

На правах рукописи

ЦЕХОМСКИЙ Николай Викторович

**РАЗВИТИЕ МЕТОДОЛОГИИ СМЕШАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ С УЧАСТИЕМ ГОСУДАРСТВА**

Специальность 5.2.4. – Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Санкт-Петербург – 2024

Работа выполнена в Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака»

Научный консультант: доктор экономических наук, профессор
Никитина Ирина Александровна

Официальные оппоненты: **Черненко Владимир Анатольевич**
доктор экономических наук, профессор
ФГБОУ ВО «Балтийский государственный
технический университет «ВОЕНМЕХ» им.
Д.Ф. Устинова» (г. Санкт-Петербург),
профессор кафедры Р4 «Экономика,
организация и управление производством»
Лещинская Александра Федоровна
доктор экономических наук, профессор
ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет имени Г.В. Плеханова»
(г. Москва), профессор кафедры финансов
устойчивого развития
Гуров Илья Николаевич
доктор экономических наук, доцент
ФГБОУ ВО «Московский государственный
университет имени М.В. Ломоносова»
(г. Москва), заведующий кафедрой финансов
и кредита

Ведущая организация - **Институт экономической политики
имени Е.Т. Гайдара (г. Москва)**

Защита состоится «___» _____ 2025 года в _____ часов на заседании диссертационного совета 99.0.139.02, созданного на базе Федерального государственного бюджетного учреждения «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации» и Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака», по адресу: 125375, г. Москва, Настасьинский переулок, д. 3, строение 2, кабинет 403.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на сайте <https://www.ibispb.ru/science/dissertation-council-2/d-99-0-139-02/> Автономной некоммерческой организации высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака».

Автореферат разослан «___» _____ 2025 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета

Яковлев Игорь Алексеевич

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В последнее пятилетие Россия столкнулась с беспрецедентным количеством «шоков», кардинально изменивших нормальные (привычные) условия существования страны. С внешней стороны – это пандемия коронавируса, это информационная, санкционная войны со стороны западных стран. К числу секторальных финансовых санкций можно отнести замораживание части золотовалютных резервов России, запреты на финансирование российского бизнеса, отключение ведущих российских банков от системы межбанковских расчетов SWIFT и др.

В ответ на внешние вызовы изменились внутренние условия существования страны – построение замещающих хозяйственных связей с «разворотом на Восток» (сотрудничество со странами БРИКС, ШОС), необходимость формирования новых логистических коридоров – запад-восток, север-юг, «расшивка» узких мест на восточном полигоне БАМ, необходимость срочного импортозамещения огромной номенклатуры продукции, создание технологического суверенитета, цифровизация всех сфер хозяйственной деятельности. И, одновременно, достижение важнейшей государственной цели – устойчивого развития и повышения качества жизни населения России¹. Такие существенные изменения требуют колоссальных инвестиций в промышленность и инфраструктуру страны. Инвестиций, которые невозможно реализовать исключительно за счет федерального или региональных бюджетов.

В этой связи проектное финансирование с участием частных инвесторов приобретает особую актуальность и требует развития финансовых институтов, инструментов и финансово-кредитных механизмов, соответствующих новым реалиям.

В соответствии с заявленными национальными целями развития Российской Федерации на период до 2030 г.², проектное финансирование касается проектов, нацеленных на достижение технологического суверенитета и проектов, нацеленных на достижение социально-экономических эффектов – повышения качества жизни (в том числе ESG-проекты).

Степень разработанности научной проблемы. Проблемами проектного финансирования и отдельными его аспектами – управление рисками, структурирование сделок проектного финансирования и пр. занимались многие зарубежные ученые: Винтер Г., Вибиг Я., Гатти С., Грабовски Р., Дамодаран А., Делмон Дж., Йескомб Э.Р., Пигнатаро П., Пратт С., Рейли Р., Швайс Р., Турнер Р., Тиа Дж., Тинсли Р., Файт Э., Финерти Д., Хайнц С., Хэлдман К., Эсти Б. и др.

В России вопросам развития проектного финансирования посвящены труды таких авторов как Алтунина Ю.О., Андросов К.Г., Астаркина Н.Р., Богатырев С.Ю., Божья-Воля Р.Н., Бубнов В.А., Василенко О.А., Вдовин И.А., Ведяхин А.А., Венглинский Д.Р., Гусниев С.А., Додова З.А., Сазонов С.П., Катасонов В.Ю., Клепач А.Н., Корсун Ю.В., Кузнецов Н.В., Моисеев Р.А., Напреенко В.Г., Нариньяни А.С., Нерпина А.А., Никонова И.А., Никонова Т.В., Переверзева В.В., Плотников В.А., Прокофьев С.Е., Ралков А.А., Родионов И.И., Рыльникова М.В., Сергейчук В.Ю., Сильвестров С.Н., Сторчак С.А., Сысоева

¹ Послание Президента Федеральному собранию

² Указ Президента РФ «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»

А.А., Тихомиров Д.В., Товб А.С., Ушанов А.Е., Ципес Г.Л., Черутова М.И., Юсупова Л.М. и др.

Использование государственно-частного партнерства рассматривали в своих трудах Алешкина О.В., Авилова Ж.Н., Ведерникова Е.В., Вертакова Ю.В., Герасименко О.А., Зинченко М.В., Кабанова И.Е., Казанцев А.К., Кириллина В. Н., Котелевская И. В., Лобков К.Ю., Макаров И.Н., Прохорова А.А., Рубвальтер Д.А., Сергеев И. М., Уринсон Я.М., Шохин А.Н., Шувалов И. И. и др.

Стимулирование инновационной активности бизнеса, финансирование инноваций рассмотрены в монографиях, диссертационных исследованиях и других научных трудах таких авторов как Абуев Н.Б., Бурдужа А.Р., Бозиева И.А., Глазьев С.Ю., Гохберг Л.М., Губернаторов А.М., Езангина И.А., Звонова Е.А., Ключников И.К., Коокуева В.В., Красова Е.В., Крупкина А. С., Мытенков С.С., Моисеев В.В., Осмоловец С.С., Панова О.А., Пинская М.Р., Пономарева К.А., Прокопов Ф.Т., Сенчагов В.К., Сигова М.В., Сухарев О.С., Холопенкова Е.В., Цурова Л.А., Шаталов С.Д., Швецова И.Н. и др.

Проблемами социально-ориентированного инвестирования (в т.ч. с учетом ESG-факторов) и сопутствующим финансовым инструментарием занимались: Боркова Е.А., Васильев С.А., Кабир Л.С., Круглова И.А., Лагутенков А.А., Лебедева М.Е., Лола И.С., Мамаева А.А., Павлов А.Ю., Райкова Н.А., Сенин В. Б., Хабаев С.Г., Шеина Е.Г., Юргелас М.В., Яковлев И.А. и др.

Объемное поле уже существующих исследований свидетельствует об актуальности проблем проектного финансирования и развития страны, а в новых условиях требуется проведение научных исследований теоретического и прикладного характера и поиск путей решения проблем проектного финансирования, нацеленных на достижение целей технологического суверенитета и повышение качества жизни. Актуальной остается проблема «длинных денег» для реализации крупных инвестиционных проектов, что подтверждается низким соотношением объема прямых инвестиций к ВВП.

Научная гипотеза. Для достижения национальных целей развития Российской Федерации на период до 2030 г. необходима реализация концепции проектного финансирования, основанного на:

- принципах, необходимых для достижения технологического суверенитета страны и повышения качества жизни населения,
- применении комбинации финансовых ресурсов и финансовых инструментов – смешанного финансирования (блендирования) для объединения централизованных и децентрализованных финансовых ресурсов с целью привлечения максимально возможного объема финансов на взаимовыгодных для всех участников условиях, что позволит реализовывать крупные инвестиционные проекты.

Цель исследования – разработка методологических основ и научно-практических инструментов долгосрочного смешанного финансирования для реализации приоритетных инвестиционных проектов с участием государства.

Для реализации цели в работе поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера:

- рассмотреть основные положения теорий инвестиций, экономического развития в целях применения в современных условиях;

- сформулировать концепцию смешанного (блендированного) финансирования;
- теоретически обосновать механизм категоризации инвестиционных проектов, разработать классификацию проектов с государственным участием для использования дифференцированного подхода к государственной поддержке, предложить методы расчета требуемой доходности инвестиционных проектов;
- расширить инструментарий методологии программы «Фабрика проектного финансирования» (Фабрика, ФПФ), включая способы хеджирования рыночного риска проектов;
- выявить причины ограниченных возможностей секьюритизации финансирования, предоставленного программой «Фабрика проектного финансирования» в настоящее время и проработать возможности увеличения объемов кредитования за счет средств фонда национального благосостояния (ФНБ);
- предложить решения для повышения бюджетной эффективности мер поддержки проектов, реализуемых в программе ФПФ;
- разработать методологию проектного финансирования для субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) с использованием методик программы «Фабрика проектного финансирования»;
- разработать подход к определению приоритетности (стратегической значимости) инвестиционных проектов для государственного сектора;
- разработать и апробировать инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов инвестиционных проектов с использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ (Индекс ВЭБ.РФ) – и иных показателей достижения ЦУР, на примере проектов, направленных на развитие городов.

Объектом исследования является финансовая система РФ, регулирующая достижение национальных целей развития экономики.

Предмет исследования – смешанное (блендированное) проектное финансирование с участием государства.

Соответствие Паспорту научной специальности ВАК. Диссертационное исследование проведено в рамках Паспорта научной специальности 5.2.4. «Финансы»: 2. Финансовые услуги: виды, специфика, функции в экономической системе; 7. Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере; 18. Проектное и венчурное финансирование. 23. Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Теоретико-методологической основой исследования явились фундаментальные труды, прикладные исследования и научные разработки отечественных и зарубежных ученых в сфере проектного финансирования, организации финансирования государственно-частного партнерства, синдицированного финансирования, финансово-кредитного обеспечения инновационного и социально-ориентированного развития народного хозяйства.

Методы исследования. В диссертационной работе использовались общенаучные методы исследования: системный подход, количественно-

статистический анализ, сравнительно-сопоставительный анализ, классификация, группировка, логический и экспертный методы. Специальными методами диссертационного исследования явились прогнозирование, структурно-логическое и графическое моделирование, метод дисконтирования денежных потоков, методы оценки социальных и экономических эффектов.

Информационно-эмпирическую базу исследования составляют официальные документы, статистические данные и материалы, находящиеся в открытом доступе: законы, постановления и указы Правительства РФ, министерств, федеральных агентств и служб РФ; материалы ВЭБ.РФ, АНО «Национальный Центр ГЧП», НИУ «Высшая школа экономики», Всемирного банка и других международных правительственных и неправительственных организаций, труды отечественных и зарубежных ученых, опубликованные в печатных и электронных источниках, материалы международных и российских научно-практических конференций, справочники, аналитические обзоры и документы отечественных и зарубежных экспертных и исследовательских организаций, в т.ч. World Bank, OECD, UNESCO, INSEAD, WIPO, Global Impact Investing Network, GIIN, результаты собственных расчетов и исследований.

Научная новизна диссертационного исследования в целом заключается в приращении научного знания в методологии проектного финансирования, ориентированного на достижение целей технологического суверенитета и социально-ориентированного развития страны в современных условиях, включая разработку теоретических положений и развитие инструментария смешанного (блендированного) финансирования.

Основные положения, составляющие научную новизну диссертационного исследования, **полученные лично автором** и выносимые на защиту:

1. Предложена модификация представления о принципе рациональности неоклассической теории инвестиций, которая, в отличие от существующего принципа, максимизирующего выгоду рациональных агентов, предполагает совместные инвестиционные решения с участием государства, позволяющие не только оптимизировать финансовые результаты агентов, но и достигать национальные цели страны в долгосрочном периоде. (п.7 Паспорта специальности 5.2.4).

2. Разработана Концепция формирования конечной (блендированной) стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов, базирующаяся на впервые вводимый в научный оборот таксономии оценочных показателей и позволяющая одновременно учитывать стратегическую значимость, риски проекта, дифференцированные для различных источников финансирования (п.18 Паспорта специальности 5.2.4).

3. На основе теоретического обоснования механизма категоризации инвестиционных проектов предложен метод классификации проектов, детализирующий разработанную Концепцию формирования конечной стоимости проектов, в основе которого дифференциация проектов, претендующих на господдержку в зависимости от риск-профиля проектов, требуемой доходности инвестиционных проектов, рассчитываемой авторским методом на основании количественных метрик, и в зависимости от качественных характеристик проекта (п. 18 Паспорта специальности 5.2.4).

4. Предложен метод снижения влияния модельных рисков проектов, позволяющий инвестору в зависимости от пессимистического или оптимистического сценариев реализации проектов претендовать на досрочное погашение кредитов/дополнительное финансирование: объединение инструментов «cash sweep» и «контрциклического хеджирования» позволяет снизить риски реализации проекта с использованием необходимого и достаточного объема государственных мер поддержки (п.18 Паспорта специальности 5.2.4.).

5. Расширен инструментарий программы «Фабрики проектного финансирования», включающий метод привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ), позволяющий увеличить объемы финансирования стратегически значимых проектов (п.18 Паспорта специальности 5.2.4.).

6. Предложены механизмы возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов, позволяющий оказывать поддержку в период высоких процентных ставок для реализации целей отраслевой/региональной политики (п.18 Паспорта специальности 5.2.4.).

7. На основе анализа рассмотренных проблем финансирования проектов малого и среднего предпринимательства предложены методы создания «зонтичных» программ финансирования для МСП на базе методологии программы «Фабрика проектного финансирования», позволяющие создать методическую и финансовую поддержку субъектам малого и среднего предпринимательства при организации проектного финансирования (п.18 Паспорта специальности 5.2.4.).

8. Разработан метод определения приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов (проектов «Колеса качества жизни (КЖ)»), учитывающий оценку их бюджетных и социальных эффектов с использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения ЦУР (п.18, п.23 Паспорта специальности 5.2.4.).

9. Предложен и апробирован инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)» с использованием разработанной таксономии инвестиционных проектов, Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения целей устойчивого развития (ЦУР), (п.18, п.23 Паспорта специальности 5.2.4.).

Теоретическая значимость исследования. Теоретические и методические положения, представленные в диссертации, в совокупности развивают теорию смешанного (блендерированного) проектного финансирования, дополняя теорию концептуальными подходами для условий, актуальных для России в настоящее время. Предлагаемая концепция позволяет реализовывать крупные инвестиционные проекты (инвестиционные программы) в условиях недостаточности средств на основе блендерирования финансов и дифференцированно использовать предложенные механизмы секьютеризации и государственной поддержки. Расширена теоретическая база методологии программы «Фабрика проектного финансирования» для предпринимателей малого и среднего бизнеса.

Практическая значимость исследования. Результаты диссертационного исследования, полученные и сформулированные автором, в том числе конкретные методы и рекомендации, могут быть использованы для выработки экономически обоснованных управленческих решений при формировании системы проектного финансирования как на федеральном, так и на региональном уровнях: при проектировании господдержки проектов, имеющих стратегическое значение для страны/региона/города; при планировании и распределении бюджетов разных уровней; при оценке бюджетных и социальных эффектов инвестиционных проектов; при организации взаимодействия партнерствующих сторон при смешанном (блендированном) финансировании крупных инвестиционных проектов и государственных программ, а также различных программ социально-экономического развития территорий. Научно-методические разработки могут также быть использованы в учебном процессе в преподавании дисциплин по финансовому менеджменту, финансовой и инновационной политике как для обучающихся по базовым программам, так и для слушателей программ дополнительного профессионального образования.

