

УДК 336.645.1
DOI 10.17513/fr.43506

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МАСШТАБ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЭФФЕКТЫ СОЧЕТАНИЯ МЕХАНИЗМОВ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ И ГОСУДАРСТВЕННО-ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА

Трашкин И.С.

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,
e-mail: ivan.trashkin@yandex.ru*

В статье определяется величина инвестиционного масштаба и потенциальных экономических эффектов для субъектов российского инвестиционного рынка от применения пяти комплексных механизмов сочетания проектного финансирования и государственно-частного партнерства (ГЧП). На основе собранной с помощью парсингового алгоритма базы данных из 6 637 инвестиционных проектов в реальном секторе сформированы выборки проектов, в которых возможно сочетание проектного финансирования и ГЧП с помощью инфраструктурных облигаций, секьюритизации прав требования к проектным компаниям, совмещения ГЧП и комплексного развития территорий, применения фабрики проектного финансирования, а также сочетания проектного финансирования и ГЧП в туристической отрасли. Результаты исследования показали, что совокупный объем инвестиций в проекты в рамках рассматриваемых механизмов составляет порядка 6,9 трлн руб. Агрегированный эффект для участников проектных компаний от высвобождения капитала составляет 157 млрд руб. Банки-кредиторы проектов могут получить совокупный экономический эффект в размере 125 млрд руб. от снижения объема резервирования. Проектные компании, реализующие инвестиционные проекты в реальном секторе, способны достигнуть 29 млрд руб. экономии в год на процентных расходах, а инвесторы в облигации получить агрегированный прирост годового дохода на уровне 42 млрд руб. в сравнении с банковскими депозитами. Совокупные чистые расходы государства при применении пяти комплексных механизмов оценены на уровне 14 млрд руб. ежегодно.

Ключевые слова: проектное финансирование, государственно-частное партнерство, концессии, инвестиции, комплексное развитие территории, инвестиционные проекты, финансовые инструменты, структурирование

INVESTMENT SCALE AND ECONOMIC EFFECTS OF THE COMBINATION OF PROJECT FINANCING MECHANISMS AND PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIP

Trashkin I.S.

*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: ivan.trashkin@yandex.ru*

The article defines the magnitude of the investment scale and potential economic effects for the subjects of the Russian investment market from the use of five complex mechanisms for combining project financing and public-private partnership (PPP). On the basis of a database collected using a parsing algorithm from 6,637 investment projects in the real sector, samples of projects were formed in which a combination of project financing and PPP is possible with the help of infrastructure bonds, securitization of claims to project companies, combining PPP and integrated territorial development, the use of a project financing factory, as well as a combination of project financing financing and PPP in the tourism industry. The results of the study showed that the total volume of investments in projects under the mechanisms under consideration is about 6.9 trillion rubles. The aggregated effect for the participants of the project companies from the release of capital is 157 billion rubles. Banks-lenders of projects can get a cumulative economic effect of 125 billion rubles from a decrease in the amount of redundancy. Project companies implementing investment projects in the real sector are able to reach 29 billion rubles savings per year on interest expenses, and investors in bonds receive an aggregated increase in annual income at the level of 42 billion rubles in comparison with bank deposits. The total net expenses of the state in the application of five complex mechanisms are estimated at the level of 14 billion rubles annually.

Keywords: project financing, public-private partnership, concessions, investments, investment projects, integrated development of the territory, financial instruments, structuring

Осуществление капитальных вложений в реальный сектор экономики является важным элементом интенсификации экономического развития государства, повышения благосостояния общества и усиления конкурентоспособности национальных отраслей. Качество жизни населения и благосостояние национальной экономики улучшаются через строительство и модификацию

производственных мощностей, развитие качества жилья, повышение доступности социальных лифтов через образовательную, транспортную и медицинскую инфраструктуру [1; 2]. Развитие теоретических и практических подходов к реализации инвестиционных проектов, через которые происходят капиталовложения в реальный сектор, представляется значимой проблемой, вклю-

чающей вопрос возможности и целесообразности сочетания доступного инвестиционного и правового инструментария.

