ИННОВАТИКА В ПРОЕКТНОЙ РАБОТЕ

ЗНАЧИМЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ: ОБЩИЕ ПРОБЛЕМЫ РЕАЛИЗАЦИИ И ПРИВЛЕЧЕНИЕ ЧАСТНЫХ СРЕДСТВ

Цехомский Н.В.[31], **Тихомиров Д.В.**[32]

Достижение экономического роста требует успешной реализации инвестиционных проектов в различных отраслях экономики и с применением различных механизмов. Проблемными вопросами являются недостаток качественно проработанных и эффективных проектов и отсутствие четкого понимания полной цепочки создания стоимости, недостаток долгосрочных и при этом недорогих финансовых ресурсов для их реализации, а главное – недостаток опыта в организации всего процесса. В современной России активно развиваются механизмы проектного финансирования, синдицирование, значимую роль начинает играть Фабрика проектного финансирования, прорабатываются новые инструменты привлечения средств частных инвесторов. О текущей ситуации, традиционных и новых механизмах привлечения средств для реализации проектов идет речь в данной статье.

Ключевые слова:

Инвестиции, инвестиционные проекты, финансирование проектов, проектное финансирование, экономический рост, государственная поддержка, частные инвестиции

[31] **Цехомский Николай Викторович** – к.э.н., доцент кафедры теории и практики взаимодействия бизнеса и власти Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Первый заместитель председателя – член правления ВЭБ.РФ. Адрес: 101000, г. Москва, АУК «Покровский бульвар», Покровский б-р, д.11, каб. D401. E-mail: GR@hse.ru.

[32] **Тихомиров Дмитрий Викторович** – к.э.н., профессор кафедры КПМГ Финансового университета при Правительстве РФ, директор направления финансового моделирования ВЭБ.РФ. 125993, Москва, Ленинградский проспект, д. 49. E-mail: DTikhomirov@bk.ru.

В силу объективных причин в 2020 г. большинство экономик крупнейших стран показали спад. Российская Федерация не стала исключением: в зависимости от источников и методик расчета, снижение ВВП в России в 2020 г. составило от 3,9 до 5%. При этом большинство аналитиков и ведомств (Минэкономразвития России, Банк России, МВФ и др.) прогнозируют восстановление в течение 1,5-2 лет и дальнейший ежегодный рост в диапазоне 1,3-2,8% до 2025 г. Согласно прогнозам ВЭБ.РФ, рост ВВП в течение 2021-2030 гг. находится в диапазоне 1,8-2,8% в год, рост инвестиций в основной капитал – от 1,4 до 5,6%. Очевидно, что для достижения экономического роста необходима успешная реализация инвестиционных проектов - от стартапов малого и среднего бизнеса до крупнейших проектов, значимых для регионов и отраслей.

В целом инвестиционный процесс и климат в Российской Федерации последних лет характеризовались рядом фактов и факторов разнонаправленного эффекта. Среди положительных тенденций можно выделить снижение ключевой ставки (с 11% в 2015 г. до 5% в 2021 г.), снижение ставок по кредитам и займам, значительный прогресс в части опыта и экспертизы участников сделок – инициаторов, банков, консультантов. Для экспортеров также положительный эффект оказало ослабление рубля, для малого и среднего бизнеса важно отметить существенное улучшение в рейтинге Doing business: с 2010 г. Россия переместилась с 128 на 28 место.

В то же время все эти годы сохраняется ряд барьеров для роста экономики и инвестиционной активности: низкий уровень реальных доходов, достаточно низкий промышленный и потребительский спрос, недооценка компаний, выражающаяся в повышенных ставках дисконтирования и более низких (по сравнению с некоторыми ведущими экономиками) мультипликаторах, и соответственно – недостаточно высокая будущая оценка текущих инвестиций. Наиболее очевидные сохраняющиеся практические проблемы – недостаточное количество качественно проработанных и в высокой степени готовых к реализации и финансированию инвестиционных проектов и недостаток долгосрочных недорогих финансовых ресурсов. Представляется, что сегодня реализация и финансирование проектов зависят от успеха конкретных действий крупных компаний и властей в том или ином регионе, и во многих случаях ведутся в ручном режиме.