Апробация работы. Основные научные результаты, полученные в ходе проведения диссертационного исследования, были доложены и одобрены профессиональным сообществом на многочисленных международных и российских конференциях и симпозиумах, среди которых: Петербургский международный экономический форум – 2021 (г. Санкт-Петербург, 2-5 июня 2021 г.); Ясинская (апрельская) международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества (г. Москва, 13-30 апреля 2021 г.); Инфраструктурный конгресс «Российская неделя ГЧП – 2021» (г. Москва, 28 сентября-1 октября 2021 г.); Рейтинг ГЧП городов Российской Федерации (г. Москва, 21 декабря 2022 г.); Ясинская (апрельская) международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества (г. Москва, 5-22 апреля 2022 г.); Инфраструктурный конгресс «Российская неделя ГЧП – 2022» (г. Москва, 12-15 сентября 2022 г.); Петербургский международный экономический форум – 2022 (г. Санкт-Петербург, 15-18 июня 2022 г.); XXII Международная научно-практическая конференция «Смирновские чтения – 2023» (г. Санкт-Петербург, 22-24 марта 2023 г.); Ясинская (апрельская) международная научная конференция «Экономика России под санкциями: от адаптации к устойчивому развитию» (г. Москва, 4-14 апреля 2023 г.); Петербургский международный экономический форум – 2023 (г. Санкт-Петербург, 14-17 июня 2023 г.); XXIII Международная научно-практическая конференция «Смирновские чтения – 2024» (г. Санкт-Петербург, 20–22 марта 2024 г.); Международный экономический симпозиум, посвященный 300-летию Санкт-Петербургского Государственного университета (г. Санкт-Петербург, 11-13 апреля 2024 г.); Петербургский международный экономический форум – 2024 (г. Санкт-Петербург, 5-8 июня 2024 г.); Восточный экономический форум – 2024 (г. Владивосток, 3-6 сентября 2024 г.)

Основные положения исследования нашли отражение в монографиях и учебных пособиях, используемых в учебном процессе НИУ ВШЭ и курсах Executive MBA МШУ «Сколково» в дисциплинах «Финансовый менеджмент», «Городское развитие», «Финансирование проектов» и др. Учебное издание «Инвестиционный анализ в проектном финансировании» вошло в перечень

лучших учебных изданий России по результатам общероссийского конкурса «Университетская книга 2024»³.

Основные результаты, полученные в диссертации, нашли применение в деятельности Министерства экономического развития России при разработке совместно с ВЭБ.РФ программы «Фабрика проектного финансирования», при доработке механизма Фабрики для реализации проектов, направленных на повышение качества жизни в городах, Правительства Российской Федерации при формировании федеральной программы по строительству современных школ (государственной программы Российской Федерации «Развитие образования»), при формировании федеральной программы комплексного развития городского электрического общественного транспорта (ГЭТ), при определении критериев приоритизации проектов для финансирования ВЭБ.РФ, при создании фондов акционерного капитала ВЭБ.РФ с крупнейшими коммерческими банками по поручению Президента Российской Федерации.

Материалы работы использованы ВЭБ.РФ при формировании Стратегий развития ВЭБ.РФ на 2017-2020 гг., на 2021-2024 гг., в настоящий момент в работе стратегия на 2025-2030 гг.

Публикации. Основные результаты исследования отражены в 44 научных и учебно-методических трудах, общим объемом 111,97 п.л. (авторский вклад – 49,26 п.л.), в том числе 17 статьях в журналах, которые включены в Перечень рецензируемых научных изданий, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве образования и науки Российской Федерации для опубликования основных научных результатов диссертаций, общим объемом 12,66 п.л. (авторский вклад – 6,47 п.л.), 4 монографиях, 3 учебных пособиях, 21 статье в других отечественных и зарубежных научных изданиях.

Объем и структура диссертационного исследования. Диссертационное исследование состоит из введения, 5 глав, заключения, списка использованной литературы, включающей 455 источников и 7 приложений. Работа изложена на 328 страницах компьютерного текста и включает в себя 25 таблиц и 48 рисунков.

В первой Главе «Теоретические основы финансирования инвестиционных проектов» рассмотрены: основные положения теорий инвестиций и экономического развития и предложена модификация принципа рациональности; обозначена взаимосвязь финансовой и экономической систем, рассмотрены стратегические и социально-ориентированные проекты как объекты финансирования; рассмотрены основные особенности, достоинства и недостатки проектного финансирования, делается вывод о целесообразности создания специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов.

Во второй Главе «Синдицированное финансирование в мире и России» дается определение понятия «синдицированного финансирования», рассмотрен международный и российский опыт, анализируются риски, недостатки и преимущества синдицированного финансирования. Рассматривается государственно-частное партнерство и синдицированное финансирование в инвестиционной деятельности.

³ <https://finance.hse.ru/neus/939061969.html>

В третьей Главе «Концепция смешанного (блендированного) финансирования инвестиционных проектов» предлагается Концепция смешанного (блендированного) финансирования крупных инвестиционных проектов, дается теоретическое обоснование механизма категоризации инвестиционных проектов, исходя из их качественных характеристик, риск-профиля и вспомогательных количественных характеристик, проводится моделирование ценообразования для различных типов инвестиционных проектов с использованием мер государственной поддержки, предлагается метод снижения влияния модельных рисков проекта на реализуемость проекта и объемы необходимой государственной поддержки.

В четвертой Главе «Развитие программы «Фабрика проектного финансирования» предлагается расширение инструментария Фабрики: разрабатывается метод привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ); разрабатываются методы снижения влияния модельных рисков проектов; на основе анализа проблем финансирования проектов малого и среднего бизнеса разрабатывается методика «зонтичных программ» финансирования проектов МСП на базе методологии «Фабрики проектного финансирования». Приводится кейс с модельными расчетами, иллюстрирующий предложенные методы.

В пятой Главе «Разработка подхода к определению приоритетности инвестиционных проектов для государственного сектора на примере проектов развития территорий анализируется понятие «устойчивое развитие» территорий (регионов и городов) и инвестиционная политика стран, направленная на его обеспечение, рассматривается комплексный подход к оценке качества жизни и «устойчивости» развития территорий с учетом различных стандартов и концепций, в т.ч. российская практика реализации инвестиционных проектов, направленных на развитие городов. Разрабатывается классификация проектов по их стратегической значимости (для госсектора), определяются типы инвестиционных проектов на основе разработанного «Колеса качества жизни (КЖ)» и инструменты бюджетного финансирования таких проектов. Разрабатывается инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса КЖ» и приводятся примеры его апробации.

В Заключении дается общий обзор полученных результатов и подтверждается выдвинутая гипотеза исследования.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Предложена модификация представления о принципе рациональности неоклассической теории инвестиций, которая, в отличие от существующего принципа, максимизирующего выгоду рациональных агентов, предполагает совместные инвестиционные решения с участием государства, позволяющие не только оптимизировать финансовые результаты агентов, но и достигать национальные цели страны в долгосрочном периоде.

Проведенный теоретический анализ основных положений неоклассической теории инвестиций показывает отсутствие у агентов (компаний) стимулов к инвестированию при высоких ставках процента и налогах, особенно в долгосрочном периоде. Этот вывод вполне коррелирует с кейнсианской теорией о том, что инвестиции отрицательно связаны с процентной ставкой. Для создания стимулов необходимы специальные меры со стороны государства (субсидии, налоговые льготы и пр.). Анализ моделей развития экономик показывают рост экономик с ростом денежной массы M_2 , что в современных российских реалиях также невозможно без стратегического сотрудничества бизнеса, фискальных и монетарных властей.

Однако, основополагающий принцип рациональности неоклассической теории, согласно которому инвесторы являются рациональными агентами, которые стремятся максимизировать свою выгоду при принятии инвестиционных решений в определенном временном периоде, не вполне корректен, поскольку государство, как один из участников инвестиционного проекта, стремится не к максимизации выгоды, а к достижению необходимых научно-технологических, социальных и бюджетных эффектов (полезности), способствующих созданию суверенитета страны и повышению качества жизни населения. Государство, к тому же, вынуждено нести дополнительные издержки, создавать условия, при которых риски, оцениваемые каждым участником инвестиционного проекта, становятся приемлемыми для них на длинных отрезках времени.

Предлагается модифицировать (расширить) принцип рациональности, понимая под ним такое поведение агентов-участников инвестиционного процесса, которое позволяет достигать заданные цели всеми участниками в долгосрочном периоде (в том числе и максимизацию прибыли отдельными участниками).

Очевидно, что государство рационально и стремится к достижению заданных целей, для реализации которых необходимо финансировать крупные долгосрочные инвестиционные проекты, поэтому целесообразно создание специального направления («длинные деньги») в системе российских финансов, в рамках которого необходимо разработать новую концепцию, новый финансовый инструментарий, новые модели взаимодействия частных инвесторов с государством, что позволит достигать долгосрочные национальные цели.

2. Разработана Концепция формирования конечной (блендированной) стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов, базирующаяся на впервые вводимый в научный оборот таксономии оценочных показателей и позволяющая одновременно учитывать стратегическую значимость, риски проекта, дифференцированные для различных источников финансирования.

Крупные инвестиционные проекты (инвестиционные программы) практически невозможно финансировать одному инвестору. У инвестора возникает необходимость привлечь средства финансовых посредников – банков или инвестиционных фондов. В тех случаях, когда крупный инвестиционный проект может оказать существенное влияние на экономику страны или региона, обладает стратегическими характеристиками (повышение технологического

суверенитета, улучшение качества жизни, мультипликативный эффект от инфраструктуры) логично рассматривать форму смешанного (блендированного) финансирования с участием государства.

Смешанное (блендированное) финансирование осуществляется за счёт разных источников. В первую очередь, это средства бюджетов разных уровней: федерального, регионального и муниципального, средства государственных институтов развития, государственных специальных фондов. Среди внебюджетных участников смешанного финансирования: коммерческие банки, пенсионные фонды, фонды прямого и венчурного финансирования. Определённую часть внебюджетного финансирования могут предоставить некоммерческие организации. Концепция смешанного (блендированного) финансирования крупных инвестиционных проектов представлена на рисунке 1.

Для государственных и квазигосударственных институтов ключевой задачей является соответствие проекта стратегическим приоритетам, поэтому будут анализироваться не только экономические, но и социальные эффекты от реализации проекта. Для государства основной задачей является получение заявленных социально-экономических эффектов в случае успешной реализации проекта. В связи с этим, будет чрезвычайно важно понимать финальную стоимость финансирования (C), от которой зависит окупаемость и возвратность всего финансирования. Проект состоится только в том случае, если его стоимость финансирования (C) является приемлемой для всех участников. Для государства – проект дает положительный бюджетный и социальные эффекты и отвечает стратегическим задачам, для инвестора – дает приемлемую доходность на инвестированный капитал, для банков и фондов – проект доходный и возвратный (обеспечивается возвратность тела и необходимых процентов кредита).

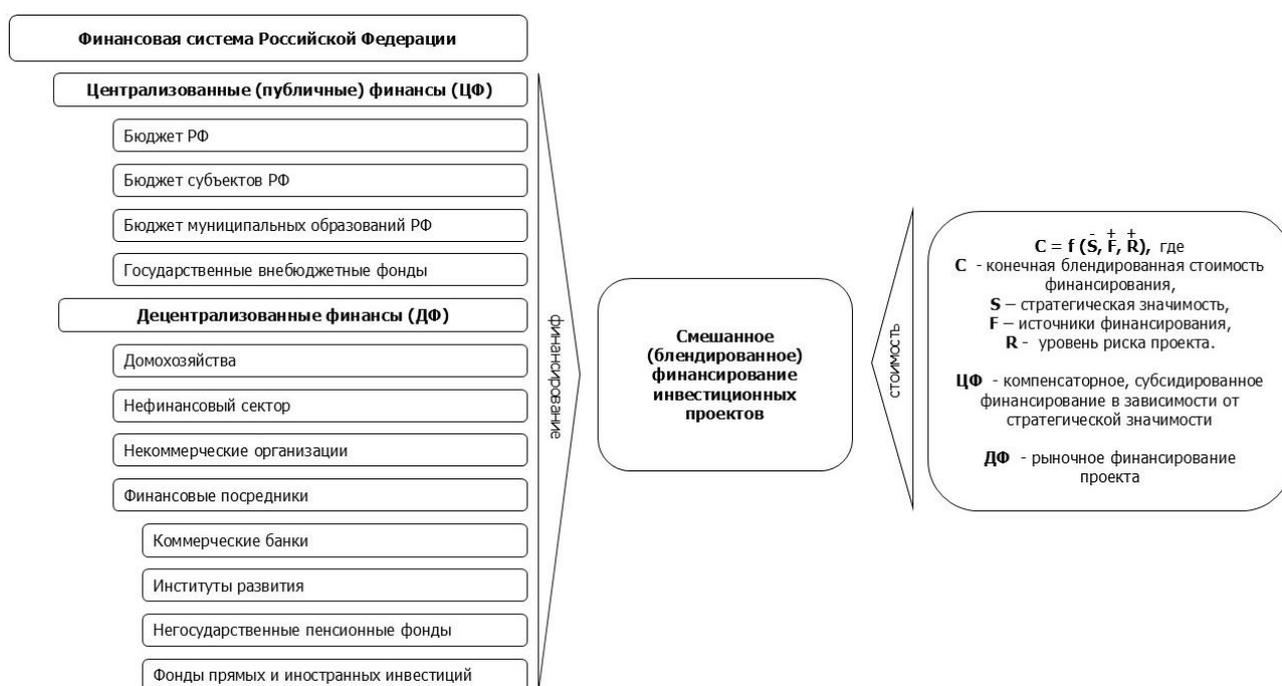


Рисунок 1. Концепция смешанного финансирования

Финальная стоимость и объем смешанного финансирования является функцией трех параметров – коэффициента стратегической значимости (S),

внутренней стоимости фондирования разных источников (F) и уровня риска проекта (R).

Коэффициент стратегической значимости (S) отражает готовность государства оказывать поддержку и снижать конечную стоимость проекта для привлечения участников финансирования. Внутренняя стоимость фондирования (F) имеет положительное влияние на конечную стоимость, так как рост стоимости привлечения капитала ведет к росту конечных расходов. Уровень риска проекта (R) также положительно влияет на конечную стоимость, так как, во-первых, риски могут реализоваться и привести к росту капитальных или операционных расходов, во-вторых, кредиторы и инвесторы предъявляют повышенные требования к доходности рискованных проектов, что ведет к росту стоимости фондирования.

Важно отметить, что анализ различных проектов показывает, что невозможно однозначно определить корреляцию между этими тремя показателями. Так, высокоприоритетные проекты для экономики РФ могут быть как высоко рискованными, так и низко рискованными, а внутренняя стоимость фондирования кредитных организаций в большей степени зависит от внешних факторов, в первую очередь, от ключевой ставки ЦБ.