Реализация инвестиционных проектов возможна тремя блоками механизмов: государственные проекты без частных инвестиций, проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) и частные инвестиционные проекты без участия государства. Сегодня на российском инвестиционном рынке наблюдается два явления: с одной стороны, динамично развивается законодательная база появлением новых инвестиционных и правовых механизмов, и, с другой стороны, отсутствует комплексный подход к классификации и систематизации инвестиционно-финансового и организационно-правового инструментария инвестиционных проектов в реальном секторе. В связи с этим выявляется необходимость поиска возможностей структурирования инвестиционных проектов с помощью комплексных механизмов, сочетающих признаки проектного финансирования и ГЧП, и оценки эффектов применения данных механизмов [3].

Фундаментальные принципы применения проектного финансирования, вопросы инструментария проектного финансирования при структурировании проектов рассмотрены в работах ряда авторов [4; 5]. Описание принципов, механизмов и инструментов ГЧП, развитие подхода к систематизации инвестиционного и правового инструментария ГЧП также представлено в трудах [6; 7]. Исследования по сочетанию механизмов проектного финансирования и ГЧП встречаются в составе определенно-го ряда работ [8; 9].

Несмотря на существенное количество исследований по вопросам инструментария проектного финансирования и ГЧП, на текущий момент не выявлено трудов, предлагающих механизмы, объединяющие принципы проектного финансирования и ГЧП, а также количественных исследований масштаба и эффектов применения таких механизмов на национальных рынках. Зарубежный опыт исследования данного вопроса требует коррекции с учетом поправок на российское законодательство и уникальную локальную практику инвестиционных и правовых механизмов.

Посредством разработки матрицы инструментального инжиниринга инвестиционных проектов автором выявлены пять комплексных механизмов, гармонизирующих принципы проектного финансирования и ГЧП [3]:

1) сочетание проектного финансирования и ГЧП через инфраструктурные облигации;

2) секьюритизация прав требования застройщиков и концессионеров / частных партнеров;

3) сочетание инструмента комплексного развития территории (КРТ) и ГЧП;

4) механизм «Фабрики проектного финансирования» (ФПФ), курируемой ВЭБ.РФ;

5) сочетание проектного финансирования и ГЧП в туристической отрасли.

Целью настоящего исследования является оценка инвестиционного масштаба и расчет потенциальных экономических эффектов применения данных пяти механизмов на российском рынке в разрезе ключевых субъектов проектов на основе более чем 6 637 инвестиционных проектов.

Инновационный характер исследования состоит в нескольких положениях:

- для оценки инвестиционного масштаба и потенциальных эффектов используются выявленные автором комплексные механизмы, сочетающие элементы и проектного финансирования, и ГЧП;

- в количественном исследовании использована база данных российских инфраструктурных проектов, собранная автором с помощью парсингового алгоритма на языке программирования Python;

- оценка инвестиционного масштаба и расчет потенциальных эффектов проведен в разрезе ключевых субъектов проектов с использованием авторской методики, учитывающей финансовое и правовые особенности каждого из комплексных механизмов.

Научная новизна исследования состоит в развитии подхода к реализации инвестиционных проектов реального сектора за счет пяти комплексных механизмов, в описании критериев применения и предложении подхода к расчету эффектов от применения каждого механизма.

Практическая значимость заключается: для органов государственной власти – в получении агрегированных данных о масштабе и эффектах массового применения механизмов сочетания проектного финансирования и ГЧП, для акционеров и кредиторов проектов – в использовании механизмов и расчета эффектов в индивидуальных проектах при структурировании инвестиционных вложений.

Материалы и методы исследования

Источником данных в исследовании является российская база данных инвестиционных инфраструктурных проектов «Росинфра» [10] и проекты решений Правительства Москвы о реализации КРТ. Сбор данных осуществлен с помощью парсингового алгоритма, написанного на языке про-

граммирования Python. Генеральная совокупность базы данных включает 6 637 проектов совокупным объемом инвестиций 27,5 трлн руб. Данные собраны в разрезе 14 характеристик, в том числе: доли частных и публичных инвестиций, отрасль, этап, источник возврата инвестиций, срок проекта, правовая форма.

Для каждого из пяти комплексных механизмов предложена методика отбора проектов. С учетом требований законодательства, применения индуктивного метода и агрегирования данных по проектам составлена выборка проектов для каждого комплексного механизма.

На основе авторских моделей для каждого механизма по его выборке оценен совокупный объем инвестиций, а также агрегированные экономические эффекты для ключевых субъектов проекта: специальные проектные компании (СПК), участники / акционеры СПК, кредиторы, государство, частные инвесторы в проектные облигации.

