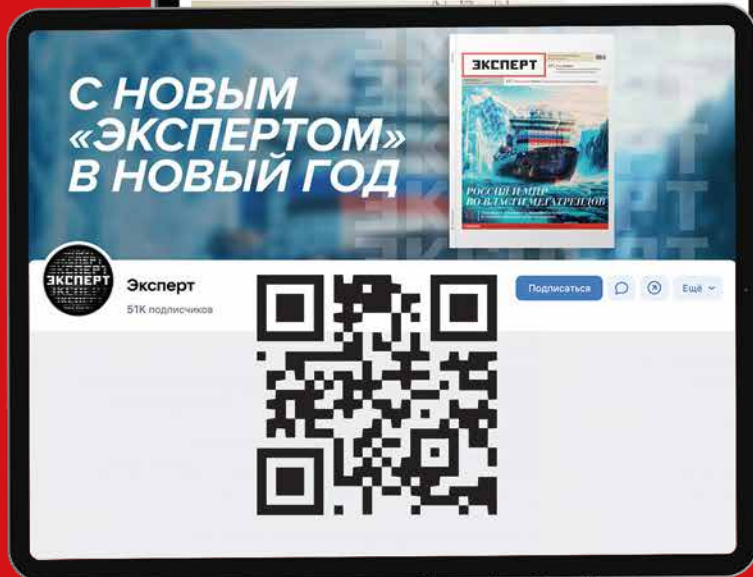
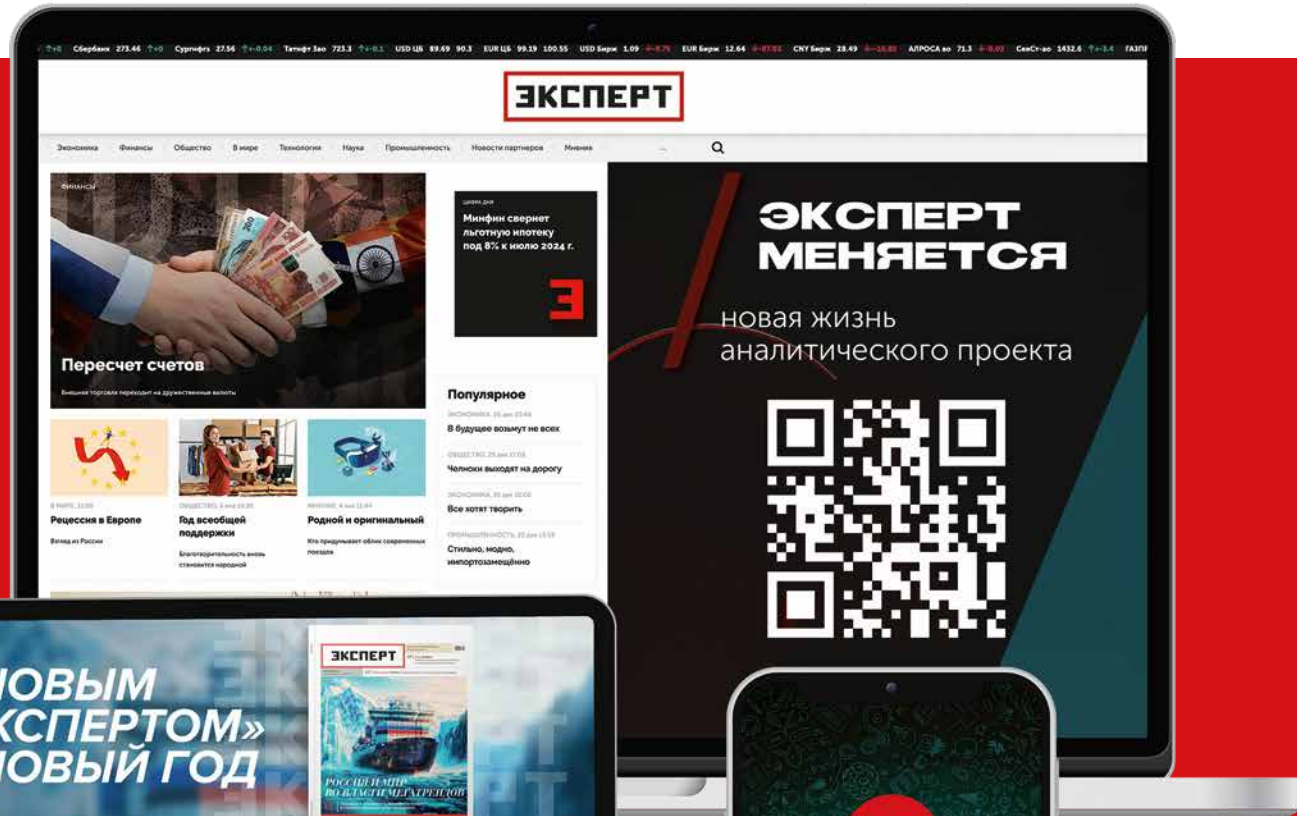


# ЭКСПЕРТ



## ПОЛЕЗНЫЕ МАТЕРИАЛЫ КАЖДЫЙ ДЕНЬ

expert.ru

@expert\_mag

vk.com/expert\_ru

Эксперт

№2 (3) Февраль 2024

# ЭКСПЕРТ

Деловой аналитический журнал  
№2 (3) Февраль 2024



24 | Вклад России в развитие международных финансовых инноваций

www.expert.ru  
Подписные индексы: 015356, ПБ714

46 | Банк России — о перспективах регулирования проектной деятельности



# ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ В РОССИИ

18 | Первый зампред ВЭБ.РФ Николай Цехомский — о принципах и перспективах инвестирования крупнейших проектов



ВЭБ | РФ

# ИНВЕСТИЦИИ В РАЗВИТИЕ



# Содержание

**ЭКСПЕРТ**

Тематические страницы  
журнала «Эксперт»

**«Проектное финансирование»**

Учредитель и издатель:  
ООО «Эксперт.Медиа».  
ОГРН 1227700140667

Юридический и почтовый адрес  
редакции и издателя:

105082, г. Москва,  
вн. тер. г. муниципальный округ Басманный,  
ул. Большая Почтовая, д. 18/20, стр. 15,  
помещ. 10/2

Лицензия Федеральной службы по надзору  
в сфере связи, информационных технологий  
и массовых коммуникаций  
серия ПИ №ФС77-86099 от 13 октября 2023 г.

Телефон: +7 (495) 870-24-43

e-mail: [expert@expert.ru](mailto:expert@expert.ru)

[www.expert.ru](http://www.expert.ru)

По вопросам сотрудничества обращайтесь:  
[sales@expert.ru](mailto:sales@expert.ru)

Тираж 20 000 экземпляров

Подписан в печать 15 февраля 2024 г.

№2 (3) Февраль 2024 г.

Журнал отпечатан

ООО «Издательско-полиграфический комплекс  
Парето-Принт» по адресу: 170546, Тверская  
область, Калининский район, Бурашевское  
сельское поселение, промышленная зона  
Боровлево-1, комплекс №3А  
Номер заказа: 0603/24

Цена свободная. 16+

Генеральный директор Максим Троепольский

Главный редактор Алексей Харнас

Редактор тематических страниц Андрей Галиев

Коммерческий директор Алексей Козлов

Главный художник Анна Бабич

Выпускающий редактор Ольга Еременко

Корректор Екатерина Бородулина

Фоторедактор Евгений Рыбкин



2

## Инвестиции

### 2 Фабрика уверенности

Механизмы привлечения долгосрочных инвестиций в экономику России

### 18 «Субсидия Фабрики — одна из самых эффективных для бюджета»

Как устроены механизмы проектного финансирования в России



24

## Инструменты

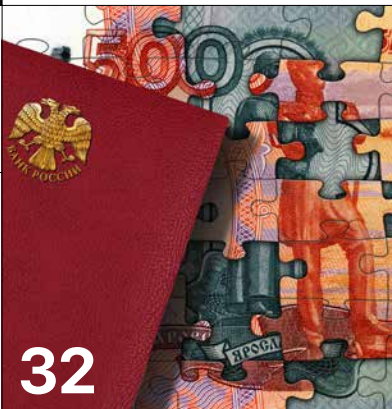
### 24 О глобальном опыте смешанного финансирования

И о «Фабрике проектного финансирования» как вкладе России в развитие международных финансовых инноваций

## Регулирование

### 32 От синдикатов к Фабрике

Как эволюционировала регуляторика проектного финансирования в России



32

## Мнение

### 42 Как увеличить инвестирование в сложные проекты

Что предлагает Сбер

### 44 «Важно зафиксировать прогнозную экономику проекта»

Что предлагает ВТБ



42

## Позиция

### 46 Риск-чувствительное регулирование

Как ЦБ поддерживает значимые инвестпроекты

## Инструменты синергии

### 48 Безрисковое производство

Как Россия укрепляет технологический суверенитет







Механизмы привлечения долгосрочных инвестиций в экономику России

## ФАБРИКА УВЕРЕННОСТИ

Темпы развития экономики любой страны, как и связанное с этим развитием качество жизни ее граждан, напрямую зависят от способности экономики привлекать или генерировать внутри себя инвестиции. Чем масштабнее, долгосрочнее и в целом сложнее инвестиционный проект, тем он рискованнее. И чем он рискованнее, тем меньше желание рыночных игроков брать на себя этот риск — как правило, у них есть менее рискованные альтернативы. Чтобы привлечь инвестиции от рыночных игроков, нужно нормализовать уровень риска до приемлемого уровня. Это задача для государственных организаций развития, прежде всего ВЭБ.РФ. *Андрей Кармышкин*

Фото: Александр Миридонов/Игорь Иванко/Александр Коряков/Коммерсантъ/Сергей Бобылев/Дмитрий Астахов/POOL/TACC →





Базовым механизмом снижения рисков для кредиторов является их распределение между несколькими банками-участниками. Важно подчеркнуть: это распределение происходит на неконкурентной основе, что и позволяет привлечь в синдикат разных игроков, часто соревнующихся между собой, например, при предоставлении двусторонних кредитов. К основным характеристикам синдицированного кредитования в его современном виде (об истории регулирования синдицированного кредита и проектного финансирования см. стр. 32) можно отнести:

- единые условия взаимоотношений с заемщиком;
- единое обеспечение кредита;
- отдельные обязательства кредиторов;
- взаимодействие с заемщиком через кредитного управляющего;
- концепцию «большинства кредиторов» при принятии принципиальных решений.

Синдицированный кредит обладает преимуществами как для кредиторов, так и для заемщиков.

Кредиторам этот формат позволяет снизить кредитный риск не только за счет его распределения между первоначальными участниками синдиката, но и путем его передачи внешним игрокам на вторичном рынке. Финансируя только часть проекта, банк-кредитор может диверсифицировать свой кредитный портфель между разными проектами в разных отраслях и на разных территориях. А наличие в синдикате кредитного управляющего и управляющего залогом позволяет каждому банку-участнику частично сократить его операционные и административные затраты.

Заемщикам формат синдицированного кредитования позволяет прежде всего привлечь значительный объем средств для финансирования крупномасштабных проектов — получить сопоставимые средства от одного банка часто невозможно и в силу пруденциальных ограничений, регулирующих нормы достаточности капитала кредитных организаций, и в силу масштаба потребностей. Например, синдицированный кредит,

выданный в 2019 году компании «Газпром переработка Благовещенск» на строительство Амурского газоперерабатывающего завода, составил 820 млрд руб., что неподъемно для любого российского банка в одиночку.

