



Финансы, денежное обращение, кредит

Научная статья

УДК 336.64

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12873>

JEL: G30

Эволюция, сущность и последствия проектного финансирования

Е. Ф. Сысоева¹*, А. И. Казакевич²

^{1,2} Воронежский государственный университет, Университетская пл., 1,
394018, Воронеж, Российской Федерации

Предмет. С научной точки зрения представляет интерес проектное финансирование, которое в наибольшей степени отвечает современным условиям обеспечения инвестиционных проектов финансовыми ресурсами.

Цель. Проследить эволюцию, уточнить сущность и идентифицировать возможные последствия проектного финансирования как одного из основных современных способов обеспечения инвестиционных проектов финансовыми ресурсами, прежде всего заемными.

Методология. На основании компаративного анализа опыта зарубежных стран проведено сопоставление источников проектного финансирования. Методы научной абстракции и аналогии позволили идентифицировать сущность проектного финансирования как способа финансирования инвестиционных проектов, его отличительные черты. Исторический метод был применен к выявлению подходов к периодизации этапов развития проектного финансирования в мировой экономике.

Результаты. Была выявлена объективная необходимость поиска альтернативных путей финансирования инфраструктурных объектов, чему способствовал ряд факторов, идентифицированных в статье. Раскрыто содержание этапов и «волны» развития проектного финансирования. Выделены три основных подхода, используемые в определении сущности проектного финансирования: кредитный, юридический, инвестиционно-доходный. Проведен сравнительный анализ традиционного и проектного финансирования.

Выводы. Выделены признаки, которые позволяют определить проектное финансирование как отдельную экономическую категорию; приведено авторское определение категории «проектное финансирование»; обоснованы последствия его использования; обозначены возможные дальнейшие направления исследования по данной теме.

Ключевые слова: проектное финансирование, инфраструктурные объекты, механизм, этапы, факторы, подходы, последствия.

Для цитирования: Сысоева, Е. Ф., & Казакевич, А. И. (2025). Эволюция, сущность и последствия проектного финансирования. *Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление*, (1), 69–83. DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12873>



Financial Economics

Original article

UDC 336.63

DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12873>

JEL: C12; C51; G17; G31; G35

Evolution, nature and outcomes of project finance

E. F. Sysoeva^{1✉}, A. I. Kazakevich²

^{1,2} Voronezh State University, 1 Universitetskaya Sq.,
394018, Voronezh, Russian Federation

Subject. From the scientific point of view, project finance is of particular interest, as it meets the modern criteria of investment projects' financing to the greatest extent.

Purposes. To trace the evolution, clarify the nature and identify possible outcomes of project finance as one of the main modern ways of financing investment projects, primarily with borrowed funds.

Methodology. By means of comparative analysis of foreign countries' experience, the sources of project finance were compared. The methods of scientific abstraction and analogy allowed to identify the nature of project finance as a method of financing investment projects and its distinctive features. To identify approaches to periodization of stages of the project finance development in the world economy the historical method was used.

Results. We identified stages and "waves" of project finance development as well as a number of factors that allowed to pinpoint the objective need for finding alternative ways of financing infrastructure facilities. Three main approaches used in determining the nature of project finance were outlined: credit, legal, investment-profitable. A comparative analysis of traditional and project finance was carried out.

Conclusions. We highlighted the criteria that allow defining project finance as a separate economic category, gave the definition of "project finance" and outlined the outcomes of its use. Possible further line of research on this topic was also pointed out.

Key words: project finance, infrastructure facilities, mechanism, stages, factors, approaches, outcomes.

For citation: Sysoeva, E. F., & Kazakevich, A. I. (2025). Evolution, nature and outcomes of project finance. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*, (1), 69–83. DOI: <https://doi.org/10.17308/econ.2025.1/12873>

Введение

На любом этапе экономического цикла как у государства, так и у частных организаций имеется перманентная потребность в долгосрочных финансовых ресурсах для инвестиций, прежде всего в дорогостоящие и долгосрочные инфраструктурные проекты. В современных условиях эта потребность является чрезвычайно актуальной в связи с реализацией национальных проектов.

Для их финансирования требуются способы и инструменты, позволяющие оптимизировать структуру источников капитала. Для мобилизации этих источников могут быть задействованы разнообразные способы финансирования – как традиционные, так и сравнительно новые. Среди последних в настоящее время все более широкое распространение получает проектное финансирование (далее – ПФ), поскольку оно позволяет обеспечивать объекты финансирования с длительными сроками реализации долгосрочными финансовыми ресурсами. Это обстоятельство особенно актуально в условиях высокой ключевой ставки, которая приводит к росту стоимости традиционных банковских кредитов.

Появление проектного финансирования было обусловлено объективными предпосылками, которые формировались на протяжении достаточно длительного периода. Сама концепция частного финансирования инфраструктурных проектов была экономически оправдана задолго до начала XX в.

В начале XX в. строительство железных дорог, мостов, электростанций, портов, систем распределения газа финансировалось частными инвесторами. В это время были реализованы такие масштабные проекты, как строительство Суэцкого канала и Сибирской железной дороги. После Первой мировой войны частный предпринимательский сектор практически исчез, а инфраструктурные проекты стали финансироваться правительствами стран с помощью системы заимствований у частного сектора. Государственные коммунальные организации стали главными субъектами предоставления общественных работ и услуг, которые оплачивались правительством страны за счет собранных налогов.

Тенденция сохранилась и после Второй мировой войны: основные инфраструктурные объекты Европы были построены или реконструированы под контролем государства за счет средств бюджета. В дальнейшем государственное финансирование стало использовать различные финансовые инструменты для реализации проектов, например выпуск облигаций или прямые займы у крупных международных организаций.