Результаты исследования и их обсуждение

Результаты исследования включают количество проектов, совокупный объем инвестиций и потенциальные экономические эффекты для каждого из рассматриваемых механизмов. В связи с этим данный раздел излагается в разрезе пяти комплексных механизмов.

1. Совмещение проектного финансирования и ГЧП через механизм инфраструктурных облигаций

Для формирования выборки данного механизма использовано пять критериев: правовая форма проекта, этап, срок реализации

проекта, отрасль, сумма займа, предоставляемая ООО «СОПФ Инфраструктурные облигации» (далее – СОПФ).

В выборку включены правовые формы, пригодные для финансирования инфраструктуры в жилищных проектах и для частных вложений в инфраструктурные проекты: концессионное соглашение (115-ФЗ) [11], соглашение о ГЧП/МЧП [12], соглашение о ГЧП/МЧП в рамках регионального законодательства, КРТ [13]. Так как применение механизма целесообразно на предынвестиционной стадии, из выборки исключены проекты на стадии капитальных вложений или эксплуатации. Осуществлена корректировка выборки на проекты, срок реализации по которым составляет менее 3 лет, что не соответствует требованиям СОПФ. Отрасли проектов определены в соответствии с целевым сегментом функционирования СОПФ. Минимальная сумма инвестиций в проект принята на уровне 1,5 млрд руб. с учетом требований по минимальному объему финансирования СОПФ и доли собственного участия. Итоговая выборка данного комплексного механизма составила 143 инвестиционных проекта (рис. 1). С учетом сценарного анализа по минимальному сроку проекта (от 3 до 5 лет) и доле займа СОПФ (от 10% до 30%) число проектов составляет от 76 до 205 штук.

Инвестиционный масштаб для данного механизма оценивается как совокупный объем финансирования, который может быть предоставлен в проекты через займы СОПФ. В зависимости от минимального срока проекта и доли займа СОПФ данный показатель составляет от 93 млрд руб. до 345 млрд руб. (в среднем 214 млрд руб.).



Рис. 1. Выборка проектов для механизма инфраструктурных облигаций
Источник: составлено автором

Совокупный объем инвестиций в проекты составляет 4,7 трлн руб.

Для участников/акционеров СПК эффект от применения механизма заключается в высвобождении собственного капитала, которое при допущении о средней доле собственных средств в проектах 10% рассчитывается от финансирования, предоставляемого СОПФ, и равно 21,4 млрд руб. (1).

$$\text{Эфф. (акц.)}_i = \text{Сумма займа СОПФ}_i \times \text{Доля собственного капитала}_i. \quad (1)$$

Для кредиторов проектов эффект заключается в высвобождении резервов, которые могли бы быть сформированы при предоставлении банками дополнительного долга на сумму займов СОПФ. Для оценки возможного размера резервов с учетом значительной доли концессий и ГЧП в выборке проведена привязка рейтинга региона, в котором реализуется проект, к качеству ссуды. Объем высвобождающихся резервов банков определен как сумма, финансируемая СОПФ, умноженная на процент резервирования. Для рассматриваемой выборки высвобождение резервов банков от применения данного механизма возможно на уровне 26,5 млрд руб. (2).

$$\text{Эфф. (банк)}_i = \text{Сумма займа СОПФ}_i \times \text{Резерв банка}_i. \quad (2)$$

Эффект для инвесторов в облигации, выпускаемые СОПФ, рассчитывается как прирост ежегодного дохода от инвестирования в облигации СОПФ в сравнении с вложением в долгосрочные банковские депозиты. Ставка банковских депозитов для расчета принята как средневзвешенная ставка по вкладам нефинансовых организаций на срок свыше 3 лет. Диапазон возможных ставок облигаций СОПФ применен в соответствии с исследованием о ставках облигационных купонов эмитентов инфраструктурных и смежных отраслей в первом квартале 2023 г. [14]. Для каждого проекта в соответствии с данным диапазоном использована рейтинговая шкала, применяемая для присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования [15]. При распределении рейтингов и соответствующих им ставок использована связь рейтингов облигаций с субъектами РФ, в которых осуществляется реализация проекта, через место субъектов в рейтинге ГЧП [10]. На основании данного расчета потенциально достижимый прирост дохода инвесторов в облигации СОПФ оценивается как 8,5 млрд руб. в год (3).

