

ИННОВАЦИИ В ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ: ТЕНДЕНЦИИ И ТРАЕКТОРИЯ РАЗВИТИЯ

*Л.Н. ДРОБЫШЕВСКАЯ, доктор
экономических наук, профессор, заведующий
кафедрой экономического анализа,
статистики и финансов, Кубанский
государственный университет
e-mail: ld@seatrade.ru*

*К.Ю. ОХЕЗИНА, преподаватель
кафедры экономического анализа,
статистики и финансов, Кубанский
государственный университет
e-mail: kitaka.7@mail.ru*

Аннотация

В статье рассмотрены особенности использования современных инструментов проектного финансирования. Раскрыты положительные и отрицательные стороны проектного финансирования. Осуществлен сравнительный анализ различных инструментов проектного финансирования. Выделены проблемы правового регулирования сделок проектного финансирования и предложены меры по его совершенствованию. В статье показано, что дальнейшее развитие проектного финансирования сопряжено с большим использованием рискованных инструментов.

Ключевые слова: проектное финансирование, риск, инвестиции, инструменты, мезонин, краудфандинг, блокчейн, смарт-контракты.

DOI: 10.31429/2224042X_2023_71_77

Отечественные компании сегодня сталкиваются со значительными проблемами привлечения крупных инвестиций: продолжающиеся потрясения на финансовых рынках изменили поведение кредиторов, привели к росту уровня риска и, следовательно, увеличили стоимость заемных средств. Поэтому и рынок инвестиций также претерпел изменения. Для решения задачи модернизации экономики в условиях запрета доступа России к рынкам капиталов западных стран большую значимость приобретают комбинированные инструменты проектного финансирования инвестиционных проектов.

Повышение роли проектного финансирования, на наш взгляд, обусловлено еще и тем, что оно:

во-первых, является эффективным механизмом привлечения инвестиций, поскольку

предоставляет инвесторам конкретные проекты и гарантии их реализации;

во-вторых, позволяет сфокусироваться на приоритетных направлениях развития российской экономики, связанных с достижением технологического суверенитета (химической, авиационной, станкоинструментальной, медицинской промышленности, специализированном машиностроении, судостроении, энергетике, электронике, фармацевтике). Реализация проектов в названных отраслях способствует созданию новых рабочих мест, развитию инноваций и современных технологий;

в-третьих, способствует повышению национальной конкурентоспособности РФ. Реализация крупномасштабных проектов требует модернизации и развития инфраструктуры, внедрения качественно иных технологий и развития человеческого капитала;

в-четвертых, создает возможности для сотрудничества с международными партнерами и инвесторами. Это способствует привлечению крупных инвестиций и технологий из дружественных стран, а также реализации международных инновационно-технологических проектов с российской интеграцией.

И в целом, проектное финансирование позволит запустить инвестиционный рост в РФ (контур инвестиции — производительность труда — заработная плата) на основе баланса проектов и институтов.

Как известно, под проектным финансированием (ПФ) понимается форма предоставления клиентам кредитных продуктов для финансирования и / или рефинансирования инвестиционных проектов в различных отрас-

лях экономики, в том числе финансирование приобретения «готового бизнеса». Основной источник погашения обязательств — денежный поток (*cash flow*), создаваемый в процессе воплощения в жизнь инвестиционного проекта [11—12]. Подчеркнем, что проектное финансирование использует одновременно несколько инструментов, каких именно — зависит от рискованности, масштаба и отрасли проекта.

На основе анализа мировой экономической теории и практики авторами выявлены рискованные и наименее рискованные инструменты проектного финансирования, применяемые в РФ, и дана их сущностная характеристика. В табл. 1 представлена характеристика наименее рискованных инструментов проектного финансирования [13].

Наименее рискованные инструменты проектного финансирования использовались в РФ до 2022 г., однако усиление внешних вызовов инициировало применение инструментов, более рискованных по сравнению с представленными в табл. 1. Наложённые на РФ к 23 февраля 2023 г. 14022 санкции привели к росту рискованности кредитных сделок, повышению стоимости кредита и появлению новых инструментов проектного финансирования. В связи с этим альтернативные формы финансирования, такие как мезонинное фи-

нансирование, все больше становятся дополнением к традиционным формам финансирования компаний.