С восстановлением и последующим развитием экономик ведущих стран, расширением интеграции мирового хозяйства, углублением международного разделения труда возникла объективная необходимость поиска альтернативных путей финансирования инфраструктурных объектов во всем мире. Этому способствовал ряд факторов:

- значительно возросли общие потребности международного сообщества в инвестициях в реальный сектор экономики;
- в связи с разразившимися во многих странах долговыми кризисами их правительства столкнулись с ограничениями бюджетных средств, кроме этого, стало практически невозможно привлекать финансовые ресурсы посредством выпуска облигаций;
- на рынок заимствований вышли страны с развивающейся экономикой и большими запасами углеводородных ресурсов, выручка от продаж которых использовалась для обеспечения экономического роста этих стран;
- увеличение цен на энергоносители и высокая рентабельность нефтегазовых проектов в 70-е гг. XX в. сделали их привлекательными для финансирования коммерческими банками, стремящимися повысить свою доходность на нестандартных для них условиях;
- возросшая конкуренция среди производителей высокотехнологичного оборудования способствовала повышению их заинтересованности в участии в масштабных инвестиционных проектах с целью завоевания новых рынков и повышения уровня продаж.

Постепенно банковские консорциумы стали формировать новые условия и принципы кредитования. В результате дальнейшего развития финансовых инструментов сложилась новая процедура предоставления средств для реализации крупных инвестиционных

проектов, получившая название «проектное финансирование».

Неоспоримая важность финансирования в реализации крупных инвестиционных проектов, в том числе инфраструктурных, в современных условиях обусловила необходимость дополнительного исследования по данному направлению и определила его цели и задачи.

Целями данного исследования являются дополнение теоретических представлений о сущности проектного финансирования на основе периодизации этапов его развития и выявление последствий реализации проектного финансирования.

Задачи исследования:

- определить признаки проектного финансирования;
- выявить субъекты и объекты проектного финансирования;
- обосновать последствия проектного финансирования для экономики.

Содержание статьи последовательно раскрывает тему исследования:

- прослеживается эволюция проектного финансирования в мировой экономике;
- раскрывается экономическая сущность проектного финансирования на основе выявленных научных подходов к ее определению, выявляются его признаки;
- проводится компаративный анализ проектного и традиционного финансирования.

Обзор предшествующих работ

Достаточно длительная эволюция проектного финансирования и его применение в различных областях инвестиционных проектов обусловили появление множества точек зрения на определение самого понятия механизма проектного финансирования. Как зарубежные, так и российские ученые предприняли немало попыток создать лаконичную формулировку, однако единого общепризнанного определения экономическим сообществом выработано не было. После рассмотрения и систематизации различных точек зрения по этому вопросу, на наш взгляд, можно выделить несколько основных подходов к определению проектного финансирования. Представители каждого из этих подходов выделяли главные (по их мнению) характеристики проектного финансирования, однако

не учитывали другие его основополагающие черты, что придавало их вариантам некоторую односторонность. Нами выделены три основных подхода, которые, как правило, используются в определении сущности проектного финансирования.

Кредитный подход. Этого подхода придерживаются такие российские экономисты, как В. Ю. Катасонов и др. (2001), Г. И. Сурков (2000), А. Э. Баринов (2007) и др. Среди зарубежных исследователей следует выделить мнения Fiinerty (1996), Kumar (2022), Nevitt & Fabozzi (2000).

Общим для их определений является рассмотрение проектного финансирования в качестве специального вида кредитования компании под конкретный инвестиционный проект. Некоторые из авторов (Баринов, 2007; Катасонов и др., 2001) используют вместо понятия «проектное финансирование» понятие «проектное кредитование».

В частности, в одном из своих определений В. Ю. Катасонов и др. (2001, с. 124) под проектным финансированием понимают «целевое кредитование заемщика для реализации инвестиционного проекта без регресса (оборота) или с ограниченным регрессом кредитора на заемщика: обеспечением платежных обязательств заемщика исключительно или в основном являются денежные доходы, генерируемые объектом инвестиционной деятельности (а также активы, относящиеся к инвестиционному проекту)».

Такой точки зрения придерживаются некоторые известные зарубежные ученые, которые рассматривают проектное финансирование как тип инвестиционного кредитования, при котором проектный долг и собственный капитал, используемые для финансирования проекта, выплачиваются из денежного потока, генерируемого самим проектом (как правило, специальной проектной компанией) (Kumar, 2022; Nevitt & Fabozzi, 2000).

Данный подход частично оправдан, как отмечает Г. С. Бектенова (2023, с. 147), тем, что «исторически сложилось так, что коммерческие банки были основным источником формирования ресурсов проектного финансирования. Однако в последние годы коммерческие банки на развитых рынках столкнулись с жесткими кредитными огра-

ничениями из-за последствий финансового кризиса, нестабильной экономической и политической обстановки и необходимости увеличения капитала банков в соответствии с рекомендациями Базель III, что привело к сокращению кредитования проектов со стороны коммерческих банков».

В рамках этого подхода Nevitt & Fabozzi (2000, с. 3) определяют проектное финансирование как «финансирование экономической единицы, при котором кредитор рассматривает денежные потоки и прибыль этой экономической единицы как достаточный источник обслуживания и погашения заемных средств, а активы этой экономической единицы – как достаточное обеспечение для предоставления этих заемных средств».

На основании данного определения «можно выделить основные отличительные характеристики проектного финансирования от других форм кредитования. Так, проектное финансирование предполагает финансирование отдельной, четко разграниченной экономической единицы. При этом механизмы кредитования основаны исключительно на генерировании денежных потоков от самого проекта, а залогом по проекту выступают активы проекта» (Данейкин и др., 2022, с. 71–78).

Роль коммерческих банков и их кредитных ресурсов в проектном финансировании идентифицируется в аналитическом отчете The Project Finance 2023 Guide. Low and Practice¹. Для реализации этой роли коммерческие банки применяют собственные методики оценки кредитоспособности заемщиков в рамках проектного финансирования (Плетнева и др., 2024).