Кроме того, в таком формате у заемщика нет необходимости разделения активов для обеспечения нескольких двусторонних кредитов. Как и кредиторам, формат позволяет заемщикам снизить транзакционные издержки и упростить администрирование.

### Синдицированное кредитование: история в России

Российский рынок коммерческого синдицированного кредитования стал развиваться в 1990-е годы с приходом на него иностранных игроков. «Иностранные банки умели с этим работать, — вспоминает зампред ВЭБ.РФ → **Юрий Корсун**, — у них было много дешевой ликвидности, которую как капитал использовали два десятка наших крупнейших компаний. Иностранцы хотели работать с Россией, но боялись концентрации рисков, поэтому сделки были практически всегда синдикатами. Организацией занимались несколько топовых брендов, включая ABN Amro и Deutsche Bank, которые делали это по аналогии с рынком облигаций: принимаешь на себя риск, получаешь за это комиссию, потом распределяешь этот риск между другими банками — в некоторых синдикатах их число доходило до 70». Подобные синдикаты принято называть «широкими».

Сначала основными заемщиками были крупнейшие российские банки, а затем к ним присоединились сырьевые компании и предприятия ТЭКа. При этом кредиты выдавались преимущественно в валюте и на срок, не превышающий три-пять лет. Как правило, такие кредиты использовались для финансирования текущей операционной деятельности, приобретения активов, рефинансирования кредитов, предэкспортного финансирования — с обеспечением за пределами Российской Федерации.

Поскольку синдицированное кредитование осуществлялось преимущественно зарубежными банками, большую часть его истории в России можно проследить по кризисам — как глобальным, так и локальным. Достигнув уровня, по разным источникам, \$9–10 млрд в 1997 году, в 1999 году — после кризиса

1998 года — общий объем синдицированных кредитов сократился до \$230 млн. Затем он постепенно увеличивался и вышел на исторический максимум в 2007 году — \$67 млрд. Но последовал мировой финансово-экономический кризис 2008 года, и за весь 2009 год удалось привлечь только \$6,7 млрд.

Именно тогда у российской синдикации появилась новая функция — обеспечение реструктуризации задолженностей. «В кризис 2008 года государство решило поддержать оказавшиеся в сложном положении промышленные предприятия, применив механизм государственных гарантий, — вспоминает Дмитрий Губарев, тогда руководивший московским офисом юрфирмы Herbert Smith. — Все банки-кредиторы объединились в один большой синдикат, где от 50% до 100% долга покрывалось госгарантией. В основном — 50%. Остальная часть обеспечивалась всеми активами, которые были у компаний-заемщиков. После чего начали закрывать бесконечные двусторонние сделки. Первой была сделка по реструктуризации задолженности Группы ГАЗ (участвовали 22 банка — «Эксперт»), затем Челябинского трубопрокатного завода — на \$3 млрд в рублях...» К числу значимых сделок можно также отнести синдицированные кредиты, предоставленные АО «Русхиммаш», концерну «Тракторные заводы», авиакомпании «ЮТэйр». «Это стало возможным не потому, что российским банкам нравился формат, а потому, что это было единственным экономически осмысленным действием при таких крупных реструктуризациях, — считает господин Корсун. — У заемщиков было по несколько кредиторов с разными условиями. Получалось, либо ты

остаешься в своей позиции, никто не договаривается — и предпринять конец. Либо ты входишь в синдикат, получаешь такие же условия, не хуже, чем у всех остальных, да еще и 50% риска гарантируется государством. Это экономически подтолкнуло к тому, что банки, которые и слова «синдикация» не слышали, познакомились с форматом».

Реструктуризации поддержали рынок, и в 2010–2013 годах его общий объем оставался более или менее стабильным: в диапазоне \$36–46 млрд.

В 2014 году, после введения в отношении России санкционного режима, объем вновь упал. С рынка стали уходить зарубежные банки, которые постепенно начали замещать крупнейшие российские. →

### ДЕТАЛИ

#### Первые среди равных

Считается, что первым российским банком, получившим синдицированный кредит, стал Мосбизнесбанк: в октябре 1995 года для него были организованы два таких кредита на общую сумму \$42 млн. А первый синдицированный кредит, организованный российским банком для российского заемщика, был привлечен компанией АЛРОСА в 1998 году: организатором кредита на \$25 млн выступил АКБ «Еврофинанс» — дочерний банк французского росзагранбанка BCEN-Eurobank.



← Изменение состава участников привело и к изменению формата синдикатов: «широкие» уступили место «клубным». «Клубные» синдикаты изначально структурируются несколькими кредиторами — первоначальными участниками синдиката, которые, как правило, имеют сложившийся опыт взаимоотношений с заемщиком. Первоначальные кредиторы уже на этапе подготовки индикативных условий кредита (Term Sheet) определяют объем участия каждого банка в сделке и принимают на себя кредитный риск на равных для всех условиях (pari-passu) на весь срок кредитования. Перевод синдикаций в «клубный» формат способствовал наряду с замещением иностранных кредиторов российскими удлинению среднего срока синдицированного кредитования до семи-десяти лет.

Произошло и изменение в целеполагании использования синдицированных кредитов: они постепенно стали использоваться в проектном финансировании.

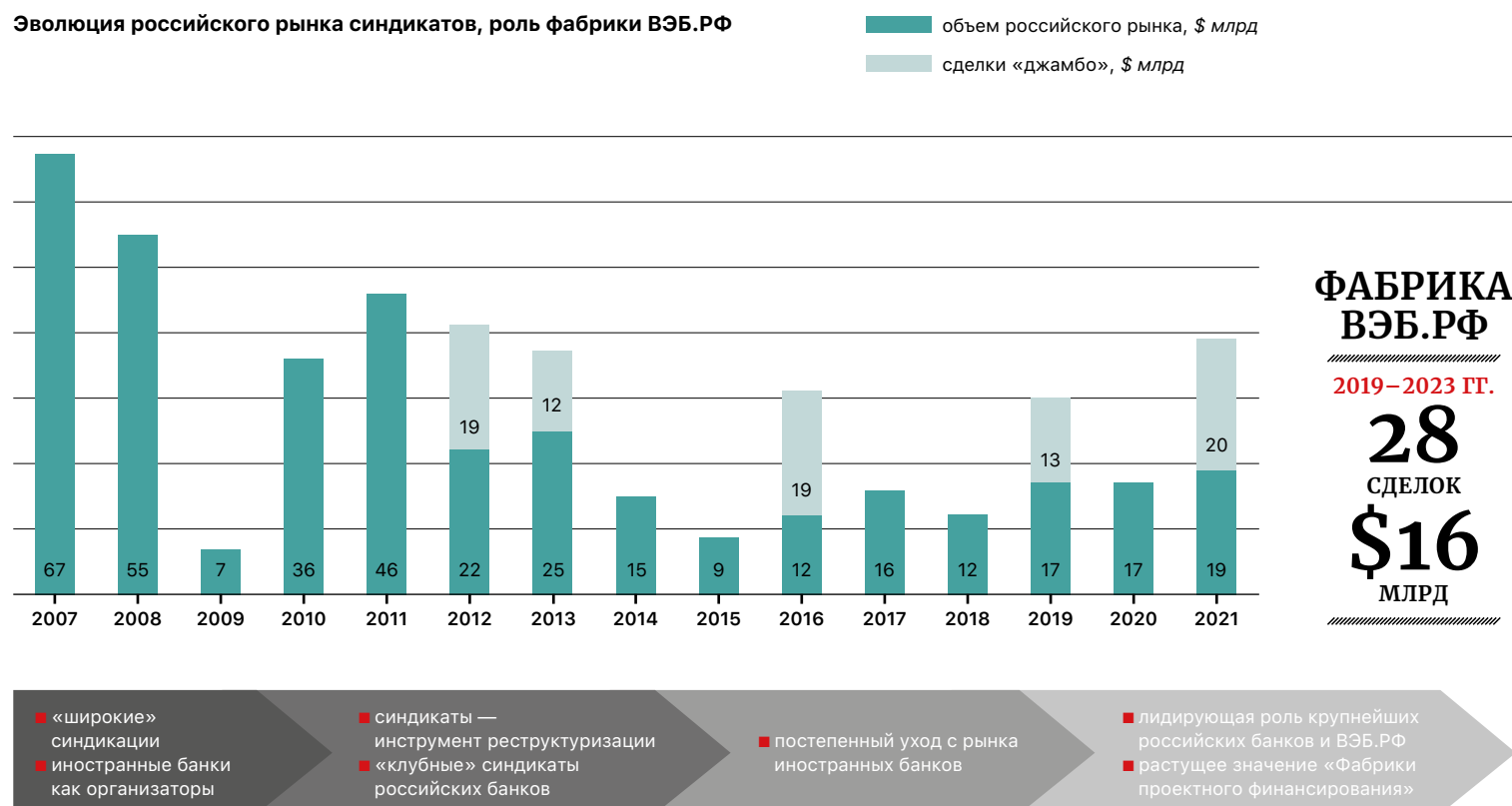
«Проектное финансирование — это инструмент, применяемый на микроуровне для финансирования инвестиционных проектов, а на макроуровне в части экономической политики — для

достижения поставленных целей структурной политики, — считает председатель совета Ассоциации банков России, председатель Комитета Госдумы по финансовому рынку Анатолий Аксаков. — В широком плане о проектном финансировании в России стали говорить последние десять лет, после 2014 года. До этого страна восстанавливала бюджетную стабильность, боролась с последствиями мирового кризиса 2007–2008 годов, а задача привлечения инвестиций, учитывая состояние финансового рынка, на котором отсутствовали длинные деньги, во многом решалась с участием иностранных средств. Санкции 2014 года показали уязвимость к привлечению за рубежом долгосрочного капитала, а также выявили необходимость проведения структурной работы, направленной на обеспечение продовольственной и иной безопасности страны. Эта структурная работа требует инвестиций».

### Проектное финансирование: характеристики

В мировой практике понятие проектного финансирования чаще всего раскрывается как фи-

Эволюция российского рынка синдикатов, роль фабрики ВЭБ.РФ



Источники: Cbonds, ВЭБ.РФ.



#### Председатель ВЭБ.РФ Игорь Шувалов:

«Российская финансовая система за короткое время проделала огромный путь. Фактически «с нуля» мы вырастили компетенции в сфере проектного финансирования. На базе ВЭБа запустили «Фабрику проектного финансирования». Это во многом уникальный механизм смешанного финансирования, объединяющий в единой проектной логике публичный и частный интерес.

Параллельно с запуском «Фабрики» сам ВЭБ проделал большую внутреннюю эволюцию. Мы стали работать так, чтобы дополнять компетенции коммерческих банков. Наши команды говорят теперь на одном проектом языке с крупными коммерческими банками. У нас за плечами десятки проектов, благодаря которым российская экономика становится мощнее, продуктивнее, конкурентоспособнее.

В новом экономическом цикле особенно важно совершенствовать механизмы проектного финансирования и эффективно использовать капитал банка развития и ресурсные возможности коммерческих банков. Это позволит запустить новые проекты, в том числе направленные на обеспечение технологического суверенитета России, и проекты, направленные на повышение качества жизни людей в городах».