При этом, в случае если проект имеет высокую стратегическую значимость, то логично предположить высокую заинтересованность государства в его реализуемости. Это в свою очередь, значит, что государство готово либо снижать среднюю стоимость фондирования проекта (F) (например, предоставляя субсидии на обслуживание процентов), либо снижать риски проекта (R) (например, предоставляя государственные гарантии кредиторам, гарантируя минимальный уровень дохода проекта), или предлагать и одни, и другие меры поддержки одновременно.

Необходимо сделать механизм ценообразования стратегического проекта максимально гибким и подчиненным цели формирования такой итоговой стоимости финансирования, которая обеспечит его реализуемость (возвратность для кредиторов и доходность для инвесторов).

Главным источником финансирования проектов от Децентрализованных финансовых источников являются коммерческие банки. Домохозяйства осуществляют свое инвестирование через финансовых посредников.

В настоящий момент активно обсуждается вопрос использования цифровых инвестиций, которые могут исключить финансовых посредников, но этот переход все еще на начальной фазе и потребует смен поколений инвесторов. Для Домохозяйств важнейшими показателями являются ликвидность (депозит до востребования) и доходность. Зачастую частные инвесторы излишне толерантны к риску и для этого был введен статус – квалифицированный инвестор, который ограничивает участие домохозяйств в совершении наиболее рискованных операций на фондовом рынке.

Ценообразование коммерческого банка, обычно, базируется на трёх элементах: внутренняя стоимость фондирования банка, стоимостная оценка риска проекта, маржа коммерческого банка.

Для ценообразования пенсионных фондов будет приниматься во внимание рискованность проекта, ликвидность, возможность альтернативного размещения средств с аналогичным уровнем риска на аналогичные сроки.

Фонды прямых инвестиций и венчурных фонды осуществляют доленое финансирование инвестиционных проектов. Они выступают со-инвесторами с инициаторами проектов, но обычно приобретают миноритарные пакеты. Этот вид инвестирования считается самым рискованным, и на него ожидается и самая высокая доходность, которая призвана покрыть риск. В связи с этим, объем участия таких фондов будет ограничен.

Конечная стоимость финансирования проекта

$$C = V_1 \times C_1(S, F, R) + V_2 \times C_2(S, F, R) + V_3 \times C_3(S, F, R), \quad (1)$$

где V_i - доля (%) привлечения от данного участника (1. государства, 2. ком. банка, 3. инициатора и фонда); $V_1 + V_2 + V_3 = 100\%$;

C_i - стоимость привлечения средств от данного участника.

Если проект может быть реализован (будет возвратным и доходным) с участием внебюджетных источников только по определенной цене, которая ниже рыночной стоимости средств банков и фондов, то государство выполняет компенсаторную функцию за счет стоимости и объема своего участия, либо за счет предоставления компенсационных субсидий (Пример: Постановление Правительства РФ №158 «О программе «Фабрика проектного финансирования»⁴).

При этом, в предлагаемой концепции финансовая состоятельность проекта будет защищена от колебаний цены на готовую продукцию, изменяющуюся стоимость и сроки реализации, что защищает инициатора проекта и кредитные организации от риска неполучения необходимой доходности, а государство от чрезмерных бюджетных расходов на поддержание проекта сверх необходимого уровня.

3. На основе теоретического обоснования механизма категоризации инвестиционных проектов предложен метод классификации проектов, детализирующий разработанную Концепцию формирования конечной стоимости проектов, в основе которого дифференциация проектов, претендующих на господдержку в зависимости от риск-профиля проектов, требуемой доходности инвестиционных проектов, рассчитываемой авторским методом на основании количественных метрик, и в зависимости от качественных характеристик проекта.

В реализации крупного инвестиционного проекта с использованием инструмента смешанного финансирования участвуют три стороны: инициатор (инвестор), финансовые институты (кредиторы) и государство. Каждая из сторон преследует свои конкретные цели: инициаторы стремятся к максимизации доходности на инвестированный капитал с учетом риска проекта; кредиторы – к обеспечению минимальной доходности и поддержанию финансовой стабильности проекта, позволяющим финансировать бесперебойные платежи по долговым обязательствам, государство – к максимизации предельных эффектов государственной поддержки, обеспечению бюджетной эффективности и обеспечению положительных социальных эффектов.

⁴ Постановление Правительства РФ от 15 февраля 2018 г. N 158 "О программе "Фабрика проектного финансирования" (с изменениями и дополнениями)

Потребность привлечь ту или иную сторону в проект зависит от типа проекта. Так, наиболее часто в проектах городской экономики главную роль играет государство в лице муниципалитета или региональных властей, и они стремятся увеличить объемы внебюджетных инвестиций, привлекая частных инвесторов и кредиторов в проекты, повышающие качество жизни людей. С другой стороны, при реализации крупнейших промышленных инвестиционных проектов частные инициаторы привлекают к участию государство в лице профильных министерств и региональной исполнительной власти для снижения рисков таких проектов. Таким образом, можно предположить, что существуют четыре категории проектов, которые претендуют на проектное финансирование: первая категория, или *Некоммерческие проекты*, к которым относятся не востребовавшиеся с точки зрения частных инвесторов и кредиторов инициативы, бремя финансирования которых целиком относится к ведению федеральных и региональных властей; вторая категория, или *Социально значимые проекты*, в которых государство продолжает играть решающую роль, но привлекает частный капитал путем элиминирования целого ряда рисков; третья категория, или *Стратегические проекты*, в которых определяющей является частная инициатива, но государство участвует в снижении тех или иных проектных рисков, возникающих ввиду особенностей/ограничений российского рынка и финансовой системы; четвертая категория, или *Рыночные проекты*, при реализации которых частному инвестору нет необходимости привлекать государственное финансирование или опираться на господдержку в том или ином виде. Предложенные категории инвестиционных проектов и анализ характерных рисков для проектов смешанного финансирования показаны на рисунке 2.

Примерами *Социально значимых* проектов могут служить проекты и программы развития городской экономики, которые обычно реализуются в форме концессий, КЖЦ, ГЧП и др.; это проекты, которые оказывают существенное влияние на качество жизни горожан. Также, к *Социально значимым* проектам относятся проекты строительства линейной транспортной инфраструктуры. К *Стратегическим* проектам можно отнести крупнейшие проекты в лесо-, газо- и нефтехимии, металлургии, промышленности высоких переделов. Ключевыми факторами, обуславливающими разделение этих проектов, являются их качественные характеристики, риск-профиль, а также возможность достоверного прогноза финансового результата для стейкхолдеров.

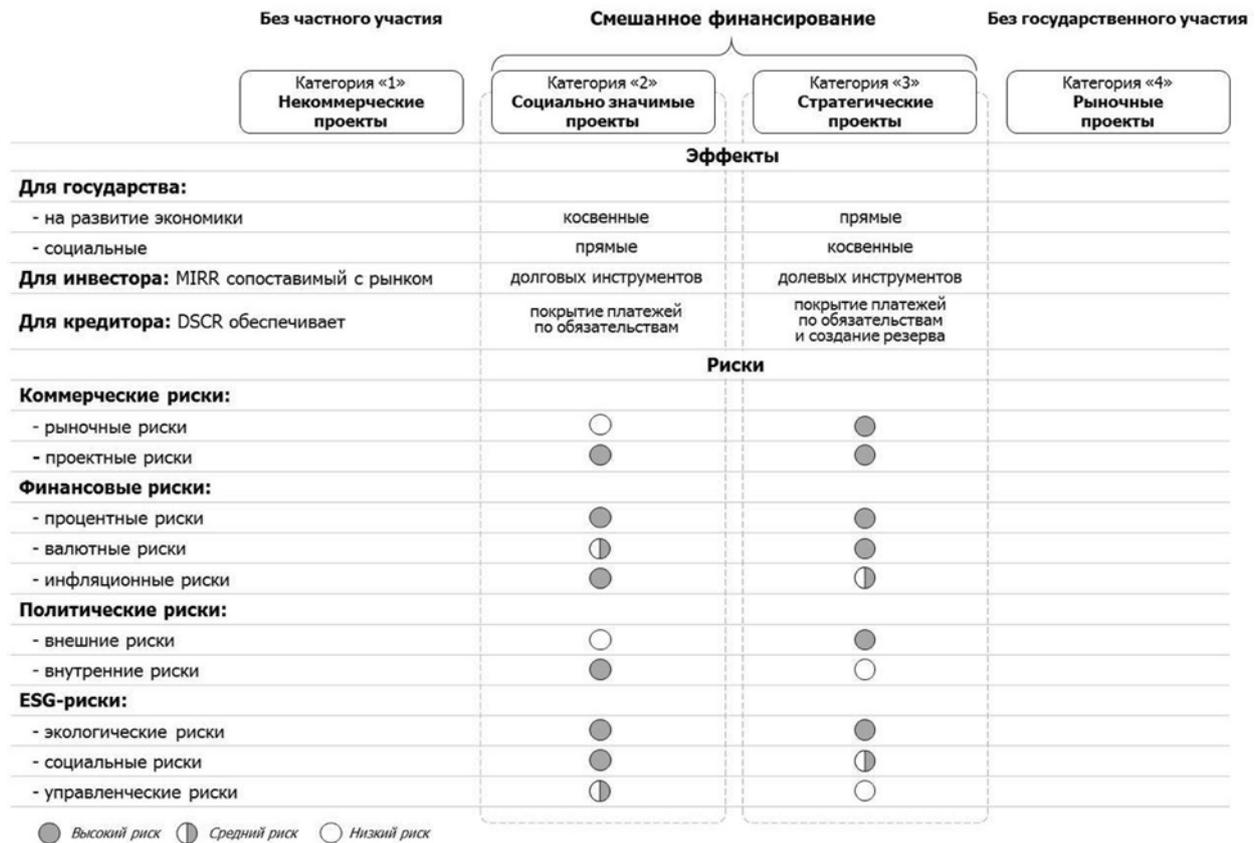


Рисунок 2. Категории инвестиционных проектов

В рамках теоретического анализа рассмотрены основные подходы к оценке привлекательности проекта для инвестора. Исследованы модели определения доходности инвестиционного проекта, модели определения требуемой доходности на вложенный капитал со стороны инвестора и модели оценки рисков.

По результатам анализа соответствия предпосылок теоретических финансовых моделей реальной ситуации сделан вывод о некорректности использования большинства инструментов, таких как CAPM, IRR, Payback Period и др. в российских реалиях без дополнительных уточнений.

Рассмотрены также базовые концепции теоретических финансов, такие как совершенство рынков и безрисковая доходность. Сделан вывод о неполном выполнении фундаментальных предпосылок теоретических финансов в сфере проектного финансирования. Предложены инновационные авторские методы расчета требуемой доходности инвестиционных проектов: спецификация многофакторной эмпирической модели, концепции risk-typical return (RTR) – доходность, типичная для инвестора с заданным риск-профилем в конкретном секторе; Return-at-Risk (RaR) – экстраполяция метода Value-at-Risk (VaR) на доходность проекта.

По результатам проведенного теоретического анализа сделан вывод о невозможности категоризации и анализа инвестиционных проектов исключительно с помощью количественных методов; предложен синтетический подход с использованием качественных методов оценки в качестве инструмента для концептуальной категоризации проектов, и количественных методов в качестве вспомогательного инструмента.

Основой для качественной категоризации инвестиционных проектов

выбран концепт риск-профиля – проекты разделяются на разные категории, исходя из перечня основных рисков, относящихся к данному проекту, и способности государства митигировать данный риск.

К особенностям риск-профиля *социально значимых* проектов можно отнести возможность с высокой точностью прогнозировать выручку проекта (низкий рыночный риск), поскольку, в большинстве случаев, гарантированы объемы и цены сбыта (механизм «МГД» и регулирование тарифов). Деятельность на внутреннем рынке подвержена высокому инфляционному риску и внутреннему политическому риску (например, при смене политики руководства региона). Имеют место ESG-риски, например, негативное восприятие концессионной инфраструктуры со стороны местного населения (социальный риск), а также недостаточная компетентность руководящего состава и непрозрачные процессы закупок (управленческий риск).

У *Стратегических проектов* минимальные возможности хеджирования рыночных рисков, но и практически неограниченные возможности получения сверхдоходов при росте цен на готовую продукцию (что является следствием волатильности мировых товарных рынков). Вследствие операций на внешних рынках, высоки валютные риски, а также внешние политические риски, например, санкции или эмбарго. Социальные и управленческие риски, напротив, небольшие, так как важнейшие экспортно-ориентированные проекты обычно реализуются по международным стандартам.

Кроме качественного разделения по рискам, были избраны вспомогательные количественные метрики:

– для инициатора – MIRR (modified internal rate of return)

– для кредиторов – DSCR (debt service coverage ratio)

– для государства – бюджетная эффективность и рост ВВП, оценка социальных эффектов, предельный эффект государственной поддержки на показатели проекта.

Показатель MIRR является развитием концепции IRR, но с более мягкими предпосылками и улучшением технико-расчетных особенностей показателя. Так, показатель MIRR позволяет корректировать ставку реинвестирования промежуточных денежных потоков и учитывать стоимость капитала. Кроме того, MIRR, в отличие от IRR, всегда существует и всегда имеет только одно значение, что делает его удобным и реалистичным показателем, корректно отображающим доходность инвестиционного проекта.

$$MIRR = \sqrt[N-1]{\frac{\sum_{n=1}^N CF^+ (1+WACC)^{N-n}}{\left| \sum_{n=1}^N \frac{CF^-}{(1+r)^{n-1}} \right|}} - 1, \text{ где:} \quad (2)$$

CF^+ и CF^- – положительные и отрицательные денежные потоки проекта;

N – число лет в проекте;

$WAAC$ – стоимость капитала проекта;

r – ставка реинвестирования свободных денежных средств.

Для финансовых институтов самым значимым показателем является отношение денежных средств, доступных для выплаты долговых обязательств, к размеру долговых обязательств ($DSCR$), уплаченных в отчетном периоде:

$$DSCR = \frac{CFADS}{Debt\ Service},$$

где *CFADS* – денежные средства, доступные для выплаты долговых обязательств (свободный денежный поток, включающий все денежные потоки от операционной и инвестиционной деятельности);

Debt Service – долговые обязательства (проценты, комиссии, тела долга), уплаченные в отчетном году.

Комбинация качественных характеристик и количественных метрик позволяет эффективно оценивать и категоризировать инвестиционные проекты с точки зрения необходимости мер государственной поддержки и достаточности их объема.

4. Предложен метод снижения влияния модельных рисков проектов, позволяющий инвестору в зависимости от пессимистического или оптимистического сценариев реализации проектов претендовать на досрочное погашение кредитов/дополнительное финансирование: объединение инструментов «cash sweep» и «контрциклического хеджирования» позволяет снизить риски реализации проекта с использованием необходимого и достаточного объема государственных мер поддержки.

Окупаемость крупных инвестиционных проектов, реализация которых осуществляется в условиях множественных неопределенностей и рисков, может превышать десятилетний период. Значительность инвестиций и сроков окупаемости обуславливает наибольшую существенность рыночного риска, связанного с вероятностью снижения цены либо ее отклонения от уровня, обеспечивающего инвестиционную привлекательность проекта.