Импульсом для развития инструментов проектного финансирования послужили изменения в 214-ФЗ, вступившие в силу с 1 июля 2018 г. Согласно этим изменениям, застройщик обязан использовать для строительства жилого дома собственные денежные средства или заемные, в отличие от ранее заключающихся ДДУ (договор долевого участия) [6, 8]. Поэтому застройщики стали применять мезонинное финансирование в качестве альтернативной формы (до 2022 г. пользовались только кредитным мезонином).

В табл. 2 представлена характеристика рискованных инструментов проектного финансирования, получивших широкое распространение в 2023 г.

Проектное финансирование на основе мезонина в значительной мере отличается от стандартного проектного финансирования (СПФ) [3]. Сравнительный анализ названных форм финансирования инвестиционных проектов позволил выделить следующие различия: во-первых, инструменты мезонинного кредитования не ликвидны, а инструменты СПФ ликвидны; во-вторых, при мезонинном финансировании погашение осуществляется за счет денежных средств, полученных от ре-

Таблица 1

Наименее рискованные инструменты проектного финансирования

Инструмент проектного финансирования	Характеристика
Предпроектное финансирование	Привлечение финансирования на ранней стадии проекта до момента получения проектного кредита
<i>Pay Once</i>	Привлечение дополнительного финансирования / возмещение ранее понесённых акционерами затрат на этапе реализации проекта
Совместное предприятие	Финансирование на приобретение бизнеса или активов за счёт создания совместного со Сбербанк Инвестиции предприятия
<i>Private Equity</i>	Привлечение акционерного финансирования для зрелых или быстрорастущих компаний от надёжного партнёра в лице профессионального институционального инвестора
Фабрика проектного финансирования	Современный механизм финансирования инвестиционных проектов в приоритетных секторах российской экономики с госгарантией
Кредитный мезонин	Привлечение дополнительного финансирования при высокой долговой нагрузке на различные цели, включая развитие бизнеса, финансирование проектов или рефинансирование

Рискованные инструменты проектного финансирования

Инструмент проектного финансирования	Характеристика
Проектный мезонин	Привлечение дополнительного финансирования / возмещение ранее понесённых акционерами затрат на этапе реализации проекта (сверх суммы проектного кредита)
Мезонин в АПК	Привлечение дополнительного финансирования сверх суммы основного кредита на проекты агропромышленного комплекса
Мезонин в LBO	Привлечение дополнительного финансирования сверх суммы основного кредита для приобретения другой компании
Акционерный мезонин	Привлечение финансирования на различные цели путем продажи акций / долей с возможностью получения средств напрямую акционерами / участниками (кэш-аут)
<i>Initial Coin Offering (ICO)</i>	Криптокмпании собирают средства за счет продажи монет или токенов
<i>Security Token Offering (STO)</i>	Цифровые аналоги ценных бумаг
Краудфандинг и пиринговое финансирование	Обмен финансовыми ресурсами между компаниями, проектами или отдельными лицами без использования традиционных финансовых институтов
Импакт-инвестиции	Основываются на принципе тройной отчетности, т. е. они стремятся не только к финансовому успеху, но и к положительному социальному и / или экологическому воздействию

ализации активов или акций компании; а при СПФ — за счет средств, генерируемых инвестиционным проектом.

Кроме того, мезонинное финансирование позволяет компаниям:

- меньше размывать акционерный капитал и, как следствие, обеспечивает более низкую стоимость капитала для компании в целом, поскольку акционерный капитал является самым дорогим; это особенно актуально для компаний с высоким потенциалом роста;

- сохранить собственникам контроль над компанией-заемщиком: интерес мезонинного инвестора сосредоточен не на получении дополнительного дохода на максимальном удорожании акций объекта инвестирования, как в случае с прямым инвестором, а на получении ожидаемого дохода на мезонинные инвестиции, поэтому он менее склонен к активному участию в управлении, хотя мезонинному кредитору могут предоставляться права на одобрение ключевых решений и осуществление контроля;

- отложить выплату существенной части дохода инвестора до момента полного погашения мезонинного долга и произвести вы-

чет расходов на привлечение и обслуживание мезонинного финансирования из налогооблагаемой прибыли (дохода) заемщика при надлежащем структурировании сделки [5].

Отмечая положительные стороны мезонинного финансирования, в то же время выделим и отрицательные, в частности:

- высокую стоимость и сложность оформления по сравнению с банковским кредитованием из-за более высоких ставок и индивидуального структурирования каждой сделки;

- жесткие требования к управленческой команде, прозрачности и отчетности заемщика;

- ограниченную возможность досрочного выхода инвестора, особенно в случае финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства [5].