Очевидно, что при наличии «идеального» инвестиционного проекта всегда найдутся коммерческие участники, заинтересованные в его реализации. Идеальным, с точки зрения инвестора, можно считать высоко прибыльный проект с умеренными рисками. Если говорить более предметно, это проект с наилучшими показателями инвестиционной привлекательности, в том числе – высокими показателями чистой приведенной стоимости NPV и нормой доходности IRR, быстрой окупаемостью Payback и Discounted Payback, устойчивыми прогнозными денежными потоками. Помимо инвестиционных показателей, важна также качественная проработка всех предпосылок, которая дает уверенность в успешной реализации, среди которых – детальный анализ маркетинговых, технических, технологических, юридических, налоговых и множества иных аспектов, наглядное представление информации в бизнес-плане и финансовой модели проекта. В

большинстве случаев указанная экономическая и коммерческая эффективность является решающим фактором при принятии решения об инвестировании. В то же время, когда идет речь об особо крупных и значимых для экономики проектах, актуальность приобретают также иные показатели эффективности: бюджетная (прямая и косвенная), социальная (занятость, уровень оплаты труда) и др. В ряде случаев бюджетная и социальная эффективность может иметь решающее значение.

Сегодня стимулирование инвестиционной деятельности и устранение ограничений экономического роста, диверсификация и повышение конкурентоспособности актуальны во многих отраслях экономики (в области инфраструктуры, промышленном секторе, энергетике, сельском хозяйстве и других отраслях) и зачастую требуют участия нефинансовых и финансовых институтов развития. Традиционно участниками, способствующими развитию инвестиционной деятельности на любом уровне, являются коммерческие банки и лизинговые компании. Определенную роль играет государство путем установления налоговых режимов, прямых дотаций и субсидий. Специфическую роль в развитии инвестиционных проектов играют институты развития и механизмы частно-государственного партнерства. При этом представляется, что сам по себе недостаток ресурсов не является наиболее острой проблемой. Как мы увидим, сегодня коммерческие компании, банки и значительная часть физических лиц имеют достаточную ликвидность, а главные вопросы – наиболее оптимально задействовать эти частные средства в целях долгосрочного развития.

В настоящей статье рассмотрим возможные подходы к привлечению средств для реализации проектов. Значимые коммерческие проекты и строительство крупных объектов в мировой и российской истории зачастую реализовывались в некой комбинации средств государства, частного бизнеса и граждан. Например, Петр I в добровольно-принудительном порядке стимулировал частную инициативу, механизмы государственно-частного партнерства использовали промышленники XIX и особенно начала XX в., как, например, С. Мамонтов. Строительство храмов, школ, памятников и больниц также осуществлялось за счет частных средств. Необходимо было не только построить объект, но и подтвердить возможность его поддерживать в будущем, например, убедить Синод в достаточности будущих денежных потоков для финансирования прихода.

В целом коммерческие проекты различного масштаба и специфики могут быть реализованы как с применением механизма проектного финансирования, так и при помощи прямых инвестиций крупных компаний и иных участников. Проектное финансирование – это особая форма организации финансирования проектов, в рамках которой активы и обязательства проекта отделены, обособлены от компании – инициатора проекта, бенефициаров, спонсоров, а возврат вложенных средств – инвестиций ожидается от денежных потоков данного обособленного проекта. Проектное финансирование в классическом варианте предполагает незначительную долю собственных средств инициатора проекта. Так, например, ВЭБ.РФ финансирует проекты с долей средств инициатора в 20%, а в определенных случаях проектов ГЧП и

иных – и менее. Также традиционно предполагается незначительный регресс на спонсора / инициатора проекта. В то же время практическое применение механизма проектного финансирования зачастую предполагает определенный регресс – посредством поручительств, гарантий и гарантий о дофинансировании проекта. Например, одним из решений может выступать такой специфический инструмент, как DSU (Debt Service Undertaking) – гарантия по обслуживанию долга. Гарантия DSU – это обязательство каждого спонсора условного проекта перед кредиторами заемщика по уплате основной суммы долга в соответствии с планом финансирования и кредитными соглашениями, а также процентов и прочих платежей по соглашениям.