По нашему мнению, кредитный подход не учитывает альтернативные способы финансирования инвестиционных проектов, среди которых следует выделить государственно-частное партнерство, поскольку роль государственного сектора в принятии решений относительно способов реализации проекта и финансирования будет только расти (Савруков, 2021). При этом риски государственно-частного финансирования проектов достаточно высоки и разнообразны.

¹ The Project Finance (2023) Guide. Low and Practice. Switzerland. Walder Wyss Ltd, 2023. URL: <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/project-finance-2023>

Юридический подход характеризуется концентрацией внимания на юридической и организационной сторонах проектного финансирования. Сторонники данного подхода делают особый акцент на необходимости создания при реализации инвестиционного проекта отдельной, юридически чистой компании, а также на ограниченную регрессность на спонсоров проекта.

К этой группе определений можно отнести следующие.

Г. И. Сурков (2000, с. 8): «Проектное финансирование – это финансирование инвестиций, обеспеченное материальными и нематериальными активами, юридической документацией, жизнеспособностью, устойчивостью финансового состояния и рыночного положения предприятия и участников, при котором кредиторы и заемщики планируют и прогнозируют финансовые потоки, организуют систему управления проектными рисками; оценивают различные виды обеспечения привлекаемых денежных средств».

Д. В. Абрамов (2009, с. 28): «Проектное финансирование – способ организации финансирования инвестиционного проекта, при котором за счет средств спонсоров создается новая, юридически обоснованная проектная компания, реализуется многосторонняя и многосвязная система распределения рисков между различными участниками проекта, а будущие денежные потоки, генерируемые такой компанией, являются основным обеспечением для обслуживания и возврата привлеченных ею средств».

Инвестиционно-доходный подход. Авторы определений понятия «проектное финансирование», которых можно отнести к данному подходу, рассматривают его как один из способов финансирования инвестиций, акцентируя внимание на источнике выплаты основного займа, которым выступает денежный поток, генерируемый самим проектом, а не его спонсорами. Как правило, большинство исследователей рассматривают данную особенность проектного финансирования как ключевую.

Приведем несколько определений, которые иллюстрируют инвестиционно-доходный подход.

Г. И. Сурков (2000, с. 8): «Проектное финансирование – это финансирование инвести-

ций, при котором источниками погашения задолженностей будут являться потоки денежной наличности, генерируемые в результате реализации самого инвестиционного проекта».

В. Ю. Катасонов и др. (2001, с. 15): «Проектное финансирование – это финансирование инвестиций, основанное на будущей платежеспособности самого проектируемого предприятия без учета кредитоспособности его участников, их гарантii и гарантii погашения кредитов третьими сторонами».

Finnerty (1996, с. 2): «Проектное финансирование – это такое привлечение средств на реализацию экономически обосновленного инвестиционного проекта, при котором стороны, предоставляющие финансирование, рассматривают денежные потоки проекта как основной источник обслуживания предоставленных средств и их возврата».

Большинство рассмотренных трактовок проектного финансирования подчеркивают один или несколько важных его признаков, но не дают комплексного определения.

Материалы и методы исследования

Настоящее исследование основано на теоретическом анализе отечественной и зарубежной литературы, нормативно-методических материалов, законодательной базы с 1996 по 2024 г. В исследовании были использованы аналитические обзоры The Global Project Finance (2023)², The Project Finance Guide. Law and Practice (2023).

Для обсуждения результатов исследования были использованы исторический и отраслевой анализ, которые позволили выделить четыре этапа развития проектного финансирования с точки зрения временных рамок и пять этапов с позиции внедрения проектного финансирования в развитие отдельных отраслей.

Для авторского представления экономической категории «проектное финансирование» были выбраны методы научной абстракции и аналогии.

² The Global Project Finance (2023): An In-Depth Look at Project Finance Outlook // Economics View DBRS. URL: <https://www.economicsview.online/2023/09/global-project-finance-2023-in-depth.html>

В процессе исследования для идентификации последствий использования проектного финансирования также использовались методы компаративного анализа и сравнений.

Результаты

С точки зрения экономических признаков и сущности проектного финансирования его эволюция включает несколько основных этапов (Баринов, 2007, с. 27–29).

Первый этап (начало XX в.) ознаменовался строительством Панамского канала и развитием нефтегазовой отрасли в США. Он характеризуется активным участием международных финансовых организаций группы Мирового Банка в поддержке проектов по капитальному строительству, реализуемых в развивающихся странах. В тот момент были заложены базовые условия ПФ: целевой характер предоставляемых средств, долгосрочность финансирования, распределение рисков между участниками проекта.

Второй этап связан с приходом в область проектного финансирования в начале 70-х гг. XX в. крупных коммерческих банков. Этот процесс был обусловлен свободным переливом капиталов на мировом финансовом рынке и возникновением так называемого «нефтяного бума», обеспечивающего высокую рентабельность нефтегазовых проектов. Далее проектное финансирование распространилось и на другие экономические сферы, при этом возникло два направления его развития. Одно направление идентифицируется с участием в проектном финансировании в качестве субъектов крупных коммерческих банков и международных организаций, второе – с участием экспортно-кредитных агентств. Второй этап развития проектного финансирования характеризуется следующими чертами:

- создание самостоятельной организации – специального юридического лица (SPV), которому передается пул кредитных активов, имеющих юридическую самостоятельность;
- объединение участников проектного финансирования в консорциумы, которые создаются под конкретные масштабные проекты и, следовательно, имеют ограниченный временной характер участия;
- возникновение в рамках проектного финансирования разнообразных форм государ-

ственno-частного партнерства, связанного в основном с финансированием национальных проектов;

- поиск «длинных» финансовых ресурсов в связи с капиталоемкостью и масштабом финансируемых проектов;

- распространение международных кредитов, так как SPV обычно учреждается в юрисдикциях, где не существует серьезных административных и налоговых барьеров;

- для последующего обслуживания финансируемых проектов используется исключительно поток платежей, генерируемый проданными активами, что потребовало создания механизма управления этими потоками и оценки их рисков;

- все более широкое распространение получают ипотечные ценные бумаги.