Несмотря на одинаковое количество положительных и отрицательных сторон мезонинного финансирования, названный инструмент получил широкую известность в основном благодаря «гибкости» самих сделок.

Инновационными инструментами ПФ являются также блокчейн и умные контракты в России, включающие:

1) децентрализацию: блокчейнсети не контролируются одной центральной организацией, что обеспечивает прозрачность и устойчивость системы;

2) безопасность данных: блокчейн использует шифрование и защитные механизмы для обеспечения безопасности информации;

3) ускорение процесса финансирования: благодаря умным контрактам исполнение контрактов происходит автоматически и мгновенно, что устраняет необходимость в промежуточных этапах и сокращает время, затрачиваемое на проведение сделок;

4) низкие комиссии: блокчейн позволяет снизить затраты на посредников и промежуточные услуги, что делает проектное финансирование более доступным.

Однако применение блокчейна и умных контрактов для проектного финансирования все еще находится в начале своего развития в России. Отсутствие регулирования и недостаток понимания технологии могут создавать риски для инвесторов и проектов.

Эффективные технологические решения, основанные на больших данных, машинном обучении и аналитике, позволяют компаниям полностью использовать возможности неструктурированных и больших объемов данных и прогнозировать динамику рынка, доходности, осуществлять оценку рисков.

В целом, использование больших данных, машинного обучения и аналитики в проектном финансировании помогает компаниям поднять на качественно новый уровень управление проектами, сократить издержки, повысить доходность инвестиций и значительно нарастить конкурентные преимущества.

В настоящее время в России интерес к инновационным рискованным инструментам ПФ обусловлен возможностью для инвестора получения высокой доходности вложенного капитала при принятии на себя повышенных рисков [2]. Вместе с тем инвестор не берет на себя риски прямого инвестирования, поскольку это промежуточные инструменты между долговым финансированием (например, получение кредита) и акционерным финансированием.

Резюмируя сказанное, отметим, что в настоящее время в России интерес инвесторов к инновационным рискованным инструментам ПФ обусловлен высокой доходностью вложенного капитала, сопряженной с повышенными рисками.

Как отмечалось, проектное финансирование в России — это доступный финансовый продукт. Так, оно предоставляется на разные цели, срок и сумму, в зависимости от условий сделки. При этом применяются различные инструменты, выбор которых обусловлен рядом факторов: надежность, срок, сумма, этап реализации и социальная значимость. От этих же факторов зависит и выбор института финансирования (государственно-частное партнерство (ГЧП), ДОМ.РФ, коммерческий банк или инвестиционная компания) [10].

Однако в процессе регулирования сделок проектного финансирования существует ряд особенностей. Законодательное регулирование сделок по проектному финансированию в России осуществляется посредством законодательных актов. Основные нормативные акты, регулирующие проектное финансирование, включают:

1. Федеральный закон «О проектном финансировании» от 29 июля 2017 г. Этот закон определяет правовые основы проектного финансирования в России, включая определение понятия и принципов проектного финансирования, порядок и условия заключения и исполнения договоров проектного финансирования [7].

2. Гражданский кодекс Российской Федерации (ГК РФ). Он устанавливает общие правила в сфере договорного права, которые также применяются при совершении сделок по проектному финансированию.

3. Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ). В нем содержится информация о налоговых процедурах и правилах, которые применяются к проектному финансированию, включая налогообложение доходов и расходов, связанных с проектами.

Помимо этих основных законодательных актов, сделки по проектному финансированию могут также регулироваться другими от-

раслевыми законами в зависимости от сферы деятельности проекта. Например, для проектов в области энергетики может применяться законодательство об энергетической инфраструктуре.

Основные принципы проектного финансирования, сформулированные в законодательных актах:

- прозрачность и надежность сделок. Законодательство предусматривает требования к документации, информационному разглашению и отчетности проекта, а также механизмы контроля и регулирования деятельности сторон по проектному финансированию;
- защита интересов сторон. Законодательство содержит нормы, направленные на обеспечение справедливости и защиты прав и интересов всех сторон, вовлеченных в сделки по проектному финансированию;
- предоставление стимулов. Чтобы привлечь инвесторов в проекты, законодательством предусмотрены специальные налоговые льготы или другие экономические стимулы для участников сделки по ПФ [9].

