

DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-2-22-38

УДК 336.773(045)

JEL G11, G18, G21, G24, G32

Совершенствование инструментов проектного финансирования в реализации стратегии пространственного развития России (на примере приоритетных отраслей)

И.А. Езангина^а✉, Н.Д. Захарова^бВолгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия
^а <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-1544-868X>

✉ Автор для корреспонденции

АННОТАЦИЯ

Авторы **исследуют** совокупность финансовых и организационно-управленческих отношений, возникающих в процессе внедрения и развития принципов проектного финансирования в приоритетных отраслях экономики России. **Цель** работы — раскрыть значение становления и дальнейшего развития рынка проектного финансирования в достижении стратегических задач пространственного развития России. Используются такие научные **методы** и подходы, как наблюдение, сравнение, аналогия, анализ, обобщение, системно-структурный подход к оценке развития предмета исследования. Исследованы основные положения Стратегии пространственного развития России с позиции содержания приоритетных отраслей экономики. Актуализирован перечень приоритетных отраслей, в данном контексте дана оценка их потребностей в финансовом обеспечении конкурентного развития. В целях преодоления дефицита государственных источников финансирования приоритетных отраслей предложены современные эффективные инструменты проектного финансирования: синдицированные кредиты, концессионные облигации, облигации Специализированного общества проектного финансирования (СОПФ), секьюритизация, управление рисками. Выделены основные барьеры, препятствующие развитию института проектного финансирования в России, в частности: недостаточность законодательной базы, несовершенство системы банковского резервирования на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности, отсутствие комплексного предложения проектного финансирования, а также отсутствие единой базы данных по сделкам проектного финансирования. В **результате** исследование позволило конкретизировать направления совершенствования инструментов проектного финансирования. Обозначена роль нормативной базы и важность ее концептуального пересмотра в части совершенствования понятийного аппарата, формирования отдельных законодательных актов, привязанных к проектному финансированию не как к особой форме кредитования, а как к отдельной институции финансирования. Сделан **вывод** о необходимости создания единой базы инвестиционных объектов с применением инструментов проектного финансирования. Перспективы дальнейшего изучения темы связаны с формированием методических рекомендаций по структурированию сделок проектного финансирования, использованием предложенных рекомендаций в совершенствовании механизма проектного финансирования институтами развития, банковскими институтами, пенсионными фондами и страховыми компаниями.

Ключевые слова: проектное финансирование; стратегия пространственного развития; приоритетные отрасли; концессионное соглашение; государственно-частное партнерство

Для цитирования: Езангина И.А., Захарова Н.Д. Совершенствование инструментов проектного финансирования в реализации стратегии пространственного развития России (на примере приоритетных отраслей). *Финансы: теория и практика*. 2020;24(2):22-38. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-2-22-38

ORIGINAL PAPER

Improving Project Finance Tools for the Spatial Development Strategy of Russia (Evidence from Priority Sectors)

I.A. Ezangina^a✉, N.D. Zakharova^b

Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia

^a <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^b <https://orcid.org/0000-0002-1544-868X>

✉ Corresponding author

ABSTRACT

The authors **study** total financial, organizational and management relations in implementing and developing project finance principles in priority sectors of the Russian economy. **The aim** of the work is to reveal the importance of the formation and further development of the project finance market to achieve the strategic objectives of the spatial development of Russia. The study employs the scientific **methods** and approaches of observation, comparison, analogy, analysis, generalization, system-structural approach to assessing the development of the research subject. The authors consider the basic provisions of the spatial development strategy of Russia from the perspective of the content of priority sectors of the economy. They update the list of priority sectors and assess their needs for financial support of competitive development in this context. The authors propose modern effective project finance tools to overcome the deficit of government sources in financing priority sectors, such as syndicated loans, concession bonds, bonds of the special-purpose vehicle in project finance (SPV), securitization, and risk management. The main barriers that hamper the development of the project finance institution in Russia are insufficient legal framework, imperfect bank reserve system for potential losses on loans, loan and equivalent debt, the lack of a comprehensive proposal for project finance, and the lack of a unified database of project finance transactions. As **a result**, the study made it possible to specify the areas for improving project finance tools. The authors highlight the role of the regulatory framework and the importance of its conceptual review to improve the conceptual framework, the formation of individual legislative acts related to project finance, not as a special form of lending, but as a separate funding institution. They **concluded** that a unified database of investment objects with project finance tools is necessary. Further study of the topic is associated with developing guidelines for structuring project finance transactions, using the proposed recommendations to improve project finance mechanism by development institutions, banking institutions, pension funds and insurance companies.

Keywords: project finance; spatial development strategy; priority sectors; concession agreement; public-private partnership

For citation: Ezangina I.A., Zakharova N.D. Improving project finance tools for the spatial development strategy of Russia (evidence from priority sectors). *Finance: Theory and Practice*. 2019;24(2):22-38. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-24-2-22-38

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время в условиях модернизации российской экономики особую актуальность приобретает внедрение новых методов инфраструктурного и инновационного развития различных отраслей хозяйства, способов их финансирования. Одним из таких перспективных способов признается проектное финансирование. Целью настоящего исследования является обоснование становления и дальнейшего развития рынка проектного финансирования в достижении стратегических целей пространственного развития страны. В России имеется определенная практика применения данного инструмента финансирования, однако существуют проблемы, связанные с несовершенством законодательной базы, недостаточностью финансовых ресурсов, отсутствием единого понимания содержа-

ния механизма проектного финансирования, в том числе в контексте реализации Стратегии пространственного развития. Поэтому задачи исследования — анализ Стратегии пространственного развития, определение приоритетных отраслей в России, раскрытие инструментов проектного финансирования, а также определение вектора совершенствования проектного финансирования в увязке с приоритетными отраслями в России.

СТРАТЕГИЯ ПРОСТРАНСТВЕННОГО РАЗВИТИЯ И ПРИОРИТЕТНЫЕ ОТРАСЛИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Стратегия пространственного развития утверждена Правительством РФ 13 февраля 2019 г. Она определила формат долгосрочных действий по развитию приоритетных отраслей в разрезе

территорий России, целевые показатели пространственного развития и геостратегические районы страны.

Стратегия регламентирует модель баланса пространственного развития, ориентированного на сокращение межрегиональных различий в уровне и качестве жизни населения, ускорение темпов экономического роста и технологического развития [1]. В контексте приоритетных отраслей Стратегия ставит перед собой следующие ключевые задачи:

- ликвидация инфраструктурных ограничений федерального значения и повышение доступности и качества магистральной транспортной, энергетической и информационно-телекоммуникационной инфраструктуры;
- сокращение уровня межрегиональной дифференциации в социально-экономическом развитии субъектов РФ, а также снижение внутрирегиональных социально-экономических различий. Для этого необходимо:
 - совершенствовать территориальную организацию оказания услуг отраслями социальной сферы;
 - формировать и развивать минерально-сырьевые центры;
 - обеспечивать расширение географии и ускорение экономического роста, научно-технологического и инновационного развития РФ за счет социально-экономического развития перспективных центров экономического роста;
 - повышать конкурентоспособность экономик субъектов РФ путем обеспечения условий для развития производства товаров и услуг в отраслях перспективных экономических специализаций субъектов РФ, приведенных по перечню (перечень включает перспективные отрасли применительно к каждому субъекту РФ с учетом их конкурентных преимуществ¹).

Значение и роль анализируемой Стратегии выражается в том, что она направлена не только на совершенствование социально-экономического развития России, создание пространственной среды, благоприятной для жизнедеятельности людей, но и на формирование и укрепление межрегиональных связей [2]. В условиях централизации бюджета регионы России испытывают

острую нехватку финансовых ресурсов, а решения о создании инфраструктурных объектов, особо важных для регионального развития, принимаются на государственном уровне. При этом прослеживается тенденция в финансировании проектов, в частности социальной и транспортной инфраструктуры. Вместе с тем проектное финансирование как один из ключевых факторов развития периферийных районов страны является перспективным инструментом в реализации Стратегии пространственного развития России.