$$\text{Эфф. (инвестор)}_i = \text{Сумма займа СОПФ}_i \times (\% \text{ по облигациям СОПФ}_i - \% \text{ по депозиту}). \quad (3)$$

При оценке эффекта государства используется два варианта реализации каждого проекта: с использованием или без использования инструмента «плата за доступность», включающего регулярные платежи от публичного партнера, покрывающие часть операционных и капитальных затрат. При отсутствии «платы за доступность» отрицательный эффект для государства равен предоставляемой субсидии, покрывающей разницу между купонной ставкой облигаций СОПФ и льготной ставкой за-

йма СОПФ в пользу СПК. При использовании «платы за доступность» прибавляется доход государства от разницы процентных ставок между купонами по облигациям СОПФ и коммерческими ставками банковского кредита на сумму займа СОПФ. Так как «плата за доступность» включают процентные расходы СПК, разница в ставках финансирования влияет на экономический эффект для государства. Так, экономический эффект для государства от данного механизма составляет -11,6 млрд руб. в год (4).

$$\text{Если в проекте используется плата за доступность:} \quad (4)$$

$$\text{Эфф. (государство)}_i = \text{Сумма займа СОПФ}_i \times (\% \text{ по кредиту} - \% \text{ по облигациям СОПФ}_i) - \text{Сумма займа СОПФ}_i \times (\% \text{ по облигациям СОПФ}_i - \% \text{ по займу СОПФ}).$$

$$\text{Если в проекте не используется плата за доступность:}$$

$$\text{Эфф. (государство)}_i = - \text{Сумма займа СОПФ}_i \times (\% \text{ по облигациям СОПФ}_i - \% \text{ по займу СОПФ}).$$

Так как данный механизм предполагает субсидирование льготного займа СОПФ, эффект является отрицательным для государства. Вместе с этим механизм нацелен

на стимулирование развития инфраструктурных проектов, что в свою очередь способно мультипликативно оказать воздействие на благосостояние государства.

Для СПК эффект заключается в экономии на процентных расходах в связи с уплатой льготной процентной ставки по займу

СОПФ. Экономия составляет разницу коммерческой ставки банка и льготной ставки СОПФ (5).

$$\text{Эфф. (проектная компания)}_i = - \text{Сумма займа СОПФ}_i \times (\% \text{ по кредиту}_i - \% \text{ по займу СОПФ}). \quad (5)$$

Рассчитанная экономия СПК для рассматриваемой выборки проектов составляет 11,7 млрд руб. в год.

2. Секьюритизация прав требования в проектах с использованием проектного финансирования и ГЧП

Для выборки проектов данного механизма используется распределение проектов на однородные пулы, включающие схожие по семиступенчатой классификации проекты.

Осуществлена классификация проектов в генеральной совокупности данных по 7 признакам: федеральный округ, субъект, уровень реализации, отрасль и подотрасль, правовая форма, источник возврата частных инвестиций. Однородность проектов, составляющих 1 пул, необходима для секьюритизации, так как денежный поток проектов, обслуживающий и возвращающий финансирование, должен быть предсказуемым и стабильным. Так как существует необходимость в предсказуемом и стабильном потоке, в выборку механизма входят только проекты, находящиеся на стадии эксплуатации.

Для отбора сформированных пулов в секьюритизируемую выборку использовано три дополнительных критерия: по правовой форме (концессии и ГЧП); по объему совокупной эмиссии (не менее 3 млрд руб.);

по потенциальному сроку размещения (не менее 3 лет).

Так, в выборку данного механизма вошло 29 пулов проектов ГЧП (рис. 2). В зависимости от минимального объема эмиссии и срока данное количество варьируется от 20 до 54 пулов. Инвестиционный масштаб для данного механизма оценивается как объем банковских кредитов и акционерных займов в проектах, составляющих секьюритизируемые пулы. Совокупный объем эмиссии, возможный в отобранных 29 пулах, составляет 620,7 млрд руб. Совокупная сумма требуемых инвестиций в данных проектах – 976,4 млрд руб.

Расчет эффекта для участников/акционеров СПК аналогичен предыдущему механизму и составляет 62,1 млрд руб.

Объем высвобождающихся резервов банков определен для каждого пула как сумма кредитов банков для каждого проекта, умноженная на процент резервирования. Потенциальный объем высвобождающихся резервов банков в данном механизме составил 44,7 млрд руб.

