

УДК 336.02

Е. В. Михина

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: evmikhina@fa.ru

ДОЛГОВОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В РОССИИ: РЕАЛИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Ключевые слова: источники финансирования, долговое финансирование, проектное финансирование, корпоративное финансирование, банковское финансирование, небалансовое финансирование.

Статья посвящена рассмотрению актуальных вопросов, связанных с обеспечением инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации, необходимыми источниками финансирования. В исследовании представлены преимущества проектного финансирования, позволяющие осуществлять масштабные проекты в условиях равномерного распределения рисков. В процессе анализа автор отмечает необходимость сочетания в проектном финансировании разнообразных источников: государственных средств, банковских ресурсов и частного капитала. Акцент сделан на банковском финансировании, как наиболее востребованном направлении в ряду других источников: рассмотрены варианты совместного и последовательного банковского финансирования проектов, дана их характеристика. В отдельную позицию выделено смешанное финансирование (блендирование), развитие которого положительно зарекомендовало себя в мировой практике и набирает популярность в нашей стране. Рассмотрены основные инструменты и примеры смешанного финансирования в России в рамках реализации таких востребованных программ как «Фабрика проектного финансирования», «Инфраструктурное меню», модернизация общественного транспорта. Положительное влияние результатов применения указанных программ на инвестиционные процессы в регионах Российской Федерации обосновано в ходе анализа статистической информации. В исследовании обозначены проблемные участки и представлены меры, направленные на создание стимулов и устранение ограничений, препятствующих полноценному развитию проектного финансирования.

E. V. Mikhina

Financial University at Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: evmikhina@fa.ru

DEBT FINANCING OF INVESTMENT PROJECTS IN RUSSIA: REALITIES AND PROSPECTS

Keywords: debt financing, project financing, off-balance sheet financing, sources of financing, corporate financing, bank financing.

The article is devoted to the consideration of issues related to the current state of project financing in Russia, the provision of investment projects with the necessary sources of financing and the problems arising in connection with this. The author notes the advantages of project financing, which allow the implementation of large-scale projects under conditions of even distribution of risks. Conducting the study, the author notes the need to combine various sources in project financing: government funds, banking resources and private capital. The emphasis is on bank financing, as the most popular direction among other sources: options for joint and consistent bank financing of projects are considered, and their characteristics are given. The author highlights mixed financing (blending), the development of which has positively proven itself in world practice and is gaining popularity in our country. The main tools and examples of implementing blended finance in Russia are considered as part of the implementation of such popular programs as "Project Finance Factory", "Infrastructure Menu", modernization of public transport. The positive impact of the results of the application of these programs on investment processes in the regions of the Russian Federation is substantiated during the analysis of statistical information. The study identifies problem areas and presents measures aimed at creating incentives and eliminating restrictions that impede the full development of project finance.

Введение

В условиях повышенной конкуренции за ресурсы и ограниченных возможностей корпоративного и банковского сектора возникают немалые сложности в финансировании крупных долгосрочных проектов. Как правило они связаны с развитием федеральной

и региональной инфраструктуры, промышленного производства, транспортного сообщения, освоением новых месторождений. В такой ситуации значительно возрастает роль всех форм долгового финансирования.

Ограниченные возможности вложения собственных средств, способных в полной

мере обеспечить финансирование долгосрочных инвестиционных проектов, выводят на лидирующие позиции таких поставщиков финансовых ресурсов как коммерческие банки, международные и национальные финансовые институты, финансовые рынки, которые позволяют привлекать дополнительные ресурсы путем выпуска и размещения ценных бумаг. Необходимость в привлечении дополнительных ресурсов усилилась после принятия ООН целей устойчивого развития в 2015 году [18], когда между потребностями в финансировании достижения этих целей и финансовыми возможностями национальных экономик произошел существенный разрыв.

Цель исследования – анализ видов долгового финансирования инвестиционных проектов в современной России и определение возможностей его дальнейшего совершенствования.