В настоящее время в условиях неблагоприятной политической, экономической и экологической обстановки для России в глобальном пространстве актуальна проблема выбора приоритетных отраслей.

Сейчас в России поэтапно реализуются мероприятия, запланированные в отдельных федеральных, региональных, муниципальных программах. Однако они не формируют единое понимание приоритетных отраслей экономического развития.

Программа проектного финансирования определила следующие приоритетные отрасли экономики:

- сельское хозяйство (включая предоставление услуг в этой отрасли);
- обрабатывающие производства, в том числе производство пищевых продуктов;
- химическое производство;
- машиностроительный комплекс (авиастроение, судостроение, автомобилестроение и др.);
- жилищное строительство;
- транспортный комплекс, в том числе воздушный транспорт (аэропорты, авиоперевозчики, транспортная инфраструктура);
- связь и телекоммуникации;
- производство и распределение электроэнергии, газа, воды и иных ресурсов².

Стратегия пространственного развития также определяет основные направления, которые по содержанию могут быть признаны приоритетными:

- транспортная и магистральная инфраструктура;
- энергетическая отрасль;
- социальная инфраструктура;

¹ Распоряжение Правительства РФ от 13.02.2019 № 207-р (ред. от 31.08.2019) «Об утверждении Стратегии пространственного развития Российской Федерации на период до 2025 года». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_318094/006fb940f95ef67a1a3fa7973b5a39f78dас5681/ (дата обращения: 18.03.2020).

² Постановление Правительства РФ от 11.10.2014 № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_169755/db1e82e144e53e5cf32399e762914f0b25b95d9d/ (дата обращения: 18.03.2020).

- информационно-телекоммуникационные технологии³.

При этом для каждого субъекта России названы перспективные отрасли экономической специализации, опосредованной выгодным сочетанием ряда факторов. Речь идет о природно-ресурсном потенциале, инфраструктурной обеспеченности, качестве человеческого капитала.

Внешэкономбанк как государственный институт развития, активно применяющий инструменты проектного финансирования, регламентирует свой Перечень приоритетных отраслей (секторов) экономики, в которых реализует проекты:

- обрабатывающая промышленность (машиностроение, автомобильная, судостроительная, лесная, химическая, авиационная, ракетная и атомная промышленность);
- инфраструктурное обеспечение пространственного развития экономики и социальной сферы Российской Федерации (железнодорожная, энергетическая, транспортная, социальная, информационная инфраструктуры);
- строительство, а также реконструкция промышленных и инженерных сооружений;
- здравоохранение;
- научно-производственный комплекс;
- сельское хозяйство⁴.

Интерес представляет и Программа стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства, закрепляющая следующий перечень приоритетных отраслей:

- обрабатывающая промышленность;
- сельское хозяйство;
- строительство;
- туризм;
- транспорт и связь;
- коммунальное хозяйство;
- перерабатывающее производство⁵.

Исходя из специфики российской территории, которая выражается в местоположении страны

в европейской и азиатской частях, в большом массиве неосвоенных площадей, в высоком внутреннем социально-экономическом неравенстве, в недостаточном уровне комфортности городской среды, следует предположить, что энергетическое и продовольственное обеспечение являются определяющими в создании фундамента экономической безопасности государства. Кроме того, с учетом неравномерного размещения населения, объектов экономики и природных ресурсов необходимо развивать коммуникативно-транспортный комплекс. Сельское хозяйство представляется перспективной отраслью во многом благодаря его статусу как приоритетной отрасли несырьевого экспорта. Также существуют программы развития социальных отраслей: здравоохранения, коммунального хозяйства, образования, туризма и т.д., что также опосредует их статус приоритетности.

В табл. 1 представлены инфраструктурные отрасли и их потребность в государственном и частном финансировании.

Таким образом, транспортная инфраструктура традиционно имеет существенно большие потребности в финансировании [3, 4]. При 627 млрд руб. запланированных бюджетных расходов потребность в финансировании составляет 950 млрд руб.

Здравоохранение как приоритетная отрасль также нуждается в значительных инвестициях (100 млрд руб. при расходных бюджетных обязательствах 2019 г. в сумме 44,7 млрд руб.).

В проекте Стратегии пространственного развития РФ указаны направления развития социальной сферы, в частности здравоохранения, в число которых входят: образование и совершенствование крупных многопрофильных медицинских центров, в том числе национальных медицинских исследовательских центров, осуществляющих научно-исследовательскую и образовательную деятельность, разработку и внедрение инновационных медицинских технологий, экспорт медицинских услуг, предоставление высокотехнологичной медицинской помощи.

Таким образом, выделены приоритетные отрасли, которые нуждаются в поддержке как частного бизнеса, так и государства. Реализация проектов в данных отраслях имеет масштабное значение, а следовательно, требует значительных финансовых вложений с использованием различных инструментов. Проектное финансирование является одним из главных источников реализации проектов в рамках Стратегии пространственного развития.

³ Распоряжение Правительства РФ от 13.02.2019 № 207-р (ред. от 31.08.2019) «Об утверждении Стратегии пространственного развития Российской Федерации на период до 2025 года». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_318094/006fb940f95ef67a1a3fa7973b5a39f78dac5681/ (дата обращения: 18.03.2020).

⁴ Перечень приоритетных отраслей (секторов) экономики, в которых реализуются проекты Внешэкономбанка. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_303190/2e26fef8ac6989dbe3de7041cfce5437ecf747e/ (дата обращения: 18.03.2020).

⁵ Программа стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства. URL: https://corpmsp.ru/upload/iblock/1d2/Programma-stimulirovaniya_red.-ot-30.09.19_.pdf (дата обращения: 18.03.2020).

Оценка инфраструктурных разрывов по отраслям / Assessment of infrastructure gaps by industry

Отрасль / Industry	Бюджетные расходы на 2019 г., млрд руб. / Budget expenditures in 2019, billion roubles	Непокрытая потребность на 2019 г., млрд руб. / Uncovered demand in 2019, billion roubles	Потенциал покрытия через государственно-частное партнерство, млрд руб. / Coverage potential through public-private partnerships, billion roubles
Транспортная инфраструктура	626,9	950,0	220 (23%)
Здравоохранение	44,7	100,0	30 (30%)
Коммунально-энергетическая инфраструктура	41,1	300,0	120 (40%)
Сельскохозяйственная инфраструктура	35,0	50,0	10 (20%)
Образование	24,3	40,0	20 (50%)
Физическая культура и спорт	13,4	40,0	20 (50%)
Культура и туризм	12,9	20,0	15 (75%)
IT-инфраструктура	0,8	50,0	35 (70%)
Иные отрасли	5,3	50,0	12,5 (25%)

Источник / Source: проект национального доклада о привлечении частных инвестиций в развитие инфраструктуры и применении механизмов государственно-частного партнерства в Российской Федерации / The draft national report on attracting private investment in infrastructure development and application of mechanisms of public-private partnership in the Russian Federation 2018. URL: <https://pppcenter.ru/upload/iblock/90a/90acd5070ef93cfcf89e2377aa34328e.pdf> (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

ИНСТРУМЕНТЫ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Проектное финансирование — это форма финансирования проектной компании, учреждаемой для создания и последующей эксплуатации определенного экономического актива. При этом кредиторы не получают права обращения взыскания на не относящееся к реализации проекта имущество спонсоров (либо обладают существенно ограниченным правом такого взыскания), а основным источником средств, необходимых для обслуживания предоставленного займа, является генерируемый этой компанией денежный поток [5]. Проектному финансированию, так же как и кредиту, соответствуют признаки срочности, возвратности, платности и целевого использования. Отмечается также обеспечение, структура которого приобретает особую форму: по сделкам проектного финансирования в качестве гарантии исполнения обязательств в залог принимаются будущие денежные потоки от реализации проекта, а также будущие активы, которые впоследствии будут относиться к проекту [6].