Эффект для инвесторов рассчитывается как прирост получаемого дохода от инвестирования в облигации секьюритизируемого пула в сравнении с вложением в долгосрочные банковские депозиты. Величина эффекта для инвесторов в облигации оценочно составляет 17 млрд руб. в год.



Рис. 2. Выборка проектных пулов для механизма секьюритизации требований к частному партнеру
Источник: составлено автором

При отсутствии «платы за доступность» эффект для государства отсутствует, так как государство не покрывает процентные расходы СПК. При наличии «платы за доступность» эффект государства рассчитывается как разница купонных

ставок по облигациям секьюритизируемых пулов и ставок по кредитам и займам СПК до эмиссии. Экономический эффект для государства от применения данного механизма возможен на уровне 1,5 млрд руб. в год (6).

Если в проекте используется плата за доступность: (6)

$$\text{Эфф.}(\text{государство})_i = \text{Объем эмиссии}_i \times (\% \text{ по кредиту} - \% \text{ по облигациям}_i).$$

Если в проекте не используется плата за доступность:

$$\text{Эфф.}(\text{государство})_i = 0.$$

Для СПК эффект механизма заключается в экономии процентных расходов, возникающей в связи со сменой платежей по банковским кредитам и акционерным займам на платежи по купонам по облигациям. Эффект для СПК составляет 10,1 млрд руб. в год.

3. Сочетание механизмов КРТ и ГЧП

Выборка проектов для данного механизма состоит из проектов КРТ, в которых, помимо жилых, общественно-деловых и производственных объектов, заявлено строительство социальных объектов. В данных проектах с помощью КРТ и проектного финансирования предполагается строительство несоциальных объектов, а социальные объекты финансируются за счет механизмов ГЧП. В московских проектах КРТ 54 проек-

та предполагается строить с социальными объектами.

Инвестиционный масштаб механизма оценивается как совокупный объем инвестиций для финансирования социальных объектов КРТ и составляет 108,8 млрд руб.

Для участников/акционеров СПК социальной застройки эффект заключается в отсутствии дополнительных вложений в социальную часть. С учетом средней доли собственного участия в жилищных проектах 10% эффект оценивается как 10,9 млрд руб. Для участников/акционеров СПК социальной застройки положительный эффект заключается в экономии капитала и замещении его части проектными облигациями. Для данной части участников/акционеров эффект может составить 21,7 млрд руб. (7).

Для несоциальной части проектов КРТ: (7)

$$\text{Эфф.}(\text{акц.})_i = \text{Объем инвестиций в соц. проекты}_i \times \text{Доля собственного капитала}_i$$

Для социальной части проектов КРТ:

$$\text{Эфф.}(\text{акц.})_i = \text{Объем инвестиций в соц. проекты}_i \times \text{Доля финансирования облигациями}_i$$

Эффект для кредиторов определяется как сумма высвобождающихся резервов, равная объему эмиссии проектных облигаций вместо банковского кредита, умноженная на размер резерва, и равен 220 млн руб.

Эффект для инвесторов в облигации определяется как прирост дохода от инвестирования в проектные облигации в сравнении с долгосрочными банковскими депозитами и равен 456 млн руб. в год.

Для оценки эффекта для государства используется допущение о финансиро-

вании социальной части за счет «платы за доступность», так как социальные объекты, как правило, не генерируют существенных денежных потоков. Положительный эффект для публичных партнеров равен разнице в «плате за доступность», формируемой отличием купонных ставок облигаций СПК и ставок по кредитам и займам СПК.

В соответствии с данным подходом эффект для государств составляет 170,7 млн руб. в год (8).

$$\text{Эфф.}(\text{государство})_i = \text{Объем эмиссии}_i \times (\% \text{ по кредиту} - \% \text{ по облигациям}_i). \quad (8)$$

Эффект для СПК, равный экономии процентных расходов в связи с заменой части банковского финансирования на облигационное, оценивается как 171 млн руб. в год.

4. Реализации инвестиционного проекта через механизм ФПФ

Для формирования выборки механизма применены нормативные критерии включения проектов в периметр рассмотрения ФПФ. Выборка сформирована с учетом критериев по правовой форме, этапу, сроку, отрасли и объему инвестиций. С учетом данных критериев итоговая выборка составила 38 проектов (рис. 3). В зависимости от минимального срока проекта и требуемого объема инвестиций диапазон составляет от 19 до 59 проектов.

