

ЭКОНОМИКА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И ИННОВАЦИИ

DOI: 10.37930/1990-9780-2023-3-77-87-92

Н. В. Цехомский¹, Д. В. Тихомиров²

СТИМУЛИРОВАНИЕ РЕАЛИЗАЦИИ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В РОССИИ: ОПЫТ «ФАБРИКИ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ»

На основе анализа финансовой отчетности компаний определены ключевые агрегированные показатели инвестиционной активности крупнейшего российского бизнеса. Подчеркнута роль проектного финансирования и синдицированного банковского финансирования, в частности, с применением в качестве инструмента «фабрики проектного финансирования». Представлены предпосылки, основные требования, сводная информация по реализации этого инструмента. Сформулированы изменения, необходимые для его эффективной реализации.

Ключевые слова: инвестиции, экономический рост, инвестиционные проекты, финансирование проектов, проектное финансирование, государственная поддержка, «фабрика проектного финансирования».

УДК 336.02

Устойчивое долгосрочное развитие экономики требует достаточного инвестирования и реинвестирования прибыли бизнеса, а также успешной реализации инвестиционных проектов в широком спектре отраслей национальной экономики. Особенно актуальны эти проблемы в свете необходимости трансформации российской экономики, обусловленной современными вызовами, связанными с преодолением последствий антироссийских санкций [1, 2], а также с фундаментальными вызовами, обусловлен-

¹ *Николай Викторович Цехомский*, доцент кафедры теории и практики взаимодействия бизнеса и власти Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (199034, РФ, Санкт-Петербург, 10-я линия В. О., 3), первый заместитель председателя, член правления ВЭБ.РФ (125009, РФ, Москва, ул. Воздвиженка, д.10), канд. экон. наук, e-mail: DTikhomirov@bk.ru.

² *Дмитрий Викторович Тихомиров*, профессор школы финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (199034, РФ, Санкт-Петербург, 10-я линия В. О., 3), профессор департамента мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ (125167, РФ, Москва, Ленинградский пр., д. 49/2), директор направления финансового моделирования ВЭБ.РФ (125009, РФ, Москва, ул. Воздвиженка, д. 10), канд. экон. наук, e-mail: DTikhomirov@bk.ru.

ными переходом к новому индустриальному обществу второго поколения (НИО.2) и ноономике [3, 4].

Среди проблем, практически всегда актуальных в данном контексте, – нехватка качественно проработанных и эффективных проектов и отсутствие полной картины цепочки создания стоимости, недостаток долгосрочных и недорогих финансовых ресурсов для их реализации, недостаточный опыт организации всего процесса проектного финансирования.

Показатели финансовой устойчивости и ликвидности крупного российского бизнеса в течение последнего десятилетия в целом были неплохими. Для понимания текущего состояния инвестиционной активности приведём несколько фактов, исходя из анализа финансовой отчётности крупных компаний. В течение 2018–2022 гг. мы готовили обзоры ТОП-500/ ТОП-30/ТОП-20 компаний по показателю выручки/дохода, которые публикуют консолидированную финансовую отчётность (общий доход ТОП-30 формировал порядка 1/3 ВВП России, что свидетельствует о важности для экономики страны рассмотренных нами компаний).

Согласно результатам обзора показателей 30 крупнейших компаний по размеру консолидированной выручки, выполненного нами в середине 2022 г., общая выручка компаний по итогам 2021 г. составила порядка 53,2 трлн рублей. По данным Росстата, ВВП России за 2020 г. составил 131,0 трлн рублей (информация представлена для понимания объёма обзора, при детальном анализе доли выбранных компаний в формировании ВВП необходимо учитывать их прибыльность, возможные перекрёстные продажи между компаниями и иные факторы, что при наличии информации могло бы уменьшить их расчётный чистый вклад в ВВП).

По указанным крупнейшим бизнес-организациям нами сделаны следующие выводы:

- приемлемая кредитная нагрузка – в среднем порядка 1,5...2,0;
- средний уровень реинвестирования (Capex/ЕBITDA) – более 50 %;
- значительные балансы денежных средств на счёте (общая сумма по ТОП-30 – порядка 5,7 трлн рублей).