Тем не менее проектное финансирование не следует относить к форме кредитования. Данный механизм финансирования включает в себя широкий спектр механизмов, таких как управление рисками, страхование, оценка проекта, стоимостной анализ, государственно-частное партнерство, концессионные соглашения, эскроу счета, проектные облигации и многое другое [7].

Организация проектного финансирования включает в себя использование базовых элементов финансирования, таких как субъект и объект, принципы, виды и варианты проектного финансирования, которые составляют механизм финансовых отношений между субъектами инвестиционной системы для осуществления различных инвестиционных проектов, а именно для удовлетворения финансовых потребностей [8]. При этом интерес представляет не только то, какие субъекты способны вложить финансовые ресурсы в проекты инфраструктуры, но и какой объем средств для этого доступен (табл. 2).

Проектное финансирование представляет собой сложно структурированный механизм, связанный с привлечением значительного количества

Таблица 2 / Table 2

Субъекты рынка инфраструктурного финансирования / Infrastructure financing market entities

Субъект / Entity	Доступно для инвестиций в инфраструктуру, млрд руб. / Available for infrastructure investment, billion roubles	Прогноз объема инвестиций в инфраструктуру на 2019–2020 гг., млрд руб. / Infrastructure investment forecast in 2019–2020, billion roubles	Статус на рынке / Market status
Крупнейшие банки с государственным участием	900–1170	300	Активные участники
Российский фонд прямых инвестиций	300–370 (с учетом средств иностранных инвесторов)	40	Периферия
Негосударственные пенсионные фонды, которые уже инвестируют в инфраструктуру	160	60–65	Активные участники
Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АИИВ)	150	–	Периферия
Страховые компании	130–190	10	Пробы
Частные инвесторы, включая фонды и репатриированный капитал	130–137	23	Активные участники
Частные банки	100–125	20	Пробы
Госбанки 2-го круга, государственные и межгосударственные институты развития (без учета ВЭБа, АИИВ, NDB)	100–110	20	Пробы / активные участники
Негосударственные пенсионные фонды, которые готовятся выйти на инфраструктурный рынок	84–91	18–19	Пробы
Новый банк развития (BRICS)	70–80	20–30	Пробы
Внешэкономбанк	45–60	15–30	Периферия
Подрядчики	25	10	Пробы
Итого	2194–2668	536–567	

Источник / Source: Инвестиции в инфраструктуру: аналитический обзор 2019 / Infrastructure investments: an analytical review 2019. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/investitsii_v_infrastrukturu_2019_infraone_research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

участников к реализации проекта и многообразим используемых финансовых инструментов [9]. В табл. 3 представлены основные инструменты проектного финансирования.

Таким образом, существует множество инструментов проектного финансирования, однако для российской практики они являются малопонятными и вследствие этого малоприменимыми.

Важнейшим инструментом проектного финансирования на стадии рассмотрения концепции проекта является стоимостной анализ как технология определения и расчета затрат на реализацию инвестиционного проекта. Отечественные компании в настоящее время рассчитывают только коммерческую эффективность проекта с точки зрения личных интересов собственников. Такой

Инструменты проектного финансирования / Project finance tools

Инструмент / Tool	Условия / Conditions	Практика использования в России / Russian practice
Кредит / кредитная линия	1. Максимальный срок – до 15 лет. 2. Процентная ставка – ключевая ставка Центрального банка (ЦБ) + 2,5–3% (гос. банки) / + 5–7% (частные банки)	Распространенный инструмент финансирования в России. Банки не стремятся давать кредиты / кредитные линии как проектное финансирование вследствие отсутствия долгосрочных финансовых ресурсов и отсутствия обеспечения. Максимальный срок кредитования не достаточен для реализации инфраструктурных проектов
Синдицированный кредит	1. Максимальный срок – 10–12 лет (гос. банки) / 3–5 лет (частные банки). 2. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 2,5–3% (гос. банки) / + 4–5% (частные банки). У иностранных банков – LIBOR / EURIBOR + 1–4,5%	По итогу 2018 г. банки выдали 9,42 млрд долл. инвестиций путем синдицированного кредитования. Крупнейшая сделка – проект строительства центрального участка автоторуги «Западный скоростной диаметр» в Санкт-Петербурге. Сумма выданного кредита – 1,6 млрд долл., или 52 млрд руб. (из них 25 млрд руб – средства ВЭБа, 10 млрд руб. – ЕАБР, по 8,5 млрд руб. – ВТБ Капитал и Газпромбанк)
Концессионные облигации	1. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 1–3%	Концессионные облигации – облигации, которые выпускаются стороной концессионного соглашения с целью финансирования данного соглашения. Владелец концессионной облигации имеет право на получение части прибыли в концессионном проекте. Сфера применения: развитие дорожной инфраструктуры и жилищно-коммунального хозяйства. На конец 2018 г. в обращении находилось 29 выпусков концессионных облигаций на сумму 87 млрд руб.
Облигации Специализированного общества проектного финансирования (СОПФ)	1. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 1–3%	Центральный банк зарегистрировал программу облигаций «СОПФ Фабрика проектного финансирования» в объеме до 294 млрд руб. с максимальным сроком погашения до 2040 г. при максимальном сроке размещения – 20 лет. Между тем пока не зарегистрировано ни одного выпуска подобных облигаций
«Зеленые» облигации	1. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 1,5%	Единичная практика выпуска облигаций на новые проекты. В 2019 г. стало известно о размещении выпуска 8-летних «зеленых» облигаций РЖД на сумму 50 млн евро. Госкомпания собирается вложить средства от этого выпуска в рефинансирование покупки «Ласточек». По словам представителей РЖД, европейские инвесторы выкупили 49% бумаг, российские – 26%
Другие облигации, обеспеченные будущими потоками от проекта	1. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + маржа в зависимости от того, к чему именно привязана бумага	В России практика применения еще не сложилась. В середине 2017 г. «ТМХ-Сервис» инициировал выпуск облигаций, обеспеченных залогом выплат РЖД по 40-летнему контракту на сервисное обслуживание локомотивов. Размещение на 4,373 млрд руб., срок обращения бумаг – 10 лет с купоном, который определяется по формуле ставки 10-летних ОФЗ + 1%
Секьюритизация	1. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 2–2,5% ставка по Облигациям федерального займа (ОФЗ) + 1%	Секьюритизация – это комплекс мер и правовых институтов по повышению ликвидности прав требования за счет формирования и обслуживания особого имущественного комплекса и эмиссии связанных с ним ценных бумаг с целью привлечения дополнительных денежных средств. Газпромбанк выпустил 7-летние облигации со ставкой купона 9% под пул кредитов, выданных на социальные ГЧП-проекты в регионах. Удалось привлечь 1,8 млрд руб.
Субординированный кредит	1. Минимальный срок – 5 лет. 2. Процентная ставка – ключевая ставка ЦБ + 5–10% / LIBOR + 6%	Субординированный кредит – это кредит, мобилизуемый на период в 5 лет и более, который не может быть востребован кредитором до окончания срока действия договора (кроме случаев нарушения договора заемщиком). Ограничивает возможности кредитования из-за нормативов ЦБ. Мало практикуется в России

Источник / Source: Национальный перечень перспективных проектов / National Infrastructure Projects Pipeline. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

Таблица 4 / Table 4

**Стратегии управления рисками в проектном финансировании /
Project finance risk management strategies**

Стратегия / Strategy	Содержание / Content
Принятие рисков участниками проектного финансирования	Внутренний контроль за рисками
Распределение рисков с ключевыми участниками проектного финансирования	Распределение функций путем подписания договоров (с подрядчиками, поставщиками, покупателями). Юридическое фиксирование договоренностей между проектной компанией и спонсорами, кредиторами, покупателями продукции и другими сторонами
Распределение рисков между профессиональными агентами	Страхование рисков, хеджирование

Источник / Source: Хармат А.М. Современные методы и инструменты регулирования рисков проектного финансирования [14].

подход неактуален, особенно в контексте реализации инфраструктурных геостратегических проектов.