В классической модели проектного финансирования инициатор проекта и внешние инвесторы совместно участвуют в проработке, экспертизе, реализации и финансировании проекта, и инициатор ожидает снижения своих обязательств (гарантий, поручительств, залогов своих долей и проч.) перед кредитором. При этом в ряде случаев объем финансирования проекта настолько велик, что даже крупный инициатор не может полностью поручиться за его успешность, гарантировать выход на плановые показатели и полную возвратность средств в установленные сроки. Например, в начале реализации проекта «Ямал СПГ» инициатор ПАО «НОВАТЭК» не мог полностью гарантировать выполнение всех обязательств по проекту на весь срок жизни проекта как с учетом текущих и прогнозных финансовых показателей компании (EBITDA за 2017 г., по данным отчетности, составляла порядка 4,5 млрд. долл., а общий объем капитальных вложений по проекту – более 20 млрд. долл.), так и необходимости иметь возможность привлекать новые кредиты в будущем.

В то же время банки/кредиторы даже в случае привлечения независимых экспертов по всем основным аспектам проекта (например, по технологическим, техническим, маркетинговым, экологическим, налоговым, правовым и иным аспектам) не обладают полной экспертизой и уверенностью в успешности проекта и, естественно, пытаются снизить свои риски. В целях управления риском увеличения стоимости проекта и снижения доли собственного участия возможно применение иного механизма: включение в обязательства спонсора или инициатора проекта гарантии завершения строительства. Соглашение о гарантии завершения строительства – это предварительно проработанное с банком соглашение между заемщиком, банком и спонсором, по которому у спонсора возникают обязательства по предоставлению финансирования для покрытия дефицита средств в случае увеличения стоимости проекта. Соглашение о гарантии завершения строительства действует до даты, пока не будет выполнен ряд условий, в т.ч. предоставлены свидетельства о вводе в эксплуатацию всех законченных строительством объектов (исчерпывающий список всех объектов должен быть приведен в соглашении о гарантии завершения строительства на основании бюджета), предоставлены выписки, подтверждающие право собственности заемщика на объекты и пр.

Если говорить о роли ВЭБ.РФ в поддержке и прямом участии в инвестиционном процессе, то на сегодня можно отметить преимущественно проектное финансирование и иную

поддержку более 300 инвестпроектов общим объемом инвестиций порядка 3,4 трлн. руб. При этом основная задача ВЭБ.РФ – способствовать долгосрочному экономическому росту России. Ключевыми направлениями в этом являются инфраструктура, городская экономика и промышленность высоких переделов. При этом основными источниками средств (фондирование финансовых операций) являются задолженность перед Правительством РФ и Банком России, долгосрочные средства банков и долговые ценные бумаги. Доля в экономике имеет потенциал для увеличения: на сегодня доля активов к ВВП порядка 3%. Но объемы значительно уступают KfW, банкам развития Китая, Бразилии, Японии и др. В связи с этим ключевыми задачами деятельности ВЭБ.РФ до 2024 г. являются: предоставление средств на финансирование проектов, имеющих приоритетное значение для экономики, – в размере 3 трлн. руб.; активное участие в развитии синдицированного кредитования и общий объем инвестиций с учетом софинансирования – 10 трлн. руб.; максимизация влияния на развитие экономики и обеспечение ежегодного вклада в совокупный объем инвестиций в размере 6%.

