежность инвестиционной среды. Это может способствовать снижению воспринимаемых инвестиционных рисков и увеличению общего объема инвестиций в экономику.

Следует отметить, что расширение масштабов проектного финансирования в России может значительно улучшить инвестиционный механизм и повысить эффективность предприятий. Решив основные проблемы экономической стабильности, инфляции и инвестиционных рисков, а также обеспечив более плавное международное расширение, оно могло бы создать прочную основу для устойчивого экономического роста. Однако, чтобы сделать это реальностью, необходимо создать надежную правовую и институциональную инфраструктуру, способную поддерживать сделки проектного финансирования, включая четкие законы об обеспечительных интересах, эффективные механизмы разрешения споров и надежное исполнение контрактов.

¹⁸⁸ Суэтин Александр. Проектное финансирование // Современные технологии управления. ISSN 2226-9339. — №12 (24). Номер статьи: 2414. Дата публикации: 08.12.2012. Режим доступа: <https://sovman.ru/article/2414/>

ГЛАВА 3. ОБОСНОВАНИЕ ЗНАЧИМОСТИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В СТИМУЛИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ РОССИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

3.1 Специфика и особенности российского рынка проектного финансирования: структурно-отраслевые и организационно-финансовые аспекты

В последние годы проектное финансирование вышло за рамки традиционных секторов, таких как производство электроэнергии и крупная энергетика, охватив такие области, как цифровая инфраструктура. Несмотря на макроэкономические факторы, такие как повышение процентных ставок, инфляция и риск рецессии, ожидается, что в 2023 году кредитный профиль мирового сектора проектного финансирования останется стабильным. Рост в первую очередь обусловлен ускорением перехода к энергетике и ростом активов цифровой инфраструктуры¹⁸⁹.

Ландшафт российских компаний на мировом рынке проектного финансирования является сложным, в нем доминирует модель государственного капитализма, когда государство владеет значительной долей собственности в предприятиях, особенно в отдельных отраслях. Государству принадлежит примерно две трети рыночной капитализации российского фондового рынка, причем значительная доля собственности сосредоточена в четырех отраслях: энергетике (нефть, газ и электроэнергия), банках, оборонной промышленности и транспорте¹⁹⁰. В большинстве других отраслей, включая производство

¹⁸⁹ Gong B., Leung V., Nagpal J., Beicke K. 2023 Global Project Finance Outlook: Building Momentum Despite Macroeconomic Risks. <https://www.dbrsmorningstar.com/research/408841/2023-global-project-finance-outlook-building-momentum-despite-macroeconomic-risks>

¹⁹⁰ Тавбулатова, З. К. Специфика и особенности российского рынка проектного финансирования: структурно-отраслевые и организационно-финансовые аспекты / З. К. Тавбулатова, У. С. - Э. Хаханаев // Ученые записки Международного банковского института. – 2023. – № 2(44). – С. 117-132.

потребительских товаров, необоронную промышленность, сельское хозяйство, страхование и услуги, доля государственной собственности незначительна¹⁹¹.

Российские государственные корпорации, действующие в рамках государственного капитализма, имеют определенные преимущества, такие как доступ к дешевым кредитам от контролируемых государством финансовых учреждений и неявная государственная гарантия их долгов и другой деятельности. Они также функционируют как механизм политического контроля и извлечения ренты в системе вертикали власти. Однако эти преимущества сопряжены с определенными трудностями, и на деятельность этих государственных корпораций, особенно на рынке проектного финансирования, сильно влияют различные факторы, как внутренние, так и глобальные.

Оценка стоимости этих государственных корпораций относительно низка: среднее соотношение цены и прибыли значительно ниже, чем у индекса Standard and Poors.

Несмотря на такую низкую оценку, российские государственные корпорации способны добиваться успеха и процветания, поскольку они не подвержены конкурентному давлению на своем внутреннем рынке. Оборонный и транспортный секторы являются, по сути, монополиями, а государственные банки могут превосходить более эффективные частные банки благодаря доступу к дешевым кредитам и фактической государственной гарантии.

Важно выделить случай Газпрома, одной из ключевых государственных корпораций. В контексте глобального проектного финансирования российские государственные корпорации, прежде всего в энергетическом секторе, играют значительную роль. Например, «Газпром», российская транснациональная энергетическая корпорация с преобладающим государственным участием, принимала существенное участие в крупномасштабных проектах, как в России, так и в мире. Однако на результаты деятельности Газпрома и его роль на рынке проектного финансирования существенно повлияли различные факторы.

¹⁹¹ Dresen J. The Role of State Corporations in the Russian Economy. Kennan Institute. <https://www.wilsoncenter.org/publication/the-role-state-corporations-the-russian-economy>

Газпром, который подвержен конкурентному ценообразованию при экспорте в Европейский Союз, ослаблен рядом факторов, включая появление добычи сланцевого газа в США, что привело к увеличению мировых мощностей по производству сжиженного природного газа (СПГ) и, соответственно, к снижению спроса на трубопроводный газ Газпрома. Газпром также находится под давлением европейского антимонопольного иска в связи с дифференцированными схемами ценообразования компании.

Несмотря на эти проблемы, российские государственные корпорации, такие как «Газпром», продолжают играть значительную роль на мировом рынке проектного финансирования, хотя и с разной степенью успеха. Будущее этих корпораций и, соответственно, место российских компаний на мировом рынке проектного финансирования, вероятно, будет зависеть от совокупности факторов, включая мировые тенденции в области энергетики, геополитическую динамику, а также внутренние экономические и политические стратегии.

По данным IJGlobal Россия входит в рынок проектного и инфраструктурного финансирования с 2001 года, когда была заключена и реализована первая сделка «Балтийская трубопроводная система» на сумму 450 млн. долл. США, где доля собственного капитала составляла 67 % от спонсоров, среди которых были Транснефть, Роснефть, Лукойл, TotalEnergies, BG Group и др. Кредиторами сделки на сумму 150 млн. долл. США выступили 5 международных банков, включая Райффайзенбанк. Проект направлен на прокладку нефтяной трубы в отрасли нефти и газа. С этого проекта в течение более 20 лет Россия выступает одним из ключевых игроков Европейского рынка проектного финансирования в мировой индустрии.

Объем сделок проектного финансирования в России значительно колебался на протяжении многих лет (см. рис. 31). Он начался с 450 миллионов долларов США в 2001 году и достиг пика в 44 358 миллионов долларов США в 2015 году. После 2015 года объем снизился, а затем снова вырос, достигнув 28 725 миллионов долларов США в 2021 году. Однако в 2022 году произошло значительное падение до 871 миллиона долларов США.

Количество сделок также менялось в течение нескольких лет. Оно началось с 1 в 2001 году и достигло пика в 18 в 2019 году. В 2022 году количество сделок снизилось до 2.



Рисунок 31. Динамика показателей объема и количества сделок на российском рынке проектного финансирования за период с 2001 по 2022 гг.¹⁹²

Доля России на мировом рынке также колебалась на протяжении многих лет. Она началась с неопределенного процента в 2001 году и достигла пика в 13,0% в 2015 году. После 2015 года доля снизилась, а затем снова выросла, достигнув 5,4% в 2021 году. Однако в 2022 году произошло значительное снижение до 0,1%.

Данные показывают, что существует корреляция между объемом сделок, количеством сделок и долей России на мировом рынке. При увеличении объема и количества сделок доля России на мировом рынке также увеличивается, и наоборот.

На основании проведенных расчетов:

— Средний объем сделок в год составляет примерно 11 351 млн долларов США.

¹⁹² IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

— Среднее количество сделок в год составляет примерно 7,8.

— Средняя доля на мировом рынке в год составляет 4,2%.

Темпы роста по годам, следующие:

— Объем сделок значительно колебался, темпы роста варьировались от снижения примерно на 113% до увеличения на 2 684%.

— Количество сделок также изменялось, темпы роста варьировались от снижения на 80% до увеличения на 900%.

— Доля России на мировом рынке также колебалась, темпы роста варьировались от снижения на 98,1% до увеличения на 1 400%.

Эти колебания в темпах роста подчеркивают изменчивость данных о проектном финансировании в России на протяжении многих лет.

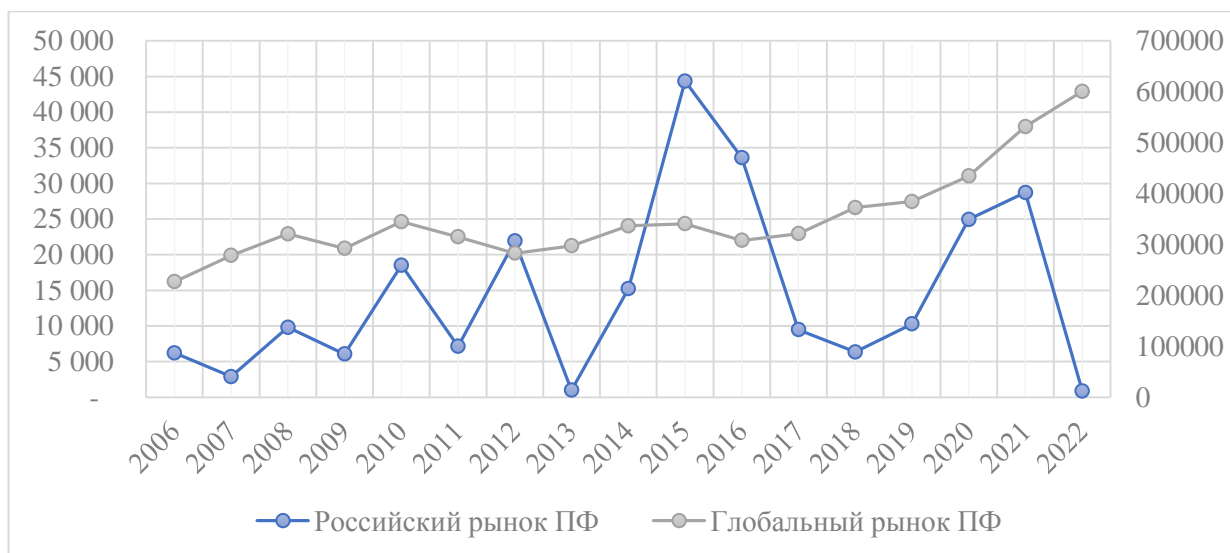


Рисунок 32. Динамика российского и глобального рынка сделок проектного финансирования за период 2006-2022 гг.¹⁹³

В отличие от мировых тенденций на рынке проектного финансирования, российский сегмент характеризуется более высокой волатильностью и отсутствием линейности динамики. Достаточно высок разброс между пиковыми объемами финансирования и наименьшими размерами исполненных сделок в российских компаниях в сравнении с мировым рынком.

¹⁹³ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

Ярким негативным аспектом полученных данных выступает возврат объема исполненных сделок проектного финансирования в России за 2022 год к значениям 2013 года, что является следствием внешнеполитической и экономической напряженности после февраля 2022 года. Количество заключенных и исполненных сделок сократилось до 2 проектов, а объем финансирования составил 871 млн. долл. США (см. рис.32).

За рассматриваемый период российские компании исполнили 172 сделки проектного финансирования суммарно на 291 млрд. долл. США. При этом следует отметить, что 3 сделки были отменены на общую сумму 57,8 млрд. долл. США:

- в 2012 году – «Штокмановский завод по производству СПГ, фаза I» на сумму 16 млрд. долл. США;
- в 2014 году – «Московская центральная кольцевая автомобильная дорога (ЦКАД) Участок V (76 км) ГЧП» на сумму 715 млн. долл. США;
- в 2015 году – «Газопровод «Южный поток»» на сумму 41,1 млрд. долл. США.

Российский рынок проектного финансирования, как было отмечено выше характеризуется высокой степенью государственного капитализма в своей модели, что отразилось и на участии государства в реализации проектов в части государственно-частного партнерства. В 43 сделках проектного финансирования реализовалась модель ГЧП, что составило суммарно 45,6 млрд. долл. США. То есть пятая часть всех реализованных проектов включала в себя участие государственного капитала.

Более половины всех проектов были реализованы за счет заемного капитала, 2 проекта были реализованы в пропорции 50/50 внешнего долга и собственных средств и 2 проекта с превышением собственного капитала над займами.

Среди кредиторов сделок проектного финансирования активное участие принимают российские банки на протяжении всего периода (см. табл.7).

Лидером среди отечественных кредиторов в сделках российского проектного финансирования выступает Газпромбанк, который принял участие в финансировании 44 проектов, сумма сделок которых составила более 102 млрд. долл. США.

Таблица 7. Российские банки-кредиторы в сделках проектного финансирования в России¹⁹⁴

Банк	Количество сделок	Сумма сделок, млрд. долл. США	Сделки с единоличным участием
Газпромбанк	44	102,8	21
Сбербанк	26	91,5	4
Внешэкономбанк	13	49,5	4
Группа ВТБ	12	32,4	4
Банк ФК Открытие	2	22,4	0
ЮниКредит	5	1,5	0
Райффайзенбанк	4	0,86	0
Альфа-Банк	1	0,2	0

Вторую позицию занимает Сбербанк и третье место у Внешэкономбанка. При этом существенное значение имеет тот факт, что Газпромбанк является единоличным кредитором в 21 проекте российского сегмента рынка, что делает этот банк ключевым игроком среди субъектов проектного финансирования России. Вторым важным аспектом кредитования российских сделок проектного финансирования выступает совместное участие отечественных банков в одном проекте в виде синдицированного кредитования.

В начале 2000-х годов ключевыми кредиторами российских проектов выступали иностранные и международные банки, которые образуя синдикаты, осуществляли кредитование. Однако постепенно российские банки начали включаться в данный процесс и уже с середины 2010-х годов они активно вошли

¹⁹⁴ Расчеты автора по данным JGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

в этот рынок и стали его неотъемлемым элементом. Подобная тенденция позволяет говорить об укреплении позиций отечественных банковских групп на рынке проектного финансирования в последние годы и формировании значительного опыта кредитования подобных сделок. В условиях внешнеэкономической изоляции и санкционного давления данный опыт позволит выстроить новую адаптированную модель проектного финансирования в России в целях расширения масштабов и укрепления сделок финансирования инфраструктурных проектов через механизм синдицированного внутреннего кредитования.

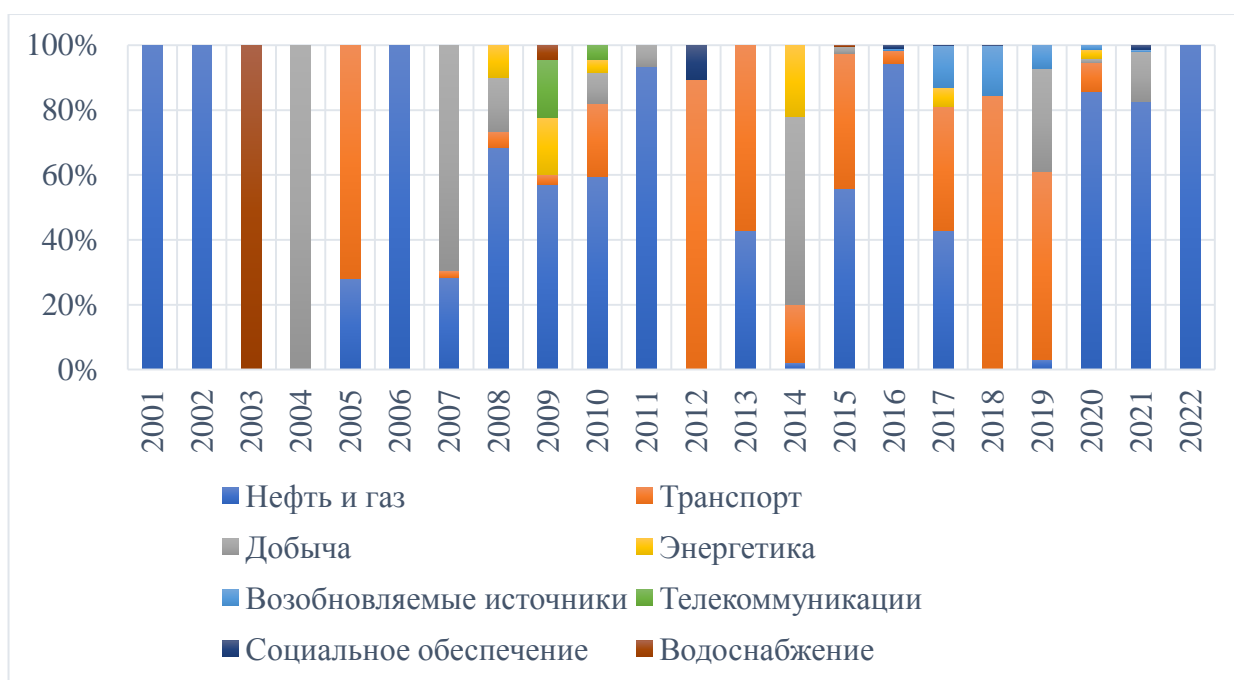


Рисунок 33. Отраслевая структура проектного финансирования в России по годам¹⁹⁵

Общий объем проектного финансирования по каждой отрасли России выглядит следующим образом:

- Нефть и газ: \$143,909 млн.
- Транспорт: \$67 890 млн.
- Горнодобывающая промышленность: \$24 519 млн.

¹⁹⁵ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

- Энергетика: \$8,064 млн.
- Возобновляемые источники энергии: \$6 678 млн.
- Телекоммуникации: \$1,911 млн.
- Социальное обеспечение: \$1,561 млн.
- Водоснабжение: \$274 млн.

При анализе данных становится ясно, что основной объем проектного финансирования в России распределяется по нескольким ключевым отраслям: нефть и газ, транспорт, горнодобывающая промышленность, энергетика, а в последнее время – возобновляемые источники энергии и телекоммуникации.

Нефть и газ. Эта отрасль получала значительные объемы проектного финансирования на протяжении многих лет, причем особенно значительный рост наблюдался в 2006, 2008, 2010, 2015, 2016 и 2020-2021 годах. Пик инвестиций пришелся на 2016 год – 31 358 миллионов долларов. Однако инвестиции были спорадическими, и в отрасли были годы почти без финансирования, например, 2013, 2014 и 2019 годы.