Стоимостной анализ допускает определять такие показатели, как стоимость и бюджет проекта, эффекты и риски проекта в денежном выражении, объяснять стоимостные факторы. При этом оценка, мониторинг и контроль данных факторов должны быть значимы в течение всего жизненного цикла проекта.

Существуют два подхода для оценки стоимости проекта: доходный и затратный. При доходном подходе стоимость должна выражать целесообразность реализации проекта с социальной позиции и учитывать все доходы и затраты, связанные с осуществлением проекта. С позиции данного подхода требуется оценивать чистую приведенную стоимость проекта. NPV как основной показатель инвестиционного анализа исследует и показывает величину добавленной экономической стоимости, которая может быть образована при реализации проекта, и определяет по своему экономическому смыслу потенциальный экономический эффект проекта.

Расчет и анализ стоимости проекта при затратном подходе осуществляется путем аккумуляирования затрат на прединвестиционной стадии проекта, инвестиций, требуемых для формирования новых активов, затрат на проценты по кредитам в период строительства и расходов на оплату услуг консультантов за привлечение для реализации проекта облигационных займов и кредитов [10].

Проектное финансирование — это высокорисковая форма финансирования. Помимо основных рисков, присущих любой форме кредитования,

проектному финансированию свойственны специфические риски [11].

Между тем в банковской практике существует несколько видов проектного финансирования в зависимости от принятой доли риска:

1. Проектное финансирование без права регресса на заемщика является рискованым видом финансирования для кредитора по причине его отказа от всех требований в отношении инициаторов проекта. Так как кредитор рассчитывает на компенсацию за высокую степень риска, которую он принимает на себя, данный вид предполагает высокую стоимость заемного капитала.

2. Проектное финансирование с полным регрессом на заемщика обеспечивает оперативную мобилизацию необходимых ресурсов для инвестиционного проекта. Фактически такой вид проектного финансирования не предполагает принятие проектных рисков банком-кредитором, следовательно, имеет достаточно низкую стоимость привлеченных источников.

3. При проектном финансировании с ограниченным правом регресса риски распределяются таким образом, чтобы участники (покупатели, спонсоры, консультанты и т.д.) могли взять на себя все зависящие от них риски. Кроме того, в рамках данного вида финансирования возможно предоставление другого обеспечения, кроме будущих денежных потоков, к примеру гарантии участников проекта [12]. Данный вид проектного финансирования наиболее распространен на практике и является наиболее выгодным для всех участников, заинтересованных в реализации проекта [13].

В табл. 4 представлены основные стратегии управления риском в проектном финансировании.

Специализированные общества проектного финансирования в России по состоянию на 20.12.2018 г. / Special-purpose vehicles in project finance in Russia as of 12.20.2018

Название / Title	Регион / Region	Дата регистрации / Registration date	Акционер / Shareholder
ООО «Эс. Ай. Облигации СОПФ»	Москва	12.01.2016	Частное лицо
АО «СОПФ «Свежесть-365»	Тульская область	27.12.2016	Группа частных лиц через ООО «Свежесть-365»
ООО «СОПФ Национальное агентство Управления фондами жилищного найма»	Москва	27.05.2015	АНО «Центр информационных стратегий», Общероссийская общественная организация «Институт развития взаимодействия государства и общества»
ООО «СОПФ Фабрика проектного финансирования»	Москва	01.02.2018	ВЭБ
ООО «СОПФ «Голд рок»	Москва	31.05.2018	Группа частных лиц через АО «Голд рок»

Источник / Source: Бонды для инфраструктуры / Bonds for infrastructure. URL: https://infraone.info/analitika/Bondy_dlya_infrastruktury_2018_InfraONE_Research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

Проблемой проектного финансирования в России является недостаточность долгосрочных финансовых ресурсов. Инфраструктурные облигации как инструмент привлечения капитала на длительный период позволяют привлечь финансовые ресурсы, достаточные для реализации крупномасштабных инвестиционных проектов [14]. Инфраструктурные облигации — это долгосрочные эмиссионные ценные бумаги, владелец которых получает право в оговоренные с эмитентом сроки получить их номинальную стоимость и процент от этой стоимости [15].

В настоящее время в российском законодательстве существует возможность создания специализированного общества проектного финансирования (СОПФ), которое осуществляет деятельность по приобретению денежных требований и выпуску проектных или инфраструктурных облигаций под залог этих требований. Фактически общество является российским аналогом SPV-компании. Внутри СОПФ выделяется общее собрание владельцев облигаций, в компетенции которого входит принятие решений о добровольной ликвидации или банкротстве общества, об избрании совета директоров, а также по одобрению сделок. Стоит отметить, что специализированное общество проектного финансирования максимально защищено от банкротства, так как имущество проекта обособляется от имущества инициатора проекта.

По данным на 20.12.2018 в России зарегистрированы СОПФ, представленные в табл. 5.

Приведенные в таблице СОПФ до сих пор не проводили эмиссию проектных или инфраструктурных облигаций.

Таким образом, в России рынок инфраструктурных облигаций представляет собой новую, находящуюся в стадии становления сферу.

Формой инфраструктурных облигаций признаются концессионные облигации: по состоянию на 1 января 2019 г. в обращении находятся 29 выпусков концессионных облигаций на сумму 87 млрд руб.⁶

В табл. 6 отражен топ-5 крупнейших по объему выпуска концессионных облигаций в обращении.

Необходимо подчеркнуть, что секьюритизация — это комплекс мер и правовых институтов по повышению ликвидности прав требования за счет формирования и обслуживания особого имущественного комплекса и эмиссии связанных с ним ценных бумаг с целью привлечения дополнительных денежных средств [16].

В классической схеме секьюритизация активов имеет следующий вид. Банковский институт или

⁶ Инвестиции в инфраструктуру: аналитический обзор 2019 / Infrastructure investments: an analytical review 2019. URL: https://infraone.ru/analitika/Investitsii_v_infrastrukturu_2019_InfraONE_Research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020)

Таблица 6 / Table 6

Крупнейшие по объему выпуска концессионные облигации в обращении / The largest concession bonds outstanding

Эмитент / Issuer	Проект / Project	Объем выпуска, млрд руб. / Volume of issue, billion roubles	Дата размещения на Московской бирже / Date of public stock offering on the Moscow Exchange	Срок обращения, лет / Circulation period, years	Формула купона / Coupon formula	Период купона / Coupon period
«Главная дорога»	Строительство платного участка трассы М-3 в обход подмосковного Одинцова	8	22.11.2010	18	Индекс потребительских цен (ИПЦ) + 0,5 темпов роста ВВП; (минимум 4%)	1 год
		8,17	12.12.2012	16		
		1,4	20.11.2012	17		
Транспортная концессионная компания	Создание, реконструкция и эксплуатация трамвайной сети в Красногвардейском районе Санкт-Петербурга	1,24	27.09.2016	17	До 5 купона: ИПЦ + 3%; далее – по определению эмитента	1 год
		2	27.09.2016	30	До 5 купона: ИПЦ + 3,5%; далее – по определению эмитента	
		3,533	09.11.2017	16		
		3,752	12.12.2018	15		
«Магистраль двух столиц»	Создание автодороги М-11 Москва – Санкт-Петербург на участках 543–646-й и 646–684-й км	7,5	29.05.2015	15	1–11 купоны – 13,45%; 12–59 купоны – ИПЦ + 3% (минимум 1%)	0,25
		5,5	08.07.2015		1–11 купоны – 13,25%; 12–59 купоны – ИПЦ + 2,5%	
Северо-Западная концессионная компания	Создание автодороги М-11 Москва – Санкт-Петербург на участках 15–58-й км	5	21.10.2011	20	ИПЦ + 3% (диапазон ставки купона на 2-й – 6-й купонные периоды: 6–11,5%, на 7-й – 14-й купонные периоды: 5–12,5%, на 15-й – 20-й купонные периоды: 5–15%)	0,5
		5	21.10.2011			
«Управление отходами»	Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	2,8	07.11.2013	10,5	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 1%	1
	Система переработки и утилизации ТБО в Чувашии Система переработки и утилизации ТБО в Саратовской области	1,7	02.12.2014			1 (10-й купон на 273 день)
	Система переработки и утилизации ТБО в Мурманской области	1,85	01.06.2016	10 лет и 10 месяцев	Фиксированная ставка – 4%	1
	Система переработки и утилизации ТБО в Челябинской области (Магнитогорский кластер)	1,75	23.04.2018	12 лет и 5 месяцев	Большее из двух: ИПЦ + 4%; ключевая ставка ЦБ + 2%.	1