Особую значимость в последние годы приобретает развитие формализованных инструментов синдицированного финансирования и, в частности, такого механизма, как Фабрика проектного финансирования. В рамках Фабрики детально проработаны подходы к разделению общей потребности в финансировании проекта на транши с разной валютой, сроком, рисками и стоимостью. По ряду траншей используется государственная гарантия и возможность субсидирования процентной ставки и хеджирования риска увеличения стоимости проекта. Так, например, длительность ряда траншей может достигать 20 лет (при этом в соответствии с принятыми в 2021 г. изменениями общий срок окупаемости проекта может достигать 30 лет). За счет специально структурированного транша «В» предоставляется финансирование на процентные расходы инвестиционной фазы и может покрываться определенное увеличение суммы капитальных затрат. За счет вовлечения основных федеральных органов исполнительной власти, коммерческих банков и крупнейших инвесторов Фабрика становится одним из инструментов повышения общего уровня и качества проработки и финансирования проектов, снижения рисков участников, роста доступности проектного финансирования в России и в целом оптимальным механизмом структурирования проектного финансирования. В настоящее время проводится внесение изменений в сам механизм Фабрики проектного финансирования на основе опыта применения в 2018-2021 гг. и с целью предоставления новых возможностей инвесторам. Среди основных можно выделить возможность совмещения с программой КППК и иными мерами государственной поддержки, снижение доли собственных средств заемщика менее 20% (после выхода на операционную фазу), увеличение срока окупаемости проекта до 30 лет при сохранении срока финансирования до 20 лет. Также принято решение о продлении до середины 2021 г. возможности отбора ВЭБ.РФ в Фабрику проектов, реализуемых на балансе юридических лиц, не являющихся проектными компаниями, и ряд

технических уточнений в части работы с залогами, передачи субтраншей и пр.

Итак, проектное финансирование в настоящее время – активно используемый инструмент для реализации крупнейших проектов с участием корпоративного бизнеса. Тем не менее для активизации инвестиций необходимо развитие множества иных механизмов и источников. Обратим в первую очередь внимание на инвестиции самого бизнеса, которые преимущественно осуществляются за счет собственных и заемных средств. В начале 2021 г. мы провели анализ крупнейших компаний России по данным, например, показателей крупнейших 20-ти компаний в 2017-2019 гг. по размеру выручки (на момент подготовки статьи данные за 2020 г. по значительной части компаний были недоступны). Наиболее важный вывод по большинству компаний – это низкая закредитованность и возможности для роста инвестиций большинством компаний. Посмотрим на основные финансовые показатели (укрупнено по указанной выборке):

1. Соотношение долга к EBITDA составляет в среднем порядка 1,1 при допустимых значениях до 2,5-3,5, что свидетельствует об умеренной закредитованности и потенциале для привлечения дополнительных кредитов и займов. Следует оговориться, что в контур консолидации по ряду причин может попадать не вся задолженность, поэтому показатель иногда оказывается заниженным. Но по некоторым компаниям показатель существенно выше среднего.

2. Значительные балансы денежных средств на счетах: по состоянию на 30 июня 2020 г. размер денежных средств и эквивалентов составил более 4,2 трлн. руб.

3. Мы наблюдаем средний уровень реинвестирования прибыли: отношение инвестиций (капитальные затраты, например, согласно раскрытию в составе незавершенного строительства и основных средств или представленных в расчетах отчета о движении денежных средств) к EBITDA составил в среднем порядка 55%. Очевидно, ситуация значительно различается по компаниям, отраслям и регионам. В некоторых компаниях D/EBITDA более 4, денежные средства на балансе незначительны и т.д.

4. Наиболее интересным представляется сравнение сумм инвестиций, начисленных / выплаченных дивидендов и расходов по налогам за указанный период. Так, инвестиции компаний за данный период составили порядка 12 трлн. руб., начисленные / выплаченные дивиденды – 4,7 трлн. руб. При этом по 4-м компаниям из 20-ти совокупные выплаты дивидендов превысили сумму инвестиций. Общая сумма начисленных налогов составила 8,3 трлн. руб., при этом у половины компаний сумма налогов не превышает дивидендные выплаты.

В связи с этим соотношением особую актуальность приобретают меры по стимулированию инвестиционной деятельности и налоговой донастройки, обозначенные Президентом РФ В.В. Путиным в Послании Федеральному Собранию. В частности, В.В. Путин отметил: «Кто-то выводит дивиденды, а кто-то вкладывает в развитие своих предприятий и отраслей. Будем поощрять, конечно, тех, кто вкладывает» [10].