Материал и методы исследования

Статья написана на основе материалов экономической и правовой литературы, данных официальных сайтов министерств и ведомств Российской Федерации. При выполнении статьи применялись методы сравнения, системного анализа, синтеза, обобщения и группировки.

Результаты исследования и их обсуждение

Особое значение поиск и структурирование источников средств приобретает в условиях проектного финансирования. Подобная ситуация объясняется доминирующим значением заемных средств (до 90% общих инвестиционных затрат) в сравнении с собственными вложениями в проекты.

Научные разработки, связанные с анализом текущего состояния и перспективами проектного финансирования, поиском ответов на принципиальные вопросы, связанные со снижением рисков, структуризацией и привлечением новых источников капитала, активизации частного капитала в финансировании инвестиционных проектов занимают достаточно большое внимание в работах отечественных экономистов [3, 4, 8, 9, 17]. Такие авторы, как Кайнара А.А. [7], Оразнурова А.Р. [11] посвящают свои работы рассмотрению сущностных сторон проектного финансирования, проблемам мобилизации финансовых источников его реализации, другие акцентируют свое внимание

на специфике формирования фискального пространства с учетом текущих реалий [6], на определении роли и доли участия государства и частного капитала в данном процессе [16, 14, 20].

Проектное финансирование, в отличие от корпоративного, имеет свою специфику: реализация проектов происходит через специальную проектную компанию. В России при использовании проектного метода финансирования в рамках механизма «Фабрика проектного финансирования» допускается реализация инвестиционного проекта без создания проектной компании, однако требуется соблюдение условия ведения раздельного учета деятельности по такому проекту от иной деятельности компании. Такой подход характерен для внебалансового финансирования, когда отчет о результатах проектной деятельности обособлен от балансовых отчетов его инициатора или акционеров. Выведение результатов проектного финансирования в формат забалансовой отчетности выгодно инициатору и участникам проекта, поскольку отраженные в их составе заимствования не утяжеляют долговую нагрузку, и, соответственно, не ограничивают объем потенциальных заимствований.

В мировой практике проектного финансирования различают финансирование без права регресса и финансирование с ограниченным правом регресса. В первом случае инициатор проекта не предоставляет никаких гарантий в рамках специальной проектной компании, а во втором – несет ответственность по долгам проекта в очень ограниченном объеме. Отсутствие регресса означает, что заемщики и их акционеры не обязаны отвечать по долгам в случае их возникновения. В рамках долгового финансирования интересы кредиторов заставляют их руководствоваться результатами оценки возможностей заемщика по выплате причитающейся суммы долга и процентов будущих доходов самого проекта.

Еще одним важным отличием проектного финансирования от корпоративного является распределение рисков. В связи с большой долей внешних заимствований в структуре финансирования риски возникают как у всех сторон-участников. Значительный объем расходов, осуществляемых в проектом финансировании, требует их систематизации по направлениям: затраты на реализацию проекта; затраты, обусловленные возникновением риска; затраты

на получение прибыли. Такое распределение расходов способствует организации грамотного управления ими и позволяет обеспечить их аналитическое сопровождение: отслеживать динамику и структуру, своевременность осуществления, проводить сопоставление с запланированным объемом и выявлять причины отклонений, вести работу по устранению непредвиденных затрат.

Безусловное лидерство в финансировании крупных инвестиционных проектов принадлежит банкам. В зависимости от варианта банковского участия в проекте различают:

- совместное финансирование с несколькими кредитными организациями;
- последовательное финансирование с уступкой требования.

Совместное финансирование, основанное на одновременном привлечении финансовых ресурсов из нескольких источников, бывает в двух формах:

- параллельное финансирование, которое подразумевает одновременное финансирование разных частей проекта разными банками / небанковскими финансовыми учреждениями. В соответствии с соглашением каждый кредитор отвечает за финансирование закрепленной за ним части проекта, то есть действует в рамках обозначенной квоты;
- синдицированное финансирование, в рамках которого осуществляется обеспечение проекта за счет выдачи заемщику синдицированного кредита несколькими банками.