Источник / Source: Инвестиции в инфраструктуру: аналитический обзор 2019 / Infrastructure investments: an analytical review 2019. URL: https://infraone.ru/analitika/Investitsii_v_infrastrukturu_2019_InfraONE_Research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

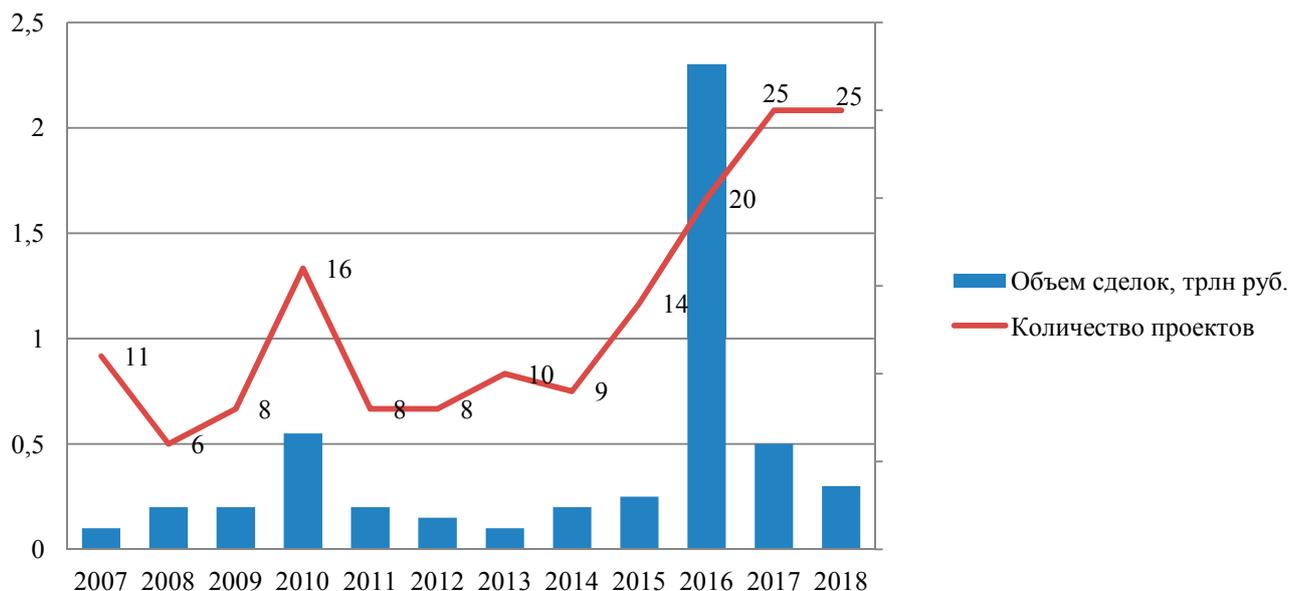


Рис. 1 / Fig. 1. Динамика рынка проектного финансирования в России с 2007 по 2018 г. / Dynamics of the project finance market in Russia from 2007 to 2018

Источник / Source: Инвестиции в инфраструктуру: аналитический обзор 2019 / Infrastructure investments: an analytical review 2019. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

другой субъект аккумулирует необходимый пул активов и продает их SPV-компания, которая производит эмиссию ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей от данных активов, и размещает среди инвесторов. Средства, полученные от размещения ценных бумаг, возвращаются первоначальному субъекту [17]. Проведение классической секьюритизации позволяет банку значительно уменьшить нагрузку на собственный капитал и повысить ликвидность баланса.

Таким образом, выделен достаточный массив различных инструментов проектного финансирования, которые применяются в российских условиях. Тем не менее существует ряд ограничений, связанных с использованием механизма проектного финансирования, для совершенствования которого необходимо предпринять комплекс мероприятий.

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ В КОНТЕКСТЕ ПРИОРИТЕТНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Несмотря на общую нестабильность рынка проектного финансирования в России, а также прочие институциональные проблемы (несовершенство законодательной базы, недостаточное развитие инструментов стоимостного и проек-

тного анализа, нежелание банков вкладывать ресурсы вследствие высоких рисков и ограничений, отсутствие «длинных» денег), практика показывает, что существует успешный опыт реализации инвестиционных проектов. За период с 2007 г. в России реализованы около 160 инвестиционных проектов с применением проектного финансирования с объемом инвестиций в размере 4,9 трлн руб. На рис. 1 представлена динамика рынка проектного финансирования в России за период с 2007 г. по настоящее время.

Рассматривая в динамике рынок проектного финансирования, стоит отметить существенный рост количества сделок начиная с 2016 г. Рост объема сделок произошел за счет проекта «Ямал СПГ» — строительства завода по производству сжиженного газа, а также транспортной инфраструктуры, в том числе морского порта и аэропорта⁷.

За анализируемый период большее число сделок заключено с применением государственно-частного партнерства и концессионных соглашений, нежели чем с другими формами проектного финансирования [18]. Подробная информация представлена на рис. 2.

В рамках реализации Стратегии пространственного развития роль государственно-частно-

⁷ Официальный сайт проекта «Ямал–СПГ». URL: <http://yamallng.ru/> (дата обращения: 18.03.2020).

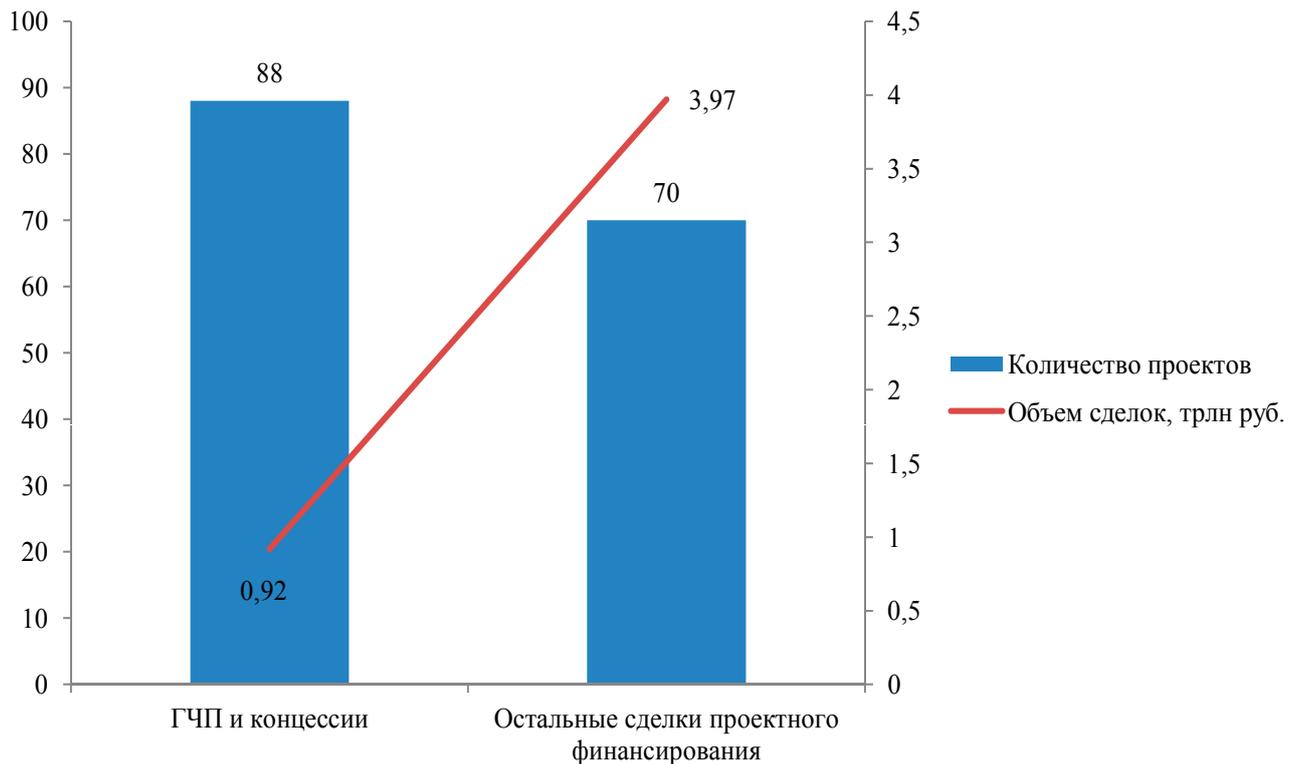


Рис. 2 / Fig. 2. Доля ГЧП и концессий в проектном финансировании в России за 2007–2018 гг. / Share of PPPs and concessions in project finance in Russia for 2007–2018