Транспорт. Финансирование в этом секторе было значительным в 2010, 2015 и, особенно, в 2018 году, когда отрасль получила максимальные инвестиции в размере 22 258 миллионов долларов. На протяжении многих лет наблюдался постепенный рост финансирования с заметными спадами в 2007 и 2016 годах.

Горнодобывающая промышленность. Финансирование горнодобывающего сектора подвергалось значительным колебаниям: в 2007, 2008, 2010 и 2014 годах финансирование было значительным. Однако в 2015 году произошло резкое сокращение финансирования: объем финансирования упал до 1 000 миллионов долларов. В 2019 году в секторе наблюдалось оживление, однако общая тенденция свидетельствует о сокращении инвестиций.

Энергетика. В 2014 году в этом секторе наблюдался всплеск проектного финансирования, а затем значительное сокращение в последующие годы. Тем не менее, в последнее время наблюдается тенденция к росту инвестиций, начиная с 2020 года.

Возобновляемые источники энергии. Финансирование в этом секторе началось только в 2009 году, что говорит о более новой области инвестиционного интереса. В 2017 году этот сектор получил наибольший объем инвестиций – 1 234 млн. долларов. Однако общая тенденция финансирования представляется относительно стабильной, хотя и более низкой по сравнению с традиционными отраслями, такими как нефть и газ.

Телекоммуникации. В этом секторе финансирование было очень нерегулярным, и только три года были отмечены значительными инвестициями: 2009, 2016 и 2018 годы. Отсутствие постоянного финансирования свидетельствует об относительно меньшем внимании к этой отрасли и о завершении крупномасштабных проектов в эти годы.

Социальное обеспечение и водоснабжение. В этих отраслях финансирование было минимальным и непоследовательным на протяжении многих лет, что указывает на то, что они не являются основным объектом финансирования проектов.

Следует отметить, что, хотя традиционные отрасли, такие как нефтегазовая, транспортная и горнодобывающая, продолжают получать значительное финансирование проектов, растет интерес к новым отраслям, таким как возобновляемые источники энергии, что связано с приверженностью России к устойчивым и возобновляемым источникам энергии. Однако таким секторам, как социальное обеспечение и водоснабжение, уделяется меньше внимания. Наконец, значительные колебания в распределении финансирования по годам для большинства секторов свидетельствуют о динамичной среде, отражающей изменение государственных приоритетов, циклов завершения проектов и экономических условий с течением времени. Российская отраслевая структура рынка проектного финансирования отличается от глобальной специфики по своему распределению, хотя расхождения и не такие существенные. Если для мирового рынка характерно относительно равномерное распределение объемов сделок между тремя ключевыми отраслями, такими как транспорт, возобновляемые источники энергии и нефть и газ в среднем по 20-25%, то

отечественный рынок больше половины сконцентрирован в нефтегазовом секторе (56%). Транспорт занимает 27% всех реализованных проектов и 10% – это добывающая промышленность (см.рис.33).

Возобновляемая энергетика занимает лишь 3% рынка проектного финансирования в России, в то время как на мировой рынке эта отрасль находится на второй позиции.



Рисунок 33. Отраслевая структура суммарного проектного финансирования в России за весь рассматриваемый период¹⁹⁶

С другой стороны, совершенно очевидно, что приоритет отдан нефти и газу, поскольку существенную часть валовой добавленной стоимости российской экономики формирует именно топливно-энергетический комплекс.

Проектное финансирование в отрасли нефти и газа включает в себя несколько ключевых подсекторов, среди которых выделяются нефтехимия, прокладка труб, сжиженный природный газ, нефте-газо разведка и добыча, а также транспортировка сырья и нефтепродуктов. Именно эти направления являются наиболее востребованными проектами для финансирования.

¹⁹⁶ IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

Сделки проектного финансирования во всех этих секторах свидетельствуют о наличии в России комплексной и интегрированной нефтегазовой отрасли. Это говорит о том, что компании инвестируют во все этапы цепочки создания стоимости нефти и газа – от разведки и добычи до транспортировки, переработки и сбыта.



Рисунок 34 Подсекторальная структура отрасли нефти и газа в проектом финансировании России¹⁹⁷

В процессе исследования специфики проектного финансирования в России были выявлены подсекторальные направления в рамках отраслей, которые выступали объектами сделок и представляют собой различные цепочки создания стоимости в отрасли (см. рис. 34).

С точки зрения структуры отрасли это может свидетельствовать о нескольких вещах:

— Диверсификация. Инвестиции по всей цепочке создания стоимости свидетельствуют о том, что отрасль не слишком зависит от одного конкретного сектора. Такая диверсификация может помочь снизить риски, связанные с колебаниями мировых цен на нефть и газ.

¹⁹⁷ Составлено автором

— Вертикальная интеграция. Если одни и те же компании инвестируют в несколько этапов цепочки создания стоимости, это может свидетельствовать об уровне вертикальной интеграции, что может привести к повышению эффективности и контролю над производственным процессом.

— Потенциал роста. Наличие инвестиций в сектор разведки и добычи говорит о том, что ведется разведка новых запасов нефти и газа, что может привести к будущему росту отрасли.

Также немаловажное значение играет развитие инфраструктуры отечественной экономики, которое достигается через финансирование транспортной отрасли в виде следующих подсекторов (см. рис. 34).

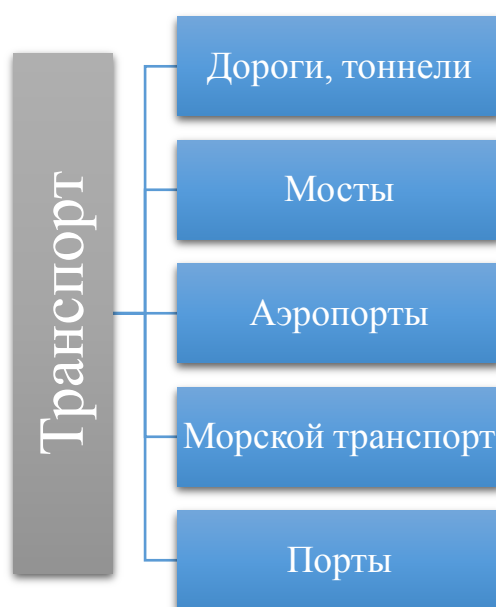


Рисунок 35. Подсекторальная структура отрасли транспорта в проектном финансировании России¹⁹⁸

Транспортная отрасль — это важнейший сектор, который способствует развитию торговли и связывает людей, города и страны. С точки зрения сделок проектного финансирования в транспортной отрасли, инвестиции в эти сферы могут свидетельствовать о нескольких вещах:

— Экономическое развитие. Инвестиции в транспортную инфраструктуру часто коррелируют с экономическим развитием. Улучшенная

¹⁹⁸ Составлено автором

транспортная инфраструктура облегчает торговлю, улучшает доступ к рынкам и стимулирует экономический рост.

— Урбанизация и рост населения. Инвестиции в дороги, туннели, мосты и аэропорты обусловлены урбанизацией и ростом населения, поскольку эти факторы повышают спрос на эффективный транспорт.

— Торговля и глобализация. На инвестиции в порты и морской транспорт влияют тенденции международной торговли и глобализации. Поскольку страны становятся более взаимосвязанными, растет спрос на эффективный и надежный морской транспорт.



Рисунок 36. Подсекторальная структура отрасли добычи в проектном финансировании России¹⁹⁹

Инвестиции в добывающую промышленность, включающую такие отрасли, как добыча цветных и драгоценных металлов, минералов и угля, имеют большое экономическое значение, внося свой вклад в ВВП и создавая новые рабочие места. Эти инвестиции обеспечивают сырьем различные отрасли промышленности, включая технологическую и строительную, и играют важную роль в обеспечении национальной энергетической безопасности.

¹⁹⁹ Составлено автором

Следует отметить, что сложное взаимодействие экономических, экологических, социальных и стратегических аспектов при инвестировании в добывающие отрасли требует взвешенного подхода, позволяющего сбалансировать экономические выгоды с бережным отношением к окружающей среде и соответствием глобальным нормам.

Инвестиции в цветные металлы свидетельствуют о стратегическом финансировании, направленном на стимулирование промышленной экспансии, технологического прогресса и развития инфраструктуры. Это также является следствием реакции на прогнозируемый рост спроса в таких отраслях, как автомобилестроение, электроника и возобновляемые источники энергии.

Проектное финансирование в сфере драгоценных металлов определяет стратегию хеджирования от макроэкономических переменных, таких как инфляция, колебания валютных курсов и экономическая нестабильность. Инвестиции в данный подсектор свидетельствуют о защитной инвестиционной позиции, предполагающей использование драгоценных металлов в качестве «безопасных» активов.

Финансирование минерального сектора – это многогранный инвестиционный подход, ориентированный на такие отрасли, как строительство, сельское хозяйство, фармацевтика и обрабатывающая промышленность. Оно отражает экономическую политику, ориентированную на оптимизацию использования внутренних ресурсов и снижение импортозависимости.

Финансирование проектов в угольной отрасли говорит о приверженности традиционным отраслям энергетики и тяжелой промышленности. Однако при этом необходимо учитывать и вопросы экологической устойчивости, поскольку потребление угля способствует выбросам парниковых газов. Инвестиции в эту подотрасль могут представлять собой экономический компромисс между сиюминутными потребностями в энергии и долгосрочными экологическими соображениями.

Структура инвестиций в добывающем секторе отражает комплексный подход, включающий традиционные и современные потребности

промышленности. Структура проектного финансирования отражает стратегическую согласованность с ближайшими потребностями промышленности и энергетики, долгосрочными экономическими целями и соображениями управления рисками.

Глубокий анализ этой структуры должен также включать оценку преобладающих мировых тенденций, нормативно-правовой базы и парадигмы устойчивого развития. Совпадение или расхождение с этими глобальными факторами может дать дополнительное представление о философии инвестирования, потенциальных факторах риска и перспективных траекториях развития. Многоаспектный характер инвестиций в эти подотрасли подчеркивает сложность проектного финансирования в горнодобывающей промышленности, требующую глубокого понимания экономической политики, динамики рынка и глобальных экономических взаимосвязей.

3.2 Факторный анализ инвестиционной эффективности инструмента проектного финансирования

Проектное финансирование, механизм фондирования бизнеса, который опирается на будущие денежные потоки по проекту в качестве основного обеспечения, является значительным фактором развития инфраструктуры и промышленности во многих странах. В контексте России, где масштабные проекты в таких секторах, как энергетика, транспорт и строительство, играют решающую роль, понимание влияния проектного финансирования становится еще более важным.²⁰⁰

Исследовательский вопрос, лежащий в основе данной работы, является многогранным и сложным, требующим глубокого понимания как проектного финансирования, так и макроэкономических показателей. Проектное

²⁰⁰ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

финансирование, характеризующееся финансовыми структурами без права регресса или с ограниченным правом регресса, в которых для финансирования проекта используются проектный долг и акционерный капитал, сыграло важную роль в содействии крупномасштабному развитию инфраструктуры во всем мире. В России, с ее обширной географией и разнообразием промышленных отраслей, проектное финансирование потенциально может играть ключевую роль в стимулировании экономического роста и развития.

Однако влияние проектного финансирования на экономику в целом не однозначно и может зависеть от множества факторов, включая регуляторную среду, характер финансируемых проектов и общий экономический климат. Поэтому вопрос исследования может быть уточнен следующим образом: «Как проектное финансирование влияет на основные показатели российской экономики, такие как ВВП, уровень безработицы, уровень инфляции и другие, и какие факторы могут ослаблять это влияние?».

Этот вопрос требует всестороннего изучения взаимосвязи между проектным финансированием и российской экономикой. Это предполагает не только количественную оценку влияния проектного финансирования на экономические показатели, но и понимание глубинных механизмов, через которые это влияние реализуется. Результаты данного исследования могут оказать существенное влияние на формирование политики, инвестиционные решения и будущее направление развития проектного финансирования в России. Предоставляя более четкое представление о роли проектного финансирования в российской экономике, данное исследование призвано внести вклад в продолжающийся дискурс устойчивого экономического развития и финансовых инноваций.

В предыдущих исследованиях изучалась роль проектного финансирования в развитии инфраструктуры, экономическом росте и создании рабочих мест, среди прочих областей. Однако конкретное влияние проектного финансирования на ключевые макроэкономические показатели, такие как ВВП, уровень безработицы и инфляции, было изучено менее тщательно. Более того, специфический характер проектного финансирования означает, что выводы, сделанные в одной стране или

регионе, не всегда применимы к другой. Поэтому существует необходимость в исследованиях, которые бы конкретно изучали влияние проектного финансирования на российскую экономику.

При выборе между проектным и традиционным финансированием авторы Жоао М. Пинту и Паулу П. Алвеса приходят к выводу, что проектное финансирование может создавать ценность за счет решения агентских проблем, снижения асимметричных информационных затрат и улучшения управления рисками. Тем не менее, они также отмечают, что транзакции проектного финансирования могут быть сложными и трудоемкими для настройки, а также могут быть очень ограничительными после их создания²⁰¹. Следует отметить, что публичные спонсоры в проектном финансировании отличаются более масштабным охватом своей деятельности, низким аппетитом к риску и высокой гибкостью в управлении активами.

Проектное финансирование играет ключевую роль не только в развитии отдельных отраслей и объектов инфраструктуры, а прежде всего, приобретает особую значимость в моногородах, где существует повышенный риск при реализации инвестиционных проектов²⁰².

Финансирование традиционной крупной инфраструктуры в развивающихся странах все еще недостаточно, хотя механизмы обеспечения такого финансирования хорошо отлажены. Именно последний этап инфраструктурных потребностей – мелкомасштабная внутренняя инфраструктура, необходимая для местного экономического развития – чаще всего требует решения. Финансирование малой инфраструктуры представляет собой особые проблемы, которые потребуют новых механизмов финансирования. Малая фискальная автономия и недостаточные фискальные трансферты от центрального

²⁰¹ Alves, P., & Pinto, J. (2020). The Choice between Project Financing and Corporate Financing: Evidence from the Corporate Syndicated Loan Market. ERN: Other Microeconomics: Intertemporal Firm Choice & Growth. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2876524>.

²⁰² Переверзева В. В. Проектное финансирование как инструмент кредитования региональных проектов // Вестник Кемеровского государственного университета. Серия: Политические, социологические и экономические науки. 2018. № 2. С. 128–132. DOI:10.21603/2500-3372-2018-2-128-132

правительства оставили местным органам власти мало ресурсов для финансирования малой инфраструктуры²⁰³.

Основываясь на существующих теоретических и эмпирических данных о влиянии финансов и экономического развития, проектное финансирование обладает необходимыми характеристиками для стимулирования роста. Известно, что выгоды от иностранного капитала зависят от развития внутреннего финансового сектора. Страны, получающие приток иностранного капитала, должны понимать, что качество капитала имеет большее значение, чем его количество. В этом смысле не все капиталы равны.²⁰⁴ Поэтому странам с неразвитым финансовым сектором следует сосредоточиться на безопасном долгосрочном капитале, прежде чем поощрять более современные формы притока капитала. Проектное финансирование может приспособиться к менее благоприятным условиям в наименее развитых странах и даже заменить недостаток институционального и финансового развития. Результаты исследований показывают, что проектное финансирование способствует росту, в частности, в странах с низким уровнем дохода²⁰⁵.

Также доказана положительная корреляция между проектным финансированием и экономическим ростом в наименее развитых странах. Проанализировав 38 наименее развитых стран за период 1994-2007 гг. выявлено значительное положительное влияние проектного финансирования на экономический рост. Кроме того, помимо значимого влияния проектного финансирования, удалось выявить дополнительную группу переменных, которые помогают объяснить рост в НРС: более высокое качество регулирования, более низкое государственное потребление и более высокий уровень образования, по-видимому, имеют значение для экономического роста. Однако значимость этих

²⁰³ Bond, D., Platz, D., & Magnusson, M. (2012). Financing small-scale infrastructure investments in developing countries. <https://doi.org/10.18356/7c12a961-en>.

²⁰⁴ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

²⁰⁵ Kleimeier, S., Versteeg, R.J., 2009. Project Finance as a Driver of Economic Growth in Low-Income Countries. SSRN Electronic Journal.. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1340903>

переменных не столь устойчива, как результаты по проектному финансированию²⁰⁶.

Востребованность проектного финансирования в различных странах мира и регионах не имеет общих признаков и критериев. Это связано с различным запросом таких стран. Как отмечено выше, проектное финансирование актуально в развивающихся странах в целях стимулирования формирования объектов малой инфраструктуры и развития моногородов. С другой стороны, прослеживается высокая зависимость между проектным финансированием и такими показателями развитых стран, характеризующих экономическую устойчивость и инвестиционный климат: объема золотовалютных резервов и чистого притока прямых иностранных инвестиций²⁰⁷. Инвестиционная привлекательность проектов, реализуемых на условиях проектного финансирования, во многом зависит от страны, в которой реализуются соответствующие проекты. Наличие значительных валютных резервов будет свидетельствовать об устойчивости экономической и общественно-политической системы государства, что на практике должно привести к упрощению системы управления проектами, реализуемой на условиях проектного финансирования, а также снижению сложности системы распределения проектных рисков. Построенная регрессионная модель зависимости объема проектного финансирования от объема золотовалютных резервов страны и чистого притока прямых иностранных инвестиций значима на высоком уровне. По результатам анализа сделан вывод, что в современных условиях проектное финансирование чаще осуществляется в благополучных с экономической точки зрения регионах.²⁰⁸

В научной литературе, посвященной влиянию проектного финансирования на экономическое развитие отдельных стран, недостаточно данных для однозначной интерпретации факторного воздействия объемов капитала,

²⁰⁶ Cour, L., & Müller, J. (2014). Growth and Project Finance in the Least Developed Countries. *Economic Growth eJournal*.

²⁰⁷ Пин, И. (2019). Modeling Of The Projects Investment Attractiveness Implemented Under Conditions Of Project Financing. <https://doi.org/10.15405/EPSBS.2019.04.65>.