К методам снижения рисков следует отнести использование консервативных сценариев в прогнозе и поддержание подушки безопасности в потоках и резервных средств на счетах. При этом необходимо учитывать, что:

- агрессивный прогноз при отсутствии запаса прочности ведет к дефициту средств в конкретном периоде (*DSCR*) с последующей необходимостью финансовой реструктуризации;

- чрезмерный запас денежных средств ведет к снижению показателей инвестиционной привлекательности (*MIRR*, *NPV*).

При структурировании смешанного проектного финансирования крупных инвестиционных проектов всегда возникает обсуждение качества модели и базовых предпосылок. При запросе на предоставление кредитного финансирования инициатор стремится доказать реализуемость оптимистического сценария банкам. В случае необходимости привлечения государственных субсидий инициатор демонстрирует самый пессимистический сценарий реализации проекта.

Традиционно рассчитываются различные сценарии реализации проекта, и все участники смешанного финансирования принимают один из сценариев за базовый (с базовыми параметрами *MIRR*, *DSCR*). Анализируются стресс-сценарии и определяется необходимый объем средств «спонсоров» проекта: инициатора либо государства для стратегически важных проектов. Данный подход, являясь наиболее распространенным, негибок при долгосрочном отклонении цен и иных факторов, от плановых значений. При снижении цен на

продукцию проекта в долгосрочном периоде при стабильных затратах высока вероятность существенного падения прибыли и, как следствие, необходимости полной реструктуризации проекта. Снижение цен на продукцию проекта в конкретном периоде может не оказать существенного воздействия, либо (при недостаточности баланса денежных средств) потребовать корректировки сроков погашения.

Для решения важнейшей задачи – обеспечения большей гибкости структуры смешанного проектного финансирования – предлагается фиксация гарантированного уровня погашения долга и предоставления возможность ускоренного погашения долга в благоприятной ситуации.

Механизм ускоренного погашения долга, также называемый «cash sweeper», является одним из традиционных в рамках финансовой реструктуризации задолженности, так как у компании в сложной финансовой ситуации может не быть возможности сформировать разумный график погашения, соблюдать требования к DSCR и иным финансовым ковенантам и прочее. В период высокой волатильности этот инструмент, с рядом уточнений, можно использовать и для новых проектов.

Механизм может быть встроен в изначальную структуру финансирования, акцент перемещается с прогноза DSCR и CFADS на упрощенный прогноз CFADS и, по существу, необходимые платежи увязываются на один фактор – цену готовой продукции. Таким образом, в период высоких цен осуществляется досрочное погашение процентов и тела кредита, а в период низких цен проект обслуживает минимальный уровень процентов (см. Рисунок 3).

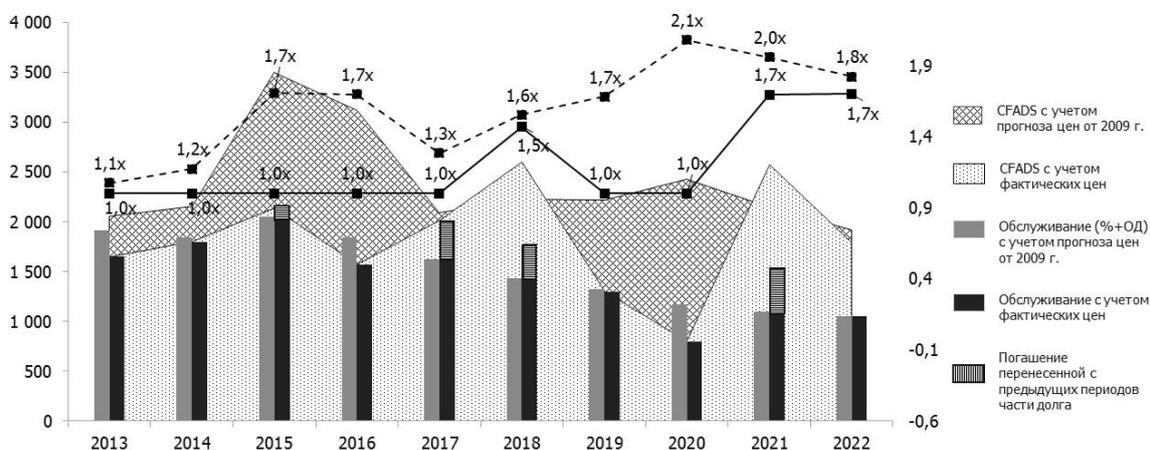


Рисунок 3. Обязательное и дополнительное погашение с возможностью переноса

Данное решение позволяет удешевить стоимость заимствования для проекта, т.к. при реструктуризации у банков возникает дополнительное требование по резервированию, т.к. формальное качество проекта ухудшается, и они вынуждены закладывать этот риск в первоначальную стоимость финансирования. С другой стороны, снижается риск формирования избыточной ликвидности и избыточной поддержки проекта со стороны государства.

5. Расширен инструментарий программы «Фабрики проектного финансирования», включающий метод привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ), позволяющий увеличить объемы финансирования стратегически значимых проектов.

Программа «Фабрика проектного финансирования», разработанная Минэкономразвития РФ и ВЭБ.РФ, призвана способствовать экономическому росту за счет реализации инвестиционных проектов, повышению доступности проектного финансирования и увеличению количества организаций, иницирующих и реализующих инвестиционные проекты. Механизм данной программы представлен на рисунке 4, где отражена обычная практика предоставления финансирования тремя траншами («А», «Б», «В»).

Программой «Фабрика проектного финансирования» предусмотрена секьюритизация части синдицированных кредитов (Транш «А») через выпуск облигаций ООО «Специализированное общество проектного финансирования Фабрика проектного финансирования» (далее – СОПФ), обеспеченных государственной гарантией Российской Федерации. Однако с течением времени указанный механизм утратил свою эффективность в силу ряда объективных причин:

- изменения в Федеральном законе о рынке ценных бумаг (N 39-ФЗ)⁵ и позиция Банка России (информационное письмо от 29 мая 2020 г. No ИН-01-41/94⁶) по отношению к особенностям учета данной государственной гарантии препятствует банкам рассматривать облигации СОПФ в качестве первоклассного финансового актива. Это привело к существенному снижению ликвидности и повышению стоимости данного инструмента рефинансирования;
- введение секторальных санкций ЕС, США и ряда других стран в отношении ВЭБ.РФ и его дочерних структур, размер доли участия ВЭБ.РФ, в которых превышает 50%, ограничило круг инвесторов в облигации СОПФ.



Рисунок 4. Механизм работы программы «Фабрика проектного финансирования»

Перечисленные выше причины не позволяют прогнозировать успешность размещения новых выпусков облигаций СОПФ, призванных обеспечить привлечение доступного рыночного фондирования с целью обеспечить снижение общей стоимости проектного финансирования в рамках программы «Фабрика проектного финансирования».

⁵ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 N 39-ФЗ (последняя редакция).

⁶ Информационное письмо Банка России от 29.05.2020 N ИН-01-41/94 «Об особенностях применения нормативных актов Банка России».

В этой связи предлагается рассмотреть иной механизм обеспечения фондирования Траншей «А» за счет размещения средств Фонда национального благосостояния в долговые обязательства СОПФ по привлекаемым им облигационным займам. (см. Рисунок 5).

Направления инвестирования средств ФНБ строго регламентированы перечнем, установленным в пункте 4 статьи 96.11 Бюджетного кодекса Российской Федерации. В этом перечне присутствуют депозиты и остатки на банковских счетах в ВЭБ.РФ, в том числе в целях финансирования проектов ВЭБ.РФ в реальном секторе экономики, реализуемых российскими организациями.

Видится целесообразным расширить мандат ФНБ возможностью размещения средств ФНБ в долговые обязательства СОПФ или ВЭБ.РФ в форме ценных бумаг (приобретение облигаций СОПФ), обеспеченных правами требованиями по Траншам «А» реализуемых проектов Фабрики. Таким образом для ВЭБ.РФ будет обеспечена секьюритизация Траншей «А», а для ФНБ будет обеспечено долгосрочное размещение средств в значимые инвестиционные проекты, направленные на развитие экономики России. При этом ввиду того, что ставка по Траншу «А» устанавливается плавающая, такой механизм позволит обеспечить ФНБ рыночную доходность от размещения средств на всем сроке инвестиций.

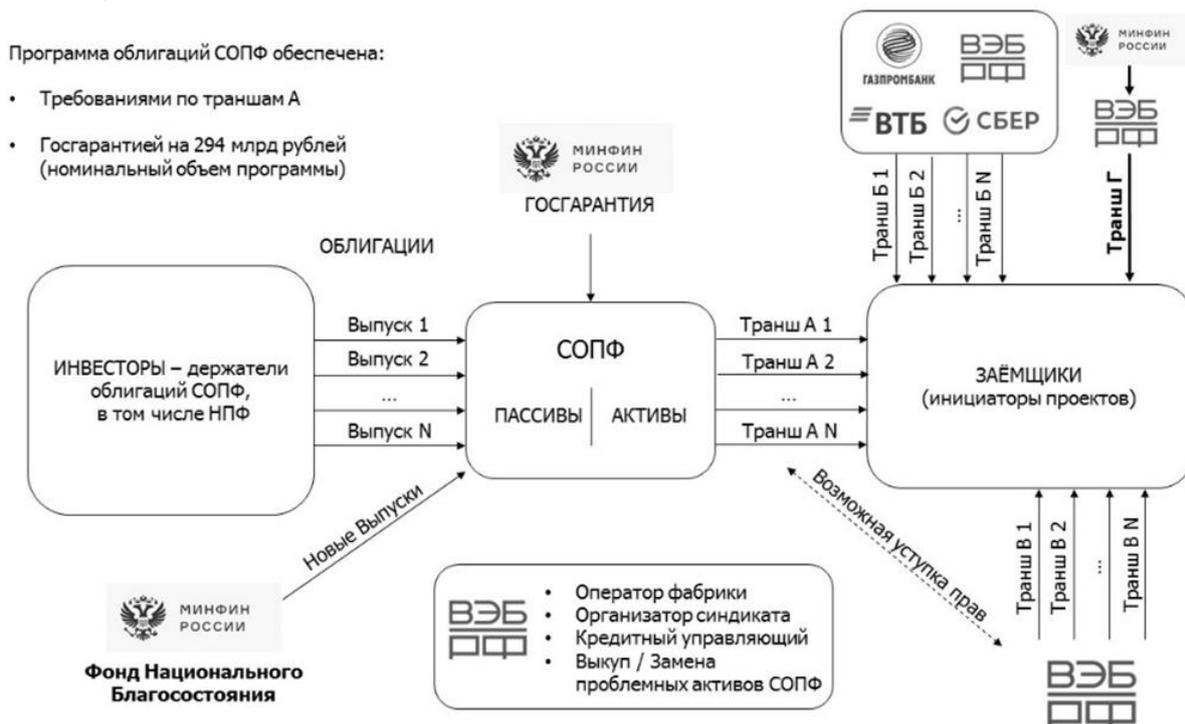


Рисунок 5. Механизм фондирования Фабрики с привлечением ФНБ

6. Предложен механизм возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов, позволяющий оказывать поддержку в период высоких процентных ставок для реализации целей отраслевой/региональной политики.

Еще одним направлением развития механизма Фабрики может быть предоставление субсидии по программе «Фабрика проектного финансирования» с последующим ее возвратом государству. Это направление может быть

актуально в периоды высокой рыночной ставки для поддержки инвестиционных проектов Категория «З» на рисунке 2.

Как и в стандартном механизме, кредиторы своевременно получают полную рыночную плавающую процентную ставку, а для заемщиков, по сути, это бесплатная рассрочка уплаты части процентных платежей по синдицированному кредиту за счет государства.

Для этого в структуре синдицированного кредита выделяется особый Транш «Г» (см. Рисунок 6).

На этот Транш аккумулируется в виде задолженности сумма выплаченной субсидии за период действия синдицированного кредита до полного погашения траншей «А», «Б» и «В». Таким образом, лимит по Траншу «Г» не устанавливается в абсолютной величине заранее, объем выборок по Траншу «Г» – расчетная величина. Кроме того, одним из условий осуществления выборки по Траншу «Г» является продолжение действия Программы «Фабрика проектного финансирования» (включая продолжение действия механизмов выделения соответствующих средств федерального бюджета на указанную субсидию).

Ставка по Траншу «Г» может быть установлена на минимальном уровне 0,1%.

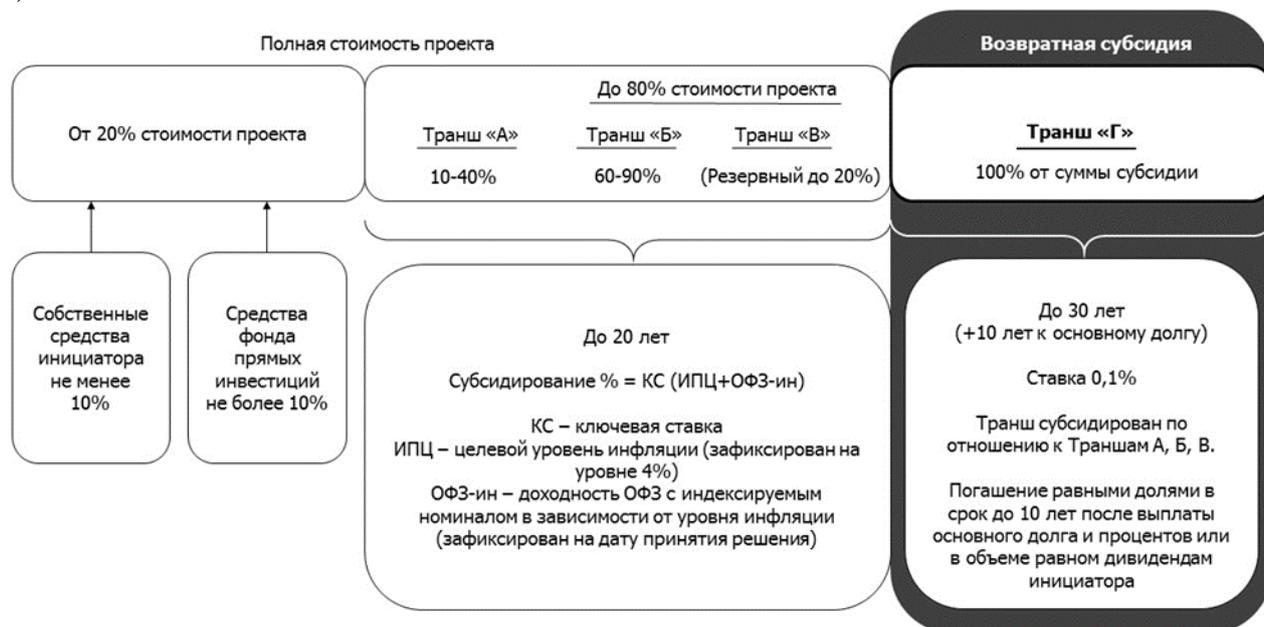


Рисунок 6. Механизм работы программы «Фабрика проектного финансирования» с использованием Транша «Г»

Период выборки по Траншу «Г» устанавливается равным периоду полного погашения задолженности по траншам «А», «Б» и «В» и не превышает 20 лет. Период погашения Транша «Г» может составлять до 10 лет с момента полного погашения траншей «А», «Б» и «В». Также, в случае превышения показателей выручки на операционной фазе над запланированными в финансовой модели, может быть предусмотрено частичное погашение Транша «Г» в формате «cash sweep» до наступления момента полного исполнения обязательств по траншам «А», «Б» и «В», при условии, что нет просрочки платежей по Траншам «А», «Б» и «В», подлежащим оплате в соответствии с договором синдицированного кредита, и остальные кредиторы не претендуют на досрочное погашение своих траншей через механизм «cash sweep».