Третий этап развития ПФ можно охарактеризовать как «расширенное проектное финансирование». Он стартовал в начале 90-х гг. ХХ в. и продолжается в настоящее время. Начало данного этапа было положено формированием законодательной и нормативной базы в ряде стран Европы, Азии, Африки, Латинской Америки, касающейся допуска инвесторов-нерезидентов к национальным рынкам капиталов; внедрением концессионных схем; развитием процессов глобализации и международной интеграции. На третьем этапе все чаще используются методики финансовой оценки проекта и минимизации проектных рисков; активное участие в финансировании начинают принимать национальные банки; проектная компания занимает более самостоятельную и активную позицию по отношению к компаниям – инициаторам проекта. Следует также отметить, что проектное финансирование становится одним из политических инструментов влияния на инвестиционный климат в стране.

В этой периодизации мы считаем необходимым выделить *четвертый этап* развития ПФ, который, по нашему мнению, связан с цифровизацией экономики и финансов (20-е гг. ХХI в.). Подобного мнения придерживается Т. А. Рублева (2021, с. 903): «Проектное финансирование в цифровой экономике можно охарактеризовать как инновационный вид хозяйственной деятельности кредитных организаций, направленный на андеррайтинг

с применением технологий искусственного интеллекта и последующее финансирование строительного проекта... с применением технологий электронной регистрации сделок».

Если исследовать периодизацию проектного финансирования по отраслевому признаку, то можно выделить несколько следующих этапов:

- добыча полезных ископаемых, нефти и газа. Впервые методики проектного финансирования были опробованы в 30-е гг. ХХ в. в США (штат Техас) в проектах, связанных с нефтедобычей, и стали активно применяться и совершенствоваться в 70-е гг. ХХ в., в период нефтяного бума;

- энергетика стала объектом проектного финансирования в США в 1978 г., после выхода Закона о регулировании деятельности частных инфраструктурных организаций (Private Utility Regulatory Policies Act, PURPA). Этот этап в начале 90-х гг. ХХ в. идентифицируется с приватизацией энергетических компаний, происходившей во многих странах мира;

- финансирование общественной инфраструктуры началось с принятием в Великобритании в начале 90-х гг. ХХ в. Закона о частном финансировании (Private Finance Initiative, PFI). Данный закон был принят в результате того, что коммерческие банки стали активно предоставлять кредитные ресурсы для строительства и модернизации объектов экономической и социальной инфраструктуры, что требовало законодательного обоснования и нормативной базы;

- телекоммуникационная отрасль в мировой практике приобрела интерес для проектного финансирования в конце 90-х гг. ХХ в., в России – несколько позже (в первое десятилетие ХХI в.);

- в ХХI в. к вышеназванным отраслям в качестве объектов проектного финансирования добавляются отрасли перерабатывающей промышленности, гостиничный и туристический бизнес. При этом особое внимание уделяется использованию цифровых технологий.

Роль проектного финансирования инвестиционных проектов в глобальном развитии экономики подчеркивается Р. Г. Юмангуловым (2024, с. 150–161), в аналитических отчетах The Global Project Finance (2023).

Для определения ПФ необходимо выделить самые важные его признаки, которые позволяют вынести проектное финансирование в отдельную экономическую категорию.

Во-первых, проектное финансирование предполагает высокую долю заемных средств в структуре капитала проекта. Однако, по нашему мнению, было бы неправильно отождествлять проектное финансирование и проектное кредитование, так как первое подразумевает поступления финансовых ресурсов из различных источников, а не только банковский кредит. К их числу можно отнести государственное финансирование, облигационные займы, лизинг и др. Таким образом, можно сделать вывод, что для проектного финансирования задействуются многообразные источники финансовых ресурсов, основным из которых выступает банковский кредит.

В то же время проектное финансирование не исключает активного использования собственных источников средств, среди которых особо важную роль играют прибыль и амортизационные отчисления. «Опыт зарубежных стран свидетельствует о том, что с инвестиционной точки зрения особенно выгодна ускоренная амортизация, обеспечивающая быстрое увеличение доли амортизации в источниках финансирования инвестиций и восполнение износа основных фондов» (Едронова, Маслакова, 2019, с. 485).

Во-вторых, финансирование осуществляется под конкретный инвестиционный проект, а денежные потоки, генерируемые данным проектом, направляются на обслуживание и погашение привлеченных средств. При этом не задействуются денежные потоки самих инициаторов проекта, что выражается в отсутствии или ограниченности регресса кредитора на заемщика.

В-третьих, основным источником финансирования проектов выступают заемные средства, что приводит к высоким финансовым рискам. Одновременно, в отличие от традиционного банковского кредита, проектное финансирование не предполагает имущественных гарантий самого заемщика, что, несомненно, делает проектное финансирование менее привлекательным для кредиторов и инвесторов. Это вызывает повышенные требования к проектному риск-менеджменту.

В его рамках могут быть использованы такие инструменты, как аутсорсинг, хеджирование, установление лимитов, имитационное моделирование и др. По оценкам специалистов, фактические расходы на реализацию проекта могут превысить плановые на 20–40 %, поэтому для риск-менеджмента проектного финансирования особенно важны транспарентность денежных потоков от проекта и контроль над их целевым использованием.

Основываясь на вышесказанных ключевых характеристиках ПФ, можно предложить следующее определение.

Проектное финансирование – это способ привлечения финансовых ресурсов для инвестиционного проекта, характеризующийся высокой долей заемных средств в структуре капитала, возможностью проекта генерировать достаточные денежные потоки для его обслуживания и эффективно распределить риски проекта среди всех его участников.

Это определение созвучно с определением, приведенным в аналитическом отчете Global Project Finance (2023).

Можно назвать другие важные отличительные черты этого способа финансирования. К ним, по нашему мнению, относятся следующие.