Инвестиционный масштаб для данного механизма оценивается как совокупный объем инвестиций, финансируемый с помощью средств ВЭБ.РФ, и составляет 395,6 млрд руб. (от 238 млрд руб. до 500 млрд руб.). Совокупная сумма требуемых инвестиций для данных проектов составляет 989,1 млрд руб.

Эффект для акционеров/участников СПК состоит в экономии собственного капитала

за счет предоставления льготного финансирования ВЭБ.РФ. Совокупный эффект для выборки оценивается как 39,6 млрд руб.

Эффект для кредиторов по аналогии с прочими механизмами заключается в высвобождении резервов, не формируемых на сумму финансирования ВЭБ.РФ. Агрегированный размер эффекта для рассматриваемой выборки возможен в размере 52,1 млрд руб.

Эффект для инвесторов представляет собой разницу между годовым доходом инвесторов от вложений в проектные облигации, эмитируемые ФПФ, и вложением в долгосрочные банковские депозиты. Возможный агрегированный эффект составляет 15,9 млрд руб. в год.

Эффект для государства равен расходам на субсидирование процентной ставки кредита СПК на разницу ставки в кредитном договоре с фиксированной ключевой ставкой Банка России. При допущении о среднем уровне маржи к ключевой ставке Банка России, равном 2,5% годовых, а также с учетом определения ставки по кредиту на основе рейтинга региона по уровню развития ГЧП, эффект для государства возможен в размере -0,5 млрд руб. в год (9).

$$\text{Эфф. (государство)}_i = \text{Объем кредита проектной компании}_i \times (\% \text{ по кредиту без субсидии}_i - \% \text{ по кредиту с субсидией}_i). \quad (9)$$

Так как механизм основан на субсидировании кредитов СПК, прямой эффект для государства отрицателен, однако, способствуя инфраструктурному развитию национальной экономики, механизм обеспечивает косвенные положительные эффекты для государства.

Для СПК возможный эффект заключается, во-первых, в экономии на процентных расходах от смены платежей по банковским кредитам на платежи по купонам облигаций и, во-вторых, в субсидировании процентных

платежей по финансированию ФПФ. Агрегированный эффект для проектных компаний возможен на уровне 3,9 млрд руб. в год.

5. Сочетание механизмов проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли

Формирование выборки для механизма осуществлено с учетом пяти критериев: правовая форма проекта, этап, срок реализации, отрасль, объем кредитных средств в проекте.



Рис. 3. Выборка проектов для механизма ФПФ
Источник: составлено автором



Рис. 4. Выборка проектов для сочетания проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли
Источник: составлено автором

Ключевые параметры выборки определены, исходя из критериев применения льготной программы в рамках Постановления Правительства Российской Федерации от 09.02.2021 г. № 141 (141-ПП РФ). В выборку включены проекты в отраслях гостеприимства, досуга и спорта, сроком реализации от 3 до 15 лет и минимальным объемом кредитных средств в размере 100 млн руб. Итоговая выборка составила 45 инвестиционных проектов (рис. 4). С учетом вариативности по минимальному сроку проекта и требуемому объему кредитных средств диапазон выборки составляет от 37 до 65 проектов.

Инвестиционный масштаб для данного механизма оценивается как совокупный объем требуемых частных инвестиций для финансирования проектов и возможен в размере 95,3 млрд руб. Совокупная сумма требуемых инвестиций для данных проектов, включая публичные инвестиции, составляет 119,8 млрд руб.

Для участников/акционеров СПК потенциальный эффект заключается в высвобождении части требуемого капитала за счет эмиссии проектных облигаций и равен 1,9 млрд руб.

Возможная величина положительного эффекта для банков определяется как объем высвобождаемых резервов от эмиссии проектных облигаций и составляет 1,87 млрд руб.

Выгода инвесторов в облигации по аналогии с иными механизмами определена как разница в доходах от инвестирования в проектные облигации и вложения средств в банковские депозиты. Достижимый эффект для инвесторов составляет 725 млн руб. в год.

При отсутствии «платы за доступность» отрицательный эффект для государства равен предоставляемой банку субсидии на разницу между льготной процентной ставкой в рамках 141-ПП РФ и рыночной ставкой кредитования для каждого проекта. При использовании «платы за доступность» к данному расходу публичной стороны прибавляется доход от разницы купонных ставок по проектным облигациям и ставок банковских кредитов на часть, финансируемую проектными облигациями.