нансирование под проект, то есть под будущий результат проекта.

Совокупность основных характеристик проектного финансирования выглядит так:

- капиталоемкость;
- источник возврата кредитных средств — денежные потоки от реализации проекта;
- объект вложения средств — создание инфраструктурных, промышленных или иных коммерческих объектов (инвестиционные проекты);
- получатель средств — как правило, специальная проектная компания;
- высокое кредитное плечо (соотношение привлеченных и собственных средств), высокий уровень долговой нагрузки;
- длительный срок окупаемости.

Из описания проектного финансирования видно, что это очень рискованное предприятие, поскольку в финансировании нуждается очень сложный проект: масштабный, долгосрочный, →





← капиталоемкий, да еще и реализующийся только что созданной специальной компанией. И поскольку проектное финансирование всегда связано с повышенным риском, выше и потребность использования в его рамках синдицированного кредитования. «То, что сделка проектного финансирования чаще всего обернется синдикатом, — это данность, — констатирует Юрий Корсун. — Они объединены через идею: проектное финансирование — повышенный риск, а синдикат — способ разделения этого риска».

Долгосрочные проекты требуют длинных денег. В мире проектное финансирование строится на том, что ликвидность для таких проектов поступает из длинных источников: различных фондов, включая пенсионные и хедж-фонды. В России же большая часть проектной нагрузки ложится на банки. А банки — уже и в России, и в мире — являются объектом очень серьезного регулирования. Все центральные банки предъявляют дополнительные требования к капиталу и используют повышенные нормы резервирования при выделении длинных денег в рискованные проекты в целом и при проектном финансировании в частности. Получается, что банкам гораздо выгоднее заниматься обслуживанием краткосрочных торговых операций, нежели выдавать долгосрочные инвестиционные кредиты, просто потому, что для такого рода деятельности требуется куда большее потребление капитала.

Кроме того, задача банка, который потенциально готов был бы стать участником проектного финансирования, осложняется тем, что для этого он должен обладать специальной экспертизой. Проектное финансирование требует анализа будущих денежных потоков на длительную перспективу. «Мало посмотреть на текущую отчетность и сделать прогноз на следующий год, — утверждает господин Корсун. — Необходимо обладать экспертизой по оценке и анализу будущих потоков создаваемого в рамках проекта предприятия (как в период строительства, так и в период эксплуатации). Это определенная квалификация с точки зрения структурирования таких сделок».

Отсутствие небанковской ликвидности, большие риски, связанные с осуществлением сложных долгосрочных проектов, и особенности банковского регулирования сильно сдерживали развитие проектного финансирования в России.

По крайней мере так было до создания «Фабрики проектного финансирования» и изменений в регуляторике.

### Против провала рынка

Как показал первый опыт, очень сложные и масштабные проекты могут реализовываться при государственной поддержке в той или иной форме. Оказание поддержки инвестиционному процессу в стране — это мандат ВЭБ.РФ.

Серьезнейшим риском, сдерживавшим участие банков в долгосрочных проектах, был риск инфляционных колебаний и связанного с ними изменения процентной ставки.

«Когда я работал министром экономического развития, одной из ключевых задач было увеличение инвестиционной активности, — рассказывает помощник президента России Максим Орешкин. — Подробно проанализировав источники, механизмы финансирования инвестиционных проектов, мы пришли к пониманию того, что бизнес, в частности, боится рисков увеличения процентных ставок, всплесков инфляции и так далее. Учитывая, что к тому времени Россия перешла к инфляционному таргетированию, на уровне правительства и ЦБ сложилось четкое понимание того, что таких всплесков не будет, макроэкономическая политика будет выстроена таким образом, что сможет это компенсировать. А это означает, что государство готово риск всплесков инфляции взять на себя и можно предложить бизнесу очень выгодные условия. Причем в большинстве случаев такой механизм не предполагает финансирования государством — несколько лет подряд расходы на «Фабрику проектного финансирования» были нулевыми. →

→

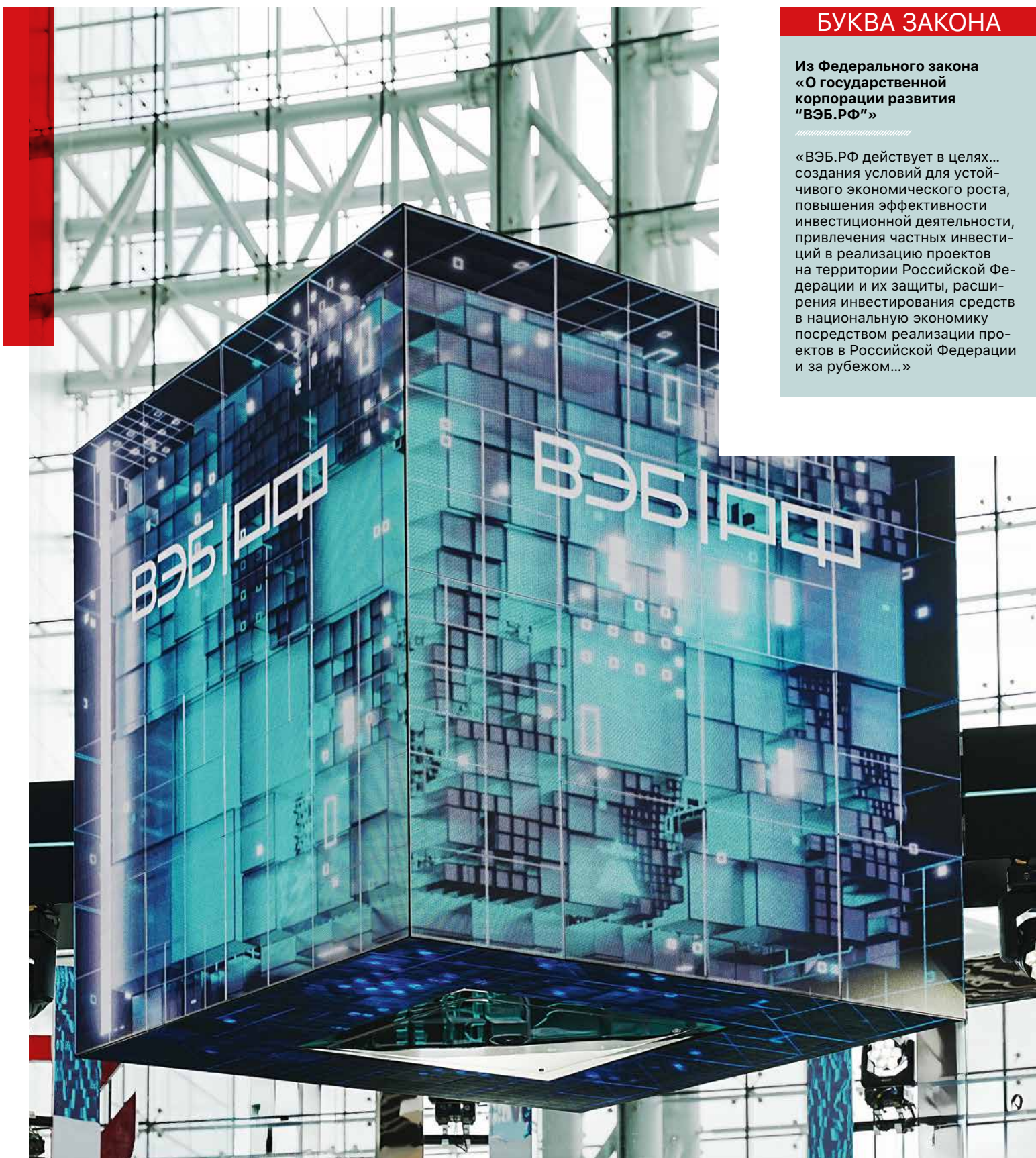
### ПЕРВЫЕ ПРОЕКТНЫЕ

#### Коммерческое проектное финансирование

Еще в 1990-е Россия участвовала в проектах, имеющих те или иные черты проектного финансирования, в частности «Морском старте» и «Голубом потоке». Но эти проекты носили почти межгосударственный характер. Одним из первых внутрироссийских примеров стал проект строительства «Восточного выезда» из Уфы, реализуемый с 2017 года Башкирской концессионной компанией, — сложный комплекс дорожных сооружений, состоящий из тоннеля, моста через р. Уфу, участка дороги до федеральной трассы М-5 «Урал», а также пункта взимания платы. Инвестиционный бюджет — 40 млрд руб. Готовится к запуску в I квартале 2024 г.

” Как показал первый опыт, очень сложные и масштабные проекты могут реализовываться при государственной поддержке в той или иной форме. Оказание поддержки инвестиционному процессу в стране — это мандат ВЭБ.РФ —





**БУКВА ЗАКОНА**

Из Федерального закона «О государственной корпорации развития «ВЭБ.РФ»»

«ВЭБ.РФ действует в целях... создания условий для устойчивого экономического роста, повышения эффективности инвестиционной деятельности, привлечения частных инвестиций в реализацию проектов на территории Российской Федерации и их защиты, расширения инвестирования средств в национальную экономику посредством реализации проектов в Российской Федерации и за рубежом...»

← Банки боялись этих всплесков, поэтому не давали долгосрочных кредитов, а если давали, то закладывали очень высокие процентные ставки. Когда мы сказали банкам, что забираем с них этот риск, банки охотнее стали кредитовать, снижая ставки на гораздо большую величину, чем предполагал реальный уровень риска».

Господин Орешкин объясняет этот эффект не столько рациональными, сколько эмоциональными ожиданиями участников рынка: «В качестве примера возьмем события 2014–2015 годов. Кризис, ставка ЦБ высокая, 17%, банки ожидают, что ставка будет и дальше повышаться. Проводим встречу с банками — участниками рынка ОФЗ, и коллеги говорят: “Мы не готовы покупать длинные ОФЗ по 15% годовых, потому что сейчас ставка 17%, потом будет 20%, 25%...” В итоге мы говорим им: “Хорошо, давайте перейдем к плавающей ставке”. Все с радостью соглашаются. Проходит несколько лет, и ставка ЦБ падает до 4,5%. То есть банки, которые могли тогда занимать под 15% годовых на десять лет, с радостью побежали за плавающей ставкой 17%, потому что так оце-

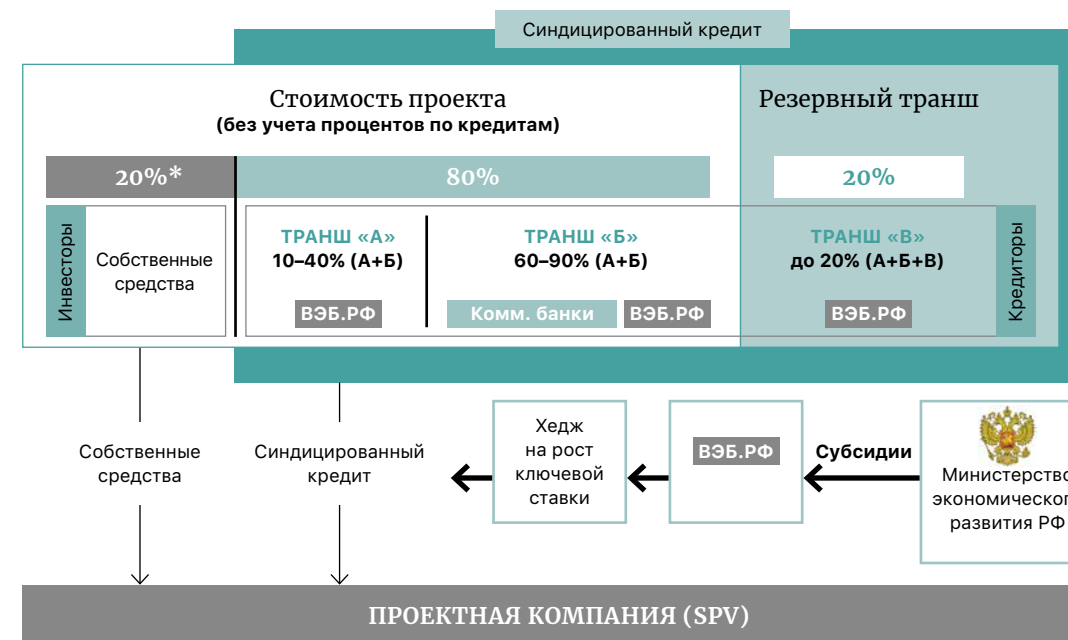
нивали систему рисков. Когда государство понимает, что рынок неправильно оценивает риски, оно может своими инструментами эти провалы рынка покрывать».