Однако все это относится к сделкам проектного финансирования с низким уровнем риска. Сделки проектного финансирования с использованием инструментов с повышенным уровнем риска не регулируются законодательством РФ. Анализируя законодательство по регулированию сделок ПФ с применением рискованных инструментов проектного финансирования, выделим проблемное поле:

1) отсутствие четкого и подробного определения понятия «проектное финансирование» и его инструментов в законодательстве. Это может привести к неоднозначности в интерпретации и применении законодательства и усложнить заключение и реализацию сделок [14];

2) недостаточная защита прав и интересов сторон сделок по проектному финансированию. Например, нет четких требований к договорам и условиям сделок, что может привести к возможным конфликтам и спорам между сторонами;

3) ограничения в применении залога и

иных форм обеспечения сделок по проектному финансированию. Законодательство не предоставляет полной свободы в выборе форм и способов обеспечения исполнения обязательств по сделкам, что может затруднить привлечение инвестиций и ограничить возможности сторон;

4) неэффективные механизмы урегулирования споров. Законодательством не определены четкие и эффективные механизмы разрешения споров, связанных с сделками по проектному финансированию. Это может приводить (и приводит) к длительным и дорогостоящим судебным процессам и создавать репутационные риски;

5) недостаточная прозрачность и открытость в проведении сделок по проектному финансированию. Нормативно-правовые акты не обеспечивают достаточного уровня прозрачности и открытости в проведении данных сделок, что открывает «окно возможностей» для коррупции;

6) ограничения на привлечение ПИИ и участие иностранных инвесторов в сделках по проектному финансированию. Законодательство содержит ограничения на участие иностранных инвесторов в данных сделках, что может снизить активность развития проектного финансирования.

Поэтому одним из важнейших условий динамичного развития проектного финансирования в нашей стране является совершенствование нормативно-правовой базы. Речь идет прежде всего о необходимости разработки механизма гражданско-правового регулирования сделок по предоставлению инвестору опциона на приобретение дополнительного количества акций целевой компании по дисконтированной цене, которая учитывает прогнозный рост стоимости группы заемщика; а также о защите прав мезонинного инвестора во время корпоративного конфликта [5]. Защита интересов заемщика по сделкам с проектным финансированием, по нашему мнению, предполагает регулирование отношений между сторонами таким образом, чтобы в период пользования инвестором контрольным пакетом акций головной компании строго ре-

гламентировалась степень участия инвестора в управлении группой компаний.

Как показывает российская практика, в сделках ПФ с применением ГЧП доля частных инвесторов становится значительно выше, чем государства. Изменение в законодательстве стимулировало развитие проектного финансирования и наращивание его объемов в финансовом секторе экономики наряду с повышенным спросом на покупку жилья в связи с принятыми стимулирующими мерами господдержки.

Приведем примеры сделок проектного финансирования за 2021—2023 гг.:

1. НК «Роснефть» получила 700 млрд р. (примерно 9,8 млрд дол. США) для проектов разработки и добычи нефти и газа.

2. ПАО «Газпром» получило 1,5 трлн р. (примерно 21 млрд дол. США) для финансирования инфраструктурных проектов по добыче, транспортировке и сжижению природного газа.

3. Госкорпорация «Росатом» получила 400 млрд р. (примерно 5,6 млрд дол. США) для строительства новых атомных электростанций и модернизации существующих.

4. ОАО «РЖД» получило 1,5 трлн р. (примерно 21 млрд дол. США) для модернизации и развития железнодорожной инфраструктуры.

5. Банк ВТБ (ПАО) получил сумму в размере 500 млрд р. (примерно 7 млрд дол.