Источник / Source: Национальный перечень перспективных проектов / National Infrastructure Projects Pipeline. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

го партнерства и концессионных соглашений существенно возрастает, так как именно такие формы взаимодействия государства и частного сектора способны оказать максимальное влияние на развитие инфраструктуры, что в конечном счете и является целью Стратегии [19].

Распределение концессионных проектов по отраслям представлено на рис. 3.

Таким образом, лидерство по объему сделок наблюдается в транспортной инфраструктуре: реализуется или уже реализовано 43 проекта по концессионным соглашениям на общую сумму 1,03 трлн руб. Больше количество проектов наблюдается в коммунальной отрасли: 184 проекта на сумму 268,4 млрд руб.

Одним из перспективных проектов в транспортной инфраструктуре остается создание высокоскоростной магистрали Москва — Казань на участке Железнодорожный — Гороховец с возможным продлением до Екатеринбурга и Пекина (Китай). Обсуждение проекта началось еще в 2013 г., но до сих пор не достигнуто договоренностей о схеме финансирования. Стоимость проекта оценивается в 621,8 млрд руб., с учетом

продления железнодорожных путей до Казани — 1,7 трлн руб.⁸

Другим проектом в области развития транспортной инфраструктуры является создание высокоскоростной магистрали Челябинск — Екатеринбург. Проект включен в Стратегию пространственного развития, и схема финансирования предполагает государственно-частное партнерство с объемом инвестиций в 365,9 млрд руб. По планам строительство железной дороги начнется в 2021 г., а в 2025 г. намечен ввод в эксплуатацию⁹.

Немаловажными остаются проекты Фабрики проектного финансирования. Так, в 2018 г. Фабрикой начато финансирование проекта по строительству и эксплуатации установки по производству серной кислоты марки «К» до 140 тыс. тонн в год

⁸ Инвестиционные проекты ОАО «РЖД» в соответствии с утвержденным Комплексным планом модернизации и расширения магистральной инфраструктуры. URL: http://www.rzd.ru/static/public/ru?STRUCTURE_ID=5245 (дата обращения: 18.03.2020).

⁹ РФПИ назвал сроки строительства ВСМ Челябинск — Екатеринбург. URL: <https://ria.ru/20190215/1550941823.html> (дата обращения: 18.03.2020).

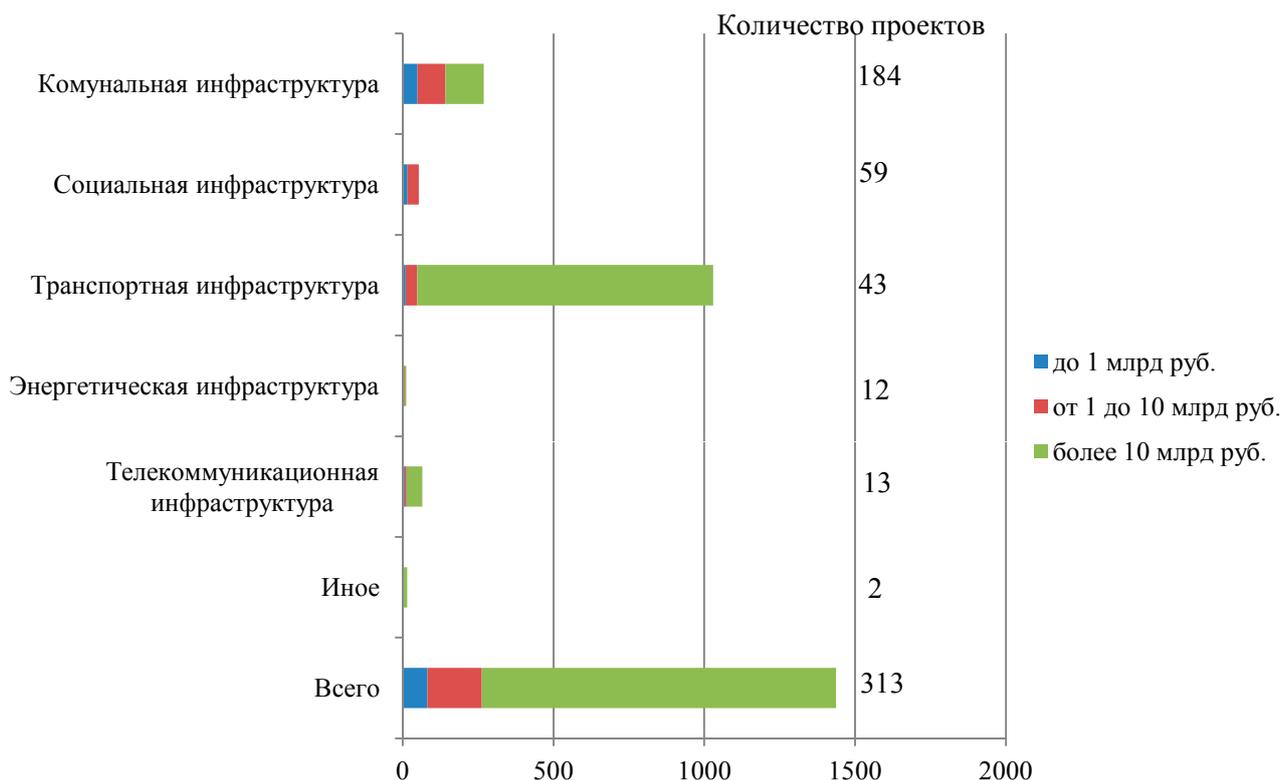


Рис. 3 / Fig. 3. Распределение концессий по отраслям за 2007–2018 гг., млрд руб / Distribution of concessions by industry for 2007–2018, billion rubles

Источник / Source: Национальный перечень перспективных проектов / National Infrastructure Projects Pipeline. URL: https://infraone.ru/sites/default/files/analitika/2019/nacionalnyj_perechen_perspektivnyh_proektov_infraone_research.pdf (дата обращения: 18.03.2020) / (accessed on 18.03.2020).

и улучшенного олеума до 360 тыс. тонн в год на базе ПАО «КуйбышевАзот». Проект обеспечивает экологическую и промышленную безопасность за счет использования ресурсосберегающих технологий. Общая стоимость проекта составляет 6,3 млрд руб., участие ВЭБ.РФ — 3,8 млрд руб.

Другим проектом Фабрики в 2018 г. стала реализации третьей очереди комплексной программы по увеличению производства метанола на промышленной площадке ОАО «Щекиноазот», с вводом которой ОАО «Щекиноазот» станет крупнейшим производителем и экспортером метанола в Российской Федерации. Общая стоимость проекта составляет 22 млрд руб., участие ВЭБ.РФ — 4,5 млрд руб.¹⁰

Синдицированное кредитование, в том числе и с помощью проектного финансирования, представляется актуальным и перспективным инструментом. В начале июня 2019 г. стало известно, что

компания «Оператор-ЦРПТ», которая реализует ГЧП-проект в сфере маркировки товаров, получит синдицированный кредит: 15,5 млрд руб. предоставит Газпромбанк, до 8,7 млрд руб. — ВЭБ.РФ.