Более подробные результаты расчётов публиковались нами в ведущих изданиях СПбГЭУ, НИУ ВШЭ; докладывались в Министерстве финансов России и представлялись на различных международных конференциях.

Сегодня в России активно развиваются и применяются механизмы проектного финансирования и синдицированного кредита. Заметной в количественном и общем стоимостном выражении становится роль «фабрики проектного финансирования (ФПФ). ФПФ – это механизм проектного финансирования инвестиционных проектов в приоритетных секторах российской экономики, предусматривающий предоставление денежных средств заёмщикам на основании договоров синдицированного кредита (займа), реализуемых с применением мер государственной поддержки и способствующих увеличению объёмов кредитования организаций, реализующих инвестиционные проекты. Деятельность ФПФ регламентируется Постановлением Правительства РФ от 15.02.2018 № 158 «О программе «Фабрика проектного финансирования».

Среди главных причин разработки такого механизма, как ФПФ, – необходимость повышения инвестиционной активности в целом и низкая доля проектного финансирования в общей сумме инвестиций в России. На практике можно выделить дополнительные ограничения инвестиционной активности в части долгосрочных проектов, которые подчёркивают актуальность применения этого инструмента:

- дефицит долгосрочных финансовых и кредитных ресурсов по доступной цене (ставке заимствования, требуемой норме доходности на собственный и весь инвестированный капитал в целом);
- высокие временные и иные затраты участников процесса в крупном инвестиционном проекте при его подготовке и структурировании по широкому спектру участников (банков, заёмщиков и / или инвесторов проекта);
- отсутствие, а чаще – недостаток ликвидного залогового обеспечения (земельные участки, незавершённое строительство или основные средства, финансовые вложения, в том числе ликвидные акции связанных или иных компаний);
- слабые механизмы снижения рисков путём точечной («умной») господдержки или, напротив, чрезмерная поддержка при коммерчески эффективном или неэффективном инвестиционном проекте;
- отсутствие или недостаточность систем мониторинга реализации инвестпроектов на разных стадиях проекта – от инвестиционной фазы до выхода на требуемые показатели и далее – на устойчивой операционной стадии.

Механизм «фабрики проектного финансирования» призван помочь в этих условиях и если не снять все проблемные вопросы (для этого требуется комплексная государственная политика), то улучшить ситуацию по нескольким направлениям и стимулировать инвестиционный процесс главным образом за счёт срока кредитования и ставки по заёмным средствам [5].

В инструменте ФПФ детально проработаны подходы к разделению общей суммы потребности в финансировании проекта на несколько траншей с разными параметрами по валюте, сроку, рискам, стоимости ресурсов. Дополнительно (по части финансирования) предусмотрены государственная гарантия и возможность ограничения процентной ставки за счёт субсидирования. По сути, это – хеджирование/*снижение риска* увеличения стоимости проекта и, соответственно, ухудшения показателей его инвестиционной привлекательности и возможности обслуживания долга заёмщиком.

В информации, приведённой на официальном сайте ВЭБ.РФ (см.: <https://veb.ru/biznesu/fabrika-proektnogo-finansirovaniya>), даётся общее представление о механизме ФПФ, регламент её работы, соответствующее актуальное законодательство, необходимые документы для участия в использовании ФПФ заинтересованными хозяйствующими субъектами и пр.

Условный пример представления траншей приведён в шаблонах на официальном сайте ВЭБ.РФ, дополнительные примеры и упрощённый калькулятор инструмента – на отдельном сайте по вопросам корпоративных финансов (см.: <http://www.корпфин.рф>). В общем виде организационная модель и схема работы ФПФ представлены на рисунке.

Очевидно, что для реализации «умной» поддержки и получения видимого эффекта необходимы критерии с фокусом на крупные и долгосрочные проекты. Проекты, претендующие на использование механизма ФБФ, должны отвечать следующим требованиям:

- реализуется на основе проектного финансирования;
- осуществляется на территории Российской Федерации, сумма проекта (по существу – капитальных затрат) – от 3 млрд рублей;
- срок финансирования в базовом варианте – до 20 лет;
- требования к доле собственных средств инициатора проекта – от 20 % стоимости проекта (возможно снижение доли заёмщика после выхода на операционную стадию до 10 %);
- применяется принцип синдицированного кредитования. В частности, согласно имеющимся требованиям, от 10 до 40 % необходимого финансирования предоставля-

ФАБРИКА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ



Схема финансирования проектов «фабрики проектного финансирования»

ется компанией из группы ВЭБ.РФ или самим ВЭБ.РФ, 60...90 % финансирования – кредитование со стороны коммерческих банков и ВЭБ.РФ (в любой согласованной пропорции).