²⁰⁸ 51. Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // *Фундаментальные исследования*. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

направляемых на развитие отраслей народного хозяйства, на динамику ключевых макроэкономических показателей. В целях выявления места российского проектного финансирования в обеспечении экономического развития государства следует определить основные аспекты силы и степени воздействия капитальных потоков от проектного финансирования на развитие отраслей отечественной промышленности.

Теоретической основой для данного исследования взаимосвязи проектного финансирования и экономического развития стали 2 экономические теории: кейнсианская теория инвестиций²⁰⁹ и модель роста Солоу²¹⁰.

Кейнсианская теория инвестиций вращается вокруг концепции «животных настроений» – термина, придуманного экономистом Джоном Мейнардом Кейнсом для описания психологических и эмоциональных факторов, которые определяют инвестиционные решения. Эти факторы, которые могут включать в себя уверенность бизнеса, настроение рынка и ожидания относительно будущих экономических условий, могут повлиять на выбор предприятия в пользу инвестиционных проектов.

С точки зрения Кейнса, инвестиции зависят не только от процентной ставки и доходности капитала, но и от состояния «животных настроений». Когда деловая уверенность высока, фирмы с большей вероятностью инвестируют в новые проекты, полагая, что эти проекты будут прибыльными в будущем. И наоборот, когда уверенность низкая, фирмы, скорее всего, будут сдерживать инвестиции, независимо от текущей процентной ставки или ожидаемой прибыли²¹¹.

Кейнс рассматривал инвестиции как важную движущую силу экономической активности, и в его теории колебания инвестиций приводят к изменениям в уровне доходов и занятости. Это означает, что увеличение

²⁰⁹ Rustem, M. (2016). "The General Theory of Employment, Interest and Money" J. M. Keynes: Background, Methodology and Specific Interpretations. *Journal of Institutional Studies*. 8. 6-35.

²¹⁰ Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.

²¹¹ Juurikkala, Oskari. (2010). Review of *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism*, By George A. Akerlof and Robert J. Shiller. *Economic Affairs*. 30. 98-99.

инвестиций может стимулировать экономический рост, в то время как снижение инвестиций может привести к спаду²¹².

Применяя эту теорию к проектному финансированию, мы можем рассматривать его как форму инвестиций. Под проектным финансированием понимаются средства, выделяемые на конкретные проекты, такие как инфраструктурные проекты, новые бизнес-предприятия или инициативы в области исследований и разработок.

Если уровень проектного финансирования увеличивается благодаря высокой деловой уверенности или позитивному настрою рынка, это может стимулировать экономическую активность и привести к росту экономических показателей. Это связано с тем, что финансируемые проекты могут создавать рабочие места, повышать производительность и стимулировать спрос в экономике.

Гипотеза в данном случае заключается в том, что проектное финансирование оказывает положительное влияние на макроэкономические переменные. Другими словами, увеличение объема проектного финансирования ведет к увеличению ВВП при условии, что все остальные факторы остаются неизменными. Это можно проверить с помощью эконометрических методов, таких как регрессионный анализ, где макроэкономические показатели являются зависимыми переменными, а проектное финансирование – независимой переменной.

Модель экономического роста Солоу, разработанная Робертом Солоу в 1950-х годах, является неоклассической экономической теорией, которая объясняет долгосрочный экономический рост как функцию роста населения, производительности труда и накопления капитала. Эта модель особенно актуальна для вашего анализа, поскольку она напрямую связывает инвестиции с экономическим ростом.

В модели Солоу есть три ключевых фактора, которые определяют экономический рост:

²¹² Mankiw N.G., Taylor M.P. Economics. Cengage Learning, 2014. — 837 p. — 3rd ed.

1. Рост рабочей силы. Увеличение числа работников ведет к увеличению выпуска продукции и, таким образом, увеличивает ВВП.

2. Технологический прогресс. Технологический прогресс может повысить производительность труда, что приводит к увеличению объема производства на одного работника и росту ВВП.

3. Накопление капитала. Инвестиции способствуют накоплению капитала. Увеличение капитала означает, что каждый работник имеет больше ресурсов для работы, что может привести к увеличению выпуска продукции и ВВП²¹³.

В этой модели накопление капитала определяется сбережениями и инвестициями. Более высокая норма сбережений означает, что больше ресурсов доступно для инвестиций, что увеличивает запас капитала и способствует экономическому росту²¹⁴. И наоборот, более низкая норма сбережений приведет к сокращению инвестиций и замедлению экономического роста.

Применение к проектному финансированию. Проектное финансирование можно рассматривать как форму инвестиций, поскольку оно выделяет средства на конкретные проекты, которые могут увеличить запас капитала. Если проектное финансирование увеличивается, это означает увеличение инвестиций, что ведет к увеличению накопления капитала и потенциально стимулирует экономический рост.

Кроме того, прямые иностранные инвестиции (ПИИ) также способствуют накоплению капитала. ПИИ представляют собой инвестиции иностранных компаний в отечественные компании или проекты. Это не только увеличивает доступный капитал, но и может принести новые технологии и навыки, способствуя повышению производительности.

Основываясь на модели Солоу, мы можем сформулировать две проверяемые гипотезы:

²¹³ Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437.

²¹⁴ Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (2004). *Economic Growth*. The MIT Press.

1. Увеличение проектного финансирования положительно связано с ростом экономики. Точнее, при увеличении проектного финансирования рост ВВП также должен увеличиваться.

2. Увеличение ПИИ положительно связано с ростом ВВП. Это предполагает, что при увеличении ПИИ рост ВВП также должен увеличиваться при прочих равных условиях.

Модель Солоу обеспечивает фундаментальное понимание взаимосвязи между инвестициями (в данном случае, проектным финансированием и ПИИ) и ростом ВВП. Это упрощенное представление сложных экономических процессов, но оно может дать полезное понимание того, как изменения в инвестициях могут повлиять на экономический рост. Эти гипотезы можно проверить с помощью соответствующей эконометрической модели и данных о проектном финансировании, ПИИ и росте ВВП.

Первым этапом является подбор потенциальных переменных, которые отражают в какой степени проектное финансирование детерминирует состояние российской экономики. Обзор научной литературы по схожей тематике показал, что в качестве независимых переменных следует использовать следующие макроэкономические показатели: объем ВВП в текущих ценах; подушевое ВВП; объем прямых иностранных инвестиций; платежный баланс; объем участия в капиталах предприятий России за исключением реинвестирования доходов; степень износа основных средств; инвестиции в основной капитал; подушевое инвестирование в основной капитал; курс рубля; уровень инфляции; уровень безработицы; объем золотовалютных резервов.²¹⁵

Для расчета коэффициентов корреляции между проектным финансированием и каждой макроэкономической переменной использована формула коэффициента корреляции Пирсона. Формула для коэффициента корреляции Пирсона (r) выглядит следующим образом:

$$r = (\Sigma[(X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})]) / (n * \sigma_X * \sigma_Y) \quad (1)$$

²¹⁵ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

где:

Σ обозначает сумму значений для всех наблюдений.

X_i и Y_i представляют собой отдельные значения проектного финансирования и соответствующей макроэкономической переменной.

\bar{X} и \bar{Y} – средства финансирования проекта и значения макроэкономических переменных соответственно.

n – общее количество наблюдений.

σ_X и σ_Y — стандартные отклонения финансирования проекта и значений макроэкономических переменных соответственно.

Рассчитав коэффициент корреляции Пирсона для каждой пары переменных, мы можем оценить силу и направление их линейной связи. Горизонт анализа составляет 22 года за период с 2001 года по 2022 год. Полная матрица корреляций представлена в приложении 2.

Проектное финансирование как специализированная форма финансового структурирования, широко используемая при создании крупномасштабной инфраструктуры, проявляет многогранные взаимосвязи с различными макроэкономическими показателями российской экономики. Эти взаимосвязи, как следует из корреляционной матрицы, дают представление о системном влиянии проектного финансирования на экономическую динамику страны.

Таблица 8. Результаты корреляционного анализа взаимосвязи проектного финансирования в России и макроэкономических показателей²¹⁶²¹⁷

Независимые макроэкономические переменные	Проектное финансирование, млн. долл. США
ВВП, млрд. рублей	0,452*
ВВП/душу населения, долл. США	0,452*
Прямые инвестиции, млн. долл. США	-0,031
Платежный баланс, млн. долл. США	-0,094
Глобальное проектное финансирование, млн. долл. США	0,435*
Участие в капитале за исключением реинвестирования доходов, млн. долл. США	-0,052
Степень износа основных средств, %	-0,285
Инвестиции на душу населения, руб.	0,435*
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	0,435*
Курс рубля к долл. США	0,554**
Инфляция, %	-0,252
Безработица, %	-0,386
Золотовалютные резервы, млрд. долл. США	0,389
Объем выданных кредитов, млрд. руб.	0,463*

* коэффициент значимости на уровне 0,05

** коэффициент значимости на уровне 0,01

Положительная корреляция проектного финансирования с ВВП (0,452) и ВВП на душу населения (0,452) подчеркивает важнейшую роль проектного финансирования в обеспечении экономического роста и процветания. Это подчеркивает каталитический эффект проектного финансирования, потенциально способный вызвать мультипликативный эффект, когда развитие инфраструктуры стимулирует экономическую производительность, создание рабочих мест и увеличение спроса в различных секторах. Соответственно, эти эффекты могут проявляться в виде роста совокупного экономического производства и доходов на душу населения.

²¹⁶ Расчеты автора

²¹⁷ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

Одновременно положительная корреляция между проектным финансированием и курсом рубля к доллару США (0,554) указывает на потенциальный валютный риск, присущий деятельности по финансированию проектов. Необходимость привлечения иностранного капитала или импорта необходимого оборудования и специалистов для реализации крупных проектов может оказать понижающее давление на национальную валюту, что приведет к ее обесценению. Такая динамика обуславливает необходимость тщательного управления валютным риском при финансировании проектов.²¹⁸

Умеренная положительная корреляция между проектным финансированием и глобальным проектным финансированием (0,435) может свидетельствовать о том, что международные рыночные условия и настроения инвесторов существенно влияют на деятельность по проектному финансированию в России. Эта взаимосвязанность означает, что финансирование проектов в России не является изолированным, а отражает ритм мировой финансовой динамики. Эта взаимосвязь с глобальными тенденциями подчеркивает важность осмотрительного управления финансированием проектов в контексте глобальных экономических циклов, колебаний настроений международных инвесторов и изменений на мировых финансовых рынках.

Кроме того, умеренная положительная корреляция между проектным финансированием и инвестициями в основной капитал (0,435) предполагает связь между крупномасштабным развитием инфраструктуры, обычно финансируемым за счет проектного финансирования, и общим объемом инвестиций в основной капитал. Направляя ресурсы в новые активы, проектное финансирование способствует накоплению основного капитала в экономике, повышению производственного потенциала и стимулированию долгосрочного экономического роста.

Отрицательная корреляция между проектным финансированием и уровнем безработицы (-0,386) свидетельствует о потенциале проектного финансирования

²¹⁸ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

как инструмента создания новых рабочих мест и снижения уровня безработицы. Направляя капитал в крупные инфраструктурные проекты, проектное финансирование может стать катализатором создания новых рабочих мест как на этапе строительства, так и на этапе эксплуатации проекта, тем самым снижая уровень безработицы.

Интересно, что отрицательная корреляция между проектным финансированием и степенью износа основных фондов (-0,285) может означать эффект омоложения активов. Поскольку проектное финансирование часто направляет ресурсы в новые активы, оно может способствовать снижению общей степени износа в экономике, повышая тем самым долговечность основного капитала.

Наконец, положительная корреляция между проектным финансированием и объемом выданных кредитов (0,463) подтверждает роль проектного финансирования как одного из ключевых компонентов долгового финансирования в экономике. Распространение проектного финансирования может привести к одновременному увеличению общего объема выданных кредитов, что будет способствовать развитию финансового сектора.

Таким образом, проектное финансирование играет ключевую роль в формировании макроэкономического ландшафта российской экономики. Оно оказывает влияние на целый ряд экономических показателей – от роста ВВП и распределения доходов до уровня безработицы и обесценивания активов, что свидетельствует о его системной значимости. Однако сложность и взаимозависимость этих взаимосвязей подчеркивают необходимость разумного управления деятельностью по проектному финансированию, чтобы сбалансировать его экономические выгоды с потенциальными рисками, такими как валютные риски и чрезмерная задолженность. Дальнейшее исследование причинно-следственных связей между ними позволит лучше понять многогранное влияние проектного финансирования на экономические показатели России.

Результаты корреляционного анализа согласуются с теоретической базой, обеспечиваемой кейнсианской теорией инвестиций и моделью роста Солоу.

Проектное финансирование как форма инвестиций должно стимулировать экономический рост и другие макроэкономические переменные при высоком уровне доверия. Корреляционный анализ указывает на положительную корреляцию между проектным финансированием и ВВП (0,452), и ВВП на душу населения (0,452), что согласуется с кейнсианской теорией.

Модель Солоу предполагает, что накопление капитала в результате инвестиций является одним из ключевых факторов, определяющих экономический рост. Поэтому проектное финансирование, рассматриваемое как форма инвестиций, должно стимулировать накопление капитала и, следовательно, экономический рост. Положительная корреляция между проектным финансированием и инвестициями в основной капитал (0,435) согласуется с моделью Солоу, предполагающей, что проектное финансирование способствует накоплению капитала.

Более того, модель Солоу предполагает, что прямые иностранные инвестиции (ПИИ) способствуют накоплению капитала. Хотя корреляция между проектным финансированием и прямыми инвестициями (прокси для ПИИ) слабая (-0,031), стоит отметить, что эта корреляция не обязательно означает отсутствие связи. Возможно, на уровень прямых инвестиций влияют другие факторы, или же зависимость не является линейной.

Можно сказать, что корреляционный анализ в целом согласуется с теоретическими основами кейнсианской теории инвестиций и модели роста Солоу. Положительная корреляция между проектным финансированием и показателями экономического роста (такими как ВВП и ВВП на душу населения) и инвестиционными показателями (такими как инвестиции в основной капитал) предполагает, что проектное финансирование может играть решающую роль в стимулировании экономической активности и накоплении капитала, как это предполагается этими теориями.²¹⁹

²¹⁹ Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

Корреляционный анализ позволил определить ключевые переменные, которые в наибольшей степени среди всех исследованных макроэкономических показателей подвержены влиянию потоков от проектного финансирования в Россию. Следующим этапом является применение регрессионного анализа, что обусловлено его способностью оценивать взаимосвязь между зависимой переменной (в данном случае финансированием проекта или различными макроэкономическими показателями). Регрессионный анализ обеспечивает надежную основу для исследования того, как изменения в независимых переменных влияют на зависимую переменную. Это особенно актуально в экономике, где мы часто хотим понять влияние одного фактора (например, проектного финансирования) на другие (например, ВВП или уровень безработицы).

После того, как регрессионная модель разработана и проверена, ее можно использовать для прогнозирования зависимой переменной с учетом новых значений независимых переменных. Это имеет решающее значение для планирования политики и принятия решений, где важно понимание будущих тенденций на основе текущих действий.

Регрессионный анализ не только выявляет статистически значимые взаимосвязи между переменными, но и дает количественную оценку этих взаимосвязей. Это означает, что мы можем определить, насколько зависимая переменная, как ожидается, увеличится или уменьшится, когда независимая переменная увеличится на определенную величину, сохраняя другие переменные постоянными.

Набор данных, использованный в этом исследовании, включает годовые данные с 2001 по 2022 год. Переменные в наборе данных следующие:

Проектное финансирование (в миллионах долларов США): это интересующая нас независимая переменная. Оно представляет собой сумму средств, выделенных на конкретные проекты в России.

Макроэкономические показатели: это зависимые переменные во второй части нашего анализа. Они включают следующее:

- Курс рубля к доллару США
- Объем выданных кредитов, млрд. руб.
- ВВП, млрд. руб.
- Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.
- Безработица, %

В группу переменных вошли те показатели, чьи значения коэффициента корреляции имели наибольшие величины. Для изучения взаимосвязи между финансированием проекта и макроэкономическими показателями мы используем линейный регрессионный анализ.²²⁰ Общая форма модели множественной регрессии выглядит следующим образом:

$$Y = \beta_0 + \beta X + \epsilon$$

где:

Y – зависимая переменная

X – независимые переменные

β – коэффициенты независимых переменных

ϵ – это случайные ошибки.

Результаты регрессионного анализа представлены с их коэффициентами, стандартными ошибками, t-статистикой и p-значениями. Коэффициент каждой независимой переменной указывает изменение зависимой переменной при изменении соответствующей независимой переменной на одну единицу при неизменности всех остальных переменных. Стандартная ошибка измеряет точность коэффициента, оценивая изменение коэффициента, если тот же тест был проведен на другой выборке нашей совокупности. T-статистика — это мера того, на сколько стандартных ошибок коэффициент отличается от нуля, а p-значение — это вероятность, которая измеряет свидетельство против нулевой гипотезы.

²²⁰Хаханаев У. С – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64.