При последовательном финансировании крупный банк выступает в роли инициатора выдачи кредита, и в дальнейшем, начав финансирование, может избавиться от проекта, передав свои права другому учреждению на взаимовыгодных условиях. Такой опыт становится широко распространенным в мировом банковском секторе.

В последнее десятилетие в самостоятельную позицию выделилось так называемое смешанное финансирование или, как его еще называют, блендирование. Механизм его применения предусматривает комбинирование льготного финансирования и инвестиций, осуществляемых на коммерческих условиях. Льготные условия позволяют снизить финансовые, политические, операционные риски для частного сектора, а также сделать проект более устойчивым. Привлечение частного капитала, в виде банковских кредитов, фондов акционерного капитала, пенсионных фондов, денежных

средств инвестиционных и страховых компаний укрепляет финансовые возможности по реализации проекта и позволяет сбалансировать риски участников.

Инструментарий смешанного финансирования включает кредиты, гранты, гарантии, прямые инвестиции, облигации. По данным ОЭСР, наиболее востребованными среди них в период с 2012 по 2018 гг. стали гарантии (40%), кредиты (18%) и прямые инвестиции (18%) [19].

Тем не менее, невозможно однозначно выделить единственный приоритетный инструмент смешанного финансирования, актуальность механизмов зависит от конкретно взятого проекта. С точки зрения результативности инвестиционного проекта аналитики ОЭСР выделяют прямые инвестиции, направленные на развитие внутреннего рынка, поскольку это обеспечивает создание новых технологий, развитие корпоративной культуры, появление новых институтов, что способствует системной трансформации национальной экономики.

Российская практика применения смешанного финансирования проектов включает в себя ряд направлений, одним из которых является Программа «Фабрика проектного финансирования» [1] (далее – Программа «ФПФ»).

По данным Министерства экономического развития Российской Федерации, в 2024 году в рамках Программы «ФПФ» реализуется 31 проект, с общим объемом инвестиций 2,1 трлн руб., из которых объем синдицированного кредита ВЭБ.РФ и банков-партнеров составил 750 млрд. руб. Кроме того, 61 проект находится на рассмотрении [10]. Все потенциальные проекты проходят процедуру многоуровневого отбора, установленную Регламентом программы «Фабрика проектного финансирования» (приложение к приказу ВЭБ.РФ от 19.05.2023 № 108).

Первым проектом, реализованным в рамках Программы «ФПФ», стало строительство завода на площадке «КуйбышевАзот» (г. Тольятти, Самарская область), на реализацию которого по программе было привлечено 4,7 млрд руб., а общая стоимость проекта составила 8,6 млрд руб. Реализация проекта позволила осуществить выпуск импортозамещающей продукции (серной кислоты марки «К» и улучшенного олеума), создать дополнительные рабочие места в высокотехнологичной сфере и увеличить налоговые отчисления в бюджет.

Таблица 1

Отраслевой состав и стадии реализации проектов, реализуемых при поддержке Программы «Фабрика проектного финансирования»

№ п/п	Отраслевое направление проекта	Наименование объекта и стадия реализации проекта	
		Введенные в эксплуатацию объекты	Проект одобрен / в стадии завершения работ
1	Транспортная инфраструктура	Морские порты «Ванино», «Суходол»; аэропорты в Магадане, Новосибирске; автодорога в Уфе	Магистраль Москва-Санкт-Петербург, Джугда-Сочи; терминал аэропорта в Оренбурге; порт «Лавна»;
2	Энергетика	Модернизация Пермской, Ижевской, Самарской ТЭЦ	Подготовка к проведению работ на Нерюнгринской, Якутской, Партизанской ГРЭС, Владивостокской ТЭЦ; одобрено строительство Артемовской, Хабаровской ТЭЦ
3	Химическая промышленность	Построены два завода на базе «КуйбышевАзот», завод на базе «Еврохим», Находкинский завод минеральных удобрений	Одобрены проекты по строительству газохимического комплекса «Сибура» в Амурске
4	Металлургия	МЛК «Удоканская медь», Черногорское месторождение медно-никелевых руд (Таймыр), Корбалихинский полиметаллический рудник, Рубцовская обогатительная фабрика	Завершается строительство электрометаллургического комплекса ООО «Эколант», планируется освоение второй очереди Удоканского месторождения

Источник: составлено авторами.