Отдельно необходимо указать на значительную ликвидность на балансах банков и финансовых институтов. Например, только по ПАО Сбербанк, Банк ВТБ, Банк ГПБ (АО) и ВЭБ.РФ ликвидность составляет более 5 трлн. руб. В последние годы наблюдается значительный рост

денежных средств и на счетах физических лиц. Согласно бюллетеню Банка России, объем вкладов физических лиц за 2019-2020 гг. вырос с 28,5 до 32,8 трлн. руб., даже с учетом относительно низких ставок по депозитам и роста вложений в недвижимость во второй половине 2020 г. Вклады имеют низкую доходность: ставки на декабрь 2020 г. - от 2,4 до 4,2% в зависимости от срока, а также не полностью «работают» в экономике с учетом значительной ликвидности банков.

В настоящее время в Правительстве обсуждается проект «дорожной карты» по повышению доступности финансирования для инвестпроектов – «по формированию и развитию механизмов инвестиционного развития РФ». В том числе предполагается создать условия для выпуска инфраструктурных облигаций, разрешить выпуск «многоголосых» привилегированных акций, снять ограничения на долю привилегированных акций в капитале и др., вплоть до использования средств физических лиц, механизма привлечения средств за счет биржевых и краудинвестинговых платформ. Также с начала 2021 г. в Правительстве обсуждается идея разрешить гражданам инвестировать материнский капитал во вклады в государственных банках, надежные облигации, обеспеченные госгарантиями или выпущенные госкомпаниями или госбанками.

Можно сказать, что инструменты с защитой капитала видятся оптимальным решением для финансирования инвестиционных проектов средствами частных лиц. Рассмотрим несколько примеров иных механизмов вовлечения частных средств.

Использование опыта Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ и схемы работы СОПФ (специально созданное «Специализированное общество проектного финансирования»). В рамках данного механизма возможна организация аналогичных обществ аккумулирования средств и финансирования проектов в зависимости от специфики: привлекательные для массового инвестора проекты с высоким ESG-эффектом. Например, зеленые проекты, городская экономика, социальная инфраструктура, развитие конкретных регионов и пр.

Очевидно, доходность должна быть привлекательной для частных лиц и для инициаторов проектов, то есть выше ставки по депозитам крупнейших банков, но ниже, чем возможная ставка заимствования по проекту (условно, 5-7% в текущих условиях). Возможно субсидирование ставки для определенных значимых направлений, снижение налога на процентные доходы физлиц и др. Например, Правительство России поддержало выделение 638 млн рублей Минстрою на субсидирование купонного дохода по инфраструктурным облигациям, которые могут быть направлены на развитие жилищного и транспортного строительства. Выпуском облигаций займется СОПФ, созданный ДОМ.РФ. При этом необходимо оговориться, что существуют практические сложности в организации облигационных выпусков и привлечении средств (направления и потребности, аудитория, каналы).

Использование пенсионных накоплений и пенсионных резервов для инвестирования в небанковские инвестиционные проекты. В настоящее время система мотивации НПФ и законодательство не стимулируют использование средств на инвестпроекты, отчасти это оправдано с учетом рисков и чувствительности вопроса. Обсуждается

законопроект, расширяющий возможности инвестирования пенсионных накоплений граждан, например, в депозиты в небанковских кредитных организациях, осуществляющих функции центрального контрагента, и клиринговые сертификаты участия. Но необходимо страхование / рейтингование организаций и иные меры снижения рисков. Также обсуждается расширение возможностей инвестирования средств НПФ в финансовые инструменты институтов развития, в т.ч. в инструменты ВЭБ.РФ и Фабрики проектного финансирования.

Проектные облигации компаний средней и малой капитализации. На долговой рынок со своими облигационными займами для реализации инвестиционных проектов выходят не только крупные компании, предлагая высокодоходные инструменты, популярные у инвесторов - физических лиц.