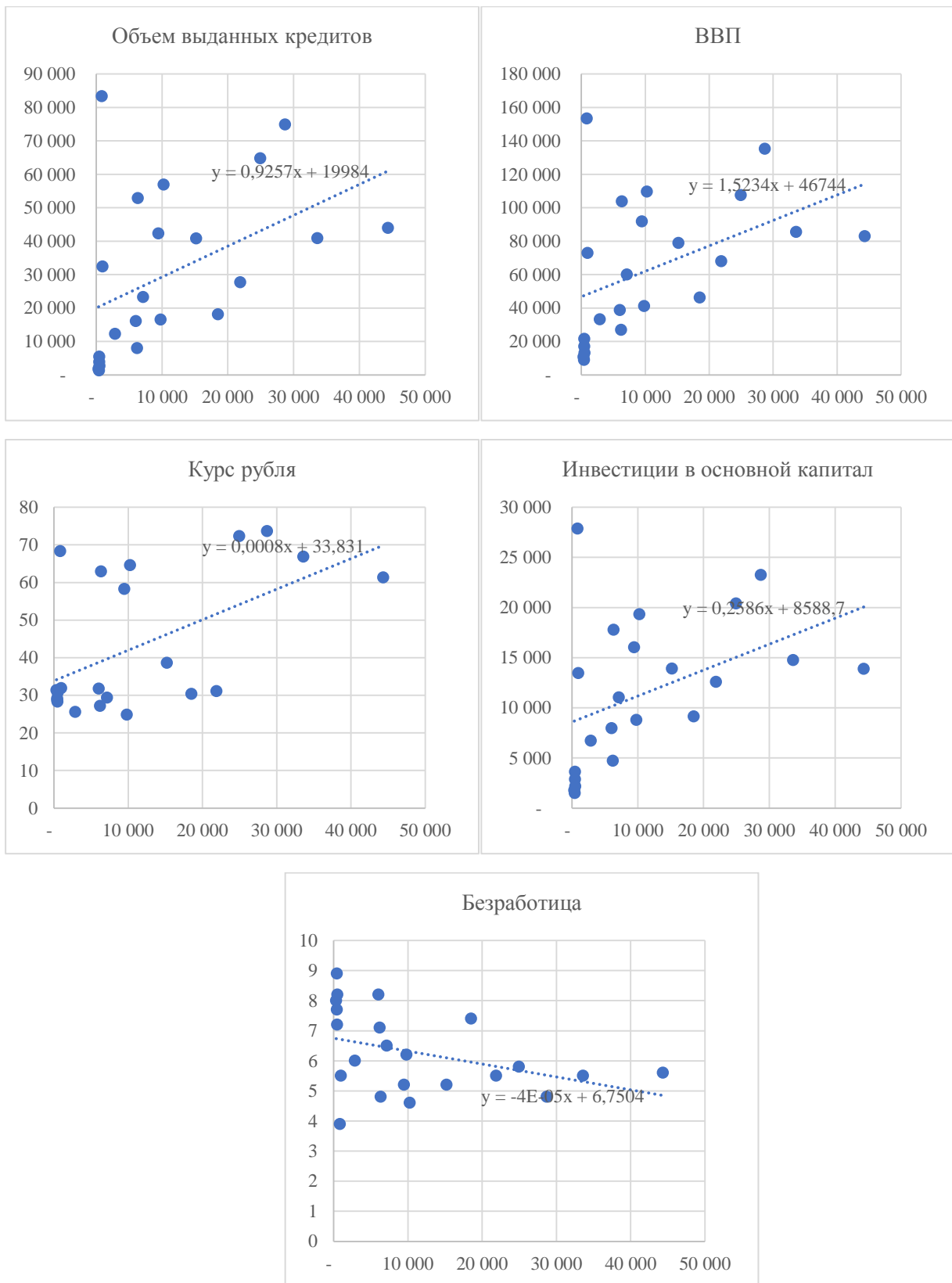


Рисунок 37. Значения линейных регрессионных моделей проектного финансирования и ключевых показателей экономики России²²¹

²²¹ Расчеты автора

Низкое значение p ($<0,05$) указывает на то, что независимая переменная является значимым предиктором зависимой переменной. С другой стороны, высокое значение p ($> 0,05$) предполагает, что изменения предиктора не связаны с изменениями ответа.

Наконец, значение R-квадрата, которое находится в диапазоне от 0 до 1, измеряет, насколько хорошо прогнозы регрессии приближаются к реальным точкам данных. R-квадрат, равный 100 %, указывает на то, что все изменения зависимой переменной полностью объясняются изменениями независимой переменной (переменных).

Результаты проведенного регрессионного анализа подтверждают выводы более раннего корреляционного анализа и согласуются с теоретическими основами кейнсианской теории инвестиций и модели роста Солоу.

Регрессионный анализ выявил следующие взаимосвязи между финансированием проекта и основными макроэкономическими показателями.

Положительная связь с ВВП: увеличение проектного финансирования связано с увеличением ВВП, что подтверждает идею о том, что проектное финансирование как форма инвестиций может стимулировать экономическую активность и способствовать экономическому росту. Это согласуется как с кейнсианской, так и с точки зрения Солоу, согласно которой инвестиции являются важнейшим двигателем экономического развития.

Положительная связь с объемом выданных кредитов. Это указывает на то, что проектное финансирование положительно коррелирует с общей кредитной деятельностью в экономике. Эта взаимосвязь имеет решающее значение в контексте экономического развития, поскольку предполагает, что проектное финансирование может вносить значительный вклад в финансовую ликвидность и доступность кредита в экономике.

Положительная связь с инвестициями в основной капитал. Увеличение проектного финансирования может привести к увеличению инвестиций в основной капитал, который является ключевым компонентом экономического роста в соответствии с моделью Солоу. Механизм здесь заключается в том, что

проектное финансирование способствует накоплению капитала, что впоследствии стимулирует экономический рост.

Положительное, но минимальное влияние на обменный курс рубля к доллару США: эта взаимосвязь предполагает, что проектное финансирование может иметь незначительные последствия для обменного курса, потенциально способствуя обесцениванию рубля.

Негативное, но минимальное влияние на уровень безработицы. Это говорит о том, что проектное финансирование может способствовать созданию рабочих мест, хотя и незначительно, тем самым снижая безработицу.

Следует отметить, что имеющиеся данные свидетельствуют о том, что проектное финансирование играет важную роль в экономических показателях России. Он положительно влияет на ВВП, объем выдаваемых кредитов и инвестиции в основной капитал и оказывает незначительное влияние на обменный курс и уровень безработицы.

Разнообразная и мощная экономика России характеризуется значительным вкладом таких секторов, как нефть и газ, транспорт, добывающая промышленность и энергетика. Эти отрасли не только составляют основу промышленного ландшафта страны, но и играют ключевую роль в формировании ее международной торговли, фискальной стабильности и долгосрочных перспектив роста.

Проектное финансирование как специализированная форма инвестиций стало важным инструментом в развитии и расширении этих ключевых секторов. Предоставляя целевые финансовые ресурсы для крупномасштабных проектов, проектное финансирование позволяет реализовать инициативы, которые в противном случае были бы ограничены финансовыми ограничениями.

В контексте экономической структуры России значение проектного финансирования в этих секторах выходит за рамки простого предоставления капитала. Он отражает более широкие экономические стратегии, согласуется с целями национального развития и соответствует глобальной динамике энергетики и инфраструктуры.

Учитывая жизненно важную взаимосвязь между проектным финансированием и этими секторами, становится необходимым углубиться в конкретную динамику, тенденции и воздействия, которые формируют эти отношения. Тщательное изучение не только улучшает наше понимание отраслевой эффективности, но также раскрывает идеи, которые могут помочь в разработке политики, управлении рисками и принятии стратегических инвестиционных решений.

В дальнейшем сокращение проектного финансирования может иметь последствия для экономических показателей России, потенциально приводя к замедлению роста ВВП, сокращению инвестиций в основной капитал и росту безработицы. Рекомендуются дальнейшие исследования для более полного понимания этой динамики и изучения потенциальных стратегий смягчения любых неблагоприятных последствий.

Учитывая прогнозируемое значительное сокращение проектного финансирования в России в связи с внешнеэкономическими обстоятельствами, российская экономика может столкнуться с рядом проблем и рисков. Это сокращение проектного финансирования может иметь последствия для различных секторов и макроэкономических показателей, создавая сложную экономическую ситуацию, которая может потребовать детальных ответных мер политики.

Экономический рост. Исходя из выявленной положительной взаимосвязи между проектным финансированием и ВВП, сокращение проектного финансирования потенциально может привести к замедлению роста ВВП. Проектное финансирование часто стимулирует экономическую активность за счет накопления капитала и создания рабочих мест. Таким образом, существенное сокращение проектного финансирования может привести к сокращению инвестиций, что, в свою очередь, может замедлить экономический рост.

Инвестиционная активность. Снижение проектного финансирования может оказать негативное влияние на общую инвестиционную активность в стране. Сильная положительная корреляция между проектным финансированием и инвестициями в основной капитал свидетельствует о том, что проектное

финансирование играет значительную роль в капиталообразовании. Сокращение проектного финансирования может привести к уменьшению инвестиций в основной капитал, что может негативно сказаться на экономическом развитии и производительности.

Кредитный рынок. Положительная взаимосвязь между проектным финансированием и объемом выданных кредитов указывает на то, что сокращение проектного финансирования может повлиять на ликвидность и доступность кредита в экономике. Это может привести к сценариям кредитного кризиса, что негативно скажется на малых и средних предприятиях (МСП), которые часто в значительной степени зависят от внешнего финансирования своей деятельности.

Обменный курс. Учитывая положительную взаимосвязь между проектным финансированием и обменным курсом рубля к доллару США, сокращение проектного финансирования может привести к незначительному укреплению рубля по отношению к доллару США. Однако важно отметить, что на обменные курсы влияет множество факторов, включая инфляцию, процентные ставки и геополитические события. Следовательно, этот эффект может быть компенсирован или усилен этими другими факторами.

Безработица. Отрицательная связь между проектным финансированием и уровнем безработицы предполагает, что сокращение проектного финансирования может привести к небольшому увеличению безработицы. Однако, учитывая минимальное воздействие проектного финансирования на уровень безработицы, вполне вероятно, что этот эффект будет относительно небольшим.

Описанный здесь сценарий представляет несколько рисков для российской экономики:

— **Экономическая стагнация.** Учитывая важную роль, которую проектное финансирование играет в стимулировании экономической активности, значительное сокращение может привести к экономической стагнации или даже спаду. Это может усугубиться потенциальным кредитным кризисом и снижением инвестиционной активности.

— Социально-политическая нестабильность. Более высокий уровень безработицы и более медленный экономический рост могут привести к усилению социального недовольства, которое может проявляться в различных формах социально-политической нестабильности.

— Бегство капитала. Снижение уверенности в экономике из-за более низких перспектив роста может привести к бегству капитала, когда инвесторы перемещают свои активы в более безопасные юрисдикции. Это может еще больше усугубить экономическую ситуацию.

— Инфляционное давление. Сокращение иностранных инвестиций может привести к обесцениванию рубля, что, в свою очередь, может повысить цены на импорт и усилить инфляционное давление.

Учитывая эти последствия и риски, директивным органам крайне важно принять стратегические меры для стимулирования внутренних инвестиций, диверсификации экономики и повышения устойчивости к внешним потрясениям.

3.3 Стратегическое финансирование в условиях внешнеэкономической неопределенности: реформирование моделей проектного финансирования в России

В последние годы глобальный экономический и геополитический ландшафт претерпел значительные изменения, что поставило беспрецедентные вызовы для традиционных методов проектного финансирования в России. Сложная комбинация санкций, ограничений и геополитической напряженности заметно ограничила приток иностранного капитала в российские проекты. Это ограничение не только повлияло на доступность финансовых ресурсов, но и подчеркнуло уязвимость сильной зависимости от традиционных иностранных источников капитала.

Существующий сценарий вызвал острую необходимость реформирования и переосмысления механизма проектного финансирования в России. Такая реформа является не просто ответной мерой на текущую внешнеполитическую обстановку, но и упреждающей стратегией по приведению финансовых структур в соответствие с долгосрочными экономическими и стратегическими целями России. Импортозамещение, развитие приоритетных секторов, таких как инфраструктура, технологии, энергетика и сельское хозяйство, а также поощрение инноваций имеют решающее значение для экономической устойчивости и роста России. Эти цели требуют надежной и гибкой системы проектного финансирования, которая может эффективно работать даже в ограниченных международных условиях.

Проектное финансирование как отдельный финансовый инструмент предлагает индивидуальное решение этих проблем. В отличие от традиционных методов финансирования, проектное финансирование позволяет создавать специальные проектные компании специального назначения (SPV), которые действуют как изолированные финансовые организации. Эта структура имеет ряд преимуществ:

— Снижение рисков: отделяя финансовые риски, связанные с конкретным проектом, от более широкой корпоративной структуры, проектное финансирование сводит к минимуму подверженность системным рискам.

— Целевое распределение капитала: проектное финансирование позволяет точно распределять капитал между приоритетными секторами и ключевыми отраслями, гарантируя, что средства будут направлены в области, имеющие стратегическое значение.

— Привлечение разнообразных инвестиций. Благодаря структурированному подходу и четкому распределению рисков проектное финансирование может привлечь широкий круг инвесторов, включая внутренние источники, дружественные иностранные государства и частных инвесторов.

— Содействие замещению импорта: направляя инвестиции в отечественную промышленность и технологии, проектное финансирование может способствовать самообеспечению и снижению зависимости от импорта.

— Содействие экономическому росту: способность мобилизовать значительный капитал посредством проектного финансирования может стимулировать рост в ключевых секторах, стимулировать занятость и способствовать общему экономическому процветанию.

Благодаря своим уникальным характеристикам проектное финансирование становится ключевым инструментом для управления текущими внешнеполитическими условиями. Это не просто механизм привлечения капитала, но и стратегический рычаг для направления экономического развития в направлении, отвечающем национальным интересам и глобальным устремлениям России.

В этом свете безотлагательность разработки новой модели проектного финансирования в России является не просто экономическим императивом, но и стратегической необходимостью. Исходя из результатов исследования, представленных в 1 главе данной работы, разработаны направления реформирования существующей модели проектного финансирования, принятой в мировой практике, представленной на рисунке 4, но адаптированной для внедрения и масштабирования в российской экономике в условиях внешнеэкономической неопределенности и внешнеполитических ограничений. Речь идет о создании системы, которая была бы устойчивой, гибкой и отражала бы уникальное положение России в глобальном экономическом порядке. Система, которая преодолевает барьеры текущего геополитического климата, способствует внутреннему росту и продолжает взаимодействовать с мировой экономикой таким образом, чтобы служить более широким интересам России.

Вторым направлением реформирования модели проектного финансирования для отечественной экономики может стать модификация Фабрики проектного финансирования, которая была изучена и критически оценена в пункте 2.2.

Следующие предложения по новой модели проектного финансирования в России разработаны с учетом этих соображений в своей основе и направлены на создание всеобъемлющей, адаптируемой и надежной основы для финансирования проектов в текущей и будущей ситуации.

1. Формирование Компании специального назначения (SPV)

1.1 Создание SPV:

— Определение и цель. Компания специального назначения (SPV) — это юридически независимая организация, созданная специально для выполнения конкретных проектов. SPV выступает в качестве ядра сложной сети контрактов, тем самым изолируя финансовые риски проекта от основного бизнеса спонсора.

1.2 Что предлагается:

а. Изоляция рисков: путем отделения финансовых рисков, связанных с проектом, от материнской компании SPV сводит к минимуму потенциальные побочные эффекты для более широкой корпоративной структуры.

б. Целевое финансирование: структура SPV позволяет точно распределять средства, гарантируя, что капитал будет направлен непосредственно на проект, повышая прозрачность и подотчетность.

в. Гибкая структура капитала: SPV может обеспечить индивидуальное сочетание собственного капитала, субординированного долга и других финансовых инструментов в соответствии с конкретными требованиями проекта.

г. Соблюдение нормативных требований: SPV может быть разработано в соответствии с внутренними и международными нормами, обеспечивая юридическую надежность и облегчая сотрудничество с дружественными иностранными партнерами.

1.3 Проблемы, которые она решит:

а. Преодоление санкционных барьеров: независимость SPV помогает преодолевать санкции, позволяя сотрудничать с различными источниками финансирования, включая местные банки, инвесторов из дружественных стран и государственные фонды.

б. Повышение доверия инвесторов: ограничивая финансовые аспекты проекта, SPV укрепляет доверие инвесторов, четко разграничивая обязанности, права и обязанности.

в. Содействие финансированию из нескольких источников: структура SPV позволяет объединять различные источники финансирования, обеспечивая гибкость и устойчивость к возможным сбоям на международных рынках капитала.

1.4 Как это будет реализовано:

а. Правовая база: будет разработана всеобъемлющая правовая база, определяющая права, обязанности и руководящие принципы деятельности SPV в соответствии с передовой международной практикой.

б. Совместное партнерство: SPV будет способствовать сотрудничеству между государственными органами, участниками частного сектора и международными партнерами из дружественных стран, обеспечивая соответствие национальным приоритетам.

в. Управление и надзор: для надзора за деятельностью SPV будут созданы надежные структуры управления, обеспечивающие прозрачность, подотчетность и соблюдение этических стандартов.

г. Управление рисками: упреждающие стратегии выявления, распределения и управления рисками будут встроены в операционную структуру SPV с использованием контрактов, страхования и внутреннего контроля для снижения рисков и управления ими.

Следует отметить, что создание SPV в рамках новой модели проектного финансирования в России предлагает гибкую платформу для снижения рисков и совместной работы, которая соответствует стратегическим целям страны. Четко определяя свою роль, предложения, возможности решения проблем и дорожную карту реализации, SPV служит жизненно важным компонентом экономической устойчивости и стратегии роста России.

2. Отношения с органами государственной власти (Контракт 1).

Взаимоотношения между SPV и государственными органами являются неотъемлемым аспектом модели проектного финансирования, обеспечивающим беспрепятственную координацию и соответствие требованиям законодательства и национальным интересам. Эти отношения будут регулироваться двумя ключевыми компонентами:

2.1 Разрешения и одобрения:

а. Определение и цель. Разрешения и утверждения охватывают все необходимые юридические разрешения, лицензии и согласия, необходимые для реализации проекта. Они гарантируют, что проект соответствует местным законам, правилам и стандартам.

б. Сотрудничество с органами власти. SPV будет взаимодействовать с соответствующими государственными органами, регулирующими органами и местными муниципалитетами для получения необходимых разрешений и одобрений. Это включает экологические разрешения, разрешения на землепользование, сертификаты безопасности и другие отраслевые разрешения.

в. Своевременность и эффективность. Будет внедрен структурированный и упорядоченный процесс для содействия своевременному и эффективному получению разрешений и утверждений, минимизации бюрократических задержек и ускорению проекта.

г. Мониторинг соблюдения. Будут созданы механизмы постоянного мониторинга и отчетности для обеспечения постоянного соблюдения всех требований законодательства, снижения потенциальных юридических рисков и ответственности.