Таблица 2

Динамика объема инвестиций в России и регионах в 2018-2023 годах (млрд руб.)

№ п/п	Показатели	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	Прирост 2023 г. к 2018 г. (% , п.п.)
1	Российская Федерация, всего, в том числе:	17 782	19 329	20 394	23 240	28 414	34 036	91,4
	- регионы – участники Программы «ФПФ»	5 529	6 558	7 441	8 995	11 010	12 944	134,1
	- остальные регионы	12 253	12 772	12 952	14 245	17 404	21 092	72,1
2	Доля регионов-участников в общем объеме инвестиций, %	31,1	33,9	36,5	38,7	38,7	38,0	+6,9 п.п.

Источник: составлено автором по данным Росстата [15].

В настоящее время отраслевой охват проектов, реализуемых при поддержке Программы «ФПФ», включает основные направления, представленные в таблице 1.

Наибольшее количество из числа перечисленных проектов реализовано (будет реализовываться) на территории дальневосточных регионов (около 1/3), а всего в Программе «ФПФ» задействованы 22 субъекта Российской Федерации.

К числу крупнейших стоит отнести проекты по созданию металлургического комплекса «Удоканская медь» в Забайкальском крае – стоимостью 230 млрд руб., включая синдицированный кредит в сумме около 140 млрд руб. [13], и освоению Черногорского месторождения медно-никелевых руд

на Таймыре – стоимостью 240 млрд руб., в том числе синдицированный кредит 180 млрд руб. [15] Наряду с указанными проектами весомый объем инвестиций направлен в строительство дальневосточного угольного морского порта «Суходол» (180 млрд руб.) и электрометаллургического комплекса ООО «Эколант» (150 млрд руб.).

В целом, за период с начала реализации Программы «ФПФ» по 2023 год в регионах, на территории которых реализуются проекты, динамика инвестиционной активности характеризуется более высокими темпами (таблица 2).

По данным за 2018-2023 годы показатель прироста инвестиций в регионах – участниках составил 134,1%, против 72,1%

по остальным регионам России и 91,4% по России в целом, что в целом говорит об успешности программы.

На фоне отмеченных достижений вызывает озабоченность слабое участие в финансировании проектов Фабрики со стороны региональных банков: их вовлечение в данный процесс могло бы в значительной мере поддержать реализацию инвестиционных проектов крупного бизнеса, состоящего на обслуживании в локальных банках.

За период с начала реализации Программы «ФПФ» по настоящее время, лидерами по объему вложений в инвестиционные проекты продолжают оставаться Сбербанк, Газпромбанк, ВТБ, Банк «Открытие».

Еще одним направлением реализации смешанного финансирования в современной российской практике являются проекты программы «Инфраструктурное меню» [2]. Данная программа нацелена на обеспечение инфраструктурного развития регионов посредством реализации значимых проектов социальной направленности с высокой экономической эффективностью.

Отраслевой спектр проектов «Инфраструктурное меню» с участием ВЭБ.РФ охватывает такие направления как энергетическая и дорожная инфраструктура, строительство школ, развитие территорий и общественного транспорта, портовой и туристической инфраструктуры, ЖКХ.

Состав инструментов, с помощью которых действует механизм, включает инфраструктурные бюджетные кредиты и облигации, субсидирование процентной ставки, реструктуризацию бюджетных кредитов за 2020-2021 гг., поддержку корпорации развития «ВЭБ.РФ», программу модернизации коммунальной инфраструктуры.