Длительность определённых траншей может достигать 20 лет, в то время как срок окупаемости проекта – 30 лет. Дополнительно (за счёт отдельного транша «В») проект может получить финансирование процентных расходов инвестиционной стадии (аналог капитализации процентов) и/или покрыть определённое увеличение суммы требуемых инвестиций в общей сумме до 20 %. Указанные и иные требования/критерии могут уточняться, что обусловлено необходимостью подстройки механизма ФПФ к запросам национальной экономики и хозяйствующих субъектов.

В статье [6] показаны положительные примеры использования ФПФ; в настоящее время проекты находятся в разной стадии развития: несколько объектов, профинансированных в рамках проектов ФПФ, введены в эксплуатацию, имеют статус одобренных или проектов, по которым заключены договоры либо уже открыто финансирование (см. таблицу).

Ключевая информация по проектам «фабрики проектного финансирования»

Статус	Количество проектов	Общая стоимость, млрд р.	Участие ВЭБ.РФ, млрд р.	Участие партнёров, млрд р.
Одобрено	24	~1 500	~400	~750
Заключены договоры синдицированных кредитов	17	~1 200	~350	~615
Открыто финансирование	14	~1 000		
Введено в эксплуатацию	4	~100		
Пайплайн	>30	~4 500		

Согласно имеющимся данным, вклад инструмента ФПФ в общий объём рынка синдицированного кредитования в России составляет более 1/3 среднегодового объёма рынка за последние пять-шесть лет.

В настоящее время внесены изменения в механизм ФПФ на основе опыта её применения в 2018–2021 гг. с целью предоставления новых возможностей инвесторам. Среди основных изменений выделим возможность совмещения с программой КППК (корпоративная программа повышения конкурентоспособности) и иными мерами государственной поддержки; снижения доли собственных средств заёмщика до уровня менее 20 % (после выхода на операционную фазу); упомянутое увеличение срока окупаемости проекта до 30 лет при сохранении срока финансирования до 20 лет. Это позволяет устранить технические и организационные сложности в применении механизма, дополнительно стимулировать инвестиционную активность крупного российского бизнеса в части реализации капиталоемких долгосрочных проектов.

К важным аспектам применения ФПФ относятся не только прямое стимулирование реализации инвестиционных проектов за счёт финансирования, но и косвенные эффекты [7], например, повышение опыта участников сделок: банков, консультантов по различным аспектам, федеральных органов власти и др.

Подводя итог исследования, отметим, что в современных условиях «фабрика проектного финансирования» показала себя действенным инструментом стимулирования реализации долгосрочных инвестиционных проектов в России. Этот инструмент является развивающимся, что позволяет подстраивать его под изменяющиеся условия макроэкономической среды, чтобы сохранить его высокую эффективность.

Список литературы

1. Бодрунов, С. Д. Грядущее. Новое индустриальное общество: перезагрузка / С. Д. Бодрунов. – СПб.: Изд. ИНИР, 2016. – 328 с.
2. Бодрунов, С. Д. Ноономика / С. Д. Бодрунов. – М.: Культурная революция, 2018. – 432 с.
3. Плотников, В. А. Устойчивость развития российской промышленности в условиях макроэкономического шока и новая промышленная политика / В. А. Плотников, Ю. В. Вертакова // Экономика и управление. – 2022. – Т. 28, № 10. – С. 1037–1050.
4. Цехомский, Н. В. Инвестиционная поддержка промышленного развития в условиях санкций / Н. В. Цехомский // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2022. – № 4 (54). – С. 5–9.
5. Цехомский, Н. В. Инвестиционный анализ в проектном финансировании / Н. В. Цехомский, Д. В. Тихомиров. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2022. – 307 с.
6. Цехомский, Н. В. Значимые инвестиционные проекты: общие проблемы реализации и привлечение частных средств / Н. В. Цехомский, Д. В. Тихомиров // Бизнес. Общество. Власть. – 2021. – № 42. – С. 158–167.
7. Цехомский, Н. В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010–2020 гг. (методы анализа и текущее состояние) / Н. В. Цехомский, Д. В. Тихомиров // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2021. – № 5 (131). – С. 44–53.