В случае, если Заемщик не в состоянии исполнить свои обязательства по договору синдицированного кредита, требования по Траншу «Г» удовлетворяются после удовлетворения требований по траншам «А», «Б» и «В» в полном объеме. В случае банкротства заемщика, требования по Траншу «Г» не подлежат удовлетворению, что потребует внесения изменений в Федеральный закон от 31.12.2017 N 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»⁷.

Введение описанного механизма возврата «фабричной» субсидии государству позволяют снизить нагрузку на государственный бюджет (особенно в периоды высокого значения ключевой ставки Банка России, когда возрастает и размер подлежащей предоставлению субсидии), а также приоритизировать выделяемую в рамках программы «Фабрика проектного финансирования» поддержку проектам, не отказываясь от поддержки инвестиционных проектов с более низким приоритетом для государства. Данное решение позволяет, с одной стороны, кредиторам, как и в действующем механизме, получать полную рыночную процентную ставку по кредиту в отношении «фабричного» проекта, с другой стороны, заемщикам получить бесплатную (или почти бесплатную) рассрочку за счет государства, и проекту показать более высокую бюджетную эффективность по сравнению с другими программами поддержки.

Помимо варианта решения, описанного выше, когда клиенту фактически предоставляется беспроцентная рассрочка по выплате части процентов по синдицированному кредиту, могут быть рассмотрены дополнительные модификации:

1. Транш «Г» предоставляет не государство в виде субсидии, а ВЭБ.РФ в виде дополнительного кредита. В этом случае государству не придется нести дополнительные расходы в бюджете в объеме субсидии, но возникает вопрос платности этого кредита. Можно предположить, что государству будет комфортнее предоставить субсидию по процентной ставке ВЭБ.РФ по Траншу «Г». В этом случае, в период высоких ставок государство будет платить или начислять только проценты на проценты, а не всю сумму субсидии.

2. Транш «Г» предоставляет ВЭБ.РФ и проценты по данному траншу по аналогии с Траншем «А» выплачиваются клиентом. Данное решение практически полностью освобождает федеральный бюджет от субсидирования проектов Фабрики, но переносит все бремя на клиента с большой отсрочкой платежа, но высокими рисками роста Транша «Г» в периоды больших ставок.

3. Транш «Г» предоставляется клиенту в виде моно-кредита от ВЭБ.РФ под гарантию Российской Федерации. Таким образом, кредит будет предоставлен по минимально возможной ставке. Гашение транша «Г» и начисленных по нему процентов осуществляется через налоговый вычет. Другими словами, клиент не платит налог на прибыль, налог на имущество и, например, налог на добычу полезных ископаемых, до полного гашения транша «Г» с процентами. Такой подход представляется справедливым. Проекту будет обеспечена стабильная процентная ставка на всем сроке кредита, «новые» налоговые отчисления, которые возникают за счет появления «нового» проекта будут идти на

⁷ Федеральный закон «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.12.2017 N 486-ФЗ (последняя редакция)

«сглаживание» колебания в процентной ставке, но государство получит все социальные и экономические эффекты от успешного проекта без выделения специальных субсидий в бюджете.

4. Выпуск конвертированных облигаций для финансирования расходов по Траншу «Г». Через такой инструмент Фонд акционерного капитала или ВЭБ.РФ может стать акционером проекта и осуществить компенсацию части расходов на субсидию через продажу доли проекта на публичном рынке после выхода на операционную фазу. Логично будет применять эту меру в сочетании с тем или иным вариантом отсрочки или кредитования Транша «Г».

Из этого анализа видно, что будет логично предложить более широкую палитру решений, которые могут быть встроены в программу Фабрики для сохранения кредитования в периоды, когда программа превращается из хеджирующей процентные риски в программу субсидирования процентов, т.е. в периоды высоких процентных ставок. (см. Таблица 1)

Таблица 1 – Варианты модификации Транша «Г» ФПФ

	Действующий вариант	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3	Вариант 4
	158 ПП по ФПФ	Транш «Г» с последующим субсидированием	Транш «Г» с субсидированием только процентов	Участие Фонда акционерного капитала в синдикате по ФПФ	Участие ВЭБ.РФ в капитале Заёмщика
ОПИСАНИЕ	Хеджирование роста ключевой ставки по всем траншам в рублях за счет субсидии на всем сроке кредитования	Хеджирование ставки по ФПФ через транш «Г» от ВЭБ.РФ, полностью субординированный по отношению к остальным траншам ФПФ. Транш «Г» (долг и %) погашается за счет субсидии от Минэкономразвития, равной не более 100% налоговых отчислений Заемщика за предыдущий год (налог на прибыль, налог на имущество, НДС).	Хеджирование ставки по ФПФ через транш «Г» от ВЭБ.РФ, полностью субординированный по отношению к остальным траншам ФПФ. Основной долг по Траншу «Г» погашается за счет Заемщика Проценты по траншу «Г» погашаются за счет субсидии от Минэкономразвития после запуска проекта в эксплуатацию.	Хеджирование ставки по ФПФ через транш «Г» от ВЭБ.РФ с возможностью конвертации в капитал и выходом на IPO. Возможно рассмотреть льготное фондирование от ЦБ под будущие IPO.	Хеджирование ставки осуществляется через участие ВЭБ.РФ в капитале Заемщика. Акционерное соглашение регулирует обязательства ВЭБ.РФ хеджировать ставку аналогично договору ПФИ. Субсидия поступает через субординированный беспроцентный займ или вклад в капитал.
УЧАСТИЕ ГОСУДАРСТВА	Субсидии предоставляются государством ежеквартально	Государство выплачивает субсидию ежегодно в объеме уплаченных налогов от проекта	Государство выплачивает субсидию только в объеме накопленных процентов	Налоговые льготы в случае выхода на IPO. Послабление регуляторных ограничений в отношении инвестиций НПФ.	Государство не участвует в выплате субсидии.
→ Снижение объема поддержки со стороны государства →					

ИНТЕРЕС КЛИЕНТА	Хеджирование роста ключевой ставки по всем траншам в рублях.	Получение гос. поддержки по субсидированию в период высоких ставок на рынке кредитования	Получение гос. поддержки по компенсации накопленных процентов на период высоких ставок на рынке кредитования.	Снижение ставки на инвестиционной и потенциально операционной фазах проекта.	Интересно клиентам, у которых нет других источников финансирования проекта
		Отложенные обязательства по погашению транша «Г» взамен оплаты налогов.		Возможность ограниченного выхода клиента; повышение ликвидности проекта.	

Кейс. Проектное финансирование строительства завода по производству метанола из природного газа с применением нового инструментария программы «Фабрика проектного финансирования».

Цель исследования: проанализировать и представить эффекты для всех участников финансирования инвестиционного проекта с применением новых инструментов смешанного финансирования. Рассматривается проект строительства завода по производству метанола из природного газа мощностью 250 тысяч тонн в год (Проект). Период строительства 4 года – 2009-2012 гг., общий бюджет проекта без НДС и процентов 10 миллиардов рублей. Структура финансирования проекта представлена в таблице 2.

Таблица 2 – Структура финансирования проекта.

Источник	Объем, млн руб.	Доля в бюджете, %	Срок, лет	Ставка, %
Акционерное финансирование	2 000	20%	-	-
Взнос акционера	1 000	10%	-	-
Заем Фонда акционерного капитала	1 000	10%	≤15	КС + 5,5%
Долговое финансирование	8 000	80%	-	-
Транш «А» (ВЭБ.РФ)	800	8%	14	КС + 2,0%
Транш «Б» (ГПБ и ВЭБ.РФ)	7 200	72%	14	КС + 3,0%
Вне бюджета	2 291			
Транш «В» для уплаты % (ВЭБ.РФ)	1 350	-	14	КС + 3,5%
Транш «Г» в размере субсидии ФПФ (ВЭБ.РФ)	941	-	≤20	-

Основные предпосылки проекта представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Основные предпосылки проекта

Год	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Цена нетбэк на метанол в Китае (фактическая), долл./т	212	281	348	353	377	350	247	220	301	336	230	174	295	264	285	287
Цена нетбэк на метанол в Китае (прогнозная от 2009 г.), долл./т	365	404	408	437	442	398	360	338	309	307	301	287	266	273	287	301

Объемы реализации, тыс. т	-	-	-	-	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Цена на природный газ, руб./тыс. м ³	2 811	3 058	3 370	3 626	3 881	4 468	4 468	4 803	4 991	4 991	4 991	4 991	4 991	5 141	5 857	6 355
Ключевая ставка ЦБ РФ, %	11,4	8,0	8,1	8,1	7,4	7,9	12,6	10,6	9,1	7,4	7,3	5,1	5,8	10,6	10,0	15,5
USD/RUB, руб.	31,8	30,4	29,4	31,1	31,9	38,6	61,3	66,8	58,3	62,9	64,6	72,3	73,7	68,4	85,8	94,7
Индекс потребительских цен в рублях РФ, %	8,8	8,8	6,1	6,6	6,5	11,4	12,9	5,4	2,5	2,9	4,5	3,4	6,7	16,5	5,9	6,6

На рисунке 7 показано сравнение КС (ключевой ставки ЦБ РФ) на всем периоде кредитования с САР Фабрики по Проекту. САР ставки для расчета субсидии по Фабрике – 7%, рассчитан как 4% – целевой уровень инфляции, увеличенный на ставку по ОФЗ_{ин} (безинфляционные облигации РФ) – 3%.

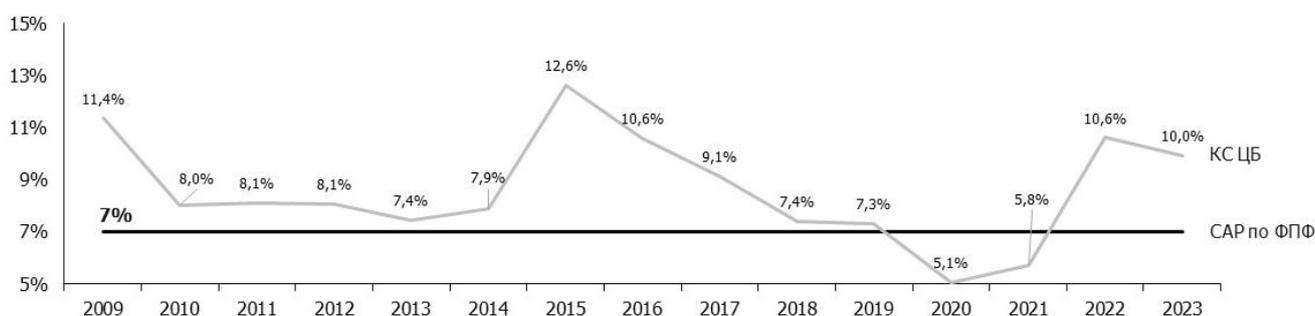


Рисунок 7. Изменение КС ЦБ в сравнении с САР Фабрики

На рисунке 8 показано влияние хеджирования на конечную стоимость финансирования для клиента. Видно, что в 14-ти летнем периоде максимальный объем субсидии приходился на 5 лет: 2009 (4%), 2015 (6%), 2016 (4%), 2022 (4%), 2023 (3%), при этом около 6 лет субсидия либо отсутствовала, либо была менее 1%.

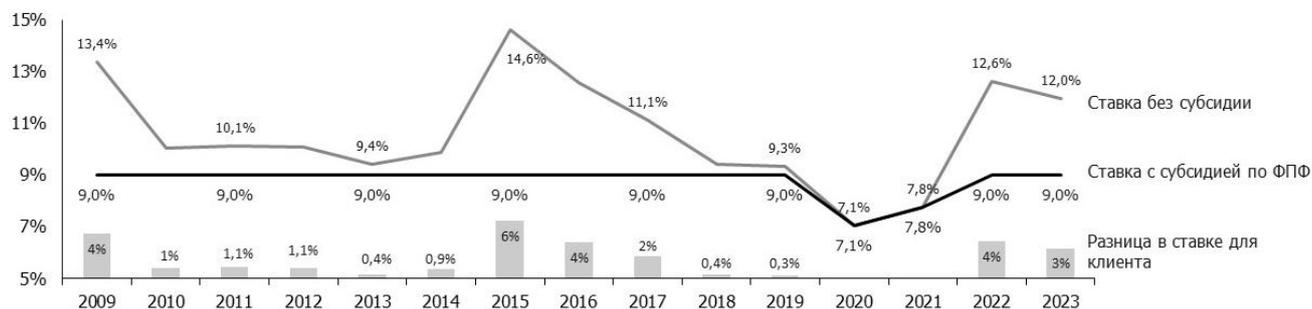


Рисунок 8. Сравнение ставок для клиента по Траншу «А» (КС + 2%) с субсидированием и без субсидирования

На рисунке 9 показано сравнение прогноза цен (согласованная модель) на метанол (нетбэк в Китае) с фактическими ценами за период. Видны существенные отклонения прогноза и факта в 2015-2016 годах и 2019-2020. Это периоды цикла цен, когда в Проекте включается механизм контрциклического хеджирования.

В начале реализации Проекта (2009 год) прогноз предполагал плавное изменение цен с учетом прогнозного баланса спроса и предложения на мировом рынке со средней ценой в течение периода обслуживания старшего долга в размере 322 долл./т.

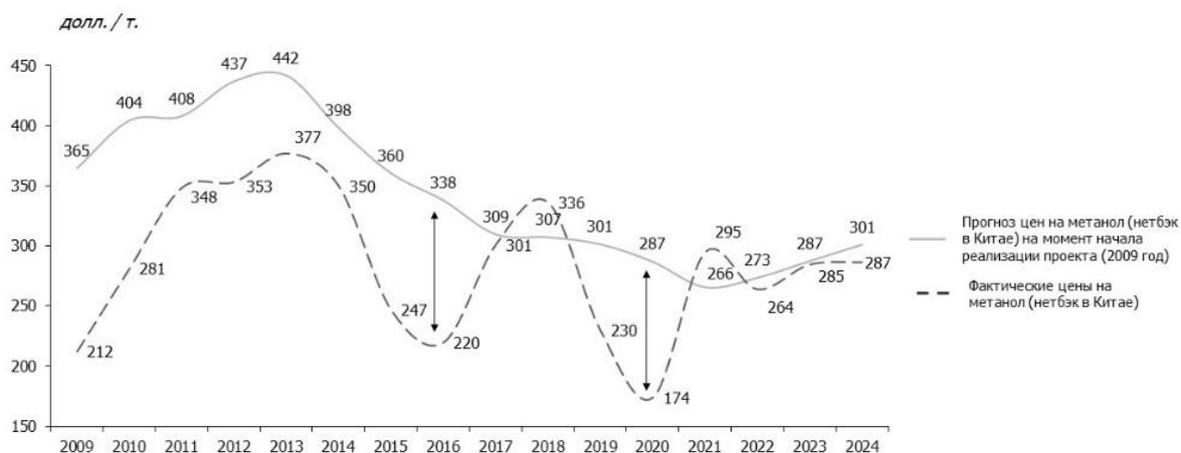


Рисунок 9. Сравнение прогноза цен от 2009 года с фактическими ценами

Фактический график цен оказался гораздо более волатильным, при этом средняя цена на метанол составила 279 долл./т., что всего на 14% меньше, чем в прогнозе

С учетом существенных падений исторических цен в определенных периодах для инвестиционных проектов, сбыт которых ориентирован на реализацию типовых международно-торгуемых товаров (commodities), целесообразно применять механизм контрциклического регулирования, предусматривающий частичный сдвиг графика погашения в пределах изначального общего срока погашения старшего долга (в примере 14 лет).