Также механизмы смешанного финансирования используются в программе модернизации общественного транспорта, в которой ВЭБ.РФ участвует в качестве проектного офиса, координатора проекта и финансового партнера. Программа действует при непосредственном применении инструментария смешанного финансирования в виде инфраструктурных бюджетных кредитов, льготного лизинга (при поддержке Фонда национального благосостояния), капитальных грантов (предоставляемых правительством), средств ВЭБ.РФ и инвесторов.

Например, 124 новых автобуса поставлены в Улан-Удэ в рамках совместного про-

екта ВЭБ.РФ и АО «Государственная транспортная лизинговая компания» (ГТЛК). Первая партия новых автобусов вышла на маршрут в сентябре 2022 г. Кредитные средства предоставленные ГТЛК на общую сумму 1,5 млрд руб., (из которых 978 млн руб. или более 65% – кредит ВЭБ.РФ), направлены на приобретение крупной партии автобусов отечественных производителей для развития городского пассажирского транспорта в городе.

Оценивая вышеизложенные примеры по реализации различных подходов с применением долгового финансирования проектов, можно сказать, что государство стремится всесторонне использовать возможности привлечения к участию в дорогостоящих и масштабных проектах частный капитал в разнообразных его формах.

Вместе с тем, по данным Счетной палаты России, реализуемые меры оказывают недостаточное стимулирующее влияние на инвестиционный климат в ряде субъектов Российской Федерации [5]. Анализ, проведенный аудиторами за 2021 – 2022 годы, наряду с результативными показателями выявил наличие пробелов в правовом обеспечении, присутствие функциональных барьеров, снижающих интерес со стороны бизнеса и затрудняющих получение государственной поддержки. Отсутствие единого систематизированного реестра инструментов в сфере инвестиционной деятельности не позволяет инвесторам, заказчикам и другим заинтересованным лицам получать комплексную и исчерпывающую информацию о действующих мерах государственного стимулирования инвестиций и возможностях их комплексного применения.

Одной из проблем остается недостаточная вовлеченность субъектов РФ в использование разработанных государством инструментов стимулирования инвестиционной активности. В частности, по состоянию на сентябрь 2023 года только 2/3 из общего числа регионов применяют те или иные меры государственной поддержки инвестиций, тогда как 29 субъектов страны (34% от общего числа) разработанные механизмы не используют [5]. Во многом причиной такой ситуации является отсутствие информации о комплексном использовании нескольких мер поддержки при реализации инвестиционного проекта [5]. Анализ информации, размещенной в от-

крытом доступе, показал, что данная проблема актуальна и для Программы «ФПФ»: данные о возможности получения иных мер поддержки в случае реализации проекта с использованием синдицированного кредита отсутствуют.

Выводы

В целом современная российская практика проектного финансирования инвестиционных проектов доказывает свою работоспособность. При этом дальнейшее развитие долгового финансирования в данной сфере во многом зависит от заинтересованности инвесторов и кредиторов в участии в проектах, формирования единой системы информационных ресурсов для сторон – пользователей, привлечения региональных банков к финансированию локальных проектов.

Исходя из этого, дальнейшему улучшению инвестиционного климата и повышению работоспособности мер, стимулирующих реализацию значимых инвестиционных проектов в разных отраслях

и регионах страны, по мнению автора, могут способствовать:

- устранение несогласованности и пробелов в нормативно-правовых актах, регулирующих инвестиционную деятельность в России;

- разработка сводного реестра мер государственного стимулирования инвестиций, содержащего группировку всего перечня предлагаемых механизмов поддержки, отражения результатов, позволяющих оценить их эффективность и востребованность субъектами инвестиционной деятельности;

- формирование на правовой основе единой системы информационных ресурсов, содержащих сведения о федеральных и региональных мерах поддержки инвестиционной деятельности;

- создание единой системы администрирования инвестиционной деятельности, взаимодействия и мониторинга профильных организаций и ведомств, в целях принятия эффективных решений в сфере инвестиционной политики в России.

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации.