References

1. Bodrunov S. D. (2016) Gryadushcheye. Novoye industrial'noye obshchestvo: perezagruzka [The Coming of New Industrial Society: Reloaded]. St. Petersburg: S.Y. Witte INID Publ, 328 p.

2. Bodrunov S. D. (2018) *Noonomika* [Noonomy]. Moscow: Kulturnaya revoliutsiya Publ. 432 p.
3. Plotnikov V. A., Vertakova Y. V. (2022) *Ustoychivost' razvitiya rossiyskoy promyshlennosti v usloviyakh makroekonomicheskogo shoka i novaya promyshlennaya politika* [Sustainable Development of Russian Industry in the Context of a Macroeconomic Shock and New Industrial Policy]. *Economics and Management*, 28(10), pp. 1037–1050.
4. Tsekhomskiy N.V. (2022) *Investitsionnaya podderzhka promyshlennogo razvitiya v usloviyakh sanktsiy* [Investment Support for Industrial Development Under Sanctions]. *Theory and Practice of Service: Economy, Social Sphere, Technologies*, 4(54), pp. 5–9.
5. Tsekhomsky N. V., Tikhomirov D. V. (2022) *Investitsionnyy analiz v proyektnom finansirovani* [Investment Analysis in Project Finance]. St. Petersburg: St. Petersburg State University of Economics Publ., 307 p.
6. Tsekhomsky N. V., Tikhomirov D. V. (2021) *Znachimyye investitsionnyye projekty: obshchiye problemy realizatsii i privlecheniye chastnykh sredstv* [Large-Scale Investment Projects: Problems of Development and Attraction of Private Funds]. *Business. Society. Government*, 42, pp. 158–167.
7. Tsekhomsky N. V., Tikhomirov D. V. (2021) *Gudvill i okupayemost' investitsiy v M&A: itogi otchetnosti 2010-2020 gg. (metody analiza i tekushcheye sostoyaniye)* [Goodwill and Return on M&A: Financial Statements Results for 2010-2020 (Analysis Methods and Current Status)]. *Journal of the St. Petersburg State University of Economics*, 5(131), pp. 44–53.

N. V. Tsekhomsky³, D. V. Tikhomirov⁴. Stimulating the Implementation of Long-Term Investment Projects in Russia: The Experience of the Project Finance Factory. The article considers the key aggregate indicators of the investment activity of the largest Russian business based on the authors' analysis of the top Russian companies' financial statements. The role of project finance and syndicated bank finance are mentioned, and specifics of Project Finance Factory mechanism is described. The authors present the major needs in the tool, as well as basic requirements, and summary information on the implementation of the tool. Current changes necessary for its effective implementation are formulated.

Keywords: investments, economic growth, investment projects, project finance, state support, «Project Finance Factory».

³ *Nikolai V. Tsekhomsky*, Associate Professor at the Department of Theory and Practice of Interaction between Business and Government of the National Research University Higher School of Economics (3 10th liniya V. O., St. Petersburg, 199034, Russia), First Deputy Chairman - Member of the Board of VEB.RF (10 ul. Vozdvizhenka, Moscow, 125009, Russia), Candidate of Economic Sciences, e-mail: DTikhomirov@bk.ru.

⁴ *Dmitry V. Tikhomirov*, Professor at the School of Finance of the National Research University Higher School of Economics (3 10th liniya V. O., St. Petersburg, 199034, Russia), Professor of the Department of World Finance of the Financial University under the Government of the Russian Federation (49/2 Leningradsky Prospekt, Moscow, 125167, Russia), Director of Financial Modeling at VEB.RF (10 ul. Vozdvizhenka, Moscow, 125009, Russia), Candidate of Economic Sciences, e-mail: DTikhomirov@bk.ru.