Несмотря на отклонение цен от прогноза, снижение среднего уровня DSCR с 1,55 (плановый) до 1,17 (фактический) применение механизма контрциклического регулирования позволило:

- погасить старший долг в изначально запланированный срок (14 лет)
- избежать дефолт в каком-то из периодов и реализовать успешный проект с MIRR для акционера в 22%.

Несмотря на волатильность фактических цен все привлекаемое финансирование погашено в изначально запланированные сроки (см. Рисунок 10).

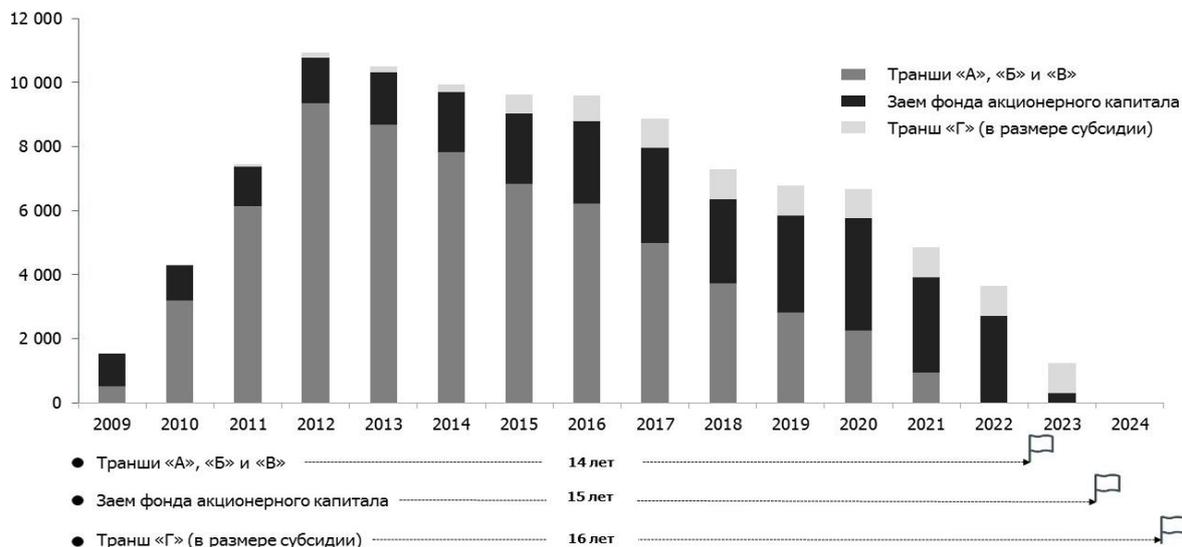


Рисунок 10. График привлечения и погашения общей задолженности в стресс-сценарии

Эффекты для ФНБ от инвестирования в Транш «А» Фабрики показаны на рисунке 11. Практически на всем периоде процентная ставка по облигациям СОПФ была выше уровня ИПЦ в России. Что позволило ФНБ показать уровень доходности 11,8% на всем периоде в сравнении с ИПЦ 8%

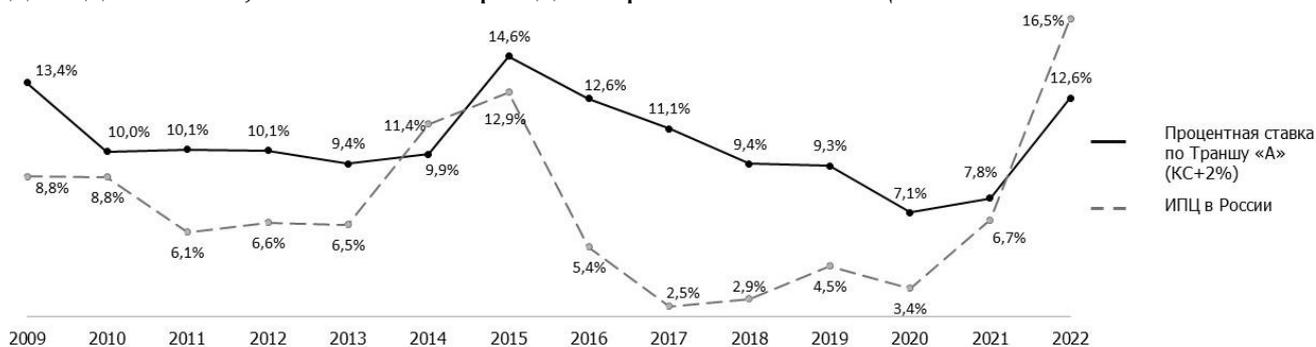


Рисунок 11. Эффект для ФНБ от секьюритизации Транша «А»

Погашение Транша «Г» в нашем примере осуществляется за 1 год (в 2024 году, через 16 после старта), сразу после погашения основного долга и выкупа акционеров из фонда акционерного капитала. Это происходит в связи с тем, что у проекта очень высокий уровень EBITDA и он способен генерировать большой объем свободного денежного потока (см. Таблицу 4).

Таблица 4 – Основные результаты финансовой модели с учетом фактических цен

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Цена нетбэк на метанол в Китае фактическая, \$/т	212	281	348	353	377	350	247	220	301	336	230	174	295	264	285	287
Объемы реализации, млн т	-	-	-	-	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Цена на газ, руб./тыс. м*3	2 811	3 058	3 370	3 626	3 881	4 468	4 468	4 803	4 991	4 991	4 991	4 991	4 991	5 141	5 857	6 355
Ключевая ставка ЦБ РФ	11,4%	8,0%	8,1%	8,1%	7,4%	7,9%	12,6%	10,6%	9,1%	7,4%	7,3%	5,1%	5,8%	10,6%	10,0%	15,5%
USD/RUB	32	30	29	31	32	39	61	67	58	63	65	72	74	68	86	95
Индекс потребительских цен в рублях РФ	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	5,4%	2,5%	2,9%	4,5%	3,4%	6,7%	16,5%	5,9%	6,6%
Выручка от реализации	-	-	-	-	3 007	3 376	3 783	3 666	4 386	5 288	3 711	3 136	5 426	4 513	6 103	6 780
EBITDA	-	-	-	-	1 720	1 831	2 226	2 021	2 692	3 563	1 986	1 409	3 639	2 661	4 027	4 546
Рентабельность EBITDA	-	-	-	-	57%	54%	59%	55%	61%	67%	53%	45%	67%	59%	66%	67%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Проценты к уплате	(36)	(193)	(481)	(789)	(983)	(938)	(1 169)	(950)	(768)	(531)	(387)	(237)	(195)	(121)	-	-
Субсидия ФПФ (выборка Транш «Г»)	11	18	48	72	34	62	354	200	102	16	9	-	-	14	-	-
Операционный денежный поток	(25)	(175)	(434)	(717)	667	861	1 223	1 110	1 714	2 531	1 380	1 031	2 848	2 137	3 315	3 730
Инвестиционный денежный поток	(2 500)	(2 500)	(2 500)	(2 500)	-	-	(250)	(488)	(469)	(464)	(465)	(465)	(465)	(465)	(465)	(465)
Финансовый денежный поток	2 525	2 675	2 934	3 217	(667)	(861)	(973)	(622)	(1 245)	(2 067)	(915)	(566)	(2 383)	(1 672)	(2 850)	(3 265)
Взнос акционера	1 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Фонд акционерного капитала	1 000	-	-	-	-	-	-	-	-	(827)	-	-	(1 056)	(737)	(2 850)	(349)
Транши «А», «Б»	500	2 500	2 500	2 500	(570)	(737)	(832)	(533)	(1 064)	(1 061)	(782)	(484)	(1 137)	(800)	-	-
Транш «В»	25	175	434	717	(96)	(124)	(141)	(89)	(181)	(179)	(133)	(82)	(190)	(135)	-	-
Транш «Г»	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(941)
Выплата дивидендов	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1 975)
Чистый денежный поток	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Задолженность по траншам «А», «Б», «В»	525	3 200	6 134	9 350	8 683	7 822	6 849	6 227	4 982	3 742	2 828	2 262	935	-	-	-
Задолженность Фонд акционерного капитала	1 000	1 084	1 246	1 426	1 634	1 887	2 179	2 575	2 989	2 625	3 032	3 501	2 988	2 715	303	-
Задолженность по Траншу «Г»	11	29	77	149	183	245	599	799	901	917	926	926	926	941	941	-
DSCR по старшему долгу					1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,0	1,0	1,7	1,7	-	-

Данный кейс показывает, что использование предложенного инструментария позволяет достичь положительных эффектов для всех участников.

Для инициатора:

- Возможность реализовать сложный инвестиционный проект на отдельном балансе с использованием только 10% собственных средств – 1 млрд руб.

- получение возвратной субсидии (941 млн руб.) на компенсацию роста ключевой ставки и хеджирование риска на всем сроке кредитования,

- Транш «В» ВЭБ.РФ на уплату процентов по Траншам «А» и «Б» на инвестиционной стадии, дополнительно привлечено 1,3 млрд руб. – не отвлекались средства спонсора проекта

- Специальное ценообразование ВЭБ.РФ по Траншу «А» – КС+2% - ниже ставки коммерческих банков, т.к. ВЭБ.РФ предоставляет финансирование с минимальной маржой (0,1%);

- Снижение объема акционерного участия, что может позволить инициатору профинансировать иные проекты

- Обслуживание долга без дефолтов за счет гибкого изменения графика погашения при падении цен на метанол

Для банков:

- Диверсификация рисков проекта за счет расширения круга участников и обеспечить большую прозрачность и контроль за ходом реализации проекта;

- Компенсация роста ключевой ставки за счет средств федерального бюджета, отсутствие потребностей в реструктуризации и создании дополнительных резервов в течение всего периода кредитования;

- меньшая нагрузка на капитал за счет особого порядка расчета достаточности капитала и формирования резервов по кредитам и займам,

предоставляемым в рамках Фабрики проектного финансирования (Указание Банка России от 26.07.2018 г. № 4874-У⁸).

Для государства:

- положительный эффект в достижении национальных целей, проявляющийся в темпе роста ВВП, росте инвестиций в основной капитал, экспорта несырьевых неэнергетических товаров, дополнительных налоговых поступлениях на инвестиционной и операционной фазах проекта;
- создание нового производства с высокой добавленной стоимостью по переработке природного газа в метанол;
- высокий мультипликативный эффект государственной поддержки;
- рост объективности и качества отбора проектов, планируемых к поддержке, за счет дополнительной экспертизы участников синдиката коммерческих банков.

Для ФНБ:

- Размещение средств в значимые инвестиционные проекты, направленные на развитие экономики России.
- Появление нового долгосрочного инструмента для инвестирования (14 лет).
- Повышение доходности с размера инфляции до ключевой ставки, увеличенной на 2% (доходность средств фонда выросла с 8% до 11,8%).

Для фонда акционерного капитала:

- Возможность поддержки проектов в части формирования акционерного капитала, что позволило инициатору профинансировать другие проекты
- Выполнено требование о минимальной доходности фонда (не менее 15%)
- Выполнено требование о максимальном сроке финансирования (субординированный заем погашен в течение 15 лет).

7. На основе анализа рассмотренных проблем финансирования проектов малого и среднего предпринимательства, предложены методы создания «зонтичных» программ финансирования для МСП на базе методологии «Фабрика проектного финансирования», позволяющая создать методическую и финансовую поддержку субъектам малого и среднего предпринимательства при организации проектного финансирования

Развитие малого и среднего бизнеса является важнейшим драйвером экономического роста и стабильности любой страны. В мире на долю МСП приходится около 90% всех предприятий, они создают до 70% рабочих мест и около 50% мирового ВВП⁹. Субъекты МСП быстрее всех реагируют на новые вызовы и ограничения и могут обеспечить диверсификацию экономики, промышленный суверенитет, выводя на рынок новые товары и услуги. МСП имеет очень важную роль в социально-экономической сфере, оказывает чрезвычайно большой эффект на увеличения уровня занятости, продвигают

⁸ Указание Банка России от 26 июля 2018 г. N 4874-У «О внесении изменений в Положение Банка России» от 28 июня 2017 года N 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности».

⁹ World MSME Day. Optimal Risk. 25.06.2020. Available at: <https://optimalrisk.com/world-msme-day/> (assessed 12.08.2020).

инновации, препятствуют развитию монополий и увеличивают потребительский спрос. При этом, ключевым барьером для стабильности и роста МСП является ограниченный доступ к финансовым ресурсам.

Наибольшую сложность для субъектов МСП вызывает получение доступа к инструментам проектного финансирования ввиду его сложной методологии, высоких затрат на консультантов, юристов, независимых экспертов. Синдицированное финансирование субъектов МСП вообще звучит как оксюморон. При этом, учитывая большую значимость развития МСП в сфере обработки, туризма, ИТ, малотоннажной химии и др., создание «зонтичной» программы финансирования по стандартам программы «Фабрика проектного финансирования» является чрезвычайно актуальным направлением.

Под «зонтичной» программой финансирования предлагается понимать программу организации и структурирования финансирования по единым стандартам для совокупности однородных инвестиционных проектов.

Такие «зонтичные» программы могут быть предложены по отраслям экономики и позволяют стандартизировать анализ рыночных и проектных рисков для каждой из отраслей. Такой подход может позволить сократить риски каждого из проектов, исключить из программы заведомо некачественные проекты и, с одной стороны, привлечь коммерческие банки предоставить большой объем финансирования по стандартам программы Фабрики, а с другой – сделать государственные меры поддержки более взвешенными.

К основным преимуществам «зонтичных» поручительств можно отнести:

- для предприятий (заемщиков) – оперативное получение заемного финансирования на выгодных условиях;
- для банковских институтов – возможность диверсификации рисков и создания регуляторных послаблений в отношении создания резервов на возможные потери;
- для государства – создание инструмента для поддержания стабильности экономики и развития реального сектора и привлечения большого объема внебюджетного финансирования в стратегически важные направления.

Оператором программы «Фабрика проектного финансирования для МСП» (Фабрика для МСП) должна выступить АО «Корпорация «МСП». Фокус на финансирование инвестиций, способствующих структурной трансформации экономики. Перечень приоритетных отраслей определяется Министерством экономического развития России в соответствии с Национальными целями развития России, определенными Указом Президента России.