1. Создание под проект отдельного независимого юридического лица (так называемого SPV – special purpose vehicle), проектной компании.

Такое юрлицо не ведет никакой самостоятельной хозяйственной деятельности, а убытки, понесенные по входящим в состав покрытия кредитным требованиям в случае их появления, распределяются между организатором и инвесторами (Павельева, Сысоева, 2014).

Создание специального юридического лица способствует реализации принципа безрегрессности или ограниченной регрессности на инициаторов проекта. SPV отвечает по кредитам и займам только собственными доходами, что позволяет оградить инициаторов проекта от требований кредиторов к активам других видов бизнесов.

2. Инвестиции в проект и ожидаемые доходы от него могут в десятки раз превышать активы проекта, т. е. имущество, которое приобретается в процессе реализации проекта без

учета стоимости контрактов и соглашений. Сам проект имеет высокую стоимость только с учетом кредитных договоров, лицензий и другой документации, сопровождающей разработку и реализацию проекта.

3. Большое количество участников проекта и высокая степень их взаимозависимости.

Количество и состав участников каждого проекта определяются индивидуально. Состав участников регламентирует взаимоотношения и набор контрактов между ними.

К участникам проектного финансирования следует отнести непосредственно инициаторов проекта, строительных подрядчиков, поставщиков основного оборудования, поставщиков сырья, покупателей конечной продукции, заимодавцев, гарантов по кредитам, кредитные экспертные агентства, страховые компании, правительство страны.

4. Ограничность срока жизни проекта.

«Проект имеет ограниченный срок жизни, определяемый такими факторами, как срок действия контрактов и лицензий или величина запасов природных ресурсов, а следовательно, долг проектного финансирования должен быть полностью выплачен к концу проекта» (Yescombe, 2013, p. 18).

5. Сложность и высокая стоимость предварительной разработки проекта.

Многообразие и сложность взаимосвязей участников проектного финансирования требуют тщательной разработки предынвестиционной фазы проекта, которая обычно осуществляется либо банком-консультантом, либо консалтинговой компанией.

Проектное финансирование значительно усложняется необходимостью разработки концепции реализации проекта с привлечением профессиональных консультантов, подготовкой и согласованием контрактов, получением разрешительной документации и лицензий.

При этом следует отметить, что на начальном этапе спонсоры проекта вкладывают исключительно собственные средства в достижение этих целей. Стоимость разработки проекта может варьироваться от 5,5 до 11 % всех предполагаемых инвестиций.

В то же время принцип регрессности или ограниченной регрессности можно обеспечить только в результате качественного

проведения предынвестиционной фазы проекта, поскольку после представления документального обеспечения данной фазы инвесторы должны быть уверены в экономической реализуемости проекта, обеспечении его рынком сбыта, финансовой устойчивости участвующих в проекте сторон, достоверности представленных сведений, которые подтверждают независимые консультанты.

6. Использование разнообразных финансовых инструментов, схем и источников финансирования.

При формировании структуры капитала финансируемого проекта используются разнообразные источники финансирования, а также финансовые инструменты инновационного характера. К ним можно отнести кредит, облигационный заем, лизинг, товарный кредит, финансовые гарантии, государственные гарантии, гранты, а также производные финансовые инструменты хеджирования валютных и процентных рисков.

Для идентификации сущности и особенностей проектного финансирования считаем необходимым провести сравнительный анализ традиционного и проектного финансирования (результаты представлены в таблице).

Обсуждение результатов

Результаты проведенного исследования позволяют идентифицировать последствия использования проектного финансирования. Нами выделены восемь подобных последствий.

1. Обеспечение финансовыми ресурсами перспективных инвестиционных проектов.

Действительно, основной целью проектного финансирования является привлечение средств для реализации конкретного инвестиционного проекта. Как указывалось ранее, проектное финансирование позволяет реализовывать крупномасштабные проекты, где традиционное кредитование имеет границы как в размерах, так и в сроках предоставления.

2. Модернизация и техническое перевооружение предприятий.

Проектное финансирование позволяет реализовывать новые крупномасштабные проекты, оснащая их первоклассным оборудованием. Благодаря этому финансовому механизму предприятия могут наращивать

Т а б л и ц а
Сравнение традиционного и проектного финансирования

Критерий сравнения	Традиционное финансирование	Проектное финансирование
1	2	3
1. Заемщик	Компания, имеющая кредитную историю, активы и доходы от основного вида деятельности	Проектная компания, создаваемая для реализации конкретного инвестиционного проекта (SPV)
2. Обеспечение по кредиту; регрессность	Активы действующей компании, залог (недвижимость, ценные бумаги и др.), гарантии и поручительства. Полная регрессность займа на заемщика	Активы проектной компании, создаваемые для реализации инвестиционного проекта. Безрегрессность или ограниченная регрессность займа на заемщика
3. Отражение кредитных обязательств на балансе	Отражаются в пассивах баланса	Учитываются за балансом инициаторов проекта, однако должны быть указаны в пояснительной записке к отчетности
4. Источник выплаты процентов по займу и его погашения	Доходы от всех видов деятельности компании	Денежные потоки инвестиционного проекта
5. Распределение рисков	Практически все риски проекта несет заемщик. Риск невозврата кредита несут банк и страховая компания	Распределение рисков проекта среди всех его участников. Каждый тип риска берет на себя та сторона, которая компетентно сможет его минимизировать
6. Организация привлечения финансирования	Предоставление разработанного бизнес-плана потенциальным кредиторам и инвесторам. Может быть подкреплено письмами о намерениях	Полная проработка соглашений между всеми участниками проекта. Привлечение известных внешних консультантов к разработке проекта. Подача инвестиционного меморандума на рассмотрение вместе со всеми контрактами и соглашениями, полученными разрешениями, лицензиями и проч.
7. Анализ проекта потенциальными кредиторами и инвесторами	Большая часть времени уделяется анализу текущего финансового состояния компании-заемщика, чем анализу самого инвестиционного проекта	Тщательный анализ реализуемости инвестиционного проекта, а также имеющихся соглашений, адекватности и опыта всех участников проекта, достоверности расчетов общей суммы инвестиций и денежных потоков проекта
8. Структура финансирования	Заемные средства предоставляются в пропорциях не выше следующих: 70 % – заемный капитал, 30 % – собственные средства	Заемные средства составляют большую часть капитала проектной компании. Их доля в некоторых случаях может достигать 90 %
9. Стоимость разработки проекта, транзакционные издержки	Низкая, средняя	Высокая, может достигать 15 % от суммы всех инвестиций
10. Стоимость привлеченного капитала	Низкая, средняя, высокая – зависит от рейтинга и кредитной истории компании	Средняя – зависит от отрасли и степени гарантированности сбыта конечной продукции
11. Максимальный срок займа	5–7 лет	Более 7 лет, в отдельных случаях может достигать нескольких десятков лет