2.2 Концессионные соглашения:

а. Определение и сфера применения. Концессионные соглашения представляют собой долгосрочные контракты между SPV и государственными органами, которые предоставляют SPV право на проектирование, строительство, финансирование, эксплуатацию и управление общественными активами или услугами в течение определенного периода времени.

б. Применимость. Концессионные соглашения особенно актуальны для инфраструктурных проектов, таких как автомагистрали, порты, аэропорты, энергетические объекты и коммунальные службы, где первостепенное значение имеют общественные интересы и долгосрочная устойчивость.

в. Сроки и условия. В соглашениях будут изложены конкретные условия, обязанности, стандарты деятельности, механизмы распределения доходов и процедуры разрешения споров, обеспечивающие юридическую ясность и оперативные рекомендации.

г. Синергия государственного и частного секторов. Концессионные соглашения способствуют установлению симбиотических отношений между государственными органами и SPV, согласовывая интересы, распределяя риски и выгоды и обеспечивая эффективное, инновационное и социально ответственное управление государственными активами.

д. Регуляторный надзор. Государственные органы сохраняют за собой надзорную роль, гарантируя, что деятельность SPV соответствует условиям концессионного соглашения, целям государственной политики и потребностям общества.

Таким образом, отношения с государственными органами в рамках Контракта 1 гарантируют, что SPV действует в рамках нормативно-правовой базы, в соответствии с общественными интересами и политическими целями. Благодаря прозрачному и совместному подходу разрешения и утверждения, наряду с хорошо структурированными концессионными соглашениями, обеспечивают основу для ответственного и устойчивого выполнения проекта. Эти отношения подчеркивают симбиоз между частными инновациями и общественным управлением, способствуя долгосрочному успеху и общественной ценности.

3. Собственный капитал и субординированный долг (Контракты 2, 2а).

Структура капитала компании специального назначения для проектного финансирования включает в себя сочетание собственного капитала и субординированного долга, охватывая два основных аспекта:

3.1 Собственный капитал (Контракт 2):

а. Определение и цель. Акционерный капитал относится к средствам, вложенным спонсорами проекта в SPV, обеспечивая основной капитал, необходимый для финансирования проекта. Инвесторы в акционерный капитал несут остаточный риск проекта и получают потенциальную доходность.

б. Спонсоры проекта. Учитывая геополитический и экономический контекст, упор будет сделан на привлечение внутренних спонсоров, а также партнеров из дружественных стран, таких как Индия и Китай. Такое согласование гарантирует, что источники капитала устойчивы к внешнему политическому давлению и соответствуют стратегическим интересам проекта и страны.

в. Соотношение долга к собственному капиталу. Соотношение долга к собственному капиталу для сделки будет тщательно выбрано на основе профиля риска проекта, отраслевых норм и финансовой жизнеспособности. Сбалансированное соотношение гарантирует наличие достаточного собственного капитала для покрытия потенциальных убытков, а также использование заемных средств для повышения доходности.

г. Участие и управление. Спонсоры акционерного капитала будут иметь права участия в управлении SPV, обеспечивая соответствие стратегическим целям и соблюдение согласованных показателей эффективности.

3.2 Субординированный долг (Контракт 2а):

а. Определение и сфера применения. Субординированный долг относится к типу долга, который в случае ликвидации стоит ниже других приоритетных долгов, но выше собственного капитала. Он может быть предоставлен спонсорами проекта или другими финансовыми организациями для улучшения финансовой структуры SPV.

б. Цель. Субординированный долг служит для оптимизации выплат и улучшения финансового профиля проекта, особенно в первые годы работы, когда денежные потоки могут быть более неопределенными.

в. Условия и процентные ставки. Процентные ставки, срок погашения и другие условия субординированного долга будут согласованы в соответствии с

рыночными условиями, профилем риска проекта и стратегическими интересами вовлеченных сторон.

г. Смягчение рисков. Субординированный долг, занимающий место ниже приоритетного долга, обеспечивает дополнительный уровень защиты для старших кредиторов, потенциально улучшая кредитный рейтинг проекта и снижая стоимость приоритетного долга.

Вместе акционерный капитал и субординированный долг образуют надежную структуру капитала, которая уравнивает риск и доход, согласовывает интересы и обеспечивает финансовую гибкость. Привлечение внутренних спонсоров и партнеров из дружественных стран защищает проект от геополитических рисков, а стратегическое использование субординированного долга улучшает финансовый профиль и облегчает доступ к дополнительному финансированию. Эта двойная структура подчеркивает приверженность финансовому благоразумию, стратегическому выравниванию и созданию долгосрочной стоимости, что необходимо для успеха проекта в преобладающих экономических условиях.

4. Долговое финансирование (Контракты 3-5).

Заемное финансирование представляет собой важнейший компонент структуры проектного финансирования, обеспечивающий наличие достаточных средств для успешного завершения и осуществления проекта. Вот подробная разбивка:

4.1 Банковские кредиты (Контракт 3):

а. Синдицированные кредиты. Будут организованы синдицированные кредиты с участием консорциума отечественных банков (13 системно значимых банков) и финансовых учреждений из дружественных стран. Такой подход позволяет диверсифицировать риск между различными кредиторами и мобилизовать значительный капитал.

б. Процентные ставки и условия.

— Базовая ставка: процентные ставки по синдицированным банковским кредитам будут привязаны к ключевой ставке Банка России, которая в настоящее

время составляет, 8,5%. Премия за риск: будет добавлена премия за риск в размере от 2% до 4%, в зависимости от оценки кредитного риска проекта. Для проектов с высоким риском может применяться более высокая граница диапазона. Общая процентная ставка: будет варьироваться в соответствии с профилем риска проекта и ожидаемыми денежными потоками с учетом рыночных условий.

— Фиксированные ставки – для проектов со стабильными и предсказуемыми денежными потоками может быть установлена фиксированная процентная ставка, фиксирующая ставку в начале. Плавающие ставки – для проектов с переменными потоками доходов может применяться плавающая ставка, которая корректируется ежеквартально в зависимости от изменений ключевой ставки или других установленных ориентиров.

— Срок действия кредита будет соответствовать жизненному циклу проекта, что обеспечит достаточное время для погашения. На этапе строительства может быть предоставлен льготный период, при этом выплаты начинаются после ввода проекта в эксплуатацию.

— Структура погашения. Графики амортизации будут разработаны в соответствии с ожидаемыми потоками доходов проекта.

в. Доли участия банков:

— Местные банки: значительная доля кредита (например, 60%) может быть получена от местных банков для содействия участию местных финансовых ресурсов.

— Международные партнеры: оставшаяся часть (например, 40%) может быть получена от банков в дружественных странах для расширения международного сотрудничества и финансового разнообразия.

г. Государственные гарантии. В случаях, когда проект соответствует национальным стратегическим интересам, могут быть запрошены государственные гарантии, чтобы снизить риск для кредиторов, тем самым снижая процентные ставки.

4.2 Выпуск облигаций (Контракт 4):

а. Инфраструктурные облигации: определение и сфера применения.

Потенциал и цель. Инфраструктурные облигации могут быть важным инструментом долгосрочного финансирования, особенно подходящим для крупномасштабных инфраструктурных проектов.

— Налоговые льготы. Эти облигации могут предлагать инвесторам налоговые льготы, повышая их привлекательность.

— Повышение кредитоспособности. Повышение кредитоспособности, такое как банковские или государственные гарантии, может повысить рейтинг облигаций и расширить базу инвесторов.

Облигации могут быть выпущены для привлечения капитала от более широкого инвестиционного сообщества. Такой подход диверсифицирует источники финансирования и может позволить получить более выгодные условия.

б. Обеспечение. Облигации могут быть обеспечены банковскими гарантиями или государственными гарантиями, что повышает их кредитоспособность и привлекательность для инвесторов.

в. Срок погашения и доходность. Срок погашения облигаций может варьироваться от 10 до 30 лет в соответствии с ожидаемым доходом от проекта. Доходность будет определяться на основе преобладающей кривой доходности, обеспечивая соответствие рыночным условиям.

4.3 Многограншевая кредитная линия (Контракт 5):

а. Финансирование строительства. Выделенная кредитная линия для финансирования строительства, начальных затрат и капитализированных процентов и сборов.

б. Строка НДС. Специальная строка для налога на добавленную стоимость в странах с НДС, обеспечивающая соблюдение налоговых обязательств.

в. Резервная линия. Резервная линия для покрытия потребностей в финансировании после того, как базовая линия будет исчерпана, обеспечивая буфер на случай непредвиденных расходов.

г. Ссуда на оборотный капитал. После строительства будет создана ссуда на оборотный капитал для повседневных операционных нужд, обеспечивающая бесперебойную работу.

Стратегическое сочетание банковских кредитов, выпусков облигаций и многотраншевой кредитной линии обеспечивает гибкую и устойчивую структуру финансирования. Синдицированные банковские кредиты мобилизуют значительные средства и распределяют риски, в то время как выпуск облигаций выходит на более широкие рынки капитала. Многотраншевый подход обеспечивает доступность финансирования на разных этапах проекта в соответствии с конкретными потребностями.

Интеграция государственных гарантий, где это применимо, приводит проект в соответствие с национальными интересами и может значительно повысить кредитоспособность. В условиях экономических санкций и ограниченности международных финансов эта структура долгового финансирования использует внутренние ресурсы и дружественных международных партнеров, обеспечивая надежную основу для поддержки жизненно важных проектов в ключевых отраслях.

5. Ключевые контракты по проекту (контракты 6-7).

5.1 Строительство и проектирование (Контракт 6):

а. Контракты под ключ:

— Объем. Эти контракты охватывают проектирование, закупки, строительство и ввод в эксплуатацию проекта, при этом все обязанности передаются одному подрядчику.

— Цена и доставка. Заранее определенные цены и сроки поставки, а также стандарты производительности обеспечивают четкие ожидания и выравнивание рисков.

— Передача риска. Риск задержек строительства, перерасхода средств или недостатков переносится с SPV на подрядчика, обеспечивая защиту от потенциальных проблем, связанных со строительством.

— Штрафы и поощрения. Контракт будет включать штрафы за задержки или несоблюдение, а также поощрения за досрочное завершение или исключительную производительность, обеспечивая соответствие целям проекта.

5.2 Соглашения об эксплуатации и техническом обслуживании (Контракт 7):

а. Услуги по техническому обслуживанию:

— Соглашения об уровне обслуживания (SLA). Определенные SLA гарантируют, что техническое обслуживание выполняется эффективно и результативно в соответствии с согласованными стандартами.

— Продолжительность и продление. долгосрочные соглашения, обычно охватывающие срок эксплуатации проекта, с положениями о периодическом пересмотре и продлении.

б. Снижение риска:

— Гарантии производительности. Контракт может включать гарантии производительности, тем самым перекладывая риск эксплуатационного сбоя на поставщика услуг по техническому обслуживанию.

— Структура оплаты. Оплата может быть привязана к показателям производительности, что гарантирует заинтересованность поставщика обслуживания в поддержании самого высокого уровня обслуживания.

5.3 Договоры поставки и продажи сырья:

а. Поставка сырья:

— Гарантированная поставка. Контракты с правомочными поставщиками гарантируют наличие сырья в заранее определенных количествах, качестве и ценах со штрафными санкциями за несоблюдение.

— Защита от рисков. SPV защищен от риска недоступности сырья на этапе эксплуатации.

б. Соглашения о продаже:

— Контракты «бери или плати». Соглашения со сторонними покупателями, которые обязуются покупать товары по заранее установленным ценам в определенные сроки.

— Передача рыночного риска. Такие контракты переносят рыночный риск на третьи стороны, обеспечивая стабильные потоки доходов для SPV.

Эти ключевые проектные контракты составляют основу структуры проектного финансирования, охватывая такие важные аспекты, как строительство, эксплуатация, техническое обслуживание, закупка сырья и продажи. Четко определяя обязанности, распределение рисков и коммерческие условия, эти контракты обеспечивают надежную основу, которая поддерживает успешную реализацию и устойчивость проекта. Подробные договорные отношения также обеспечивают прозрачность и юридическую силу, укрепляя доверие между всеми вовлеченными сторонами.

6. Анализ и управление рисками.

6.1 Процесс «Комплексная проверка»:

а. Идентификация и анализ рисков:

— Область применения. Комплексное планирование с целью выявления всех потенциальных рисков, которые могут возникнуть как на этапе строительства, так и на этапе эксплуатации.

— Оценка серьезности и вероятности. Оценка серьезности потенциальных воздействий и вероятности их возникновения, позволяющая определить приоритетность управления рисками.

— Категоризация. Классификация рисков на предстроительные, послестроительные и межэтапные для их целенаправленной обработки.

б. Передача и распределение рисков:

— Распределение между контрагентами. Передача конкретных рисков тем, кто наилучшим образом приспособлен для управления ими, обеспечение согласования ответственности.

— Договорные соглашения. Включение распределения рисков в ключевые контракты для формализации ответственности и снижения оппортунистического поведения.

в. Управление остаточными рисками:

— Процедуры внутреннего контроля. Внедрение строгих мер внутреннего контроля рисков для минимизации их влияния.

— Мониторинг и отчетность. Постоянный мониторинг и периодическая отчетность по профилям рисков для обеспечения постоянного соответствия и адаптации.

6.2 Специфические стратегии управления рисками:

а. Передача риска через договоры:

— Снижение риска по договорам. Использование договорных обязательств для распределения рисков между соответствующими сторонами, стимулирование соблюдения требований и предоставление компенсации SPV в случае материализации рисков.

— Юридическая исполнимость. Обеспечение юридической силы соглашений о передаче рисков, что позволяет в случае необходимости получить компенсацию.

б. Страхование рисков:

— Страхование. Привлечение профессиональных страховщиков для покрытия рисков, которые не могут контролироваться контрагентами SPV, с установлением страховых премий в соответствии с профилем риска.

— Диверсификация портфеля. Способность страховщиков управлять портфелями разнообразных рисков обеспечивает экономически эффективную стратегию снижения рисков.

в. Удержание риска с внутренним контролем:

— Стратегия удержания риска. Тщательное рассмотрение вопроса о сохранении риска в тех случаях, когда его передача извне нецелесообразна или слишком дорога, при поддержке надежного внутреннего контроля.

— Ограничение воздействия. Внедрение процедур, направленных на ограничение негативного влияния удерживаемых рисков на деятельность SPV, в соответствии с передовой практикой и нормативными требованиями.

Компонент анализа и управления рисками является неотъемлемой частью успеха инициативы по проектному финансированию. Тщательно продуманный

подход, сочетающий традиционные методы управления рисками с инновационными стратегиями, обеспечивает эффективное выявление, оценку и снижение рисков. Прозрачность и строгость этого процесса не только защищают интересы SPV и ее заинтересованных сторон

7. Распределение капитала.

Модель распределения капитала играет ключевую роль в обеспечении оптимальной структуры финансирования, которая соответствует профилю риск-доходность различных заинтересованных сторон и удовлетворяет инвестиционные потребности конкретных проектов. Ниже приводится полная разбивка распределения капитала:

7.1 Внутренние финансовые институты (40%):

а. Ведущие банки и финансовые институты. Сотрудничество с ведущими отечественными банками и финансовыми организациями для обеспечения 40% необходимого капитала.

б. Процентные ставки. Конкуrentоспособные процентные ставки, привязанные к ключевой ставке Банка России, что позволяет оперативно реагировать на изменения рынка.

в. Условия кредитования. Индивидуальные условия кредитования в зависимости от характера проекта, степени риска и экономического эффекта.

г. Синдицированные кредиты. Использование синдицированных кредитов для диверсификации рисков и повышения финансовой устойчивости.

7.2 Государственное участие и фонд национального благосостояния (ФНБ) (25%):

а. Стратегические проекты. Приоритетное инвестирование в проекты, отвечающие национальным интересам, такие как инфраструктура, энергетика и технологии.

б. Государственные гарантии. Предоставление государственных гарантий для повышения кредитоспособности.

в. Инвестиции в SWFs. Привлечение средств суверенных фондов для направления долгосрочных инвестиций.

7.3 Дружественные иностранные инвесторы и частный сектор (25%):

а. Инвестиции в акционерный капитал. Привлечение акционерного капитала из дружественных стран, таких как Индия, Китай, Центральная Азия и Ближний Восток.

б. Эмиссия облигаций. Содействие выпуску инфраструктурных облигаций и других финансовых инструментов для привлечения капитала.

в. Соглашения о сотрудничестве. Заключение стратегических альянсов и инвестиционных соглашений с иностранными инвесторами.

7.4 Государственно-частное партнерство и специальные фонды (10%):

а. Инфраструктура и приоритетные отрасли. Содействие государственно-частному партнерству (ГЧП) для стимулирования роста в таких ключевых секторах, как инфраструктура и технологии.

б. Создание специальных фондов. Создание отраслевых фондов с льготными условиями для привлечения внутренних и международных инвестиций.

в. Нормативно-правовая поддержка. Формирование благоприятной нормативно-правовой базы, повышающей привлекательность ГЧП и специальных фондов.

Предложенная стратегия распределения капитала позволяет создать надежную и диверсифицированную финансовую структуру, использующую различные источники финансирования. Согласовывая инвестиции со стратегическими целями и допустимыми рисками, такой подход обеспечивает финансовую устойчивость проектов и одновременно способствует развитию сотрудничества и инноваций. Он отражает прагматичную и дальновидную финансовую структуру, способную функционировать в условиях сложного и развивающегося мирового экономического ландшафта.

8. Процентные ставки и залогов.

Структура процентных ставок и залогов составляет основу модели финансирования, влияя как на осуществимость проекта, так и на доверие инвесторов. Ниже приводится подробный обзор:

8.1 Процентные ставки:

а. В соответствии с профилем риска. Процентные ставки устанавливаются в соответствии с профилем риска, характером, продолжительностью и экономической значимостью проекта.

б. Государственные субсидии и льготы. Для стратегических или социально значимых проектов процентные ставки могут субсидироваться государством, что обеспечит доступность и соответствие национальным приоритетам.