Механизм должен предусматривать возможность предоставления финансирования как в виде синдицированного кредита с участием Корпорации МСП, так и в виде двустороннего кредита коммерческого банка под гарантию/поручительство Корпорации МСП.

В случае предоставления финансирования в виде синдицированного кредита, один из траншей кредита предоставляется Корпорацией МСП по льготной ставке. Размер транша, предоставляемого Корпорацией МСП, составляет от 10% до 50% от общей суммы требуемых инвестиций. Договор синдицированного кредита заключается по типовой форме.

В случае предоставления финансирования со стороны коммерческого банка в полном объеме под гарантию/поручительство Корпорации МСП, размер гарантии/поручительства Корпорации МСП покрывает от 50% до 100% суммы предоставленного кредита.

По траншу коммерческого банка в синдикате или по двустороннему кредиту коммерческого банка в рамках Фабрики для субъектов МСП устанавливается плавающая процентная ставка в привязке к Ключевой ставке Банка России (КС), на уровне [КС + маржа банка]. В периоды превышения КС над определенным значением, которое устанавливается при принятии решения о финансировании проекта / предоставлении гарантии Корпорацией МСП (значение КЭП), процентная ставка фиксируется на уровне [КЭП + маржа банка].

Разница между текущим значением КС и значением КЭП, установленным в кредитном договоре, компенсируется коммерческому банку оператором программы Корпорацией МСП на следующий день, после осуществления процентного платежа Заемщиком. Корпорация МСП осуществляет соответствующие выплаты коммерческим банкам за счет средств государственной субсидии.

В периоды низкой ключевой ставки Банка России, когда значение КС ниже значений КЭП, установленных по инвестиционным кредитам, потребность в государственной субсидии отсутствует.

В портфель программы Фабрика для МСП включаются проекты, соответствующие требованиям и критериям, по которым получено одобрение Корпорации МСП на предоставление части финансирования в рамках синдицированного кредита или предоставление гарантии/поручительства в пользу коммерческого банка. Отбор проектов осуществляет Корпорация МСП как оператор программы Фабрика для МСП.

Предложенный механизм позволяет предоставить заемщикам сегмента МСП ключевое преимущество механизма Фабрики – хеджирование влияния на проект роста ключевой ставки за счет государственной субсидии на всем сроке кредитования, стандартизацию синдицированного финансирования, сокращение издержек на организацию синдиката, и, как следствие, обеспечить доступность инвестиционного кредитования для МСП, в том числе в форме синдицированного кредитования.

Для банков-партнеров механизм Фабрики для МСП обеспечит разделение рисков за счет синдицирования или предоставления гарантии/поручительства Корпорации МСП, снижение процентных рисков за счет субсидирования ставки по кредиту.

Для государства данный механизм также имеет ряд преимуществ, заключающихся в достижении национальных целей за счет поддержки инвестиций в приоритетных направлениях МСП, целевого характера расходования бюджетных субсидий, способствующих инвестиционной активности хозяйствующих субъектов, а также значимого мультипликативного эффекта.

8. Разработан метод определения приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов (проектов «Колеса качества жизни (КЖ)»), учитывающий оценку их бюджетных и социальных эффектов с

использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения ЦУР.

Повышение качества жизни важно повсеместно, как в крупных мегаполисах, так и в отдаленных сельских поселениях, а также в масштабах страны, в том числе посредством обеспечения транспортной связанности населенных пунктов и сбалансированного экономического развития регионов. Но в данном исследовании в качестве объекта выбраны города, поскольку урбанизация — наиболее быстротекущий процесс и ему подвержено население всего мира. Ожидается, что к 2030 году в городах будет жить примерно 60% всего населения земного шара; в мире будет 41 мегаполис, в котором будет жить 720 млн человек; к 2025 г. 60% роста мирового ВВП будут обеспечивать 600 городов¹⁰.

При реализации крупных проектов развития территорий, в том числе городов, международная практика идет по пути выработки стандартов и концепций комплексного развития, позволяющих служить ориентирами в планировании кратко и долгосрочных целей развития и приоритизации соответствующих проектов, например, таких как: стандарт ISO 37120:2014 (Устойчивое развитие сообщества. Показатели оценки услуг и городского качества жизни), Индекс лучшей жизни ОЭСР (OECD Better Life Index) и другие. В российской практике можно выделить следующие инструменты комплексной оценки развития территорий: Индекс качества городской среды Минстроя России; Индекс качества жизни ВЭБ.РФ.

При этом, важно отметить, что для перехода от оценки и выбора приоритетных направлений развития территорий (городов) к конкретным проектными инициативам необходимо «приземлить» результаты анализа состояния качества жизни на конкретную территорию с учетом ее особенностей и контекста развития. Для этого целесообразно обратиться к практике мастер-планирования, которая в данный момент активно развивается в РФ.

Анализ перечисленных подходов к оценке развития городов и особенностей их применения выявил, что наиболее полным, применимым и соответствующим ЦУР можно считать Индекс ВЭБ.РФ. Для определения приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов, за основу были взяты методологические принципы, заложенные в Индексе качества жизни ВЭБ.РФ. Были определены:

- типы (отрасли) инвестиционных проектов, направленных на развитие городов («Колесо городской экономики»), которые были соотнесены с направлениями Индекса качества жизни ВЭБ.РФ (см. Рисунок 12);

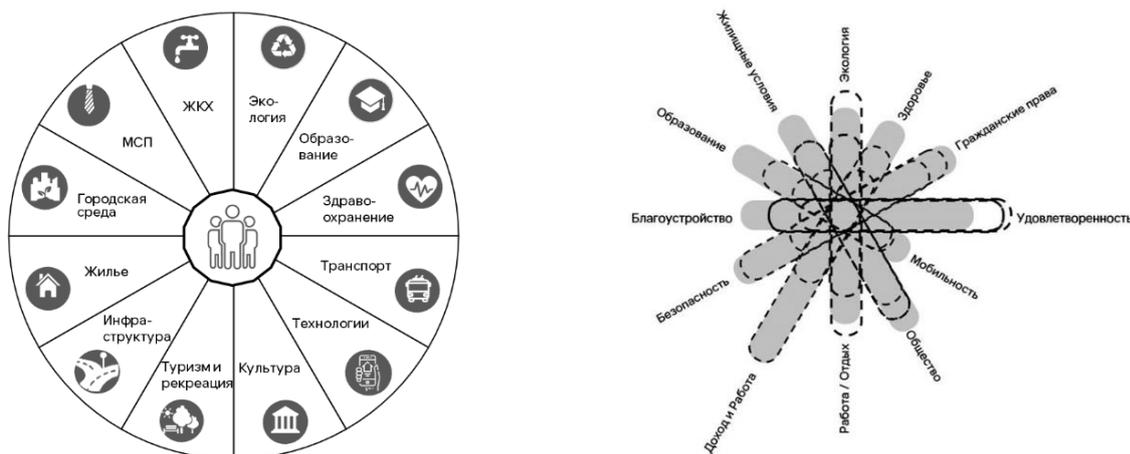
- применимые для таких проектов инструменты бюджетного финансирования и меры государственной поддержки.

Определять приоритетность (стратегическую значимость) для госсектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов (проектов «Колеса качества жизни»), предлагается на основе двух показателей:

¹⁰ Будущее в городах/Ведомости. [Электронный ресурс] -URL: <https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2017/05/24/691328-buduschee-gorodah?ysclid=m1ukwai9xw144176471>

– интегральной оценки социальных эффектов (Н) через оценку вклада проекта в изменение качества жизни на территории на основе методологии Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения ЦУР;

– общей оценки бюджетных эффектов от реализации проекта (В), которые, в том числе, учитывают прямой бюджетный эффект (расходы и доходы бюджета в контуре проекта), косвенные (налоговые) эффекты за контуром проектам (налоги по цепочке «подрядчиков»), а также бюджетные эффекты от передачи части рисков инвестору (в первую очередь применимо для проектов ГЧП).



Колесо качества жизни	Индекс качества жизни
1. ЖКХ	1. Жилищные условия
2. Жилье	
3. Экология	2. Природно-экологические условия
4. Образование	3. Образование
5. Туризм и рекреация	4. Проведение свободного времени
6. Культура	
7. Здравоохранение	5. Здоровье
8. Транспорт	6. Мобильность
9. МСП	7. Доходы и работа
10. Городская среда	8. Благоустройство
11. Технологии	Входят в несколько направлений Индекса
12. Инфраструктура	
	Дополнительные факторы индекса: 9. Безопасность, 10. Общественная активность и права граждан, 11. Удовлетворённость

Рисунок 12. Соотношение направлений «Колеса качества жизни» и Индекса качества жизни ВЭБ.РФ

Общий алгоритм разработанного подхода представлен на рисунке 13.

Разработанный подход в первую очередь может применяться как для смешанного финансирования, так и для проектов ГЧП, в которых, как правило, используются различные инструменты бюджетного софинансирования и меры господдержки, а также распределяются риски между публичным (государство) и

частным (бизнес) партнером через соответствующие положения заключаемого между ними соглашения.

Применение механизмов ГЧП для реализации проектов городского развития является на сегодняшний день одним из самых востребованных направлений для использования и тиражирования Концепции смешанного финансирования.

Предлагаемый подход к определению приоритетности (стратегической значимости) инвестиционных проектов для госсектора также может эффективно сочетаться с разработанной в рамках диссертации методологией классификации проектов для их финансирования с использованием государственной поддержки (рисунок 2).



Рисунок 13. Общий алгоритм подхода к определению приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов

9. Предложен и апробирован инструментарий для оценки бюджетных и социальных эффектов от реализации инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)» с использованием разработанной таксономии инвестиционных проектов, Индекса качества жизни ВЭБ.РФ и иных показателей достижения целей устойчивого развития (ЦУР).

С учетом специфики проектов «Колеса качества жизни», принимая во внимание, что в таких проектах налоговые эффекты существенно ниже, чем затраты, которые несет бюджет на их реализацию, даже при условии привлечения частных инвестиций через механизмы ГЧП (так как зачастую такие инвестиции в дальнейшем тоже компенсируются за счет бюджета в рамках различных вариантов отложенных платежей – платы концедента, минимальной гарантии доходности и пр.), важно при их оценке учитывать весь комплекс эффектов и в первую очередь социальных, связанных с повышением качества жизни.

На рисунке 14 представлены группы эффектов, которые учитывались при разработке инструментария для оценки бюджетной и социальной эффективности инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)».

К основным элементам оценки бюджетных эффектов можно отнести:

- прямые бюджетные эффекты (налоги и иные поступления в бюджет в контуре проекта минус расходы бюджета, в том числе недополученные доходы от применения налоговых льгот и иных преференций);
- косвенные налоговые и иные бюджетные эффекты (налоговые платежи подрядчиков плюс экономия плановых расходов бюджета, возникающих в связи с реализацией проекта, в том числе, например, от передачи обязательств по содержанию объекта инвестору, как это часто бывает в проектах ГЧП с коммерческой эксплуатацией объекта инвестором);
- бюджетные эффекты от «партнерства» с бизнесом (эффекты от передачи части рисков по проекту инвестору, например, рисков роста затрат на содержание объекта или роста фонда оплаты труда);



Рисунок 14. Группы эффектов, учитываемые при разработке инструментария для оценки бюджетной и социальной эффективности инвестиционных проектов «Колеса качества жизни (КЖ)»

– В свою очередь, оценку социальных эффектов предлагается проводить на основе методики Индекса качества жизни ВЭБ.РФ посредством анализа ключевых технико-экономических параметров проекта, социальных эффектов от его реализации, в том числе связанных с повышением качества оказываемых населению услуг и улучшением состояния объектов инфраструктуры, и комплексной количественной оценки их вклада в изменение качества жизни, индикатором которого, в рамках данной работы, выбрано прогнозируемое изменение интегральной оценки Индекса качества жизни ВЭБ.РФ соответствующего города.

Компоненты (типы) оценки и их элементы, а также их связи схематично представлены на рисунке 15.

Методика расчета Индекса предполагает разделение качества жизни на 10 направлений, объединяющих крупные самостоятельные сферы, содержащие

разнородные аспекты, в том числе отличающиеся по значимости для разных категорий граждан.



Рисунок 15. Компоненты (типы) и элементы оценки проектов «Колеса качества жизни (КЖ)»

Основные выводы и значения, полученные по итогам оценки целесообразности и бюджетной эффективности концессионного проекта в сфере образования в г. Липецке (строительство и эксплуатация школы на 1 500 мест) и пример использования данного подхода при оценке «портфеля» проектов в рамках одного города (г. Липецка), проведенных в рамках пилотной апробации разработанного инструментария, приведены на рисунках 16 и 17.

Оценка бюджетного эффекта		Оценка социального эффекта	
-2.0 млрд Р	Общий бюджетный эффект проекта	4,5 тыс. чел	Охват населения проектом
млрд руб.		Ключевые эффекты [1]	
Приведенные [2] расходы бюджета [3]	-2,8	+1500	Новых школьных мест
Приведенные [2] налоговые эффекты	0,7	+24 кружка	Доп. образования
- Налоги в контуре проекта	0,5	3 млрд Р	Инвестиции
- Налоги подрядчиков	0,2		
Эффекты от передачи рисков инвестору	-0,6	Прирост Индекса качества жизни по направлениям	
- Процентные платежи за счет бюджета [2]	-0,7		
- Стоимость рисков переданных инвестору	0,1	Доходы и работа	+0,24 (+0,41%)
Основные переданные инвестору риски:		Образование	+0,29 (+0,48%)
% от потенциального роста капитальных затрат	Рост административных части эксплуатационных затрат		
0,14x	Эффективность условий «партнерства» с бизнесом	+0,06 (+0,1%)	Интегральная оценка влияния проекта на Индекс

[1] Наиболее значимые с точки зрения влияния на Индекс качества жизни

[2] Дисконтированные к началу проекта безрисковой ставке – 11,47% (КБД – 15 лет от 09-2023 г.)

[3] Капитальный грант, субсидия на уплату процентов, плата концедента (включая инвестиционный и операционные платежи)

Рисунок 16. Пример оценки бюджетных и социальных эффектов на примере концессионного проекта в сфере образования в г. Липецке

	<i>ШКОЛА</i>	<i>ГЭТ</i>	<i>ВОДОКАНАЛ</i>	<i>ИТОГО</i> <i>по проектам в Липецке</i>
Общий бюджетный эффект проекта	-2,0 млрд Р	-8,7 млрд Р	15,7 млрд Р	5,0 млрд Р
Интегральная оценка влияния проекта на Индекс	+ 0,06 (+0,1%)	+ 0,12 (+0,2%)	+ 1,13 (+2%)	+ 1,31 (+2,4%)
Доходы и работа	+0,24	+0,38	+0,15	+0,77
Образование	+0,29	-	-	+0,29
Безопасность	-	+0,15	-	+0,15
Мобильность	-	+0,46	-	+0,46
Природно-экологические условия	-	+0,17	+12,68	+12,65
Жилищные условия	-	-	-0,28	-0,28

Рисунок 17. Пример оценки «портфеля» проектов в г. Липецке

III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе обоснована (теоретически показана и эмпирически подтверждена) необходимость расширения государственного участия в проектном финансировании крупных долгосрочных проектов, что позволяет открыть новое направление в российской финансовой системе, связанное с решением проблемы «длинных денег», направленное на достижение национальных целей, в т.ч. достижение технологического суверенитета и повышения качества жизни населения.