Окончание таблицы

1	2	3
12. Максимальная сумма займа	Ограничена возможностями банка-кредитора и лимитами кредитования определенной отрасли, а также лимитом на одного заемщика. В отдельных случаях возможна организация банковского консорциума	Не ограничена возможностями банка-кредитора в связи со стандартной практикой организации банковского консорциума
13. Гибкость управления	Кредиторы не имеют контроля и влияния на основную деятельность компании. В редких случаях может быть ограничена возможность предоставления другим компаниям займов, гарантит и поручительств	Кредиторы имеют значительный контроль над деятельностью проектной компании, начиная от распределения ее денежного потока, заканчивая передачей полного управления проектной компанией специалистам кредиторов в случае угрозы дефолта по займу. Устанавливаются ограничения на привлечение дополнительных займов, а также на предоставление займов, поручительств, гарантит другим компаниям. Кроме того, для каждого отдельного проекта существует перечень операций, которые требуют акцепта кредиторов в том случае, если они в проекции могут вызвать дефолт компании
14. Банкротство	В случае дефолта по кредиту кредиторы заинтересованы в проведении процедуры банкротства основной компании-заемщика с целью возврата собственных средств. Во время процедуры банкротства становятся в очередь с другими кредиторами	В случае дефолта по займу кредиторы стараются урегулировать ситуацию всеми возможными способами с целью недопущения банкротства проектной компании, так как физические активы компании в большинстве случаев не позволяют вернуть предоставленные средства в полной мере. В случае инициирования процедуры банкротства кредиторы по основному займу получают приоритет

Источник: авторская разработка.

свои производственные мощности и переводить их на новые технологии без увеличения задолженности на балансе и ухудшения финансовых показателей.

3. Стимулирование участия частного капитала в реализации крупных инфраструктурных проектов.

Проектное финансирование позволяет уйти от классического и порой мало эффективного государственного финансирования инфраструктурных объектов к частному, более рациональному и рентабельному. С одной стороны, это облегчает задачи государственных органов и освобождает бюджет от значительных затрат, с другой – дает дополнительные

возможности частному сектору для вложения и капитализации средств.

4. Привлечение зарубежного капитала в экономику страны.

В связи с тем, что основным источником проектного финансирования становятся международный банковский капитал и международный фондовый рынок, именно данный механизм финансирования генерирует значительный поток зарубежных вливаний в национальную экономику. Особенно это касается развивающихся стран, чья внутренняя банковская система и фондовый рынок не могут удовлетворить потребности в финансировании в необходимом объеме.

5. Стимулирование экономического развития страны и отдельных отраслей экономики.

К ним следует отнести те отрасли, которые наиболее эффективно могут применять механизм проектного финансирования для реализации инвестиционных проектов: нефтегазовая отрасль, транспортировка и доставка нефтепродуктов, телекоммуникации, информационные технологии, строительство инфраструктурных объектов и др. Кроме этого, проектное финансирование способствует развитию строительных и подрядных организаций, производителей высокотехнологичного оборудования, производителей и поставщиков сырья, страховых компаний, а также положительно влияет на конечных потребителей продукции, снижая уровень тарифов и цен. В совокупности все это приводит к прогрессивному росту экономики.

При этом необходимо отметить, что «одной из наиболее острых проблем является недостаточное финансирование проектов российской инфраструктуры в целом. Также достаточно заметен высокий показатель инвестиционного разрыва по сравнению со среднемировым уровнем. Сохраняется особая роль крупных строительных компаний и финансирующих организаций, а роль государственного сектора в принятии решений относительно способов реализации проекта и финансирования будет только расти» (Куличенков, 2022, с. 405).

6. Развитие банковских продуктов и межбанковской кооперации.

Проектное финансирование активно стимулирует банки не конкурировать друг с другом, а объединяться в консорциумы. Недостаточность ресурсов у одного банка заставляет его искать возможные способы объединения с целью предоставления клиенту необходимых финансовых ресурсов, разделяя при этом общие риски невозврата займа с другими банками. Кроме этого, роль коммерческого банка в проектном финансировании не ограничивается только предоставлением средств. Банк может также выступать как внешний консультант или как агент-организатор сделки проектного финансирования. Таким образом, возрастают

общее число банковских продуктов и услуг, что позволяет получить им дополнительный доход.

7. Развитие навыков управления крупномасштабными инвестиционными и инфраструктурными проектами.

Эффективное применение нового финансового механизма возможно только при условии наличия в стране компетентных специалистов, которые смогут данный механизм реализовать на практике. С одной стороны, происходит повышение уровня разработки инвестиционного проекта, финансового планирования и моделирования, так как это является основой успеха сделки проектного финансирования. С другой, осуществляется совершенствование методов отбора и анализа инвестиционных проектов с целью последующего финансирования со стороны банковского сектора.

8. Повышение эффективности использования тарифов для конечных покупателей или пользователей.