Из сказанного следует, что «Фабрика проектного финансирования» была создана, чтобы закрыть такой провал рынка — нежелание банков брать на себя процентный риск в долгосрочном периоде. Созданный механизм дал банкам уверенность в стабильности условий для долгосрочных проектов.

**Механизм Фабрики**

Для того чтобы попасть в Фабрику, проект должен отвечать ряду критериев. Во-первых, он должен восприниматься как действительно важный с точки зрения 26 отраслевых приоритетов деятельности ВЭБ.РФ. Во-вторых, он должен укладываться в формальные параметры: общая стоимость не менее 3 млрд руб., не менее 20% от стоимости проекта должен предоставить его инициатор. И в-третьих, для финансирования проекта должен быть соз-

# «Фабрика проектного финансирования»



**КРИТЕРИИ ОТБОРА**

СТОИМОСТЬ ПРОЕКТА **ОТ 3** МЛРД РУБ.

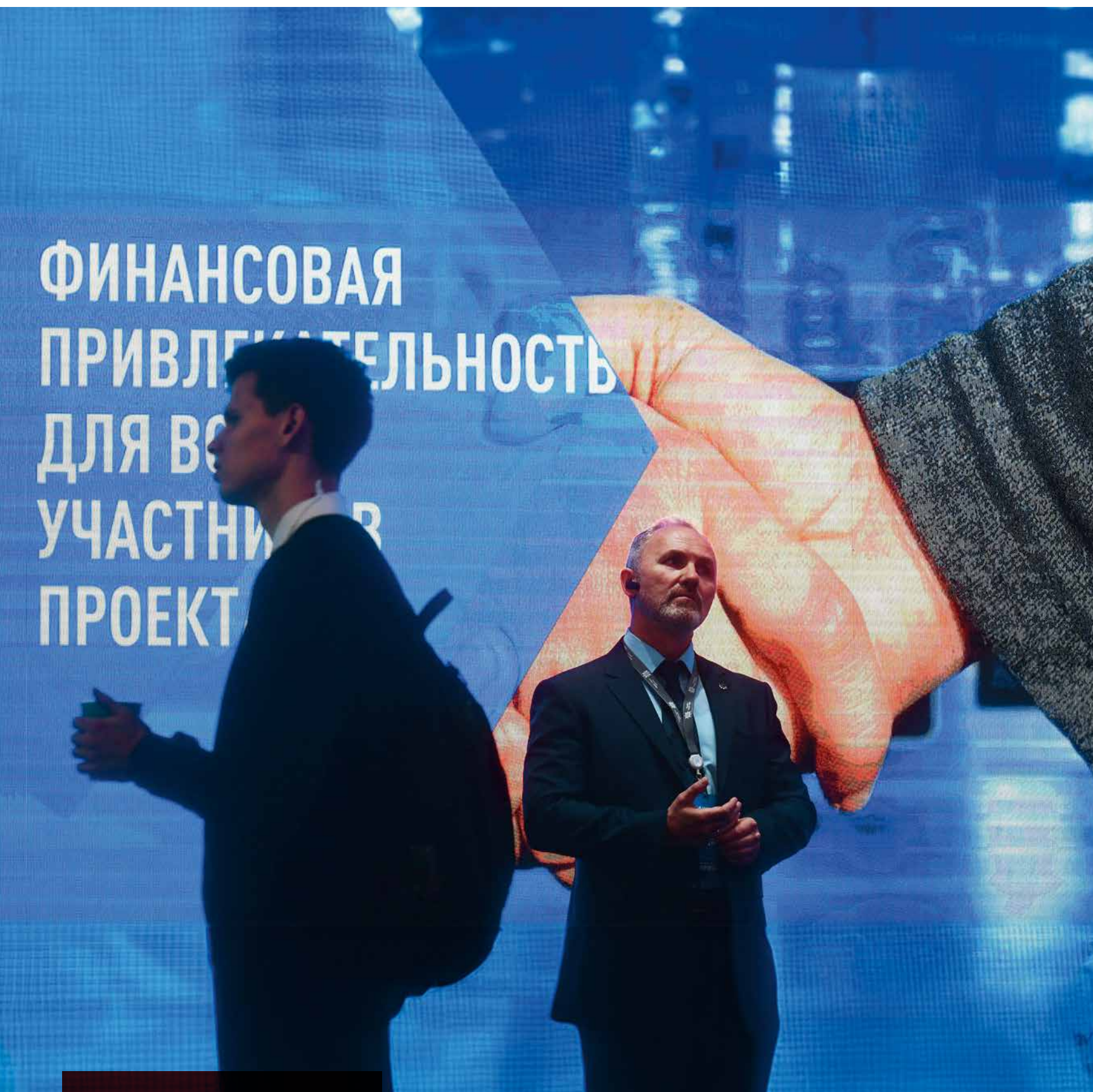
ОКУПАЕМОСТЬ **ДО 30 ЛЕТ**

СРОК ФИНАНСИРОВАНИЯ **ДО 20 ЛЕТ**

СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА ИНИЦИАТОРА **≥ 20%\*** ОТ СТОИМОСТИ ПРОЕКТА

\*По проектам, одобренным в период 2022–2024 годов, доля собственных средств инициатора может составлять от 15% от стоимости проекта при ограниченном участии ВЭБ.РФ: транш «А» — не более 10% стоимости проекта, общее участие ВЭБа в финансирование проекта — не более 25% стоимости проекта.





← дан кредитный синдикат. Финансирование в рамках Фабрики структурируется в три транша:

- транш «А» — обязательный транш, предоставляемый именно ВЭБом;
- транш «Б» — основной, предоставляемый преимущественно коммерческими банками;
- транш «В» — резервный, также предоставляемый ВЭБ.РФ. →

← И обязательность синдиката, и представленное структурирование финансирования отражают философию Фабрики как инструмента развития: поддержка коммерческих банков и отсутствие конкуренции с ними. «Мы даем банкам возможность выдавать основную ликвидность, не забираем у них сделки, а, наоборот, даем им новый бизнес, в котором основная ликвидность приходит от них, — объясняет Юрий Корсун. — Наша задача — забрать именно такой объем риска, который позволит банкам реализовывать сделки, просто невозможные в противном случае».

Во-первых, ВЭБ.РФ предоставляет деньги в рамках транша «А», для которого используются специальные источники, включая средства ФНБ, позволяющие немного снизить ставку ВЭБа. При этом транш «Б» от коммерческих банков идет по рыночной стоимости. Во-вторых, резервный транш «В» выдается для выплаты процентов на инвестфазе либо на увеличение стоимости проекта в ходе его реализации. И поэтому он дороже предыдущих. В-третьих, это хеджирование процентной ставки по всем траншам синдицированного кредита. Это позволяет коммерческим банкам получить полную плавающую ставку, а заемщик получает преимущества от снижения ключевой ставки. Без этого — фиксирования основных условий кредитования — проектное финансирование невозможно.

→ **Максим Решетников**, министр экономического развития: «Увеличение лимитов процентного риска — совместная задача правительства и ВЭБа, который должен более интенсивно работать с банками, находить больше проектов, особенно технологичных. Сейчас в портфеле Фабрики находятся в основном крупные проекты, что понятно, поскольку мы можем эффективно поставлять ресурсы на мировой рынок и должны это делать».



Но нужно стремиться к тому, чтобы делать это на базе собственных технологий, машин, оборудования. Эта задача решается в рамках таксономии технологического суверенитета, для проектов которой Центробанк сделал специальное регулирование, а ВЭБ является, по сути, их консолидатором.

За последние два года очень многие банки создали свои подразделения проектного финансирования, стали активнее работать. Система работает, хотелось бы масштабировать эту работу».

### Оценка промышленников

Первым клиентом Фабрики стала компания «КуйбышевАзот», которая вошла в «фабричную» программу еще в тот момент, когда инфляция устойчи-

во держалась на низком уровне. «На момент начала взаимодействия с «Фабрикой проектного финансирования» ее ключевым преимуществом было наличие инструмента хеджирования риска роста процентной ставки, — говорит гендиректор ПАО «КуйбышевАзот» Александр Герасименко. — Он позволяет кредиторам субсидировать рост ключевой ставки ЦБ РФ, что снижает процентные расходы в рамках проекта и дает возможность стабилизировать денежные потоки на всем протяжении срока действия кредитного соглашения. А в настоящих условиях Фабрика остается практически единственным доступным инструментом безрегрессного проектного финансирования с возможностью хеджирования процентных ставок».

Еще одним плюсом работы в рамках Фабрики является требование о создании синдиката кредиторов, что может несколько затруднить процесс взаимодействия, но при этом дает возможность кредиторам разделить риски, снизить стоимость кредитных ресурсов и сделать их прогнозируемыми. У нас есть планы использовать механизм Фабрики и при реализации будущих инвестиционных проектов».

Первой инфраструктурной компанией в Фабрике стала Башкирская концессионная компания, строящая «Восточный выезд» из г. Уфы. «Мы рассматривали различные варианты финансирования, но бизнес-опыт и хорошо поставленный риск-менеджмент способствовали именно этому выбору, — говорит Александр Гостев, финансовый директор БКК. — Особенностью проекта является концессионный договор с субъектом РФ, Респуб-

### ДЕТАЛИ

#### Промежуточные итоги

ПАО «КуйбышевАзот» уже реализовало проект «Строительство производства серной кислоты марки «К» и улучшенного олеума». Общий объем инвестиций составил 8,6 млрд руб., из которых 4,7 млрд руб. привлечены в рамках Фабрики. В процессе реализации находится проект «Строительство комплекса по производству азотной кислоты и раствора аммиачной селитры» с общим бюджетом 18,3 млрд руб., в том числе 15,2 млрд руб. планируется привлечь в рамках Фабрики.