в. Привязка к рынку. Процентные ставки будут привязаны к текущим рыночным ставкам с учетом ключевой ставки Банка России, что обеспечит конкурентоспособность и оперативность реагирования на экономические условия.

г. Переменные и фиксированные опционы. Предоставление вариантов как фиксированной, так и переменной процентной ставки с учетом различных склонностей к риску и финансовых стратегий инвесторов и заемщиков.

8.2 Обеспечения.

а. Структурированы в соответствии с потребностями проекта. Обеспечения тщательно структурируются в соответствии с конкретными требованиями и сложностью отдельных проектов.

б. Ценные бумаги, обеспеченные активами. Использование активов проекта в качестве залога для обеспечения кредитов, что повышает кредитоспособность.

в. Комплексное страхование. Внедрение надежной системы страхования, охватывающей различные риски, такие как строительные, операционные, политические и рыночные. Это включает в себя тесное сотрудничество со страховщиками с целью предоставления индивидуальных страховых продуктов, соответствующих уникальному профилю риска проекта.

г. Гарантии третьих лиц. Изучение возможности предоставления гарантий третьих сторон или повышения кредитоспособности со стороны финансовых институтов, многосторонних агентств или государственных органов, если это целесообразно.

8.3 Участие проектной компании:

а. Активное участие. Проектная компания будет играть ключевую роль в определении условий предоставления процентов и обеспечения, обеспечивая согласованность с целями проекта.

б. Мониторинг и соблюдение требований. Для обеспечения соблюдения согласованных условий будут созданы механизмы постоянного мониторинга и контроля.

Комплексная система процентных ставок и обеспечения призвана способствовать созданию благоприятных финансовых условий для проектного финансирования в России, особенно в текущих глобальных условиях. Предлагая индивидуальные, гибкие и прозрачные решения, данная модель стимулирует участие различных заинтересованных сторон, снижает риски и обеспечивает жизнеспособность и успех проектов. Она представляет собой продуманный и прагматичный подход к проектному финансированию, отвечающий сложностям и требованиям современного экономического ландшафта.

9. Мониторинг, прозрачность и соблюдение требований.

Обеспечение строгого мониторинга, прозрачности и соблюдения требований законодательства имеет первостепенное значение для формирования доверия, снижения рисков и развития надежной экосистемы проектного финансирования в России, особенно в условиях международного ограничения и санкций. Ниже приводится подробный подход:

9.1 Регулярный надзор.

а. Регуляторные органы. Активный надзор со стороны соответствующих регулирующих органов, таких как Центральный банк РФ, Министерство экономического развития РФ и другие специализированные органы, за соблюдением законодательства, нормативных актов и стандартов.

б. Независимые аудиторы. Привлечение независимых аудиторов для проведения регулярных проверок SPV и связанных с ним организаций, обеспечивающих финансовую целостность и соблюдение договорных обязательств.

в. Комитеты по надзору. Создание специализированных комитетов по надзору, включающих представителей правительства, финансовых институтов и заинтересованных сторон проекта, для контроля за ходом работ, финансовыми показателями и управлением рисками.

9.2 Стандарты прозрачности:

а. Следование лучшим международным практикам. Внедрение признанных во всем мире стандартов прозрачности и раскрытия информации, таких как Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) и принципы Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ).

б. Публичное раскрытие информации. Регулярная публикация финансовой отчетности, отчетов о ходе реализации проектов, оценок рисков и другой необходимой информации для обеспечения прозрачности и подотчетности перед всеми заинтересованными сторонами.

в. Открытые каналы связи. Создание открытых каналов коммуникации между SPV, регулирующими органами, инвесторами и общественностью для формирования атмосферы доверия и прозрачности.

9.3 Механизмы обеспечения соответствия:

а. Система обеспечения соответствия. Разработка комплексной системы обеспечения соответствия, учитывающей специфику проектного финансирования и охватывающей правовые, финансовые, экологические, социальные и управленческие аспекты.

б. Механизм штрафных санкций. Внедрение четкого механизма штрафных санкций за несоблюдение требований, обеспечивающего подотчетность и следование установленным стандартам.

в. Интеграция технологий. Использование современных технологий и цифровых платформ для мониторинга, отчетности и аналитики в режиме реального времени, что повышает эффективность и результативность механизмов обеспечения соответствия.

Предлагаемая модель мониторинга, обеспечения прозрачности и соблюдения требований представляет собой целостный подход, соответствующий

мировым стандартам и учитывающий уникальные проблемы и возможности, существующие в России. Обеспечивая строгий надзор, прозрачность деятельности и строгое соблюдение требований, данная модель закладывает основу для создания устойчивой и надежной экосистемы проектного финансирования. Она не только защищает интересы всех заинтересованных сторон, но и способствует долгосрочной стабильности и росту российской экономики в соответствии с национальными приоритетами и международными обязательствами.

Говоря о модификации Фабрики проектного финансирования, следует учесть ряд критических аспектов, которые препятствуют эффективной масштабизации данного механизма для финансирования инфраструктурных проектов России. Среди наиболее существенных недостатков Фабрики, помимо перечисленных автором, следует отметить недостаточное резервирование по судам, вне границ Фабрики, отсутствие учета других финансовых организаций в виде страховых компаний и частных пенсионных фондов для диверсификации источников капитала²²².

Отмечается «незрелость» данного проекта с точки зрения отсутствия сложившейся системы стандартизации и индустриализации процессов фондирования проектов в рамках модели проектного финансирования²²³. Также важным аспектом является тот факт, что ВЭБ как основной оператор Фабрики выступает триединым субъектом-участником сделок проектного финансирования, что подразумевает конфликт интересов. То есть будучи кредитором инвестиционных проектов, бенефициаром по предоставлению государственных субсидий и гарантий, а также агентом Правительства РФ, ВЭБ фактически создает

²²² Шмакова, Н. Н. "Фабрика проектного финансирования" как инструмент популяризации проектного финансирования в РФ / Н. Н. Шмакова // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2021. – № 2(128). – С. 184-189.

²²³ Цехомский, Н. В. Фабрика проектного финансирования: особенности механизма / Н. В. Цехомский // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2023. – № 3-1(141). – С. 45-49.

конфликт интересов, замкнутых на его непосредственном участии в трех ипостасях, что требует разъяснения и реформирования²²⁴.

Фабрика действует уже на протяжении нескольких лет, однако фактически за 5 лет профинансировано лишь 14 проектов из 35 одобренных²²⁵, что говорит об ограничениях на объемы, отрасли и количество возможных сделок²²⁶, сложность процедуры отбора и выбора проектов, расхождения с ключевыми программами национальных проектов в целях решения комплексных задач социально-экономического развития России²²⁷, а также ограниченность привлечения институциональных инвесторов²²⁸.

В условиях санкций и ограничений со стороны развитых стран совершенствование модели «Фабрики проектного финансирования» в России требует стратегической переориентации, которая не только сглаживает выявленные недостатки, но и максимально использует внутренние возможности и международное партнерство. Новая модель должна способствовать устойчивости, инклюзивности, инновациям и прозрачности, тем самым способствуя развитию российской экономики, секторов и отраслей. Вот подробное предложение по улучшению:

1. Диверсификация источников финансирования.

— Внутренний рынок проектных облигаций. Необходимо создать нормативно-правовую базу для выпуска проектных облигаций. Для привлечения инвесторов должны быть предусмотрены специальные стимулы, такие как

²²⁴ Куделич, М. И. "Фабрика проектного финансирования": проблемы и риски для бюджета / М. И. Куделич // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2018. – № 6(46). – С. 71-82. – DOI 10.31107/2075-1990-2018-6-71-82.

²²⁵ Тарасова Т., Колдунова Ю. Фабрика проектного финансирования // В сборнике конференции: «Проектное и структурное финансирование 2022». 20 октября 2022 г. Москва.

²²⁶ Лускатова, О. В. Фабрика проектного финансирования - актуальный инструмент реализации инфраструктурных проектов в Российской Федерации / О. В. Лускатова, М. В. Робертс // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2019. – № 47. – С. 165-173. – DOI 10.17223/19988648/47/12.

²²⁷ Оценка перспектив развития Федеральной программы «Фабрика проектного финансирования» / А. И. Волков, А. С. Кудрявцева, А. В. Литвинов [и др.] // Практики управления в публичном секторе: состояние и тенденции развития : Материалы региональной научно-практической конференции, Калуга, 25 ноября 2020 года. – Калуга: ИП Стрельцов И.А. (Изд-во "Эйдос"), 2022. – С. 123-131.

²²⁸ Рукобратский, П. Б. Фабрика проектного финансирования как инструмент увеличения доли инвестиций в ВВП / П. Б. Рукобратский // Среднерусский вестник общественных наук. – 2019. – Т. 14, № 5. – С. 93-111. – DOI 10.22394/2071-2367-2019-14-5-93-111.

налоговые льготы или гарантии. Необходимо сотрудничество с отечественными финансовыми институтами для андеррайтинга таких облигаций.

— Региональные инвестиционные фонды. Необходимо продолжить формирование региональных инвестиционных фондов с соседними странами, не затронутыми санкциями. Необходимо разработать детальные соглашения, определяющие критерии инвестирования, управление рисками и структуру управления.

2. Снижение порогов входа.

— Многоуровневая система финансирования. Необходимо ввести многоуровневую систему финансирования, предусматривающую отдельные уровни для проектов разного масштаба, что позволит инвестировать от 500 миллионов рублей. Каждый уровень должен иметь четкие критерии, процессы оценки и механизмы поддержки.

— Фонд малых проектов. Необходимо создать специальный фонд для малых и средних проектов. Этот фонд должен обеспечивать не только финансирование, но и техническую поддержку, наставничество и доступ на рынок для успешной реализации проектов.

3. Расширение отраслевой направленности.

— Окна финансирования для конкретных секторов. Необходимо создать окна финансирования для различных секторов экономики, в том числе для развивающихся. Каждое окно должно иметь специальные критерии, процессы оценки и механизмы поддержки, отвечающие потребностям сектора, включая нетрадиционные и новые сектора, такие как зеленые технологии и цифровые инновации.

— Конкурсная программа грантов. Необходимо внедрить конкурсную программу грантов для финансирования проектов в неприоритетных секторах. Необходимо разработать четкие рекомендации, критерии оценки, а также процессы мониторинга и оценки.

4. Внедрение механизмов разделения рисков.

— Соглашения о распределении рисков. Необходимо разработать стандартные соглашения о распределении рисков, четко определяющие порядок распределения различных видов рисков между участниками. Эти соглашения должны быть юридически обязательными и обеспечивать исполнение.

— Механизм страхования рисков. Необходимо создать страховую компанию, предлагающую продукты страхования рисков при проектном финансировании. Эта организация должна тесно сотрудничать с отечественными страховщиками и перестраховщиками для разработки продуктов, отвечающих потребностям проектного финансирования.

5. Оптимизация процессов.

— Централизованная онлайн-платформа. Необходимо разработать централизованную онлайн-платформу, обеспечивающую единый центр для всех заявок, инструкций, шаблонов и сроков. Эта платформа должна быть удобной и доступной для всех потенциальных участников.

— Ускоренное утверждение проектов с низким уровнем риска. Необходимо внедрить ускоренный процесс утверждения проектов с низким уровнем риска. Необходимо разработать четкие критерии определения проектов с низким уровнем риска, а также оптимизировать процессы оценки и утверждения.

6. Повышение прозрачности.

— Подробная информация о проектах в режиме онлайн. Должна быть опубликована общедоступная онлайн-база данных с подробной информацией обо всех проектах. Эта база данных должна включать не только подробные сведения о проектах, но и результаты оценки, решения о финансировании и отчеты об эффективности.

— Механизм обратной связи с общественностью. Должен быть реализован официальный механизм обратной связи с общественностью. Он может включать в себя регулярные общественные слушания, интерактивные комментарии и независимые оценки.

7. Наращивание потенциала и экспертизы.

— Национальная программа обучения. Необходимо инициировать национальную программу обучения в области проектного финансирования. Эта программа должна включать не только формальное обучение, но и обучение на рабочем месте, стажировки, обмен опытом с международными экспертами.

— Лаборатория инноваций в области проектного финансирования. Необходимо создать инновационную лабораторию, объединяющую финансистов, ученых и предпринимателей для разработки новых инструментов и технологий финансирования. Эта лаборатория должна быть обеспечена финансированием исследований, доступом к данным и сотрудничеством с международными инновационными центрами.

8. Решение проблемы санкций и ограничений.

— Альтернативные платежные системы. Необходимо продолжить изучение и внедрение альтернативных платежных систем, способных облегчить проведение международных операций. Это может включать сотрудничество со странами и финансовыми институтами, не затронутыми санкциями.

— Двусторонние соглашения. Необходимо вести переговоры о заключении двусторонних соглашений со странами, не участвующими в санкциях. Эти соглашения должны охватывать не только финансирование, но и передачу технологий, доступ к рынкам, сотрудничество в области исследований и разработок.

Таким образом, внедрение двухвекторной реформы моделей проектного финансирования позволит преодолеть существующий «голод» от иностранного капитала и обеспечить приток финансовых ресурсов в приоритетные отрасли народного хозяйства. Первая модель ставит перед собой цель сформировать устойчивый механизм организации проектного финансирования, в свою очередь вторая модель по линии Фабрики позволит сконцентрироваться на более специализированных направлениях финансирования проектов, которые будут подпадать под приоритетные отрасли экономики в рамках стратегии социально-экономического развития, программ национальных проектов и стратегии научно-технического развития России.

Предлагаемая модель проектного финансирования для Российской Федерации, тщательно разработанная для обхода существующих санкций и геополитической изоляции, представляет собой парадигмальный сдвиг в области стратегического финансирования, способный стать катализатором возрождения национальной экономики. Благодаря присущей ей многомерной структуре модель представляет собой надежную архитектуру, в которой сочетаются внутренний капитал, дружественное международное сотрудничество, государственное вмешательство и продуманные протоколы управления рисками.

1. Диверсификация источников капитала. Мобилизуя отечественные финансовые институты, взаимодействуя с дружественными иностранными инвесторами, используя государственное участие и развивая государственно-частное партнерство, модель снижает зависимость от спорного иностранного капитала, тем самым изолируя важнейшие проекты от превратностей международной политической динамики.

2. Оптимизация управления рисками. Тщательное распределение и стратификация рисков в сочетании со специально разработанными стратегиями снижения рисков, включая передачу, страхование и удержание рисков, обеспечивают устойчивость архитектуры управления рисками, которая позволяет ориентироваться в многогранных сложностях современного глобального экономического ландшафта.

3. Усиление экономического суверенитета. Благодаря продуманной организации процентных ставок, механизмов залога и комплексного страхования модель придает финансовой системе гибкость и адаптивность, укрепляя экономический суверенитет России.

4. Стимулирование ключевых отраслей. Направляя капитал в приоритетные секторы и ключевые отрасли, модель служит опорой для импортозамещения и внутренних инноваций, способствуя укреплению самодостаточности и стимулируя рост в таких стратегических областях, как инфраструктура, технологии, энергетика и обрабатывающая промышленность.

5. Парадигма прозрачности и соответствия стандартам. Институционализация строгого надзора, следование лучшим международным практикам и внедрение передовых механизмов обеспечения соответствия стандартам в совокупности представляют собой парадигму прозрачности, которая повышает авторитет, укрепляет доверие и согласуется с глобальными стандартами управления.

6. Взаимодействие с национальными целями развития. Согласованность модели с национальной стратегией развития повышает ее потенциал для обеспечения устойчивого роста, создания рабочих мест, повышения производительности труда и стимулирования технологического прогресса, что соответствует долгосрочной социально-экономической концепции России.

7. Глобальное стратегическое партнерство. Развивая сотрудничество с дружественными странами и используя их капитал, опыт и рынки, модель преодолевает существующие геополитические ограничения, формируя новые пути международного сотрудничества и экономической дипломатии.

Таким образом, предлагаемая модель проектного финансирования, основанная на синтезе отечественной изобретательности, международного сотрудничества и стратегического вмешательства государства, представляет собой инновационное и прагматичное решение текущих проблем. В нем воплощен целостный подход к возрождению экономики, отвечающий императивам самодостаточности, устойчивости и стратегического роста. Позволяя российской экономике преодолевать беспокойные периоды глобальных санкций и изоляции, эта модель способна стать предвестником новой эры экономического суверенитета, стабильности и устойчивого развития. Ее успешная реализация может стать свидетельством неукротимого духа инноваций и стратегического предвидения, создав прецедент для других стран, сталкивающихся с аналогичными проблемами.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе выполнения диссертационной работы было проведено обширное исследование истории возникновения и становления проектного финансирования, прослежена его многогранная эволюция, проанализирована сложная динамика, разработаны инновационные модели и стратегии, отвечающие современным экономическим вызовам. Диссертация позволила получить полное и глубокое понимание проектного финансирования, как в глобальном контексте, так и в уникальных рамках российского экономического ландшафта. Здесь мы кратко излагаем основные результаты, вклад и последствия данного исследования.

1. Эволюция проектного финансирования. Диссертационное исследование начато с подробного изучения генезиса проектного финансирования, начиная с его архаичных корней в торговых экспедициях и горных разработках и заканчивая его современным применением в таких отраслях, как энергетика, инфраструктура, здравоохранение, технологии и телекоммуникации. Исторический контекст, технологическое предвидение и глобальные перспективы, использованные в исследовании, позволили представить инновационную систему периодизации. Она отражает хронологическую трансформацию проектного финансирования и его метаморфозы от государственных инициатив до консолидации синдицированных источников капитала. Это фундаментальное понимание заложило основу для более глубоких исследований.

2. Комплексная трактовка проектного финансирования. Опираясь на историческую справку, в диссертации была представлена комплексная трактовка проектного финансирования как многопоточного, интегративного целевого инвестирования. В этой новой концепции особое внимание уделяется сочетанию различных источников финансирования, юридической независимости, структуре долга без права регресса и качественной оценке рисков. Проведено различие между проектным финансированием и другими финансовыми структурами, подчеркнута адаптивность проектного финансирования как идеального механизма

для слаборазвитых финансовых рынков, особенно в странах с развивающейся экономикой.