Возможный экономический эффект для государства от применения данного механизма составляет -3,3 млрд руб. в год (10).

Если в проекте используется плата за доступность: (10)

$$\text{Эфф.}(государство)_i = \text{Сумма эмиссии проектных облигаций}_i \times (\% \text{ по кредиту} - \% \text{ по облигациям}_i) - \text{Сумма кредита}_i \times (\% \text{ по кредиту}_i - \% \text{ по льготной ставке}).$$

Если в проекте не используется плата за доступность:

$$\text{Эфф.}(государство)_i = - \text{Сумма кредита}_i \times (\% \text{ по кредиту}_i - \% \text{ по льготной ставке}).$$

Как и для займов СОПФ и финансирования ФПФ, механизм субсидирования проектов туризма предполагается расходным для госу-

дарства, однако направлен на получение косвенных эффектов за счет повышения общего инфраструктурного развития государства.

Инвестиционный масштаб и экономические эффекты применения комплексных механизмов сочетания проектного финансирования и ГЧП

Механизм	Инвестиционный масштаб, млрд руб.	Эффект для субъектов проекта, млрд руб.				
		Участники / акционеры проектных компаний	Банки-кредиторы проектов	Инвесторы в облигации	Государство	Проектные компании
Совмещение проектного финансирования и ГЧП через механизм инфраструктурных облигаций	214,0	21,4	26,5	8,6 в год	-11,6 в год	11,7 в год
Секьюритизация прав требования в проектах с использованием проектного финансирования и ГЧП	620,7	62,1	44,7	17 в год	1,5 в год	10,1 в год
Сочетание механизмов КРТ и ГЧП	108,8	32,6	0,22	0,46 в год	0,17 в год	0,17 в год
Реализации инвестиционного проекта через механизм ФПФ	395,6	39,6	52,1	15,9 в год	-0,5 в год	3,9 в год
Сочетание механизмов проектного финансирования и ГЧП при реализации инвестиционного проекта в туристической отрасли	95,3	1,9	1,87	0,73 в год	-3,3 в год	3,6 в год
Итого:	1 434,4	157,6	125,4	42,7 в год	-13,7 в год	29,5 в год

Примечание: составлено автором.

Первая часть эффекта для СПК заключается в экономии процентных расходов, возникающей в связи с уплатой процентов по льготной ставке в части затрат, финансируемых кредитами. Вторая часть состоит в снижении процентных расходов

по части затрат, финансируемых эмиссией проектных облигаций, исходя из того, что при отсутствии эмиссии данные затраты финансируются банками по коммерческой ставке. Так, экономия СПК рассчитывается по формуле (11).

$$\begin{aligned} \text{Эфф.}(\text{проектная компания})_i &= \text{Объем эмиссии проектных облигаций}_i \times \\ &\times (\% \text{ по кредиту}_i - \% \text{ по облигациям}_i) + \text{Объем финансирования кредитом}_i \times \\ &\times (\% \text{ по кредиту}_i - \% \text{ по льготной ставке}). \end{aligned} \quad (11)$$

Совокупная экономия СПК для рассматриваемой выборки проектов возможна на уровне 3,6 млрд руб. в год.

Консолидированные результаты оценки инвестиционного масштаба и потенциальных экономических эффектов от применения пяти комплексных механизмов сочетания проектного финансирования и ГЧП представлены в таблице.

Заключение

В исследовании на основе базы данных российских инвестиционных проектов в реальном секторе, включающей 6 637 наблюдения, оценен инвестиционный масштаб применения комплексных механизмов структурирования инвестиционных проектов с сочетанием принципов про-

ектного финансирования и ГЧП. Для пяти рассматриваемых механизмов совокупный инвестиционный масштаб составляет 1 434 млрд руб., наибольший объем которого (620 млрд руб.) возможно достичь за счет секьюритизации прав требований кредиторов и участников СПК.