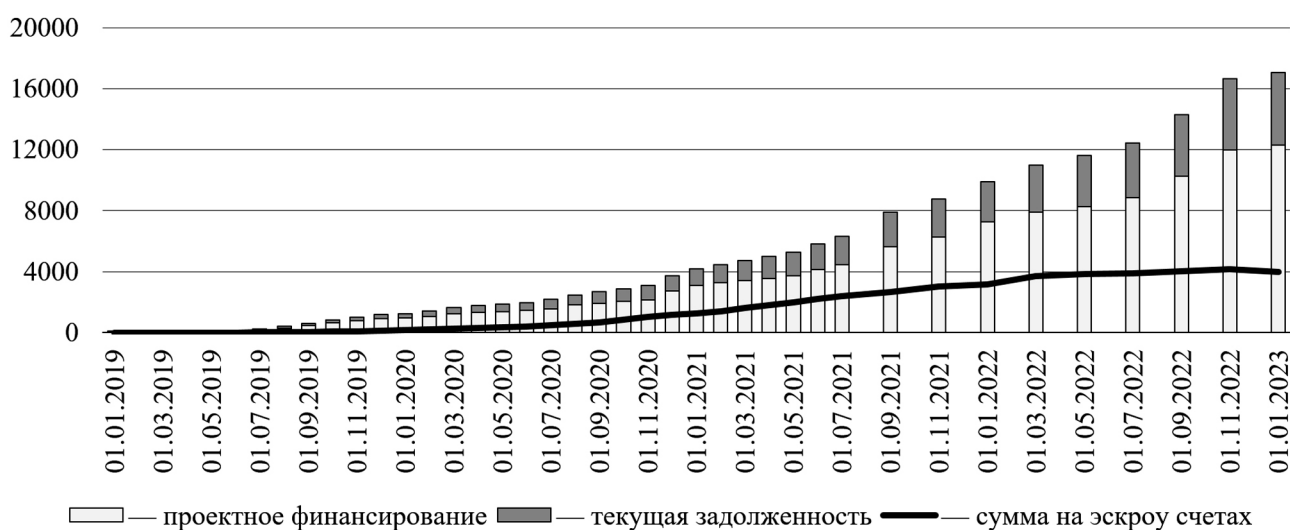
США) для поддержки проектов в различных отраслях, включая энергетику, транспорт и недвижимость.

Представленные примеры сделок проектного финансирования осуществлялись с применением наименее рискованных инструментов проектного финансирования (субординированный долг и мезонинный кредит).

Сделки проектного финансирования с применением рискованных инструментов проектного финансирования осуществляются в основном в строительной отрасли. Рассмотрим развитие проектного финансирования в данной отрасли отдельно (см. рисунок).

Анализируя данные, приведенные на рисунке, приходим к выводу, что за период 2019—2023 гг. объем проектного финансирования увеличился в 325 раз, сумма на эскроу счетах — в 1467 раз. Таким образом, проектное финансирование растет высокими темпами, впрочем, как и задолженность (в 303 раза). Девелоперские организации генерируют прибыль от продажи недвижимости. Поэтому достаточно скоро денежные средства на счетах эскроу не смогут покрыть образовавшуюся задолженность. Разрыв между задолженностью перед финансовым институтом и предполагаемой выручкой в исследуемый период увеличился в 2 раза.

В таких условиях финансовым институтам необходимо тщательнее подходить к вы-



Динамика проектного финансирования на основе использования эскроу счетов, млрд р. [4]

бору объектов финансирования: исследовать рынок и обращать внимание на текущую ситуацию и инвестировать в более инновационные объекты строительства (например, экологически устойчивых и энергоэффективных проектов, а также использование новых строительных материалов и технологий). В будущем это принесет больше прибыли [1].

Таким образом, в последние годы в проектном финансировании появилось много инновационных инструментов. Эффективным финансовым инструментом, сочетающим функции банковского кредитования и акционерного капитала, применяемого при повышенном риске сделки, является мезонинный кредит. Его целесообразно использовать в сделках с повышенным уровнем риска. Растет популярность и краудфандинга, и *Initial Coin Offerings (ICO)*, и *Initial Exchange Offerings (IEO)*. Эти инструменты финансирования позволяют предпринимателям привлекать средства частных инвесторов, минуя традиционных финансовых посредников.

Повышается роль и блокчейн-технологий: блокчейн-технологии представляют собой децентрализованную систему хранения и передачи информации, которая обеспечивает прозрачность и безопасность транзакций. На наш взгляд, в проектном финансировании блокчейн может использоваться для повышения прозрачности среди участников проекта, улучшения системы учета, а также для создания платформ для токенизации активов.

Все более широкое распространение получают смарт-контракты — программные коды, которые выполняют условия, записанные в них, автоматически. В сделках проектного финансирования целесообразно их использование для автоматизации платежей, распределения дивидендов и управления правами собственности на токены.

Новые возможности проектное финансирование открывает для малых и средних предприятий (МСП): традиционный процесс финансирования проектов зачастую ограничивает доступ к капиталу субъектам МСП. Однако с развитием альтернативных форм

финансирования, таких как краудфандинг, создаются новые возможности для МСП.