3. Сложности финансирования и устойчивость инфраструктуры. Исследование позволило расширить представление о проектном финансировании за счет изучения его сложностей, включая транзакционные издержки, распределение рисков, динамику леввериджа, оценку кредитоспособности и соблюдение нормативных требований. Была уточнена концепция компаний специального назначения (SPV), подчеркнута их роль в забалансовом финансировании и устойчивости инфраструктуры. Исследование позволило получить ценные знания в области финансового инжиниринга, управления рисками и инвестиционной стратегии, которые могут быть полезны для политиков, практиков и ученых в области финансов и экономики.

4. Глобальный ландшафт проектного финансирования. Для выявления многогранной, эволюционирующей парадигмы мирового проектного финансирования был проведен обширный 17-летний лонгитюдный анализ. В ходе анализа были выявлены синхронные изменения в финансовой структуре, отраслевом распределении и региональном размещении международного рынка проектного финансирования. Подробно рассмотрен сдвиг в сторону устойчивых секторов, таких как возобновляемая энергетика, и развитие финансовых механизмов и инструментов, что вносит свой вклад в обсуждение проблемы устойчивого развития.

5. Российская перспектива: внутренние модели и макроэкономическая стабильность. В диссертации был сделан акцент на Российской Федерации: проанализирована эволюция отечественных механизмов проектного финансирования, выявлены структурные недостатки, изучена тонкая взаимосвязь между макроэкономической стабильностью, тенденциями самофинансирования и стратегической инвестиционной ориентацией. Исследование позволило выявить нереализованные возможности интеграции устойчивых практик в российскую экономику и получить новое представление об инвестиционном поведении и макроэкономических показателях.

6. Модель стратегического проектного финансирования. Важным моментом диссертационной работы стала разработка многомерной модели стратегического проектного финансирования, специально адаптированной к уникальному геополитическому и экономическому контексту России. Эта адаптивная модель вышла за рамки традиционных методик, предложив надежную структуру для диверсификации, управления рисками, прозрачности и соблюдения требований, представляет собой значительный сдвиг в области стратегического финансирования.

7. Теоретическая значимость и практические последствия. Теоретическая значимость данного исследования заключается в том, что оно вносит новаторский вклад в экономическую литературу. Представляя комплексный и всесторонний взгляд на проектное финансирование, диссертант преодолевает разрыв между историческими перспективами, текущей практикой и будущими приложениями. Практическая значимость исследования не менее глубока, поскольку оно предлагает практические идеи и стратегии, которые могут быть использованы в инвестиционной практике, при разработке политики и проведении финансовых реформ, особенно в странах с развивающейся и переходной экономикой, таких как Россия.

8. Проблемы и перспективы. Несмотря на то, что в диссертации рассмотрен обширный круг вопросов, связанных с проектным финансированием, в ней признаются проблемы и ограничения, присущие столь сложной области исследования. В будущем можно изучить применимость предложенных моделей и стратегий в других региональных контекстах, проанализировать влияние геополитической неопределенности на проектное финансирование, а также исследовать возможности интеграции новых технологий, таких как блокчейн и искусственный интеллект.

В заключение следует отметить, что данное исследование представляет собой значительный вклад в область проектного финансирования. Благодаря тщательному анализу, инновационному моделированию и критическим оценкам диссертация предлагает богатое, многогранное понимание эволюции, сложностей,

глобального ландшафта и стратегического потенциала проектного финансирования. Она не только обогащает академический дискурс, но и предлагает перспективную схему для практиков и политиков, стремящихся использовать возможности проектного финансирования, в условиях быстро развивающейся глобальной экономики. Последствия огромны, задачи стимулируют, а двери, открытые данным исследованием, приглашают к дальнейшему изучению и развитию этой важнейшей области экономических исследований.

В данном заключении диссертации отражены не только результаты проведенного исследования, но и доказан трансформационный потенциал, теоретическая и практическая значимость выводов и предложений проведенного исследования.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 N 158 (ред. от 04.05.2021) «О программе "Фабрика проектного финансирования» // СПС КонсультантПлюс
2. Приложение к приказу Внешэкономбанка от 22.05.2018 № 488 (с изменениями, внесенными Приказом ВЭБ.РФ от 18.04.2019 № 46 Регламент программы «Фабрика проектного финансирования»).
3. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 10 августа 2021 г. N 2208-р Меморандум О финансовой политике Государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ».
4. Аликаева, М. В. Анализ состояния и развития экономики КБР в аспекте оценки инвестиционной безопасности / М. В. Аликаева, А. К. Шовгенов // Вестник Кабардино-Балкарского государственного университета. Серия: Экономические науки. – 2003. – № 7. – С. 61-65. – EDN YXFDHV.
5. Баринов А. Проджэкт файненсинг. Технологии финансирования инвестиционных проектов: Практикум. М.: Ось-89, 2009. 432 с.
6. Белкина, Д. В. Проектное финансирование инвестиционной деятельности / Д. В. Белкина // Экономика. Управление. Инновации - 2019: Сборник научных трудов Международной научно-практической конференции, Санкт-Петербург, 17 мая 2019 года /. Под редакцией В.П. Пилявского, А.В. Климина. – Санкт-Петербург: Автономная некоммерческая образовательная организация дополнительного профессионального образования "Санкт-Петербургский Институт Бизнеса и Инноваций", 2019. – С. 15-20. – EDN KERJG.
7. Бондаренко, В. А. Вопросы привлечения инвесторов: мягкие и жесткие факторы в положительных преобразованиях региональной экономики / В. А. Бондаренко, С. С. Галазова, Т. С. Романишина // Финансовые исследования. – 2021. – № 2(71). – С. 76-89.

8. Борисов, А. И. Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития / А. И. Борисов, П. Р. Сватеев // Экономика. Бизнес. Банки. – 2019. – № 11(37). – С. 67-78. – EDN YOEFYSY.
9. Бутяга Владимир Витальевич. Современные особенности применения проектного финансирования в отрасли сжиженного природного газа в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10, 08.00.14 / Бутяга Владимир Витальевич; [Место защиты: Рос. ун-т дружбы народов].- Москва, 2008.- 127 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/655
10. Гаибов, Турал Сохбат оглы. Управление рисками проектного финансирования в коммерческих банках в условиях экономической нестабильности: диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10. Москва. 2020
11. Геращенко В. Инвестиционно-банковский бизнес: зарубежный опыт и Россия. / статья в монографии А. Смирнова Проектное финансирование: инструменты и технологии. М.: МАКС Пресс, 2013. С. 3-10.
12. Горчакова Д.Ю. Роль института развития инфраструктуры и проектов Правительства Великобритании // Общество: политика, экономика, право. – 2017. – № 5.
13. Ермоловская, О. Ю. Особенности финансирования инновационных компаний в России / О. Ю. Ермоловская // Самоуправление. – 2022. – № 1(129). – С. 240-243.
14. Йескомб, Э.Р. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб; перевод с английского И.В. Васильевской. – Москва : Альпина Паблишер, 2015. – 408 с.
15. Катасонов В., Морозов Д., Петров М. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России. М.: Анкил, 2001. 308 с.
16. Клейменова, А. В. Ключевые особенности проектного финансирования / А. В. Клейменова // European Science Review. – 2014. – № 3-4. – С. 205-209. – EDN SIFKCV.

17. Куделич, М. И. "Фабрика проектного финансирования": проблемы и риски для бюджета / М. И. Куделич // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2018. – № 6(46). – С. 71-82. – DOI 10.31107/2075-1990-2018-6-71-82.
18. Лаврушин, О. И., Банковское дело: современная система кредитования. : учебное пособие / О. И. Лаврушин, О. Н. Афанасьева. — Москва : КноРус, 2016. — 358 с. — ISBN 978-5-406-02151-4. — URL: <https://book.ru/book/920650> (дата обращения: 14.09.2023). — Текст : электронный
19. Лускатова, О. В. Фабрика проектного финансирования – актуальный инструмент реализации инфраструктурных проектов в Российской Федерации / О. В. Лускатова, М. В. Робертс // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2019. – № 47. – С. 165-173. – DOI 10.17223/19988648/47/12.
20. Магомаева, Л. Р. Венчурный капитал и инвестиции в самоорганизующихся инновационных кластерах / Л. Р. Магомаева, Т. Р. Магомаев // Общество: политика, экономика, право. – 2015. – № 2. – С. 32-34.
21. Магомаева, Л. Р. Классификация инвестиционных институтов в экономически развитых странах / Л. Р. Магомаева // Вестник Челябинского государственного университета. – 2013. – № 8(299). – С. 19-22.
22. Магомаева, Л. Р. Построение государственной инвестиционной политики для развития российских инновационных кластеров / Л. Р. Магомаева // Региональные проблемы преобразования экономики. – 2012. – № 4(34). – С. 451-457.
23. Мануковская Е. Классификация видов проектного финансирования // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. – 2011. – № 1. – С. 318-325.
24. Москвин В. Кредитование инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2001. 240 с.
25. Никонова, И.А. Проектный анализ и проектное финансирование / И.А. Никонова. – Москва : Альпина Паблишер, 2012. – 154 с.
26. Оценка перспектив развития Федеральной программы «Фабрика проектного финансирования» / А. И. Волков, А. С. Кудрявцева, А. В. Литвинов [и

др.] // Практики управления в публичном секторе: состояние и тенденции развития : Материалы региональной научно-практической конференции, Калуга, 25 ноября 2020 года. – Калуга: ИП Стрельцов И.А. (Изд-во "Эйдос"), 2022. – С. 123-131.

27. Переверзева В. В. Проектное финансирование как инструмент кредитования региональных проектов // Вестник Кемеровского государственного университета. Серия: Политические, социологические и экономические науки. – 2018. – № 2. – С. 128–132. DOI:10.21603/2500-3372-2018-2-128-132

28. Полховская Т. Ю. Классификация рисков проектного финансирования и стратегии их минимизации / Т. Ю. Полховская, А. А. Шевченко // Инженерный вестник Дона. – 2012. – № 3(21). – С. 809-813.

29. Проектное финансирование / М. В. Аликаева, М. Б. Ксанаева, Б. В. Казиева [и др.]. – Нальчик : Кабардино-Балкарский государственный университет им. Х.М. Бербекова, 2019. – 135 с.

30. Ратнер С. Финансирование проектов в области альтернативной энергетики и энергоэффективности: международный опыт и российские реалии // Финансы и Кредит. – 2013. – №24. – С. 7-15.

31. Рукобратский П. Б. Фабрика проектного финансирования как инструмент увеличения доли инвестиций в ВВП / П. Б. Рукобратский // Среднерусский вестник общественных наук. – 2019. – Т. 14, № 5. – С. 93-111. – DOI 10.22394/2071-2367-2019-14-5-93-111.

32. Русановская Е.В. Развитие банковского проектного финансирования в России. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Саратов - 2009

33. Смирнов А. Проектное финансирование: инструменты и технологии. М.: МАКС Пресс, 2013. 460 с.

34. Смирнов А. Л. Когда результативно проектное финансирование? / А. Л. Смирнов, И. И. Родионов // Вестник Владимирского государственного университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых. Серия: Экономические науки. – 2019. – № 4(22). – С. 40-51.

35. Солтаханов, А. У. Международный аспект финансирования инвестиционных проектов / А. У. Солтаханов, Т. Г. Бондаренко, Г. Чжоу // Транспортное дело России. – 2019. – № 3. – С. 28-31. – EDN VROXYH.

36. Тавбулатова З.К. Динамика развития глобального рынка проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Сборник материалов XXII Международной научно-практической конференции "Смирновские чтения – 2023", Санкт-Петербург, 22–24 марта 2023 года / Международный банковский институт имени Анатолия Собчака. Том Часть 3. – Санкт-Петербург: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 64-70. – EDN SUJVVQ.

37. Тавбулатова, З. К. Специфика и особенности российского рынка проектного финансирования: структурно-отраслевые и организационно-финансовые аспекты / З. К. Тавбулатова, У. С. Э. Хаханаев // Ученые записки Международного банковского института. – 2023. – № 2(44). – С. 117-132.

38. Тарасова Т., Колдунова Ю. Фабрика проектного финансирования // В сборнике конференции: «Проектное и структурное финансирование 2022». 20 октября 2022 г. Москва.

39. Тиникашвили Т. Ш. Формирование инвестиционного климата в регионе / Т. Ш. Тиникашвили // Вестник экономической безопасности. – 2018. – № 3. – С. 308-311.

40. Титов, В. О. Предпосылки возникновения и эволюция механизма проектного финансирования // Ученые записки Санкт-Петербургского университета управления и экономики. – 2014. – № 2(46). – С. 43-64.

41. Токаев Н. Х. Инвестиционное развитие региона: сущность, формы проявления, механизмы, потенциал, обоснованность отбора проектов и приоритеты выбора финансовых решений / Н. Х. Токаев, И. В. Сугарова, А. В. Алборов. – Владикавказ : Северо-Осетинский государственный университет имени К.Л. Хетагурова, 2021. – 172 с. – ISBN 978-5-00081-410-9.

42. Хаханаев У. С. - Э. Механизм использования проектного финансирования как способа взаимодействия банка и предприятия в

осуществлении инвестиций / З. К. Тавбулатова, У. С. Э. Хаханаев // Миллионщиков-2020 : Материалы III Всероссийской научно-практической конференции студентов, аспирантов и молодых ученых с международным участием, посвященной 100-летию ФГБОУ ВО «ГГНТУ им. акад. М.Д. Миллионщикова», Грозный, 20–22 сентября 2020 года. – Грозный: ООО "Спектр", 2020. – С. 390-396. – DOI 10.34708/GSTOU.CONF.2020.16.50.087. – EDN GVKLQF.

43. Хаханаев У. С. - Э. Оценка российской и зарубежной практики формирования системы проектного финансирования / У. С. Э. Хаханаев, З. К. Тавбулатова // Ученые записки Крымского инженерно-педагогического университета. – 2023. – № 2(80). – С. 186-190. – DOI 10.34771/UZSERU.2023.80.2.034.

44. Хаханаев У. С. – Э. Исследование факторов снижения рисков финансирования инвестпроектов / У. С. – Э. Хаханаев // Финансы и кредит. (К1) – 2019. – Т. 25, № 9(789). – С. 2167-2178. – DOI 10.24891/fc.25.9.2167.

45. Хаханаев У. С. – Э. Исследование макроэкономических эффектов проектного финансирования в России // Фундаментальные исследования. – № 8. – 2023. – С. 59-64. Хохарь Е.Р. Формирование механизма проектного финансирования для реализации экспортного потенциала отрасли сжиженного углеводородного газа. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук... Москва. 2010

46. Цехомский, Н. В. Фабрика проектного финансирования: особенности механизма / Н. В. Цехомский // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2023. – № 3-1(141). – С. 45-49.

47. Чернов А.В. Проектное финансирование в России: состояние, зарубежный опыт, ГЧП // Финансы и кредит. — 2020. — Т. 26, № 3. — С. 630 — 643.

48. Швед А.А. Анализ проектного финансирования в зарубежных странах // Мировая экономика: проблемы безопасности. – 2022. – № 1. – С. 126—133.

49. Шенаев В., Ирниязов Б. Проектное кредитование: зарубежный опыт и возможности его использования в России. М.: АО «Консалтбанкир», 1996. 120 с.
50. Шмакова, Н. Н. "Фабрика проектного финансирования" как инструмент популяризации проектного финансирования в РФ / Н. Н. Шмакова // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2021. – № 2(128). – С. 184-189.
51. Шуркалин А. Проектное финансирование как эффективная форма международного кредитования // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 2. – С. 56-62.
52. Экономическая оценка инвестиций: учеб. / под ред. М. Римера. 5-е изд., перераб. и доп. СПб.: Питер, 2014. 432 с.
53. Ahmed, P.A. and Fang, X. 1999. Project Finance in Developing Countries. International Finance Corporation.
54. Allen, Grahame. (2003). The Private Finance Initiative (PFI). Economic policy and statistics section. https://www.researchgate.net/publication/289525295_The_Private_Finance_Initiative_PFI
55. Alves, P., & Pinto, J. (2020). The Choice between Project Financing and Corporate Financing: Evidence from the Corporate Syndicated Loan Market. ERN: Other Microeconomics: Intertemporal Firm Choice & Growth. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2876524>.
56. Annamalai, T. R. & Jain, N. 2013. Project Finance and Investments in Risky Environments: Evidence from the Infrastructure Sector. Journal of Financial Management of Property and Construction, 18, 251-267.
57. Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (2004). Economic Growth. The MIT Press.
58. Benoit, P. 1996. Project Finance at the World Bank – An Overview of Policies and Instruments. Washington: The International Bank for Reconstruction and development, The World Bank.