Так как проектное финансирование предполагает высокий финансовый рычаг, создается возможность экономии на цене капитала и налогах. Это впоследствии может учитываться в ценообразовании конечного продукта/услуги. «Поэтому чтобы платить самую низкую цену, покупатель или конечный пользователь постараётся привлечь в проект максимально возможные средства, и в результате структура проектного финансирования станет экономически эффективной» (Yescombe, 2013, р. 251).

Мы согласны с мнением А. В. Чернова (2020, с. 643) о том, что основными факторами, из-за которых проектное финансирование мало развито в Российской Федерации, выступают «несовершенство законодательства, отсутствие защиты в сфере контрактных соглашений, подверженность финансовых моделей нестабильности мировой экономики». К этому перечню факторов считаем необходимым добавить фактор недостаточности долгосрочных финансовых ресурсов у российских коммерческих банков, хотя процентная политика Центрального банка РФ стимулирует привлечение подобных ресурсов.

Заключение

В процессе проведенного исследования были получены результаты, способствующие, по нашему мнению, приращению научного знания.

Приведено уточненное и дополненное определение сущности проектного финансирования с акцентом на то, что это способ привлечения финансовых ресурсов для инвестиционного проекта; для него характерна высокая доля заемных средств в структуре капитала; проект имеет возможность генерировать достаточные денежные потоки и распределить риски проекта среди всех его участников.

Отличительными чертами проектного финансирования являются: создание под проект отдельного независимого юридического лица – проектной компании; инвестиции в проект и ожидаемые доходы от него могут в десятки раз превышать активы проекта; большое количество участников проекта и высокая степень их взаимозависимости; ограниченность срока жизни проекта; сложность и высокая стоимость предварительной разработки проекта; использование разнообразных финансовых инструментов, схем и источников финансирования.

Проектное финансирование существенно отличается от традиционных способов, что отражено в сравнительной таблице.

Последствия использования проектного финансирования достаточно разнообразны. В частности, это обеспечение финансовыми ресурсами перспективных инвестиционных проектов, модернизация и техническое перевооружение предприятий, стимулирование участия частного капитала в реализации крупных инфраструктурных проектов, привлечение зарубежного капитала в экономику страны, стимулирование экономического развития страны и отдельных отраслей экономики, развитие банковских продуктов и межбанковской кооперации, развитие навыков управления крупномасштабными инвестиционными и инфраструктурными

проектами, повышение эффективности использования тарифов для конечных покупателей или пользователей.

В настоящее время в России проектное финансирование реализуется в основном в жилищном строительстве (Сысоева, 2024). Представляется, что использование проектного финансирования организаций реального сектора экономики пока недостаточно.

В этой связи в дальнейших исследованиях необходимо, по нашему мнению, выявить организационно-экономический механизм проектного финансирования, что позволит более детально проследить взаимосвязи участников данного способа финансирования и сделать эти взаимосвязи более эффективными.

По нашему мнению, для развития проектного финансирования важным инструментом должны послужить эмиссии ипотечных ценных бумаг, которые позволят не только диверсифицировать риски, но и привлечь финансовые ресурсы индивидуальных инвесторов для целей долгосрочного вложения средств в перспективные экономические проекты. Данный аспект требует дополнительных исследований и практических рекомендаций для повышения инвестиционной привлекательности ипотечных ценных бумаг.

Необходимо исследовать также перспективы проектного финансирования инвесторами-нерезидентами в условиях распространения цифрового рубля.

Таким образом, проектное финансирование играет немаловажную роль в увеличении интереса частных инвесторов к крупным инвестиционным проектам даже в том случае, если они не обладают достаточной кредитоспособностью. Современный этап развития ПФ характеризуется, по нашему мнению, необходимостью учета особенностей цифровизации экономики и финансов.

В совокупности последствия проектного финансирования создают синергетический эффект, который приводит к повышению уровня модернизации и росту экономики в целом.

Авторский вклад

Авторы внесли равный вклад в работу, представленную в статье.

Contribution of the authors

The authors contributed equally to this article.

Конфликт интересов

Авторы декларируют отсутствие явных и потенциальных конфликтов интересов, связанных с публикацией настоящей статьи.