Еще один проект, который профинансирует ВЭБ.РФ, но уже со Сбербанком, касается модернизации шести аэропортов. Кредит составит 6,5 млрд руб.

Для совершенствования инструментов проектного финансирования в рамках стратегии пространственного развития необходимо предпринять комплекс мер, способствующих здоровому развитию экономики России. В число таких мер входят государственные мероприятия по поддержке проектного финансирования, в том числе совершенствование законодательной базы. Безусловно, к настоящему времени сделаны шаги к совершенствованию системы, к примеру, смягчены требования к созданию резервов по проектам Фабрики проектного финансирования, сформировалась возможность создания СОПФ, введено понятие синдицированного кредитования и др., однако все еще остаются барьеры,

¹⁰ Годовой отчет ВЭБ.РФ за 2018 год. URL: <https://xn-90ab5f.xn--p1ai/investoram/otchetnost/godovyue-otchety/> (дата обращения: 18.03.2020).

которые мешают применять проектное финансирование [20].

Другим направлением совершенствования инструментов финансирования в части банковского проектного финансирования является концептуальный пересмотр системы резервирования средств в рамках Положения № 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности». Банковские резервы — это одна из статей, которая существенно снижает капитал банка. Этой причиной объясняется нежелание банков предлагать продукты с применением механизмов проектного финансирования [21]. В частности, Положение 590-П предписывает создавать повышенный резерв к ссудам заемщиков, использующих проектное финансирование, в том числе, ввиду отсутствия кредитоспособности (часто создается новая проектная компания, не имеющая существенной кредитной истории), а также активов, на которые возможно скорректировать резерв. Для улучшения системы оценки резервов необходимо совершенствовать методики оценки кредитоспособности проектных компаний.

Сейчас Центральный банк смягчил требования резервирования только по проектам Фабрики проектного финансирования. Между тем существует множество реализующихся и потенциально готовых к реализации проектов, вне Фабрики. Поэтому необходимость смягчения оценки ссуд, выданных в рамках проектного финансирования, очевидна.

Авторы предлагают внедрение отдельной классификации ссуд с проектным финансированием и создание банком отдельного портфеля по таким ссудам. Такие меры позволят банкам не терять капитал и направлять его на другие цели.

Предложение комплексного продукта в рамках проектного финансирования существенно повысит его привлекательность. АО «ВЭБ Инфраструктура» (ИнфраВЭБ) предлагает подобный продукт своим клиентам. Основное направление деятельности акционерного общества — разработка проектов развития социальной, транспортной, коммунальной и энергетической инфраструктуры, инфраструктуры государственного управления, а также проектов комплексного развития территорий. Для этого ИнфраВЭБ, помимо привлечения инвесторов и финансирующих организаций, оказывает услуги инвестиционного консультирования, анализирует финансовую эффективность проекта, выполняет построение финансовой модели и др.

Одним из преимуществ проектного финансирования в зарубежной практике является наличие достаточного количества реализованных проектов, а, следовательно, существование обширной базы данных. Между тем информационная прозрачность не является для России приоритетным фактором. Вследствие этого отсутствуют данные об основных экономических показателях проекта. Поэтому одним из драйверов роста привлекательности проектного финансирования в России будет создание информационной базы проектов с указанием инициатора, инвесторов, основных инвестиционных показателей и стадии жизненного цикла. Систематизирование информации позволит инвесторам сравнивать различные проекты, что поспособствует обоснованному принятию решения по вложению финансовых ресурсов [22].

ВЫВОДЫ

На основе исследования сформированы следующие выводы.

Рынок проектного финансирования в России находится на начальной стадии, что во многом связано с несовершенством законодательной базы, недостаточностью финансовых ресурсов, отсутствием единого понимания содержания механизма проектного финансирования. Принятую в 2019 г. Стратегию пространственного развития следует рассматривать как документ, объединяющий локальные стратегии развития и определяющий направления сбалансированного развития регионов. Реализация Стратегии должна способствовать перемещению концентрации инвестиций на периферийные территории, определяя эффективную экономическую специализацию последних.

При реализации Стратегии пространственного развития неизбежно встает вопрос об источниках финансирования. В этой связи авторы подчеркивают важность применения проектного финансирования, потому как его инструменты способны оказать существенную поддержку и обеспечить долгосрочными финансовыми ресурсами приоритетные отрасли российской экономики. В качестве преимуществ проектного финансирования обозначены: возможность формирования источников финансовых ресурсов при отсутствии действующих активов, гибкие условия предоставления заемных средств, универсальность инструментов проектного финансирования.

Предпочтительность проектного финансирования для государства определена решением инфраструктурных проблем, снижением бюджетных затрат и рисков, что связано с привлечением

частного партнера, повышением качества услуг, увеличением поступлений в бюджет различных уровней.

Актуализированные в работе инструменты проектного финансирования доказывают комплексность данного инвестиционного механизма, который даже в условиях нестабильности российской экономики позволит обеспечить формирование необходимых объемов долгосрочных ресурсов для реализации инвестиционных проектов в приоритетных отраслях.

Вместе с тем проведенное исследование открыло множество дополнительных вопросов,

требующих дальнейшего решения. В частности, очевидна необходимость разработки отдельного механизма резервирования на возможные потери по ссудам в контексте реализации проектного финансирования. Кроме того, требует проработки практика выпуска инфраструктурных и проектных облигаций специализированными обществами проектного финансирования. Наконец, банкам необходимо развивать отдельные продукты проектного финансирования с предложением таких сопутствующих услуг, как страхование, предоставление гарантии, факторинг и синдицированное кредитование.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Кузнецова О. В. Структура экономики российских регионов и уровень их социально-экономического развития. *Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН*. 2018;16:473–493. DOI: 10.29003/m275.sp_ief_ras2018/473–493
2. Митрофанова И. В., Селютин В. В., Иванов Н. П. «Белые пятна» стратегии пространственного развития России: обсуждение проекта. *Региональная экономика. Юг России*. 2019;7(1):42–55. DOI: 10.15688/re.volsu.2019.1.4
3. Khmel V., Zhao Sh. Arrangement of financing for highway infrastructure projects under the conditions of public-private partnership. *IATSS Research*. 2016;39(2):138–145. DOI: 10.1016/j.iatssr.2015.05.002
4. Пухова Е. В. Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры России: задачи, прогнозируемые результаты, источники финансирования проектов транспортной инфраструктуры. *Транспортное дело России*. 2018;(6):37–38.
5. Езангина И. А., Захарова Н. Д. Роль банковских институтов в реализации организационно-функциональной модели управления проектным финансированием в России. *Russian Journal of Management*. 2017;5(3):393–403. DOI: 10.12737/article_59f5c4a134ff30.30298638
6. Никонова И. А., Смирнов А. Л. Проектное финансирование в России. Проблемы и направления развития. М.: Консалтбанкир; 2016; 216 с. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/book069.pdf
7. Галак В. А., Косогорова А. Р. Методы финансирования инфраструктурных проектов. *Синергия Наук*. 2019;(36):217–222.
8. Lu Zh., Peña-Mora F., Wang X. R., Shen Ch. Q., Riaz Z. Social impact project finance: An innovative and sustainable infrastructure financing framework. *Procedia Engineering*. 2015;123:300–307. DOI: 10.1016/j.proeng.2015.10.094
9. Муртазалиев Ш. А. Ключевые проблемы реализуемых в России схем проектного финансирования. *Экономика и бизнес: теория и практика*. 2019;(1):171–173. DOI: 10.24411/2411–0450–2018–10323
10. Никонова И. А., Федотова М. А. Проблемы стоимостной оценки в проектном анализе и проектном финансировании. *Экономический анализ: теория и практика*. 2014;(42):2–10.
11. Youn S., Xu Z. Contracts, governance, and country risk in project finance: Theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*. 2014;26:124–144. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.03.003
12. Müllner J. International project finance: Review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*. 2017;67(2):97–133. DOI: 10.1007/s11301–017–0125–3
13. Gorshkov R., Epifanov V. The mechanism of the project financing in the construction of underground structures. *Procedia Engineering*. 2016;165:1211–1215. DOI: 10.1016/j.proeng.2016.11.841
14. Хармат А. М. Современные методы и инструменты регулирования рисков проектного финансирования. *Вестник Финансового университета*. 2014;(5):137–143.
15. Закурская М. Ю. Особенности эмиссии и обращения инфраструктурных и концессионных облигаций. *Знание*. 2018;(2–2):45–48.
16. Podlovlva E. Prospects of infrastructure securitization in Russia. *Инновационное развитие*. 2018;(4):115–116.