В современном мире все большее внимание акцентируется на социальной ответственности, экологии. Инвесторы проявляют все больший интерес к проектам, которые обладают позитивным влиянием на общество и окружающую среду, т. е. *ESG*-проектам. Это перспективное направление проектного финансирования, динамика развития которого в значительной мере будет определяться его ролью в процессе модернизации российской экономики для решения задач «эффективного суверенитета».

Резюмируя сказанное, отметим, что проектное финансирование является сложной мультиинструментальной формой финансирования проектных компаний, поддержки экономического развития даже в условиях глобальной нестабильности, высокой неопределенности и волатильности внешней среды. Процесс его развития в России сопряжен с ростом числа финансовых организаций, предлагающих услуги по управлению и привлечению инвестиций в проекты; совершенствованием межбанковского сотрудничества в сфере совместного кредитования инвестиционных проектов; увеличением государственной поддержки социально значимых проектов (Фабрики проектного финансирования «ВЭБ.РФ» и др.); со смещением акцентов с финансирования сделок в нефтегазовой отрасли к инвестированию в энергетические проекты, в частности, альтернативную энергию и экологические проекты; а также со значительно более активным внедрением инновационного инструментария ПФ (предпроектного финансирования, *Pay Once*, совместного предприятия, *Private Equity*, кредитного мезонина, проектного мезонина, мезонина в АПК, мезонина в *LBO*, акционерного мезонина, фабрики проектного финансирования, *Initial Coin Offering (ICO)*, *Security Token Offering (STO)*, краудфандинга и пирингового финансирования, импакт-инвестиций). Данная форма финансирования продолжит развиваться как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе.

Библиографический список

1. Когденко В.Г. Анализ финансовых рисков в рамках фундаментального анализа компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. Т. 8, № 34 (268). С. 2—13.
2. Лурье В., Мелихов Е. Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практика // Слияния и поглощения. 2013. № 4 (4). С. 30—35.
3. Петрикова Е.М. Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. 2013. № 28 (556). С. 39—47.
4. Проектное финансирование в России. URL: http://www.sberbank.ru/ru/legal/real_estate/finance-for-devs.
5. Степанова Е.О. Структурирование сделок мезонинного финансирования // Управленческие науки в современном мире. 2016. № 1. С. 170—183.
6. Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации: федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_51038/.
7. О банках и банковской деятельности: федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 (ред. от 29.12.2022) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2023). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/10a8a103b8ea-7021048caff282bdc6a1d2b13be6/.
8. О внесении изменений в Федеральный закон «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» и отдельные законодательные акты Российской Федерации: федеральный закон Российской Федерации от 01.07.2018 № 175-ФЗ. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_301603/.
9. Benjamin C. Project finance: an overview of the large-scale investment course // Harvard Business School Case. 2003. URL: https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=cc_anU0AAAAJ&cstart=20&pagesize=80&sort-by=pubdate&citation_for_view=cc_anU0AAAAJ:K1AtU1dfN6UC.
10. Bodmer E. Project Finance: Current Issues and Future Challenges. URL: https://www.researchgate.net/publication/228433941_Project_Finance_Current_Issues_and_Future_Challenges.
11. Gatti S. Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. 2008. Elsevier, 414 P. URL: http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Project%20Finance%20in%20Theory%20and%20Practice.pdf.
12. Pérez Montes C. The effect on competition of banking sector consolidation following the financial crisis of 2008 // Journal of Banking & Finance. 2014. Vol. 43, № 6. P. 124—136. URL: <https://dialnet.unirioja.es/ejemplar/367264>.
13. Tarkhanova E. Mezzanine Financing: Application Practices and Leadership Aspects // Advances in Social Science, Education and Humanities Research. 2019. Vol. 386. P. 45—50. URL: https://www.researchgate.net/profile/Elena-Tarkhanova/publication/338846889_Mezzanine_Financing_Application_Practices_and_Leadership_Aspects/links/5e80590992851caef4a8f753/Mezzanine-Financing-Application-Practices-and-Leadership-Aspects.pdf.
14. Tetrevova L. Mezzanine finance and corporate bonds // Finante — provocarile viitorului, University of Craiova. 2009. Vol. 1(9). P. 145—150. URL: http://financejournal.ro/fisiere/revista/1273531580F-PV09_20.pdf.