← ликов Башкортостан, и, соответственно, наличие сложного прямого соглашения между нами, старшими кредиторами и концедентом. При этом и наш концедент по своей природе очень требователен, и банки-кредиторы — только перечень различных ковенантов содержит более 300 позиций. Но в сотрудничестве мы преодолели все сложности. А полученный опыт можно использовать для совершенствования договора синдицированного кредита — в сторону большей гибкости: при изменении внешних обстоятельств их необходимо оперативно имплементировать в договор».

Еще один пример масштабного проекта — создание крупного горнорудного кластера в Норильском промышленном районе, реализуемый компанией «Русская платина». Общий объем капиталовложений в этот проект составляет 540 млрд руб. При этом также используется широкая гамма «фабричных» возможностей. «Благодаря разработанным механизмам Фабрика обеспечила хеджирование процентных рисков путем фиксирования максимального размера ключевой ставки за счет субсидии из бюджета, — говорится в ответе компании на запрос «Эксперта». — Так, на момент фиксирования ключевая ставка составляла 7,5%, уже за период использования механизма ее размер поднимался до 20%, а на текущий момент составляет 16%, что в условиях отсутствия хеджирования негативно сказалось бы на реализации проекта. Также Фабрика обеспечивает финансирование

” Проектное финансирование — это инструмент, применяемый на микроуровне для финансирования инвестиционных проектов, а на макроуровне в части экономической политики — для достижения поставленных целей структурной политики —

процентов из транша “В” на инвестиционной стадии проекта. Именно эта возможность капитализации процентных расходов способствовала обеспечению стабильного финансирования проекта собственными средствами. Кроме того, механизм Фабрики подразумевает резервное финансирование для покрытия дополнительных затрат в случае возможного увеличения бюджета проекта».

#### Фабрика как платформа

Возможности Фабрики выходят за рамки хеджирования риска. «Вторая история — роль институтов

#### О планах создать механизм проектного финансирования президент РФ Владимир Путин впервые заявил на Петербургском экономическом форуме в июне 2017 года:

«Нужно поставить на прочную системную основу механизм проектного финансирования, минимизировать риски для инвесторов на всех стадиях: от подготовки проектов до их реализации».

Обращаясь к Федеральному собранию в апреле 2021 года, президент заявил:

«Мы консолидировали институты развития на базе ВЭБа. Их задача — снижать риски для вложения частных капиталов, помогать в создании новых рынков и инвестиционных механизмов, как это происходит в рамках уже действующей так называемой “Фабрики проектного финансирования”».

В июне 2022 года президент поручил правительству «предоставить государственной корпорации развития ВЭБ.РФ не менее 120 миллиардов рублей за счет средств Фонда национального благосостояния на финансирование проектов, реализуемых в рамках программы “Фабрика проектного финансирования”».

Выступая на ПМЭФ-2023, Владимир Путин констатировал: «Уже работает “Фабрика проектного финансирования”. С ее помощью реализуются 26 проектов общей стоимостью 1,8 триллиона рублей. Среди них строительство горно-металлургического комбината в Забайкалье, угольный порт в Приморье, заводы по производству удобрений на северо-западе и Дальнем Востоке, строительство и модернизация аэропортов и объектов энергетики. Одобрены еще семь проектов на сумму 345 миллиардов рублей. Словом, это инструменты, нужные бизнесу, востребованные. Я предлагаю эти инструменты... нацеленные на кредитование проектов по укреплению технологического суверенитета России, безусловно, совершенствовать дальше и укреплять. Перечень оценки таких проектов был утвержден уже Правительством.

Также запустим для таких проектов программу “зонтичных” поручительств ВЭБа в объеме до 200 миллиардов рублей. По прогнозу, это позволит снизить ставку по инвестиционным кредитам примерно на полтора процентных пункта. Порядок такой: если проект проходит отбор Фабрики и банков-кредиторов, он автоматически получает поручительство ВЭБа — до половины стоимости проекта».

развития, ВЭБ.РФ как объединяющего элемента, платформы, позволяющей собирать на ней финансирование крупных проектов, — добавляет Максим Орешкин. — В том числе с акционерным и мезонинным участием с его стороны. Участие государства в таком финансировании через механизмы институтов развития придает остальным участникам дополнительную уверенность в том, что они идут в правильную сделку».

Принцип акционерного участия, в частности, реализован в используемом Фабрикой механизме, который получил название «Фонд акционерного капитала». Сама идея возникла у коммерческих →





← банков, которые столкнулись с тем, что у инициаторов некоторых перспективных проектов не хватает собственных средств, в частности, для соблюдения «фабричного» требования по финансированию инициатором 20%. «Капитал всегда субординирован старшему долгу, — объясняет господин Корсун. — По требованию кредиторов сначала выплачиваются кредитные деньги, и только потом акционер имеет право возвращать то, что он вложил в капитал. Поэтому такие операции сильно ограничиваются нормативами ЦБ. В обсуждении с банками нашли решение: две трети ликвидности в такой фонд дают банки, одну треть — ВЭБ, но основной риск по номиналу принимает на себя ВЭБ: внутри структуры существует опцион, который по экономическому смыслу выполняет роль гарантии. По сути, мы выступили как классический институт развития, от имени государства взяв на себя риски банков, а ЦБ смог снизить требования до приемлемого уровня в 20%». (О Фондах акционерного капитала Сбера и ВТБ см. соответственно стр. 42 и стр. 44.)

«Платформенная» функция Фабрики проявляется и в том, что ее инструменты могут органично дополняться другими элементами государственной поддержки, включая Корпоративные программы повышения конкурентоспособности, реализуемые Российским экспортным центром, а также Систему финансирования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики с соответствующей таксономией (подробнее см. стр. 46).

### Перспективы

Все опрошенные нами эксперты сходятся в том, что институциональная работа «Фабрики проектного финансирования» важна, иногда не имеет альтернативы и должна продолжаться.

«Нам нужно продолжать поддерживать Фабрику, потому что ее объединяющая функция остается очень важной, — считает господин Орешкин. — Поскольку объем проектного финансирования в нашей экономике остается далеким от желаемого, здесь еще большое поле деятельности для институтов развития».

С ним вполне согласен Александр Герасименко: «Крайне важно, чтобы инструменты проектного финансирования работали постоянно вне зависимости от внешней или внутренней ситуации. Необходимо понимать, что это фундамент долгосрочного развития в первую очередь реального сектора экономики, который лежит в основе развития многих других отраслей и секторов, и нельзя им жертвовать для решения проблем в моменте. Ограничения инструментов Фабри-



ки, которые появляются в процессе работы, оперативно обсуждаются, постоянно ведется координация позиций участников, и механизмы совершенствуются. Результат налицо: ежегодно в постановление, регулирующее деятельность механизма Фабрики, вносятся изменения, направленные на улучшение условий и расширение возможностей программы». —

” НАМ НУЖНО ПРОДОЛЖАТЬ  
ПОДДЕРЖИВАТЬ  
ФАБРИКУ,  
ПОТОМУ ЧТО  
ЕЕ ОБЪЕДИНЯЮЩАЯ ФУНКЦИЯ  
**ОСТАЕТСЯ  
ОЧЕНЬ ВАЖНОЙ.**  
ПОСКОЛЬКУ ОБЪЕМ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ  
В НАШЕЙ ЭКОНОМИКЕ  
ОСТАЕТСЯ ДАЛЕКИМ  
**ОТ ЖЕЛАЕМОГО,**  
ЗДЕСЬ ЕЩЕ БОЛЬШОЕ  
ПОЛЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
ДЛЯ ИНСТИТУТОВ РАЗВИТИЯ

МАКСИМ ОРЕШКИН



Как устроены механизмы проектного финансирования в России

## «СУБСИДИЯ ФАБРИКИ — ОДНА ИЗ САМЫХ ЭФФЕКТИВНЫХ ДЛЯ БЮДЖЕТА»

Для устойчивого развития национальной экономики нужны качественные инвестиции — масштабные, долгосрочные, защищенные от конъюнктурных рисков. Привлечение таких инвестиций является задачей институтов развития, к наиболее важным из которых в нашей стране относится ВЭБ.РФ. О принципах его инвестиционной деятельности, идеологии и возможном будущем «Фабрики проектного финансирования» рассказывает Николай Цехомский, первый зампред ВЭБ.РФ.

**Какие принципы определяют деятельность ВЭБа в целом и организуемое им проектное финансирование в частности?**

Мы всегда обозначаем три базовых принципа деятельности ВЭБа. Первый заключается в том, что мы безубыточная организация. Безубыточность означает, что ты живешь на хозяйском расчете: должен покрыть своей деятельностью все свои расходы, включая кредитные риски инвестиционных проектов. Вторым важным базовым принципом — это партнерство. И в этом есть много плюсов для нашей деятельности. Во-первых, мы создаем мультипликативный эффект: на наш рубль мы привлекаем частные средства инвесторов и коммерческих банков. Во-вторых, на наши проекты смотрят минимум две пары глаз специалистов-рисковиков — не только наших, но и со стороны наших банков-партнеров.

В-третьих, мы сами как организация должны быть в очень хорошей профессиональной форме, высказывать плюс-минус те же требования к качеству проекта, которые высказывают коммерческие банки. Немаловажно и то, что в какой-то момент мы можем выйти из проекта, отдав его в рынок коммерческим банкам.

И третий принцип, который не все понимают, иногда сравнивая нас с коммерческими банками: мы государственный инвестиционный банк создания исключительно новой стоимости или новых активов. В этом и заключается роль банка развития. Мы не финансируем сделки слияния и поглощения, приобретения компаний, оборотную деятельность. Мы стремимся финансировать создание нового качества, новых элементов в стране. Появление нового аэропорта, порта, дороги, подвижного состава. →





# ” ТРИ БАЗОВЫХ ПРИНЦИПА В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЭБА: БЕЗУБЫТОЧНОСТЬ, ПАРТНЕРСТВО И ИНВЕСТИРОВАНИЕ В СОЗДАНИЕ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НОВОЙ СТОИМОСТИ ИЛИ НОВЫХ АКТИВОВ —

## ← А модернизацию существующего?

И модернизацию, которая создает это новое качество. Это принципиально. Мы стремимся не финансировать приобретение, но, если в результате появляется большой игрок с новыми возможностями, который сможет за счет увеличения масштаба что-то доинвестировать, построить большее производство, и за счет этого появится новая значимая сущность в стране, наверное, это может иметь место, но скорее как исключение.

Когда мы говорим о Фабрике (подробнее о механизме «Фабрики проектного финансирования» см. стр. 8) — это исключительно проектное финансирование. И здесь важна наша роль: ВЭБ не выпячивает себя, отчасти выполняет роль агента, потому что мы передаем государственную субсидию коммерческим банкам. Наша главная роль — организатор и администратор проектной сделки. И мы готовы идти на уменьшение своей доли и, соответственно, прибыли в проекте: для нас важно не забрать себе большую часть в синдикате, мы готовы ограничиться минимальным участием в 10%, но главное — чтобы состоялась вся сделка. Мы готовы даже уйти в область гарантий, давать не деньги, а гарантию в проекте, чтобы сделка состоялась. Так мы остаемся в проекте и сохраняем возможность предоставить субсидию.