Для подтверждения научной гипотезы проанализированы существующие положения неоклассической теории инвестиций и предложено модифицировать (расширить) принцип рациональности, что позволит учитывать интересы как агентов-участников инвестиционного процесса, так и государства в достижении национальных целей.

Для решения стоящих масштабных задач должен быть создан инструментарий финансирования долгосрочных крупных инвестиционных проектов с участием государства и государственных институтов развития.

В исследовании предложена целостная методология от Концепции до примеров ее реализации. Концепция смешанного (блендерированного) финансирования крупных инвестиционных проектов с участием государства базируется на таксономии оценочных показателей: стратегической значимости проекта, конечной стоимости проекта и рисков проекта, дифференцированных для разных источников финансирования.

Основная идея Концепции – привлечение централизованных и децентрализованных источников финансирования к реализации крупных инвестиционных проектов таким образом, чтобы стоимость финансирования была приемлемой для всех участников: для государства – за счет получаемых бюджетных и социальных эффектов, для инвесторов – за счет приемлемой доходности на инвестированный капитал, для банков и фондов – за счет возвратности и доходности вложенных средств.

Предложен метод дифференциации проектов, претендующих на господдержку в зависимости от риск-профиля проектов, требуемой доходности инвестиционных проектов, рассчитываемой авторским методом на основании

количественных метрик, и в зависимости от качественных характеристик проекта.

Реализация Концепции поставила ряд задач по согласованию интересов партнеров (иногда не совпадающих). Требование обеспечения гибкости Концепции привело к ее детализации и созданию ряда моделей и методик: ценообразования финансирования проектов с государственной поддержкой; методу снижения влияния модельных рисков проектов, позволяющему инвестору в зависимости от пессимистического или оптимистического сценариев реализации проектов претендовать на досрочное погашение кредитов/дополнительное финансирование; механизму возврата субсидии и повышения бюджетной эффективности для стратегически значимых проектов, позволяющему оказывать поддержку в период высоких процентных ставок для реализации целей отраслевой/региональной политики.

В рамках Концепции расширен инструментарий программы «Фабрики проектного финансирования»: это методы секьюритизации финансирования проектов и привлечения средств фонда национального благосостояния (ФНБ), позволяющие увеличить объемы финансирования стратегически значимых проектов; это развитие механизма ФПФ за счет моделирования различных вариантов (5 вариантов) хеджирования процентной ставки проекта с использованием нового возвратного транша «Г» и/или участие ВЭБ.РФ в капитале проектной компании, что позволяет снизить потребность в государственном субсидировании программы в период высоких процентных ставок; это методика создания «зонтичных» программ финансирования для малого и среднего бизнеса, позволяющая создать методическую и финансовую поддержку субъектам малого и среднего бизнеса (МСП) при организации проектного финансирования.

Применение некоторых из разработанных методов показаны на модельном кейсе по финансированию строительства завода по производству метанола из природного газа с применением нового инструментария программы «Фабрика проектного финансирования».

Особое место в работе занимает применение Концепции в развитии экономики городов. Разработка «Колеса качества жизни (КЖ)» и применение Концепции позволили создать подход к определению приоритетности (стратегической значимости) для государственного сектора инвестиционных проектов, направленных на развитие городов с учетом оценки их бюджетных и социальных эффектов с использованием Индекса качества жизни ВЭБ.РФ. Реализация предложенного подхода и разработанных методик оценок показана на ряде кейсов и продемонстрировала их целесообразность и эффективность.

Таким образом, в исследовании была достигнута поставленная цель, подтверждена выдвинутая гипотеза исследования – предложен соответствующий национальным целям принцип, разработаны и апробированы предлагаемые методы, показывающие возможности долгосрочного финансирования проектов с государственным участием, направленных на достижение национальных целей развития РФ, в т.ч. достижение технологического и инфраструктурного суверенитета и повышения качества жизни населения.

IV. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ РАБОТЫ, ОПУБЛИКОВАННЫЕ АВТОРОМ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Авторские монографии (разделы в монографиях):

1. Цехомский Н.В. Систематический риск в оценке стоимости и инвестиционном анализе: надежность международных источников // Стоимость собственности: оценка и управление в условиях турбулентности экономики: монография / под ред. М.А. Федотовой, Т.В. Тазихиной, И.В. Косоруковой. – М.: КНОРУС, 2024. – С. 55-75. – 21/0,3 п.л.
2. Цехомский Н.В. Развитие синдицированного финансирования инвестиционных проектов в РФ: фабрика проектного финансирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака. 2024. – 151 с. – 8,7/4,35 п.л.
3. Цехомский Н. В. Проектное финансирование развития городов: монография [Электронный ресурс] / Н.В. Цехомский. – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака, 2024. – 237 с. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_73728289_79306924.pdf – 10,0 п.л.

Статьи, опубликованные в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России

4. Цехомский Н.В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010-2020 гг. (методы анализа и текущее состояние) / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2021. – № 5 (131). – С. 44-53. – 0,58/0,3 п.л.
5. Цехомский Н.В. Гудвилл и окупаемость инвестиций в М&А: итоги отчетности 2010-2020 гг. (тенденции и выводы) / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2021. – № 6 (132). – С. 23-27. – 0,5/0,25 п.л.
6. Цехомский Н.В. Контрциклическое финансирование как инструмент стимулирования инвестиционной активности в России: обзор подходов / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2021. – № 12. – С. 932-942. – 0,8/0,4 п.л.
7. Цехомский Н.В., Тихомиров Д.В. Контрциклическое финансирование как инструмент стимулирования инвестиционной активности в России: специфические варианты структурирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2022. – № 1. – С. 16-24. – 0,6/0,3 п.л.
8. Цехомский Н.В. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования. Актуальные вопросы (часть 1) / Н.В. Цехомский, Е.И. Наумцева, В.А. Кудлай, А.Г. Буря // Банковское дело. – 2022. – №8. – С. 4-10. – 0,7/0,2 п.л.
9. Цехомский Н.В. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования. Актуальные вопросы (часть 2) / Н.В. Цехомский, Е.И. Наумцева, В.А. Кудлай, А.Г. Буря // Банковское дело. – 2022. – №9. – С. 30-38. – 0,9/0,23 п.л.
10. Цехомский Н.В. Оценка систематического риска в инвестиционном проекте: проблема определения / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономика и управление. – 2022. – Т. 28. – № 10. – С. 960–969. – 0,8/0,4 п.л.

11. Цехомский Н.В. Надежность определения систематического риска в анализе инвестиционной привлекательности проекта: эмпирический аспект / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2022. – № 5-2 (137). – С. 42-49. – 0,8/0,4 п.л.

12. Цехомский Н.В. Фабрика проектного финансирования: особенности механизма // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 3-1 (141). – С. 45-49. – 0,6 п.л.

13. Цехомский Н.В. Стимулирование реализации долгосрочных инвестиционных проектов: опыт Фабрики проектного финансирования / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Экономическое возрождение России. – 2023. – №3 (77). – С. 87-92. – 0,5/0,25 п.л.

14. Цехомский Н.В. Проблемы финансового сопровождения хозяйственных операций в условиях экономических санкций / Н.В. Цехомский, В.А. Плотников // Известия СПбГЭУ. – 2022. – № 6 (138). – С. 68-72. – 0,58/0,3 п.л.

15. Цехомский Н.В. Синдицированное финансирование инвестиционных проектов: сущность и особенности // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 1 (139). – С. 38-44. – 0,5 п.л.

16. Цехомский Н.В. Организация финансирования реализации крупных энергетических проектов // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 2 (140). – С. 27-33. – 0,34 п.л.

17. Цехомский Н.В. Проблемы инвестиционного обеспечения современного развития экономики в России // Экономика и управление. – 2021. – № 12. – С. 975-983. – 0,5 п.л.

18. Цехомский Н.В. Определение премии за акционерный риск в инвестиционном анализе проекта / Н.В. Цехомский, Д.А. Кутюрин, Д.В. Тихомиров // Известия СПбГЭУ. – 2023. – № 4 (141). – С. 39-48. – 1,16/0,3 п.л.

19. Цехомский Н.В. Эффективность инвестиций в приобретение бизнеса: итоги 2021-2022 г. / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров, Д.А. Русинов // Экономика и управление. – 2023. – Том 29. – № 10. – С. 1148-1163. – 2/0,4 п.л.

20. Цехомский Н.В. Концепция формирования конечной (блендированной) стоимости финансирования крупных инвестиционных проектов / Н.В. Цехомский // Ученые записки Международного банковского института. – 2024. №49 (3). – С. 252-265. – 0,8 п.л.

Учебные издания:

21. Цехомский Н.В. Финансы банка: учеб. пособие / Н.В. Цехомский, Д.Л. Волков, О.Н. Щербакова, А.В. Наберухин, П.Н. Панасов – М.: Изд-во «Корпоративный университет Сбербанка», 2016, — 192 с. – 11,04/2,4 п.л.

22. Цехомский Н.В. Инвестиционный анализ в проектном финансировании: учеб. пособие/ Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2022. – 304 с. – 17,67/9 п.л.

23. Цехомский Н.В. Investment Analysis in Project Finance (2nd edition). / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров – СПб. Изд-во СПбГЭУ, 2023. – 288 с. – 16,74/9 п.л.

Статьи, опубликованные в научных изданиях и сборниках, тезисы докладов на конференциях

24. Цехомский Н.В. Значимые инвестиционные проекты: общие проблемы реализации и привлечение частных средств / Н.В. Цехомский, Д.В. Тихомиров // Бизнес. Общество. Власть. – 2021. – № 4 (42). – С. 158-167. – 1,16/0,35 п.л.

25. Цехомский Н.В. SIB-проекты как способ привлечения частных инвестиций в социально значимые проекты (совместно со слушателями) / Н.В. Цехомский, С.М. Гресева, Е.А. Савинова, М.С. Жаров // Бизнес. Общество. Власть. – 2021. – № 4 (42). – С. 196-215. – 2,3/0,15 п.л.

26. Цехомский Н.В. О синдицированном кредитовании и мерах государственной поддержки кредиторов / Н.В. Цехомский, И.К. Машковцев И.К. // Бизнес. Общество. Власть. – 2022. – № 44-45. – С. 52-60. – 1,04/0,25 п.л.

27. Цехомский Н.В., Специальные меры ВЭБ.РФ для поддержки экономики // Бизнес. Общество. Власть. – 2022. – № 44-45. – С. 43-51. – 0,5 п.л.

28. Цехомский Н.В. Инвестиционная привлекательность и инвестиционный климат // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2022. – № 1 (51). – С. 5-9. – 0,3 п.л.

29. Цехомский Н.В. Проблемы реализации инвестиционных проектов в реальном секторе экономики // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2022. – № 2 (52). – С. 5-9. – 0,3 п.л.

30. Цехомский Н.В. Инвестиционная поддержка промышленного развития в условиях санкций. // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2022. – № 4 (54). – С. 5-9. – 0,3 п.л.

31. Цехомский Н.В. Некоторые аспекты долгосрочного финансирования проектов в России в условиях санкций // Экономический рост как основа устойчивого развития России: Сборник научных статей участников 7-й Всероссийской НПК (01-02 декабря 2022 года, г. Курск), Курский филиал Финансового университета при Правительстве РФ. – Курск: ЗАО «Университетская книга», 2022. – С. 294-297. – 0,25 п.л.

32. Цехомский Н.В. Долгосрочные инвестиции в России: состояние, перспективы, опыт Фабрики проектного финансирования // Сборник материалов по итогам международной конференции «Евразийская экономическая перспектива» – СПб.: СПбГЭУ, 2022. – С. 69-75. – 0,3 п.л.

33. Цехомский Н.В. Финансирование проектов развития в современной России // Саяпинские чтения: материалы VI Всероссийской (национальной) НПК. – Тамбов: ИД «Державинский», 2023. – С. 288-294. – 0,5 п.л.

34. Цехомский Н.В. Риски проектного финансирования: понятие и подходы к управлению // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2023. – № 1 (55). – С. 27-31. – 0,3 п.л.

35. Цехомский Н.В. Системный подход к развитию городской экономики с использованием механизмов государственно-частного партнерства / Н.В. Цехомский, А.А. Великанова, Б.А. Лодягин, Е.А. Осташвер, А.Л. Юргелас // Бизнес. Общество. Власть. – 2023. – № 50. – С. 174-197. – 0,7/0,14 п.л.

36. Цехомский Н.В. Максимализация доли перерабатываемого и пускаемого во вторичный оборот пластика: роль государства и бизнеса / Н.В.

Цехомский, А.В. Лебедев, К.И. Морданов, Е.А. Петрова // Бизнес. Общество. Власть. –2023. – № 50. – С. 198-215. – 2,09/0,5 п.л.

37. Цехомский Н.В. «Проектное финансирование» и «Финансирование проектов»: анализ категорий // Социально-экономические предпосылки и результаты развития новых технологий в современной экономике. Материалы V МНК. – Н. Новгород, 2023. – С. 248-252. – 0,3 п.л.

38. Цехомский Н.В. Проектное финансирование и цифровизация: вопросы взаимосвязи // Цифровое общество: образование, экономика, технологии. Сборник материалов МНПК. – М.: 2023. – С. 121-124. – 0,25 п.л.

39. Цехомский Н.В. К вопросу о рисках проектного финансирования // Экономическая безопасность личности, общества, государства: проблемы и пути обеспечения. Материалы всероссийской НПК. – СПб.: 2023. – С. 254-257 – 0,25 п.л.

40. Цехомский Н.В. Таксономия зеленого финансирования как стандарт и ориентир для участников экосистемы ESG / Н.В. Цехомский, Е.А. Боркова, Ю.В. Мячин // Известия СПбГЭУ. – 2024. – № 2 (146). – С. 13-21. – 1,46/1 п.л.

41. Цехомский Н.В. Проблема «длинных денег» в условиях экономической турбулентности // Сборник материалов XXII МНПК «Смирновские чтения – 2023», МБИ имени Анатолия Собчака. – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака, 2023. – С. 32-38. – 0,4 п.л.

42. Цехомский Н.В. Некоторые вопросы перехода к человекоцентричной экономике в России / Н.В. Цехомский, И.А. Никитина // Сборник материалов XXIII МНПК «Смирновские чтения – 2024», 20–22 марта 2024. – СПб.: Изд-во МБИ имени Анатолия Собчака, 2024. – С. 177-180. – 0,46/0,1 п.л.

43. Цехомский Н.В. Субсидия фабрики – одна из самых эффективных для бюджета // Эксперт: Проектное финансирование в России. –2024. – №2 (3). – С.18-23. – 0,5 п.л.

44. Цехомский Н.В. Адаптация финансового сектора // Экономика России под санкциями: от адаптации к устойчивому росту. Научный доклад. Доклад к XXIV Ясинской (Апрельской) МНК по проблемам развития экономики и общества, Москва, 2023 г. / под ред. Н.В. Акиндиновой, Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2023. — С. 48 – 55. – 3,4/0,5 п.л.