Совокупный эффект участников или акционеров СПК, достигаемый за счет высвобождения капитала для инвестирования в иные проекты, оценочно составил 157 млрд руб. в пяти механизмах. Для банков-кредиторов проектов возможный эффект от высвобождения резервов за счет сокращения суммы кредитования оценивается на уровне 125 млрд руб. С учетом применения в пяти комплексных механизмах эмиссии проектных облигаций, обеспечен-

ных потоками инвестиционных проектов, также возможен значительный эффект в размере 43 млрд руб. в год для инвесторов, рассматривающих стабильные проекты с государственной поддержкой в качестве альтернативы банковским депозитам по уровню риска. За счет субсидирования процентных ставок в ряде рассматриваемых механизмов для государства прямой эффект от внедрения механизмов оценивается как -13,7 млрд руб. в год, однако публичное участие в капиталоемких инфраструктурных проектах направлено на развитие качества инфраструктуры, способное в будущем оказывать существенный мультипликативный эффект на повышение благосостояния государства. Для СПК агрегированный эффект рассмотренных механизмов достигим на уровне 30 млрд руб. в год за счет экономии процентов от льготных программ и замены части финансирования на облигационное.

Возможным дальнейшим этапом исследования представляется расширение используемой генеральной совокупности данных по мере развития и наполнения платформы инфраструктурных проектов. Вместе с тем актуальным вопросом исследования, на наш взгляд, является исчисление итогового финансового эффекта для государства от применения рассмотренных механизмов с учетом косвенных выгод инфраструктурного развития государства и повышения благосостояния национальной экономики. Кроме того, с учетом динамичного развития российского законодательства, регулирующего инструментариум реализации инвестиционных проектов в реальном секторе, представляется целесообразным регулярно осуществлять анализ возможности структурирования новых комплексных механизмов проектного финансирования и ГЧП и проводить агрегированную оценку применения этих механизмов на российском инвестиционном рынке.

Список литературы

1. Переверзева В.В., Юрьева Т.В. Проектное финансирование в системе проектного управления // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. 2017. № 5. С. 36-45.
2. Wang S., Tian W., Lu B. Impact of capital investment and industrial structure optimization from the perspective of «resource curse»: Evidence from developing countries // Resources Policy. 2023. Vol. 80. 103276. DOI: 10.1016/j.resourpol.2022.103276.
3. Трашкин И.С. Инструментарий структурирования инвестиционных проектов на принципах проектного финансирования и государственно-частного партнерства // Фундаментальные исследования. 2023. № 1. С. 55-65.
4. Chirkunova E.K., Kireeva E.E., Kornilova A.D., Pschenichnikova J.S. Research of Instruments for Financing of Innovation and Investment Construction Projects // Procedia Engineering. 2016. Vol. 153. P. 112-117. DOI: 10.1016/j.proeng.2016.08.089.
5. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования. Альпина Паблишер, 2015. 668 с.
6. Xiaoyan L.L., Clegg S., Pollack J. Power relations in the finance of infrastructure public-private partnership projects // International Journal of Project Management. 2022. Vol. 40. Is. 7. P. 725-740. DOI: 10.1016/j.ijproman.2022.08.002.
7. Йескомб Э.Р. Государственно-частное партнерство: Основные принципы финансирования. Альпина Паблишер, 2015. 457 с.
8. Ampratwum G., Osei-Kyei R., Tam V.W.Y. Exploring the concept of public-private partnership in building critical infrastructure resilience against unexpected events: A systematic review // International Journal of Critical Infrastructure Protection. 2022. Vol. 39. 100556. DOI: 10.1016/j.ijcip.2022.100556.
9. Demirel H.C., Leendertse W., Volker L. Mechanisms for protecting returns on private investments in public infrastructure projects // International Journal of Project Management. 2022. Vol. 40. Is. 3. P. 155-166. DOI: 10.1016/j.ijproman.2021.11.008.
10. База проектов ГЧП // Росинфра – официальный сайт, 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://rosinfra.ru/profile/base-projects/all> (дата обращения: 01.10.2023).
11. Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (с изменениями и дополнениями) [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_54572/ (дата обращения: 01.10.2023).
12. Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями) [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_182660/ (дата обращения: 01.10.2023).
13. Градостроительный кодекс Российской Федерации, Глава 10 «Комплексное развитие территории» (с изменениями и дополнениями) [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_51040/381915d21931faa78bc4ef1508a48dfe972fc537/ (дата обращения: 01.10.2023).
14. Sherpa Group. Заемный капитал для компаний и проектов: итоги первого квартала 2023 года // Sherpa Group – официальный сайт, 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://sherpagroup.ru/analytics/sjms67a> (дата обращения: 01.10.2023).
15. Рейтинговая шкала // Эксперт РА – официальный сайт, 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://raexpert.ru/ratings/securitization/scale> (дата обращения: 01.10.2023).