17. Никифорова А. С. Использование механизма секьюритизации при финансировании проектов ГЧП. *Форум. Серия: Гуманитарные и экономические науки*. 2018;(3):292–295.
18. Кутлукаева АН. Сравнительный анализ текущего состояния проектного финансирования на развитых и развивающихся рынках (в России и за рубежом). *Молодой ученый*. 2017;(12):315–319.
19. Kolodiziev O., Tyschenko V., Azizova K. Project finance risk management for public-private partnership. *Investment Management and Financial Innovations*. 2017;14(4):171–180. DOI: 10.21511/imfi.14(4).2017.14
20. Хмурова Т.В., Езангина И.А. Анализ особенностей развития проектного финансирования в России. Поколение будущего: Взгляд молодых ученых. Сб. науч. ст. 4-й междунар. молодежной науч. конф. (19–20 нояб. 2015 г.). Курск: Юго-Зап. гос. ун-т; 2015:372–375. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_24998604_51181924.pdf (дата обращения: 30.11.2019).
21. Sazonov S., Ezangina I., Makarova E., Gorshkova N., Vaysbeyn K. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. *Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D: Faculty of Economics and Administration*. 2016;23(37):143–155. URL: https://dk.upce.cz/bitstream/handle/10195/65648/SazonovSP_AlternativeSources_2016.pdf?sequence=1&isAllowed=y
22. Муртазалиев Ш.А. Оценка эффективности и страхование рисков при проектом финансировании. *Международный журнал гуманитарных и естественных наук*. 2019;(1–2):72–74. DOI: 10.24411/2500–1000–2018–10479

REFERENCES

1. Kuznetsova O. V. Structure of the economy in Russian regions and the level of their socio-economic development. *Nauchnye trudy: Institut narodnokhozyaistvennogo prognozirovaniya RAN = Scientific Articles: Institute of Economic Forecasting. Russian Academy of Sciences*. 2018;16:473–493. (In Russ.). DOI: 10.29003/m275.sp_ief_ras2018/473–493
2. Mitrofanova I. V., Selyutin V. V., Ivanov N. P. “Blind spots” of Russia’s spatial development strategy: Discussion of the project. *Regional’naya ekonomika. Yug Rossii = Regional Economy. The South of Russia*. 2019;7(1):42–55. (In Russ.). DOI: 10.15688/re.volsu.2019.1.4
3. Khmel V., Zhao Sh. Arrangement of financing for highway infrastructure projects under the conditions of public-private partnership. *IATSS Research*. 2016;39(2):138–145. DOI: 10.1016/j.iatssr.2015.05.002
4. Pukhova E. V. A comprehensive plan for the modernization and expansion of the main infrastructure of Russia: Tasks, predicted results, sources of financing for transport infrastructure projects. *Transportnoe delo Rossii = Transport Business of Russia*. 2018;(6):37–38. (In Russ.).
5. Ezangina I. A., Zakharova N. D. The role of banking institutions in the implementing the organizational and functional model of project finance management in Russia. *Russian Journal of Management*. 2017;5(3):393–403. (In Russ.). DOI: 10.12737/article_59f5c4a134ff30.30298638
6. Nikonova I. A., Smirnov A. L. Project financing in Russia: Problems and directions of development. Moscow: Konsaltbankir; 2016. 216 p. (In Russ.).
7. Galak V. A., Kosogorova A. R. Methods of financing infrastructure projects. *Sinergiya Nauk = Synergy of Science*. 2019;(36):217–222. (In Russ.).
8. Lu Zh., Peña-Mora F., Wang X. R., Shen Ch. Q., Riaz Z. Social impact project finance: An innovative and sustainable infrastructure financing framework. *Procedia Engineering*. 2015;123:300–307. DOI: 10.1016/j.proeng.2015.10.094
9. Murtazaliev Sh. A. Key problems of project financing schemes implemented in Russia. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economy and Business: Theory and Practice*. 2019;(1):171–173. (In Russ.). DOI: 10.24411/2411–0450–2018–10323
10. Nikonova I. A., Fedotova M. A. Valuation problems in project analysis and project financing. *Ekonomicheskij analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2014;(42):2–10. (In Russ.).
11. Byoun S., Xu Z. Contracts, governance, and country risk in project finance: Theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*. 2014;26:124–144. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.03.003
12. Müllner J. International project finance: Review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*. 2017;67(2):97–133. DOI: 10.1007/s11301–017–0125–3
13. Gorshkov R., Epifanov V. The mechanism of the project financing in the construction of underground structures. *Procedia Engineering*. 2016;165:1211–1215. DOI: 10.1016/j.proeng.2016.11.841

14. Kharmat A.M. Modern methods and tools for managing the risks of project financing. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of the Financial University*. 2014;(5):137–143. (In Russ.).
15. Zakurskaya M. Yu. Features of the issue and circulation of infrastructure and concession bonds. *Znanie*. 2018;(2–2):45–48. (In Russ.).
16. Podlova E. Prospects of infrastructure securitization in Russia. *Innovatsionnoe razvitie*. 2018;(4):115–116.
17. Nikiforenko A. S. Using the securitization mechanism in financing PPP projects. *Forum. Seriya: Gumanitarnye i ekonomicheskie nauki*. 2018;(3):292–295. (In Russ.).
18. Kutlukaeva A.N. A comparative analysis of the current state of project financing in developed and emerging markets (in Russia and abroad). *Molodoi uchenyi = Young Scientist*. 2017;(12):315–319.
19. Kolodiziev O., Tyschenko V., Azizova K. Project finance risk management for public-private partnership. *Investment Management and Financial Innovations*. 2017;14(4):171–180. DOI: 10.21511/imfi.14(4).2017.14
20. Sazonov S., Ezangina I., Makarova E., Gorshkova N., Vaysbeyn K. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. *Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D: Faculty of Economics and Administration*. 2016;23(37):143–155. URL: https://dk.upce.cz/bitstream/handle/10195/65648/SazonovSP_AlternativeSources_2016.pdf?sequence=1&isAllowed=y
21. Khmurova T. V., Ezangina I. A. Analysis of the features of the development of project financing in Russia. In: *Generation of the future: A look of young scientists*. Proc. 4th Int. youth sci. conf. (19–20 Nov., 2015). Kursk: Southwestern State University; 2015:372–375. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_24998604_51181924.pdf (accessed on 30.11.2019). (In Russ.).
22. Murtazaliev Sh. A. Evaluation of effectiveness and insurance of risks with project financing. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk = International Journal of Humanities and Natural Sciences*. 2019;(1–2):72–74. (In Russ.). DOI: 10.24411/2500–1000–2018–10479

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Ирина Александровна Езангина — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры менеджмента и финансов производственных систем, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Irina A. Ezangina — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of management and finance of production systems, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
ezangirina@rambler.ru



Наталья Дмитриевна Захарова — магистрант кафедры менеджмента и финансов производственных систем, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Natal'ya D. Zakharova — Master's student, Department of management and finance of production systems, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
zndvstu@mail.ru

Статья поступила в редакцию 15.12.2019; после рецензирования 26.12.2019; принята к публикации 03.03.2020.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 15.12.2019; revised on 26.12.2019 and accepted for publication on 03.03.2020.

The authors read and approved the final version of the manuscript.