Библиографический список

1. Постановление Правительства Российской Федерации от 15.02. 2018 г. № 158 «О программе «Фабрика проектного финансирования»» [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_291117/ (дата обращения: 29.07.2024).
2. «Паспорт государственной программы (комплексной программы) Российской Федерации «Развитие федеративных отношений и создание условий для эффективного и ответственного управления региональными и муниципальными финансами» (утв. решением Правительства РФ, протокол от 28.12.2021 № 3) // [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411427/ (дата обращения: 03.07.2024).
3. Батрукова Н.М. Инструменты финансирования при структурировании проектов государственно-частного партнерства // Вестник Академии знаний. 2023. № 5(58). С. 345-349.
4. Бойко И.А. Об источниках финансирования деятельности организаций в современных условиях // Экономика и предпринимательство. 2024. № 5(166). С. 979-983.
5. Бюллетень Счетной палаты РФ. Инвестиции [Электронный ресурс]. 2024. № 7 (321). URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblok/fa5/sg45qy6sagrwm4hx9kl56bmpkkjhmcv.pdf> (дата обращения: 28.07.2024).
6. Демидова С.Е. Формирование фискального пространства в условиях экономической нестабильности // Финансовые исследования. 2024. Т. 25, № 1(82). С. 112-126.
7. Кайнара А.А. Экономическая сущность, источники и формы проектного финансирования // Экономика и предпринимательство. 2021. № 11(136). С. 1070-1074.
8. Кошевский Н.А. Определение оптимального размера заемных источников финансирования инвестиционного проекта // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия Д. Экономические и юридические науки. 2021. № 13. С. 55-63.

9. Мастеров А.И., Михина Е.В. Проблемы и пути совершенствования оценки эффективности государственных программ в российских регионах // Социальные и экономические системы. 2023. № 1-1. С. 254-265.
10. Министерство экономического развития Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: <https://invest.economy.gov.ru/fabrika-proektnogo-finansirovaniya> (дата обращения: 05.07.2024).
11. Оразнурова А.Р., Ишмухаметов Н.С. Проектное финансирование как форма реализации инвестиционного проекта // Вектор экономики. 2022. № 1(67). [Электронный ресурс]. URL: http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2022/1/economic-theory/Oraznurova_Ishmukhametov.pdf (дата обращения: 15.07.2024).
12. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики (Росстат) [Электронный ресурс]. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/11109/document/13259> (дата обращения: 29.07.2024).
13. Первый концентрат. Владимир Путин принял участие в запуске ГМК «Удокан». Что это значит? [Электронный ресурс]. URL: <https://lenta.ru/articles/2023/09/11/konznrt/> (дата обращения: 02.07.2024).
14. Понкратов В.В., Бондаренко Н.О. Финансирование масштабных инфраструктурных проектов посредством участия государства в капитале обществ // Финансовая жизнь. 2021. № 4. С. 100-102.
15. «Русская платина» перенесла на 2025 год ввод Черногорского месторождения [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interfax.ru/business/906659> (дата обращения: 02.07.2024).
16. Седова М.Л. Проблемы гармонизации государственных программ Российской Федерации и субъектов Российской Федерации // Самоуправление. 2022. № 5. С. 68-71.
17. Селина О.В. Виды финансирования инвестиционных проектов // Приоритетные направления научных исследований. Анализ, управление, перспективы: Collection of articles based on the results of International scientific and practical conference, Тюмень, 21 сентября 2022 года. Стерлитамак: ООО «Агентство международных исследований», 2022. С. 79-81.
18. Цели в области устойчивого развития [Электронный ресурс]. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/> (дата обращения: 09.07.2024).
19. Частное финансирование содействия международному развитию [Электронный ресурс]. URL: https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/chastnoe-finansirovanie-sodeystviya-mezhdunarodnomu-razvitiyu/?sphrase_id=96585524 (дата обращения: 28.07.2024).
20. Bloshenko T.A. Analysis of the implementation of regional investment projects in Russia // Scientific research of the SCO countries: synergy and integration: Proceedings of the International Conference, Beijing, 22 мая 2024 года. Beijing: Инфинити, 2024. P. 18-25.