Механизм краудфандинга в России связан с применением инвестиционных платформ (отдельный закон вступил 1 января 2020 г.). Однако объемы для экономики незначительны: в 2018-2020 гг. общий объем заключенных сделок с использованием инвестиционных платформ в России составлял 7-11 млрд. руб. По аналогии с иными механизмами необходимо внимание регулированию, лимитам участия непрофессиональных инвесторов. Возможно обязательное софинансирование со стороны институциональных инвесторов и прочие дополнительные меры по привлечению средств и регулированию процесса.

Заключение

В настоящей статье мы рассмотрели основные особенности инвестиционного климата последних лет, подчеркнули важность развития проектного финансирования, наработки и опыт участников, современные механизмы и тенденции. Особое внимание уделили возможным вариантам привлечения частных средств, в том числе, средств физических лиц для реализации долгосрочных и крупных инвестиционных проектов. Очевидно, что представленные варианты требуют осторожной и детальной проработки, а представленные в статье возможные варианты не составляют исчерпывающий перечень.

Список литературы

1. Федеральный закон «О банке развития» от 17 мая 2007 г. № 82-ФЗ.
2. Постановление Правительства РФ от 15.02.2018 г. № 158 (ред. от 13.06.2019 г.) «О программе «Фабрика проектного финансирования».
3. Постановление Правительства РФ от 04.05.2021 г. № 692 «О внесении изменений в Постановление Правительства от 15 февраля 2018 г. № 158».
4. Меморандум о финансовой политике Внешэкономбанка, утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 23.07.2018 г. № 1510-р URL: http://veb.ru/about/normpr/
5. Global project finance review. 1H2020 URL: Global Project Finance Review - Refinitivthesource.refinitiv.com › getfile › download
6. Статистический бюллетень Банка России URL: https://www.cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskiy-byulleten-banka-rossii/
7. Вдовин И.А., Венглинский Д.Р. Проблема привлечения внебюджетных инвестиций в национальные проекты // Бизнес. Общество. Власть. 2020. № 2-3 (36-37). С. 74-85.
8. Круглый стол «Роль бизнеса в реализации Национальных проектов России» // Бизнес. Общество. Власть. 2019. № 2 (32). С. 7-24.
9. Тихомиров Д.В. Финансовые институты развития и проблемы

проектного финансирования в современной России //. Известия Юго-Западного государственного университета, Курск. 2018. – № 3 (28). – Т.8. – С. 145-154.

10. «Путин призвал поощрять компании, которые вкладывают прибыль в развитие» // РИА Новости. 21.04.2021. URL: https://ria.ru/20210421/putin-1729254188.html

LARGE-SCALE INVESTMENT PROJECTS: PROBLEMS OF DEVELOPMENT AND ATTRACTION OF PRIVATE FUNDS

Tsekhomsky Nikolay – PhD, Associate Professor of the Department of Theory and Practice of Interaction between Business and Government of the National Research University Higher School of Economics, First Deputy Chairman - Member of the Board of VEB.RF. Address: 101000, Moscow, Pokrovsky blvd., 11, office. D401. E-mail: GR@hse.ru.

Tikhomirov Dmitry – PhD, Professor of the KPMG Department of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Director of the Financial Modeling Group in VEB.RF. 125993, Moscow, Leningradsky prospect, 49. E-mail: DTikhomirov@bk.ru.

Economic growth requires successful development of investment projects in various sectors of the economy and application of a wide range of investment and financing mechanisms. The major problems are lack of properly structured and profitable projects, unclear understanding of the full value chain, limited long-term and inexpensive financial resources for their implementation and lack of experience in bringing all the participants with their needs together.

Instruments of project finance and syndication are actively developing in modern Russia. The Project Financing Factory plays already a visible role; new instruments are being developed to attract funds from private investors for development of a large-scale and significant projects. The article considers the current situation, traditional and new mechanisms for raising funds for the implementation of projects.

Key words:

Investments, investment projects, project finance, factory of project finance, economic growth, state support, private investments

.