**Если вы предоставляете небольшую часть финансирования, то для того, чтобы проект состоялся, у вашей деятельности должен быть мультипликативный эффект. Внутри вы научились его оценивать?**

Научились, и именно в мультипликаторах. Для этого есть разные способы. Например, есть модель, которая показывает, что на 1 руб. капитала, выделенный нам государством, мы привлекаем в экономику 35 руб. Есть синдикаты, в которых соотношение наших средств и средств коммерческих банков составляет 1 к 3, 1 к 4. Сейчас все больше стараемся взять не более 10% от проекта, то есть мультипликативный эффект еще больше.

## Как меняется механизм Фабрики?

Есть постоянная эволюция мандата самой Фабрики, определяемого постановлением правительства. Например, мы расширили Фабрику за счет проектов городской экономики. Минимальное ограничение масштаба проекта в 3 млрд руб. теперь относится не только к одному проекту, но и к связанной группе проектов. Добавили продукт, отчасти позволяющий решить проблему недостатка собственного капитала у инициаторов проектов, — Фонды акционерного капитала. Еще мы научились сочетать возможности Фабрики с другими инструментами господдержки.

## ЦИФРЫ

**Инструменты поддержки инвестиционного процесса**

Общий портфель задействованных инструментов ВЭБ.РФ сейчас оценивается приблизительно в

**3**

ТРЛН РУБ.,  
из которых около

**2**

ТРЛН РУБ. —  
это кредиты,  
остальное —  
гарантии.

При этом доля ВЭБа в «фабричных» проектах составляет

**470**

МЛРД РУБ.,  
то есть около четверти кредитной части. И есть очень большой пайплайн проектов на рассмотрении — сейчас их **47** на **11 трлн руб. при участии ВЭБа** в **2 трлн руб.** Фабрика вообще может стать главным продуктом, а теоретически и заместить всю остальную деятельность ВЭБа.

В частности, встраиваем гарантийные проекты. Объединяем «фабричные» и ДПМ-проекты, направленные на привлечение инвестиций в генерацию энергии через договоры о предоставлении мощности. Механизм ДПМ хорош на операционной фазе, но на инвестфазе никак не защищает инвестора, и тут мы применяем хедж Фабрики.

Научились совмещать Фабрику с другими мерами поддержки в разных траншах предоставляемого финансирования. По сути, мы любые меры поддержки или источники финансирования, например от Фонда развития промышленности или льготные средства на поддержку проектов Дальнего Востока и Арктики, можем объединить с Фабрикой.

Мы все время создаем новые формы финансовых продуктов, которых не существовало ранее. Помимо Фабрики, мы решаем и другие сложные задачи. Например, содержащая массу элементов программа развития городского наземного электрического транспорта. Мы собрали разные меры поддержки: бюджетный инфраструктурный кредит, субсидии Минтранса, ФНБ.

И мы не останавливаемся: думаем, как улучшить жизнь клиента дальше, даже если это приводит к усложнению инструмента. Например, над тем, как добавить в эти проекты контрциклический хедж, обеспечивающий возвратность кредита на всем протяжении реализации проекта независимо от колебаний цены на commodities.

У этой интереснейшей работы есть особенность. Для меня как для руководителя коллектива главный вызов в том, что мы глубоко интегрировались в рынок. Моя команда бок о бок работает с коммерческими банками и институтами развития. Иногда можно услышать: «Давайте вовлечем в работу Фабрики другие комбанки». Мы стремимся вовлечь новых участников, но не во всех коммерческих банках есть выделенное направление инвестиционного банковского бизнеса и аппетит к финансированию крупных долгосрочных проектов.

## Конкуренция за людей не мешает сотрудничеству?

Базовый принцип ВЭБа — партнерство. Наши структураторы работают в единой команде с крупнейшими коммерческими банками. От всех участников зависит успех проекта. Страна большая, а профессиональные банкиры — штучный товар. Отношения с банками-партнерами очень хорошие — нашим партнерам точно не выгодно ослаблять мою команду. При этом у моих коллег всегда есть возможность развивать свою карьеру в ведущих командах в банковском секторе. Я смотрю на тему конкуренции за хороших людей скорее как на возможность развития. →



## ДЕТАЛИ

## Как мы полностью поменяли модель

Один из первых проектов Фабрики мы обсуждали с очень крупной инфраструктурной госкомпанией. Шли на презентацию в синдикате с двумя — чтобы никого не обижать, назовем их так, — Синими банками. Они тогда впервые сели за один стол, до этого не общались — была жуткая конкуренция. Альтернативное предложение представил Зеленый банк в одиночку. Выходит представитель госкорпорации и объявляет: «Спасибо, что пришли. Очень приятно, что все уважаемые банки собрались. Я вижу перед собой три предложения». Я: «Как три?» Он: «Первое — Зеленый банк, второе — синдикат трех банков, третье — один из Синих». Мы с другим партнером по синдикату — к этому Синему: «Вы же с нами в синдикате?» Уважаемый Синий банк: «Знаете, ребята, мы на всякий случай — вдруг клиенту не нужен синдикат...»

Когда вышли в коридор, ко мне подходит Зеленый банк: «Слушай, я подумался: мы же с тобой никак не конкурируем, давай вместе». Я: «Не вопрос!» Подходит хитрый Синий: «Я тоже готов пойти вдвоем». Я им всем: «Друзья, зачем я участвую в этом бьюти-параде, если в любом случае в сделке? Пусть клиент выберет с кем, а я над схваткой». Так мы полностью поменяли модель. *(Улыбается.)*



«Важно, что мы «продаем» Фабрику вместе с комбанками. Нам важно, чтобы они хорошо понимали нашу роль и наши кредитные продукты. Комбанк работает с клиентом, понимает всю сложность истории и говорит: «Я могу структурировать это только с ВЭБом по «Фабрике проектного финансирования»». И он «продает» наш совместный продукт.

**На рынке можно услышать разные оценки роли ВЭБа в проектном финансировании. От того, что вы занимаетесь всеми проектами, в принципе для него подходящими. И до того, что ваши возможности сильно отстают от потребностей рынка. Как ситуация выглядит с вашей точки зрения?**

Крупнейшие инвестиционные проекты требуют большого капитала — с их финансированием ни один коммерческий банк в одиночку не справится. В этих проектах ВЭБ выступает в двух ипостасях: с одной стороны, мы привлекаем средства крупнейших коммерческих банков в проекты, а с другой — по возможности снижаем давление на их капитал. Фабрика позволяет снижать риски, которые присущи проектному финансированию: привлекать капитал в форме младшего долга, финансировать выплату банкам процентов на инвестиционной фазе, а также софинансировать с инициатором рост бюджета проекта. Для снижения рисков и концентрации в портфелях комбанков таких крупных проектов мы готовы предоставлять поручительства.

Безусловно, мы не участвуем во всех инвестиционных проектах страны.

«Фабрика проектного финансирования» является одной из мер поддержки проектов, наряду с ней существует целый ряд форм поддержки и субсидий, операторами которых выступают другие агенты или ФОИВы. Есть различные отраслевые субсидии, например для сельского хозяйства, энергетики и т. д. Есть инвестиционные проекты, которые реализуют крупные компании на своем балансе за счет собственных средств или с привлечением балансового финансирования. Такие проекты тоже могут реализовываться без нашего участия. Но когда мы говорим о капиталоемких, долгосрочных мегапроектах высоких переделов, например в газохимии, металлургии, линейной инфраструктуре, фармацевтике, везде нужен механизм хеджирования процентной ставки. Все эти проекты могут быть структурированы с использованием инструмента «Фабрика проектного финансирования» (ФПФ).

Важно учитывать, что фабричная субсидия является одной из самых бюджетозффективных. Может быть, самая. Все остальные субсидии прямо-

линейны: Две трети ставки рефинансирования, целевая ставка 2%, еще что-то. Мы же в нашей ставке сглаживаем пики. Чем выше пик, тем он краткосрочнее, и, скорее всего, не на всем сроке сделки его придется сглаживать. Сумма пиков все равно окажется меньше прямой субсидии на всем периоде. В Фабрике есть периоды, когда вообще никакая субсидия не нужна. И с этой точки зрения она самая эффективная мера поддержки. Я бы, честно говоря, двигал другие меры поддержки в сторону «фабричного» механизма: по сути, ты предоставляешь своим инвесторам контрциклическую защиту в долгосрочных проектах — от семи лет. Для долгих проектов она обязательна, поэтому за это время повышение ключевой ставки высоковероятно.

Безусловно, объем такой субсидии сложнее спрогнозировать и, как следствие, заложить в бюджет, но с точки зрения абсолютных расходов это точно выгоднее государству. Я считаю, что объем финансирования с использованием ФПФ государству выгодно увеличивать кратно, ведь доход бюджета от наших проектов существенно превышает объем субсидий по Фабрике. Такой доход появляется уже на инвестиционной фазе проекта: НДС при закупке материалов, ввозные пошлины, заработные платы работников, использование энергетики, транспортные расходы — все они формируют доходы бюджета, которых бы не было, если бы не было проекта.

**Сложность планирования и бюджетирования — это то, что ограничивает готовность Минфина предоставлять субсидию?**

Думаю, что причин две. Да, первая заключается в том, что Фабрика как продукт означает не очень предсказуемый объем денег, который Минфину нужно предусмотреть для поддержки — этот объем полностью зависит от колебаний ключевой ставки, определяемой Центральным банком. Вторая причина в том, что выплаты субсидий по Фабрике необходимы только в периоды высокой инфляции, то есть когда в бюджете ограниченные ресурсы, возможен дефицит.

**Как дальше может развиваться механизм Фабрики, учитывая текущие уровни инфляции и, соответственно, ключевой ставки?**

Базовая предпосылка, на которой основывалась Фабрика, — это таргетирование инфляции Банком России на уровне 4%. Если исходить из этой логики, то стоимость обслуживания облигаций федерального займа должна стремиться приблизительно к 6%: 4% + защита от кредитного риска, фактически CDS, кредитный дефолтный своп на Россию.

Уже понятно, что ситуация сильно изменилась и инфляцию на уровне 4% сегодня в кратко-

срочной перспективе не прогнозирует сам Центральный банк. Если эта презумпция не работает, тогда, может быть, стоит предложить ЦБ и правительству подумать об изменении долгосрочной предпосылки работы Фабрики. В этом смысле правильным бы было сказать: да, Фабрика работает, но долгосрочную среднюю инфляцию мы прогнозируем уже на другом уровне.

Почему финансирование проектов с использованием инструмента ФПФ остается целесообразным? По нашим оценкам, реализовывать проект даже в период высоких ставок и высокой инфляции все равно выгоднее, чем откладывать: перенос сроков не позволит избежать увеличения стоимости проекта ввиду накопленной инфляции. Она же никуда не денется: окажется в тарифах, материалах — во всем.

Существует и другой вариант, если мы не меняем макропоказателей в продукте Фабрики. На-



**На 1 руб. капитала, выделенный нам государством, мы привлекаем в экономику 35 руб. Есть синдикаты, в которых соотношение наших средств и средств коммерческих банков составляет 1 к 3, 1 к 4. Сейчас стараемся взять не более 10% от проекта, то есть мультипликативный эффект еще больше —**

пример, на период, когда ключевая ставка существенно отличается от запланированного верхнего предела — а сейчас разница больше чем в два раза: 7% и 16%, мы компенсируем не всю разницу, а ее часть, например два процентных пункта. Или доля компенсации может быть плавающей — в зависимости от изменения ключевой ставки. Такой элемент мог бы снижать объем затрат на субсидирование.