Библиографический список

1. Абрамов, Д. В., & Соколов, Ю. А. (2009). Риски проектного финансирования. *π-Economy*, 4(81), 26–29. [Abramov, D. V., & Sokolov, U. A. (2009). Risks of project financing. *π-Economy*, 4(81), 26–29. (In Russian).]
2. Баринов, А. Э. (2007). Об актуальных проблемах и особенностях международного финансирования инвестиционных проектов. *Финансы и кредит*, (41), 27–29. [Barinov, A. Eh. (2007). On Current Problems and Peculiarities of International Financing of Investment Projects. *Finance and Credit*, (41), 27–29. (In Russian).]
3. Бектенова, Г. С. (2023). Основные риски формирования ресурсной базы проектного финансирования в банковском риск-менеджменте. *Дайджест-Финансы*, 28(2), 147–161. [Bektenova, G. S. (2023). The Main Risks of Forming the Resource Base of Project Financing in Banking Risk Management. *Digest Finance*, 28(2), 147–161. (In Russian).] DOI: 10.24891/ea.18.1.151
4. Данейкин, Ю. В., Тумин, В. М., Иванова, О. П., Костромин, П. А., & Тумин, В. В. (2022). О проектном финансировании организаций и территорий. *Иновации и инвестиции*, (1), 71–78. [Dainekin, U. V., Tymin, V. M., Ivanova, O. P., Kostromin, P. A., & Tymin, V. V. (2022). About Project Financing of Organizations and Territories. *Innovations and Investments*, (1), 71–78. (In Russian).]
5. Едронова, В. Н., & Маслакова, Д. О. (2019). Теоретические и практические аспекты собственного финансирования инвестиций: источник, формы, механизмы, инструменты. *Финансы и кредит*, 25(2), 480–496. [Edronova, V. N., & Maslakova, D. O. (2019). Theoretical and Practical Aspects of Own Investment Financing: Source, Forms, Mechanisms, Tools. *Finance and Credit*, 25(2), 480–496. (In Russian).] DOI: 10.24891/fc.25.2.480
6. Катасонов, В. Ю., Морозов, Д. С., & Петров, М. В. (2001). *Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России*. М.: Анкил. [Katasonov, V. U., Morozov, D. S., & Petrov, M. V. (2001). *Project financing: global experience and prospects for Russia*. Moscow: Ankyll Publ. (In Russian).]
7. Куличенков, Н. П. (2022). Проблемы и перспективы финансирования транспортной инфраструктуры с использованием механизмов ГЧП в России на современном этапе. *Дайджест-Финансы*, 27(4), 404–422. [Kulichenkov, N. P. (2022). Problems and Prospects of Financing Transport Infrastructure using GChP Mechanisms in Russia at the Present Stage. *Digest Finance*, 27(4), 404–422. (In Russian).] DOI: 10.24891/df.27.4.404
8. Павельева, Е. А., & Сысоева, Е. Ф. (2014). *Организационно-методическое обеспечение процесса секьюритизации активов на российском финансовом рынке*. Воронеж: ЦНТИ. [Pavel'eva, E. A., & Sysoeva, E. F. (2014). *Organizational and methodological support of the asset securitization process in the Russian financial market*. Voronezh: TsNTI. (In Russian).]
9. Плетнева, А. А., Харламова, Е. Е., & Серединцев, М. А. (2024). Методика оценки кредитоспособности заемщика (на примере строительной организации в России). *Финансовый менеджмент*, (11–2), 483–491. [Pletneva, A. A., Kharlamova, E. E., & Seredintsev, M. A. (2024). Methodology for assessing the borrower's creditworthiness (using the example of a construction company in Russia). *Financial Management*, (11–2), 483–491. (In Russian).]
10. Рубlevа, Т. А. (2021). Роль проектного финансирования в развитии рынка финансирования недвижимости в России. *Финансы и кредит*, 27(4), 894–912. [Rubleva, T. A. (2021). The Role of Project Financing in the Development of the Real Estate Financing Market in Russia. *Finance and Credit*, 27(4), 894–912. (In Russian).] DOI: 10.24891/fc.27.4
11. Савруков, А. Н., Савруков, Н. Т., & Козловская, Э. А. (2020). Классификация рисков участников проектов на принципах государственно-частного партнерства. *Финансы и кредит*, 26(5), 1170–1185. [Savrukow, A. N., Savrukow, N. T., & Kozlovskaya, E. A. (2020). Risk Classification of Project Participants Based on the Principles of Public-private Partnership. *Finance and Credit*, 26(5), 1170–1185. (In Russian).] DOI: 10.24891/fc.26.5.1170
12. Сурков, Г. И. (2000). *Применение проектного финансирования в международных программах инвестиций*. М.: ИРЦ Газпром. [Surkov, G. I. (2000). *Application of project financing in international investment programs*. Moscow: IPTs Gazprom. (In Russian).]
13. Сысоева, Е. Ф. (2024). Модели и типы контрактов проектного финансирования организаций. *Актуальные проблемы развития хозяйству-*

Conflict of Interest

The authors declare the absence of obvious and potential conflicts of interest related to the publication of this article.

ющих субъектов, территорий и систем регионального и муниципального управления: материалы международной научно-практической конференции. Воронеж, 18 апреля 2024 г. Воронеж : Истоки, 70–75. [Sysoeva, E. F. (2024). Models and Types of Contracts for Project Financing of Organizations. *Actual Problems of Development of Economic Entities, Territories and Systems of Regional and Municipal Management: Proceedings of International Scientific and Practical Conference, 18 April 2024, Voronezh, Russia*. Voronezh: Istoki, 70–75. (In Russian).]

14. Чернов, А. В. (2020). Проектное финансирование в России: состояние, зарубежный опыт, ГЧП. *Финансы и кредит*, 26(3), 630–643. [Chernov, A. V. (2020). Project financing in Russia: state, foreign experience, GChP. *Finance and Credit*, 26(3), 630–643. (In Russian).] DOI: 10.24891/fc.26.3.630

Сысоева Елена Федоровна, д-р экон. наук, профессор, Воронежский государственный университет, Воронеж, Российская Федерация
E-mail: selfin@mail.ru
ORCID ID: 0000-0001-5457-4251

Казакевич Александр Игоревич, аспирант, Воронежский государственный университет, Воронеж, Российская Федерация
E-mail: sasha-kazakevich@yandex.ru
ORCID ID: 0009-0009-1903-8328

Получена 25.11.2024
Получена в доработанном виде 25.01.2025
Одобрена 27.01.2025

15. Юмангулов, Р. Г. (2024). Глобальный рынок проектного финансирования: актуальные проблемы и перспективы развития. *Финансовый менеджмент*, (4), 150–161. [Umangulov, R.G. (2024). Global project finance market: current problems and development prospects. *Financial Management*, (4), 150–161. (In Russian).] DOI: 10.61726/3158.2024.72.45.001
16. Fiinerty, D. (1996). *Project financing. Asset-based financial engineering*. New York: John Wiley & Sons.
17. Kumar, B. R. (2022). *Project Finance: Structuring, Valuation and Risk Management for Major Projects*. Cham: Springer Nature Switzerland AG.
18. Nevitt, P., & Fabozzi, F. (2000). *Project financing*. New York: Euromoney Publications.
19. Yescombe, E. R. (2013). *Principles of Project Finance*. New York: Academic Press.

Elena F. Sysoeva, Dr. Sci. (Econ.), Full Prof., Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation
E-mail: selfin@mail.ru
ORCID ID: 0000-0001-5457-4251

Alexander I. Kazakevich, Postgraduate Student, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation
E-mail: sasha-kazakevich@yandex.ru
ORCID ID: 0009-0009-1903-8328

Received 25.11.2024
Received in revised form 25.01.2025
Accepted 27.01.2025