59. Bond, D., Platz, D., & Magnusson, M. (2012). Financing small-scale infrastructure investments in developing countries. <https://doi.org/10.18356/7c12a961-en>.
60. Bonetti, V., Caselli, S., & Gatti, S. (2010). Offtaking agreements and how they impact the cost of funding for project finance deals: A clinical case study of the Quezon Power Ltd Co. *Review of Financial Economics*, 9, 60–71.
61. Borgonovo, E., Gatti, S., & Peccati, L. (2009). What drives value creation in investment projects? An application of sensitivity analysis to project finance transactions, *European Journal of Operational Research*, 205(1), 227–236.
62. Bruner, R. and H. Langhor, 1995, Project financing: An economic overview, Darden School case #295-026-6, University of Virginia.
63. Chan, C., Forwood, D., Roper, H., & Sayers, C. 2009. Public Infrastructure Financing – An International Perspective. Productivity Commission Staff Working Paper, March 2009.
64. Chege, L. 2001. Recent trends in private financing of public infrastructure projects in South Africa. CSIR Building and Construction Technology.
65. Colla, P., Hellowell, M., Vecchi, V., Gatti, S., 2015. Determinants of the cost of capital for privately financed hospital projects in the UK. *Health Policy* 119, 1442–1449.
66. Coppolaro, Lucia & Kavvadia, Helen. (2022). Deciphering the European Investment Bank: History, Politics and Economics. 10.4324/9781003231592.
67. Corielli, F., Gatti, S. & Steffanoni, A., 2010. Risk shifting through nonfinancial contracts: effects on loan spreads and capital structure of project finance deals. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(7), pp.1295–1320.
68. Cour, L., & Müller, J. (2014). Growth and Project Finance in the Least Developed Countries. *Economic Growth eJournal*.
69. Dresen J. The Role of State Corporations in the Russian Economy. Kennan Institute. <https://www.wilsoncenter.org/publication/the-role-state-corporations-the-russian-economy>

70. E. L. J. Coornaert, *The Cambridge Economic History of Europe*, Vol. IV, Chapter IV, Cambridge University Press (1967), pp. 223-275.
71. Esty, B. C. (2004) *Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance*, *European Financial Management*. 10, (2), 213–224.
72. Esty, B. C. and Sesia A. (2003a) *Basel II: Assessing the Default and Loss Characteristics of Project Finance Loans*, Harvard Business School, Boston, February 14, 2003.
73. Esty, B. C. and Sesia, A. (2006) *An Overview of Project Finance and Infrastructure Finance 2006 Update*, Harvard Business School, Boston.
74. Esty, B.C., 2003. *The economic motivations for using project finance*. Harvard Business School Mimeo, pp.1–42.
75. Fernand Braudel, "The Wheels of Commerce," in *Civilization and Capitalism*, Vol.II, Harper & Row (New York: 1982) pp. 101-103.
76. Fight A. *Introduction to project finance*. Butterworth-Heinemann (Elsevier), 2006. 214 p.
77. Finnerty, J.D., 2013. *Project financing: Asset-based financial engineering*, 3rd ed., New Jersey: John Wiley & Sons. Inc.
78. Finnerty, John D., 1996, *Project Finance: Asset-Based Financial Engineering* (John Wiley & Sons, New York, N.Y.).
79. Fitzgerald, P.F. and Machlin, B.N. (2001) *Project Financing: Building Infrastructure Projects in Developing Markets*, Practising Law Institute (New York, NY).
80. Frame, J. D. (2003) *Project Finance: Tools and Techniques*, University of Management and Technology (UMT) Press (Arlington, VA).
81. Gardner, D. & Wright, J., 2011. *Project finance*. HSBC Global Banking and Markets, pp.1– 13.
82. Gatti, S. 2013. *Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects*, 2nd ed., Cambridge: Academic Press

83. Hainz, C., & Kleimeier, S. (2012). Political risk: Project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 287-314.
84. Hoffman, Scott, L., *The Law and Business of International Project Finance*, Kluwer Law International, Netherlands, 2nd Edition, 2001.
85. Hwang, Bon-Gang & Zhao, Xianbo & Gay, Mindy. (2013). Public private partnership projects in Singapore: Factors, critical risks and preferred risk allocation from the perspective of contractors. *International Journal of Project Management*. 31. 424-433.
86. Ilin, I. (2019). Modeling Of The Projects Investment Attractiveness Implemented Under Conditions Of Project Financing. <https://doi.org/10.15405/EPSBS.2019.04.65>.
87. Jean Gimpel, *The Medieval Machine: The Industrial Revolution of the Middle Ages*, Holt Rinehart Winston (New York: 1976) p. 73.
88. Juurikkala, Oskari. (2010). Review of *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters for Global Capitalism*, By George A. Akerlof and Robert J. Shiller. *Economic Affairs*. 30. 98-99.
89. Kamanga, H.B. 2008. The role of governance in using project finance as a contract for the delivery of infrastructure in Africa. Research report presented in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters in Development Finance at the University of Stellenbosch Business School, Bellville, South Africa.
90. Kensinger, John & Martin, John. (2005). Project Finance: Raising Money the Old-Fashioned Way. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1. 69 – 81. [10.1111/j.1745-6622.1988.tb00474.x](https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1988.tb00474.x).
91. Khoroshilov, E. (2020). *SUSTAINABLE FINANCE in Canada*. Economic Systems.
92. Kleimeier, S. & Megginson, W. L., 2000. Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13: pp.75–87.

93. Kleimeier, S. & Versteeg, R. 2010. Project finance as a driver of economic growth in low-income countries. *Review of Financial Economics*, 19(2), 49–59.
94. Kleimeier, S., Versteeg, R.J., 2009. Project Finance as a Driver of Economic Growth in Low-Income Countries. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1340903>
95. La Cour, Lisbeth, and Jennifer Müller (2014). “Growth and project finance in the least developed countries”, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 7(2), pp. 77–103.
96. Leland, H. E. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *Journal of Finance*, 62, 765–808
97. Levine, R. & Zervos, S. 1996. Stock markets development and long-run growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
98. Levine, R. 2004. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. Working Paper 10766. National Bureau of Economic Research. Cambridge.
99. Long-term Finance and Economic Growth. 2013. Group of Thirty. Washington: USA.
100. Mankiw N.G., Taylor M.P. *Economics*. Cengage Learning, 2014. — 837 p. — 3rd ed.
101. Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437.
102. Marco Sorge, The nature of credit risk in project finance, *BIS Quarterly Review* (Bank for International Settlements, Basel), December 2004, p.92-93.
103. Megginson, W. L. 2010. Introduction to the Special Issue on Project Finance. *Review of Financial*, 19, 47-48.
104. Megginson, W. L., & Kleimeier, S. (2000). Are project finance loans different from other syndicated credits? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 75–87.
105. Merton, R. & Bodie, Z. 1995. A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment. In Crane, D.B., Froot, K.A., Mason, S.P., Perold, A., Merton,

R.C. et al. (eds.), *The global financial system: A functional perspective*. Boston: Harvard Business School Press.

106. Moodys Investors Service Default and recovery performance of unrated project finance bank loans. January, 2012.

107. Nevitt, P.K., and FJ. Fabozzi, 2000, *Project Financing*, 7th edition, Euromoney Books (London, U.K.).

108. Novo, M. (2012). *Legal aspects of project finance*. In S. Gatti (Ed.), *Project Finance in Theory and Practice* (2nd ed.) San Diego: Academic Press.

109. Owolabi, H., Oyedele, L., Alaka, H. & Akinade, Samba, O. 2020. Risk Mitigation In PFI/PPP Project Finance – A Framework Model for Financiers ‘Bankability Criteria. *Built Environment Project and Asset Management*, 10, 28-49.

110. Ramey, Valerie A. (2020). “The macroeconomic consequences of infrastructure investment”, Working Paper, No. 27625, July (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

111. Rustem, M. (2016). "The General Theory of Employment, Interest and Money" J. M. Keynes: Background, Methodology and Specific Interpretations. *Journal of Institutional Studies*. 8. 6-35.

112. Sawant, R.J., 2010. The economics of large-scale infrastructure FDI: The case of project finance. *Journal of International Business Studies*, 41(6), pp.1036–1055.

113. Schumpeter, J. 1911. *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Duncker & Humblot.

114. See Blackrock (2016), *Adapting Portfolios to Climate Change—Implications and Strategies for all Investors*, Blackrock Investment Institute, September; Rubel, H., Pieper, C., Zenneck, J., Sunak, Y., 2017. *How Batteries and Solar Power Are Disrupting Electricity Markets*, BCG Perspectives, January

115. Shah, S. & Thakor, A. V, 1987. Optimal capital structure. *Journal of economic theory*, 243(42), pp. 209–243.

116. Singh G. *Tax and Project Finance*. Special Issue. «International Business Lawyer», May 1998, vol. 26, №5, P. 193-240 (International Bar Association, Section on Business Law).

117. Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
118. Sorell, T. 2008. Project Financing in Developing Countries, New Corporate Social Responsibility, Human Rights, and Multinationals. *Essex Human Rights Review*, 5, 1-9.
119. Sorge, M. & Gadanez, B., 2008. The term structure of credit spreads in project finance. *International Journal of Economics and Finance*, 13(1), pp.68–81.
120. Steffen, Bjarne (2018). “The importance of project finance for renewable energy projects”, *Energy Economics*, 69, pp. 280–294.
121. Subramanian, K. V., & Tung, F. (2016). Law and project finance. *Journal of Financial Intermediation*, 25, 154–177.
122. Sueyoshi T., Ryu Y. Performance assessment on technology transition from small businesses to the U.S. Department of Defense. *Socio-Economic Planning Sciences*. Volume 80. 2022. 101177.
123. Tinsley, Richard, *Advanced Project Financing: Structured Risks*, Euromoney Institutional Investor PLC, UK, 2nd Edition, 2014.
124. Verdina, A., & Verdina, G. (2012). Assessment and problems of projects implemented by companies and co-financed by the European Union funds in Latvia. *Economics and Management*.
125. Weber, Barbara, Mirjam Staub-Bisang and Hans Wilhelm Alfen (2016). *Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP* (Cornwall: John Wiley & Sons).
126. Woody W.B., Pourian H. Risk Assessment and Options in Project Finance: A P&L Index for Project Decisions. *Project Management Journal*, 1992, vol. 23, iss. 4, pp. 21–28.
127. Wynant, L. (1980) *Essential Elements of Project Finance*, Harvard Business Review, May- June, pp. 165-173.
128. Yescombe, E.R, *Principles of Project Finance*, (Yescombe Consulting Ltd, UK, 2002)

129. Yescombe, E.R., 2014. Principles of project finance, 2nd ed., MA: Academic Press

130. Yves Alhouy and Reda Bousha, “The Impact of IPPs in Developing Countries – Out of the Crisis and into the Future,” Public Policy For The Private Sector World Bank Note No. 162 (Dec. 1998).

131. Министерство экономического развития РФ. Фабрика проектного финансирования ВЭБ. «Ведомости», Пресс-служба ВЭБ. <https://habarovsk.bezformata.com/listnews/veb-cherez-novij-mehanizm/66561489/>

132. Прямые иностранные инвестиции, чистый приток. Данные Международного банка. <https://data.worldbank.org/indicator>

133. Фабрика проектного финансирования. Официальный сайт ВЭБ.РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/biznesu/fabrika-proektnogo-finansirovaniya/> (дата обращения: 14.03.2023)

134. Федеральная служба государственной статистика РФ. Официальный сайт. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 20.03.2023).

135. Capital Cost Recovery across the OECD, 2022. <https://taxfoundation.org/capital-allowances-cost-recovery-2023/>

136. Federal Transit Administration Capital Investment Grants Program Initial Guidance Proposals. Federal Register/Vol. 87, No. 50. 2022. https://www.apta.com/wp-content/uploads/FTA_Initial_Guidance_Proposals_for_the_Capital_Investment_Grants_Program_03-15-2022.pdf

137. Gong B., Leung V., Nagpal J., Beicke K. 2023 Global Project Finance Outlook: Building Momentum Despite Macroeconomic Risks. <https://www.dbrsmorningstar.com/research/408841/2023-global-project-finance-outlook-building-momentum-despite-macroeconomic-risks>

138. IJGlobal League Tables. IJ Global: official website. – 2023. – URL: <https://ijglobal.com> (дата обращения: 20.02.2023).

139. IMF. (2015). Public Investment: An Engine of Growth and Fiscal Stabilization. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff->

Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Public-Investment-An-Engine-of-Growth-and-Fiscal-Stabilization-43698

140. IPFA (International Project Finance Association) (2008), Introduction to Project Finance. <https://www.ipfa.org/>

141. OECD. (2015). Financing Investment: The Role of Government Budgets. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264238028-en>

142. Refinitiv, 2019. Global Project Finance Review – First Half 2019, Managing Underwriters. [Online] Available at: <https://www.refinitiv.com/dealsintelligence/>

143. Rinaldi D., Núñez Ferrer J. The European Fund for Strategic Investments as a New Type of Budgetary Instrument. Policy department D: Budgetary affairs. <http://www.europarl.europa.eu/studies>

144. Strategic Plan for FY 2018-2022. U.S. Department of Transportation. Cover Images. <https://www.transportation.gov/sites/dot.gov/files/docs/mission/administrations/office-policy/304866/dot-strategic-plan-fy2018-2022.pdf>

145. The situation is similar in the transportation sector where traditional utilities must rethink their business models and underlying technologies to adapt to climate change and adverse weather conditions. See OECD (2017), Adapting Transport to Climate Change and Extreme Weather Implications for Infrastructure Owners and Network Managers, Paris.

146. UNCTAD (2020). World Investment Report 2020: International Production beyond the Pandemic (New York and Geneva: United Nations).

147. UNCTAD (2022). World Investment Report 2022: International Tax Reforms and Sustainable Investment (New York and Geneva: United Nations).

148. UNCTAD. (2013). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/diaepcb20135_en.pdf

149. UNCTAD. (2012). Investment Policy Review: Russian Federation. United Nations Conference on Trade and Development. https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2012_ru.pdf.

150. Whyte, K., 2019. Baker Mckenzie. [Online] Available at: <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2019/09/keyconsiderations-project-bankability-africa>

151. World Bank Group, 2016. ppp.worldbank.org. [Online] Available at: <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/projectfinance-concepts>

Приложение 1. Матрица рисков сделок по проектному финансированию

	Риски, обнаруженные на этапах до и после завершения работ							Фаза до завершения строительства		Риски на этапе после завершения работ		
	Финансовый риск	Процентный риск	Инфляция	Экологический риск	Регуляторный риск	Политический риск	Страновой риск	Технологический риск	Строительный риск	Операционный риск	Риск поставок	Риск спроса
SPV	сопоставление валют							гарантии спонсоров перед кредиторами				
Подрядчик					лимиты полученных разрешений на строительство			включены в договор на строительство	договор «под ключ» с фиксированной ценой	договор «под ключ»		
Поставщик оборудования и технологий								подлежащие уплате штрафы				
Оператор										выплата неустоек и отстранение оператора		
Покупатели			установление									«бери или»

			заранее согласованных инфляционных корректировок									плати»
Поставщики			установление заранее согласованных инфляционных корректировок								соглашение «поставка или оплата» или соглашение «сквозная поставка»	
Кредитные агентства						программы кредитного страхования	программы кредитного страхования					
Банки	деривативы и инструменты покрытия	деривативы									индоссамент кредит на возврат кредитов поставщика	индоссамент кредит на возврат кредитов поставщика

Страховые компании				страховой полис			страховой полис		страховой полис	страховой полис		
Независимые энергетические компании								оценки технологической обоснованности	сертификация последующих испытаний			

Приложение 2. Матрица парных корреляций проектного финансирования

	Проектное финансирование, млн. долл. США	ВВП, млрд. рублей	ВВП/душу населения, долл. США	Прямые инвестиции, млн. долл. США	Платежный баланс, млн. долл. США	Глобальное проектное финансирование, млн. долл. США	Участие в капитале за исключением реинвестируемых доходов, млн. долл. США	Степень износа основных средств, %	Инвестиции на душу населения, руб.	Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	Курс рубля к долл. США	Инфляция, %	Безработица, %	Золотовалютные резервы, млрд. долл. США	Объем выданных кредитов, млрд. руб.
Проектное финансирование, млн. долл. США	1,000	0,452*	0,452*	-0,031	-0,094	0,435	-0,052	-0,285	0,435*	0,435*	0,554**	-0,252	-0,386	0,389	0,463*
ВВП, млрд. рублей	0,452*	1,000	1,000	0,075	0,508	0,920	-0,218	-0,748	0,995	0,996	0,872	-0,548	-0,899	0,800	0,992
ВВП/душу населения, долл. США	0,452*	1,000	1,000	0,087	0,510	0,923	-0,214	-0,749	0,996	0,997	0,867	-0,550	-0,900	0,807	0,991
Прямые инвестиции, млн. долл. США	-0,031	0,075	0,087	1,000	0,195	0,294	0,674	-0,212	0,135	0,122	-0,294	-0,254	-0,260	0,526	-0,001
Платежный баланс, млн. долл. США	-0,094	0,508	0,510	0,195	1,000	0,624	-0,074	-0,445	0,520	0,518	0,257	0,048	-0,488	0,428	0,492

Глобальное проектное финансирование, млн. долл. США	0,435	0,920	0,923	0,294	0,624	1,000	0,005	-0,821	0,943	0,940	0,707	-0,449	-0,818	0,913	0,911
Участие в капитале за исключением реинвестирования доходов, млн. долл. США	-0,052	-0,218	-0,214	0,674	-0,074	0,005	1,000	-0,115	-0,166	-0,172	-0,305	-0,009	0,020	0,183	-0,244
Степень износа основных средств, %	-0,285	-0,748	-0,749	-0,212	-0,445	-0,821	-0,115	1,000	-0,778	-0,777	-0,656	0,443	0,613	-0,800	-0,770
Инвестиции на душу населения, руб.	0,435	0,995	0,996	0,135	0,520	0,943	-0,166	-0,778	1,000	1,000	0,841	-0,552	-0,894	0,840	0,987
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	0,435	0,996	0,997	0,122	0,518	0,940	-0,172	-0,777	1,000	1,000	0,847	-0,549	-0,894	0,833	0,988
Курс рубля к долл. США	0,554	0,872	0,867	-0,294	0,257	0,707	-0,305	-0,656	0,841	0,847	1,000	-0,474	-0,701	0,537	0,899
Инфляция, %	-0,252	-0,548	-0,550	-0,254	0,048	-0,449	-0,009	0,443	-0,552	-0,549	-0,474	1,000	0,556	-0,640	-0,493
Безработица, %	-0,386	-0,899	-0,900	-0,260	-0,488	-0,818	0,020	0,613	-0,894	-0,894	-0,701	0,556	1,000	-0,770	-0,866
Золотовалют	0,389	0,800	0,807	0,526	0,428	0,913	0,183	-0,800	0,840	0,833	0,537	-0,640	-0,770	1,000	0,772

ные резервы, млрд. долл. США															
Объем выданных кредитов, млрд. руб.	0,463	0,992	0,991	-0,001	0,492	0,911	-0,244	-0,770	0,987	0,988	0,899	-0,493	-0,866	0,772	1,000

* коэффициент значимости на уровне 0,05

** коэффициент значимости на уровне 0,01