Важно понимать, что исторически Фабрика всеми воспринималась как инструмент хеджирования риска, а сейчас де-факто это инструмент субсидирования. Пример — страховка: ты покупаешь страховку дома от пожара на случай, если дом, не дай бог, загорится, или ты покупаешь ее, когда дом уже горит. Это ментально меняет логику продукта. Я понимаю позицию Минфина: если раньше мы говорили о предположении, то сейчас — о факте. С первого дня предоставления кредита необходимо платить субсидию. Обсуждение ведется. —



«Фабрика проектного финансирования» как вклад России в развитие международных финансовых инноваций

## О ГЛОБАЛЬНОМ ОПЫТЕ СМЕШАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

За весьма короткий период, не более 15 лет, механизм смешанного финансирования, или blended finance (BF, блендирование), превратился в заметное явление не только в международных финансовых отношениях, где оно впервые и было использовано, но и в финансовых практиках, применяемых в национальных экономиках. При этом на основе BF реализуются как крупные (на сотни миллионов и даже миллиардов долларов), так и относительно небольшие (сотни тысяч долларов) инвестиционные проекты. Опираясь на публичные финансы, блендирование позволяет привлекать к финансированию высокорискованных проектов рыночные средства, тем самым как минимум смягчая дефицит ресурсов, необходимых для обеспечения затратного энергоперехода и устойчивого развития. *Сергей Сторчак, старший банкир ВЭБ.РФ*

Фото: Игорь Иванко/Коммерсантъ →



ется об этом договориться. А договориться прежде всего должны регуляторы каждой отдельной страны. Если они не принимают соответствующих нормативных актов, никакой стандартизации не получится.

В то же время очевидно, что далеко не все возможности ВФ используются в нашей стране в полном объеме. Например, заслуживает внимания активное применение смешанного финансирования для фондирования небольших проектов с малым объемом инвестиций, иницируемых и реализуемых, как правило, местными органами власти. В данном случае речь идет не о том, чтобы такими проектами «заялся» ВЭБ.РФ, а о том, чтобы в российских регионах появились свои «фабрики», использующие механизм блендинга и, где уместно, опирающиеся на наши практики.

### Значение и понятие смешанного финансирования

После принятия в 2015 году Целей устойчивого развития (ЦУР) и подписания Парижского соглашения по климату во многих юрисдикциях и международных организациях заметно усилилось внимание и интерес к использованию такого специфического финансового механизма, как смешанное финансирование, или *blended finance*. Дискуссии о нем ведутся на самых различных международных площадках: в «Группе 20», ОЭСР, Группе Всемирного банка, международных клубах публичных банков развития, альянсах и ассоциациях коммерческих банков и институциональных инвесторов. Одна из причин такого отношения к блендингу — высокие и разнообразные риски, с которыми сталкиваются инициаторы реализации климатических проектов.

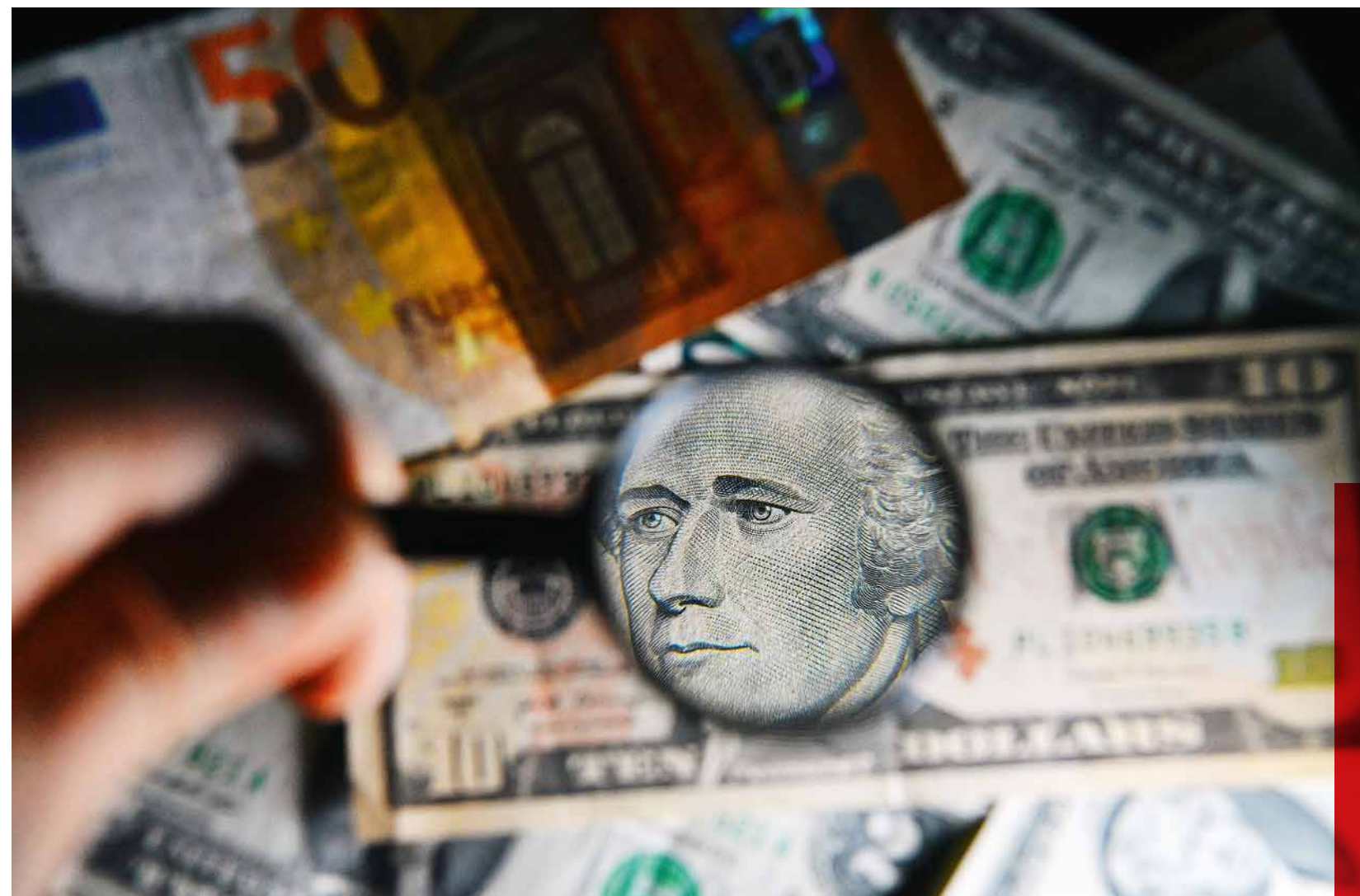
Объемы смешанного финансирования имеют устойчивую тенденцию к росту, а круг его бенефициаров постоянно расширяется, причем не только за счет инициаторов проектов из развивающихся стран, для финансирования которых и было, собственно говоря, придумано и введено в практику блендинг. ВФ все активнее используется для финансирования высокорискованных проектов, включая переходные/климатические проекты, в экономиках стран формирующихся рынков, в том числе партнеров России по объединению БРИКС и ШОС, а последние два-три года — и в развитых экономиках, в частности в США (в рамках «Акта по борьбе с инфляцией») и ЕС (программа технологического суверенитета).

В основе роста внимания к блендингу лежит наличие существенного разрыва между потребностями в финансировании переходных/климатических проектов, а также проектов в сфе-

← Администрируя по поручению Правительства Российской Федерации программу «Фабрика проектного финансирования», ВЭБ.РФ использует финансовые инструменты, аналогичные и/или идентичные применяемым в смешанном финансировании. В этой связи продвижение идеологии и методологии Фабрики как российского аналога ВФ имеет хорошие перспективы поработать на укрепление авторитета Корпорации, в частности, среди партнеров по МБО ШОС и ММС объединения БРИКС.

Изучение зарубежного опыта блендинга позволяет сделать вывод о том, что, запустив Фабрику, Россия не только оказывается в тренде финансовых инноваций, но и опережает многие экономики, в том числе входящие в состав «Группы 20». Потому что в Фабрике используется все: дерискинг, уменьшение рисков через трансевание кредитов, синдицирование — распределение рисков между многими участниками, субсидирование процентной ставки, поручительства. Причем важно, что все инструменты используются единым пакетом: в рамках единой сделки по единой стандартной документации.

Стандартизация — это то, о чем мечтает все мировое инвестиционное сообщество. При обычном смешанном финансировании не удается добиться стандартизации: много участников, необычность смешивания денег, у регуляторов нет норм и требований к смешиванию. Заемщики из развивающихся стран постоянно жалуются на то, что все происходит очень долго. Стандартизация процесс очень сильно ускоряет, если уда-



ре содействия в достижении ЦУР и финансовыми возможностями национальных экономик, включая ресурсы правительства и частного сектора, прежде всего в развивающихся странах. Как отмечают в МВФ, в глобальной финансовой системе сформировался огромный дисбаланс, определяемый тем, что в одних экономиках финансовых ресурсов в избытке, а в других их не хватает даже для того, чтобы достичь первой из 17 ЦУР — искоренения бедности. Ситуация усугубляется из-за разного рода ограничений для доступа локальных заемщиков/инициаторов проектов к средствам глобальных финансовых рынков. В их числе: ужесточение регулирования, например, по открытию корреспондентских счетов, установление разного рода лимитов на объемы операций/принимаемых рисков, проверки надежности клиентов (так называемый комплаенс), наконец, санкции, введенные в отношении ряда достаточно крупных экономик.

Несмотря на весьма активное использование, единое (универсальное) определение ВФ до сих пор не выработано и не согласовано на международном уровне. По мнению ООН, блендинг — это финансирование, которое объединяет, с одной стороны, льготное публичное финансирование с нелюбимым частным финансированием, а с другой — экспертизу проекта, проводимую одновременно как по линии публичного, так и частного секторов. ОЭСР применяет более верхнеуровневую трактовку ВФ: это стратегическое использование публичных средств в рамках финансирования развития (*development finance*) для мобилизации дополнительного финансирования, направляемого в развивающиеся страны для достижения ими ЦУР. Специально сформированная рабочая группа институтов финансирования развития (ИФР) дает наиболее развернутое определение ВФ: это комбинирование льготного финанси-







← ся как de-risking, risk underwriting или capital preservation. Инструменты, купирующие риски, могут либо улучшать кредитный профиль компании и/или реализуемого ей инвестиционного проекта и тем самым позволить поднять больше капитала по более низкой «цене», либо предоставить инвесторам комфортность в отношении возвратности их инвестиций, либо абсорбировать меньшую сумму убытка в том случае, если какие-либо события окажут негативное влияние на возвратность вложенных ими средств. Два наиболее распространенных инструмента underwriting — страховые полисы и гарантии. В числе других инструментов дерискинга называют также траншевание, то есть разделение финансовых потоков на «старшие» и «младшие», хеджирование рисков изменения курса валюты контракта/платежа, проведение своп-сделок в целях сохранения приемлемого для проекта уровня процентных ставок и т. п.

В-третьих, рыночные стимулы (market incentives), подразумевающие предоставление публичного финансирования, срок и объемы которого зависят от полученных инициатором проекта результатов; может предусматривать, в частности, гарантию цены подлежащей выпуску продукции, опирается на использование частно-государственных партнерств, которые, как правило, функционируют в виде специально учреждаемых фондов (funds) и механизмов (facilities), вместе определяемых как Collective Investment Vehicles (CIV).

Рыночные стимулы придают инвесторам уверенность в отношении будущих и/или ожидаемых цен и доходов и тем самым способствуют формированию новых рынков. Например, при наличии гарантии в отношении уровня цены продукта выше преобладающей на рынке у инвесторов пропадают элементы неуверенности в будущей конъюнктуре. При таких обстоятельствах убежденность в возвратности вложений позволяет инвестору квалифицированно оценивать риски и принимать информированные финансовые решения.

Как отмечалось выше, при применении смешанного финансирования в качестве основной рассматривается цель по привлечению в инвестиционный проект частного капитала, причем на приемлемых для него коммерческих условиях,



#### Что смешивается

Что касается практического (технического) использования ВФ инициатором проекта и его кредиторами/инвесторами, готовыми к смешиванию финансовых средств, то оно осуществляется путем применения традиционных финансовых инструментов: займы и кредиты (долговое финансирование, включая кредитные линии), синдицированные (банковские) кредиты, корпоративное, а не только проектное финансирование, выпуск акций (долевое финансирование), гарантии (государственные и/или публичных банков развития), страхование (покупка страховых полисов), гранты (безвозмездная бесплатная передача финансовых средств инициатору проекта, когда сам грант является лишь финансовым инструментом, а не частным механизмом ВФ).

то есть при достаточном уровне доходности и разумных управляемых рисках. Как следствие, на текущем этапе доминирующим способом блендинга является практика распределения рисков, то есть андеррайтинга или de-risking. Причина лежит в плоскости идентификации и оценки рисков, особенно если речь идет о долгосрочных инвестициях, относительно успешно купируемых с помощью ВФ. В их числе — политический риск, проектный и предпринимательский риски, риск партнера по сделке, риск доступности ликвидности, рыночный риск (отсутствие хедж-инструментов на местном валютном рынке), риск рефинансирования.

Правильно структурированная сделка и ее финансовая модель, основанная на блендинге, позволяют инвестору опереться на возможности публичного участника проекта как стороны, купирующей риски. Предполагается, что при смешанном финансировании распределение рисков является эффективным, реалистичным и справедливым, поскольку только при таких условиях происходит мобилизация средств частного сектора. При этом распределение рисков может быть только асимметричным: публичный сектор принимает на себя большую их часть/долю. В то же время при принятии соответствующих решений учитывают разного рода ограничения, определяющие позицию публичного сектора: юридические, регуляторные, пруденциальные.

В ВФ доминирует долговое финансирование. На него опираются и правительства в лице чаще всего публичных банков развития, и частный сектор. Долевое финансирование занимает второе место, причем через использование инструментов CIVs, которые, как правило, учреждаются правительствами, но управляются публичными, в том числе многосторонними, банками развития.

#### Объемы и направления потоков смешанного финансирования

Статистически надежные сведения по глобальным потокам ВФ отсутствуют.

Транзакции с использованием ВФ значительно различаются по объемам. По данным Convergence, минимальная сумма проекта находится в преде-

лах \$110 тыс., а максимальная достигает \$8 млрд. При этом медианное значение этого показателя составляет \$64 млн. На сделки объемом \$10–25 млн приходится 17% зафиксированных центром транзакций. Эти данные позволяют предполагать, что блендирование является весьма популярным способом финансирования не только крупных, но и региональных, а также местных проектов.

Что касается механизма/способа блендинга, то за период с 2012 по 2018 год включительно больше всего ресурсов было привлечено с использованием underwriting (дерискинга), в котором, судя по всему, доминировали гарантии (\$80,9 млрд). Следом идут средства, мобилизованные с использованием CIVs и SPVs (\$51,7 млрд), далее — синдицированные кредиты (\$36,3 млрд), кредитные линии (\$29,8 млрд), софинансирование оборотного капитала компании — инициатора проекта (\$15,6 млрд). Эксперты ОЭСР обращают внимание на такую особенность ВФ, как примерно равное географическое распределение его потоков между экономиками стран Африки, Азии, Латинской Америки и Европы (с учетом Турции).

#### Оценка эффективности и сдерживающие факторы

В связи с наличием публичного финансирования при применении ВФ большое значение придается оценке того, как на практике использованы блендинговые средства, какие эффекты получены как с точки зрения результатов самого проекта, так и в плане устойчивого развития в целом. Установлено, что, например, в 92% CIV ставка сделана на стандарты, разработанные Международной финансовой корпорацией. Эти «метрики» предполагают учет прежде всего числа созданных рабочих мест, далее — количество выгодоприобретателей (хозяйствующих субъектов) в сумме накопленных инвестиций. Кроме того, используются такие показатели, как женская занятость, сокращение выбросов CO<sub>2</sub>, число профинансированных СМП и другие.

Несмотря на значительный спрос на ВФ, на текущем этапе его объемы остаются относительно небольшими для того, чтобы оказывать заметное влияние не только на переходное и/или климатическое финансирование, но и даже на достижения

ЦУР. Причин сложившегося положения несколько. К числу наиболее существенных из них в ОЭСР относятся следующие:

- масштабы ВФ сильно зависят от ОНР и льготного фондирования из других финансовых источников, при этом объемы такого фондирования являются крайне волатильными — чаще всего из-за действия политических факторов;

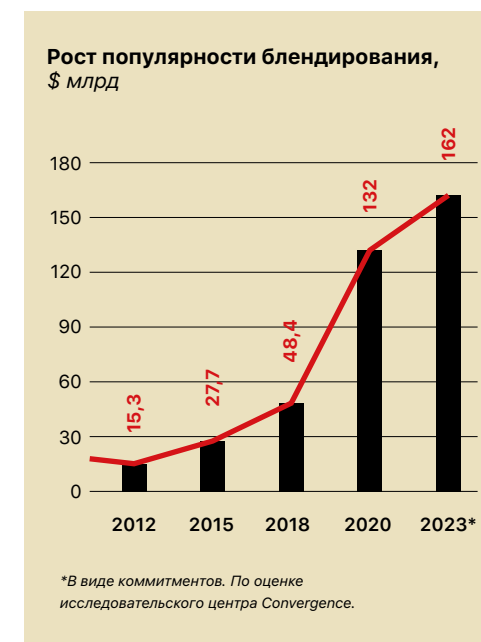
- при ВФ требуется комплексное взаимодействие и принятие управленческих решений с участием большого числа организаций, нередко международных, а также предприятий частного сектора, что предполагает использование очень специфической и часто сложной структуры управления проектами; значительные административные расходы на фоне относительно небольших по объему финансовых операций и медленного расходования денежных средств (disbursement);

- применение, как правило, сложной юридической структуры сделок, разработка которой и оформление договорных документов предполагают наличие специально подготовленного, высококвалифицированного персонала;

- асимметрия доступности информации о проекте и/или его инициаторе: как правило, публичные институты финансирования развития намного лучше осведомлены о рисках предполагаемой инвестиции, чем частные участники проекта, что является фактором, сдерживающим их желание участвовать в проекте.

Ключевым направлением для решения перечисленных выше проблем и наращивания объемов ВФ является, по мнению многочисленных экспертов из самых разных международных, национальных и прочих организаций, стандартизация процессов и документации, используемых при

подготовке и реализации проектов с применением ВФ, а также метрик и критериев оценки результативности использования блендинговых средств. В данном контексте важную роль мог бы сыграть обмен опытом (практиками), организуемый на многосторонних переговорных площадках, например в «Группе 20», МБО ШОС и ММС объединения БРИКС. —







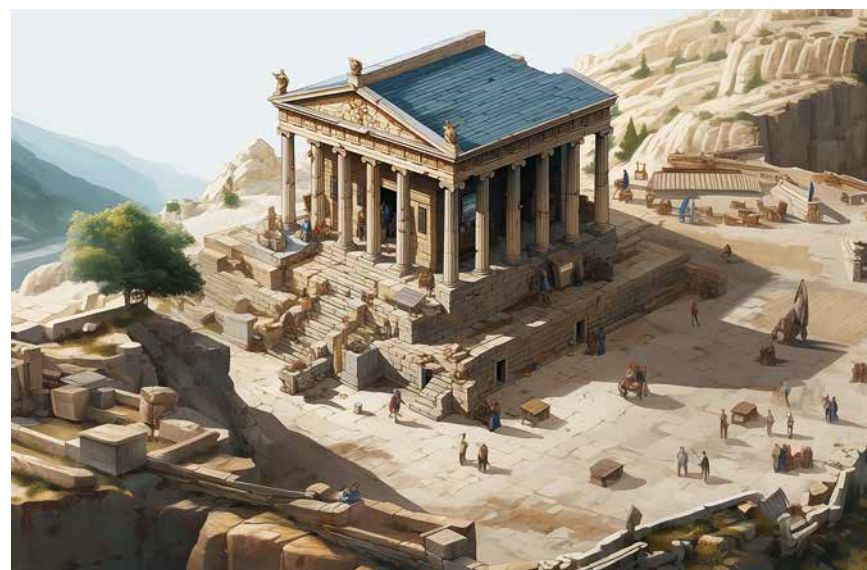
Как эволюционировала регуляторика проектного финансирования в России

## ОТ СИНДИКАТОВ К ФАБРИКЕ

Новейшая история проектного финансирования в России началась в середине 90-х годов прошлого века с синдицированных кредитов, предоставляемых зарубежными банками по английскому праву. С тех пор возникли российское право и формат регулирования со стороны Банка России, а также отраслевой стандарт синдицированного кредитования. Участники рынка считают, что необходимая нормативная база в целом создана, пришло время относительно тонкой настройки. *Андрей Галиев* Фото: Александр Миридонов/Дмитрий

Духанин/Эмин Джафаров/Коммерсантъ →





«В основе синдицированного кредита лежит социальное взаимодействие кредиторов, объединенных общей целью и экономическим интересом», — утверждает Олег Иванов, сопредседатель комитета Ассоциации банков России по инвестиционным банковским продуктам. При этом он прослеживает историю такого взаимодействия от сложившейся еще в Древней Греции практики беспроцентных эранос-займов (от гр. «ἐρανος» — «трапеза в складчину»), которые предоставляли несколько человек исходя из своих возможностей и потребностей заемщика: «Идея совместного кредита выросла из общих застолий и механизма, с помощью которого компания друзей, объединившись, материально помогала нуждающемуся товарищу». Стоит добавить, что, поскольку тогда речь шла о взаимоотношениях в кругу относительно обеспеченных друзей, заемщик, видимо, априори считался обладающим тем, что гораздо позже в английском праве станут называть investment grade — инвестиционным качеством.

С течением тысячелетий и по мере усложнения социально-экономических обстоятельств — развития международной торговли, перетоков капитала, промышленных революций и прочая — «товарищеского» в совместном, то есть синдицированном, кредитовании становилось все меньше. И к концу прошлого века оформление синдицированных кредитов в подавляющем большинстве случаев перешло к более сложным договорным форматам. В частности, были выработаны новые принципы кредитной документации:

- индивидуальные обязательства кредиторов (several obligations): каждый банк считается пре-

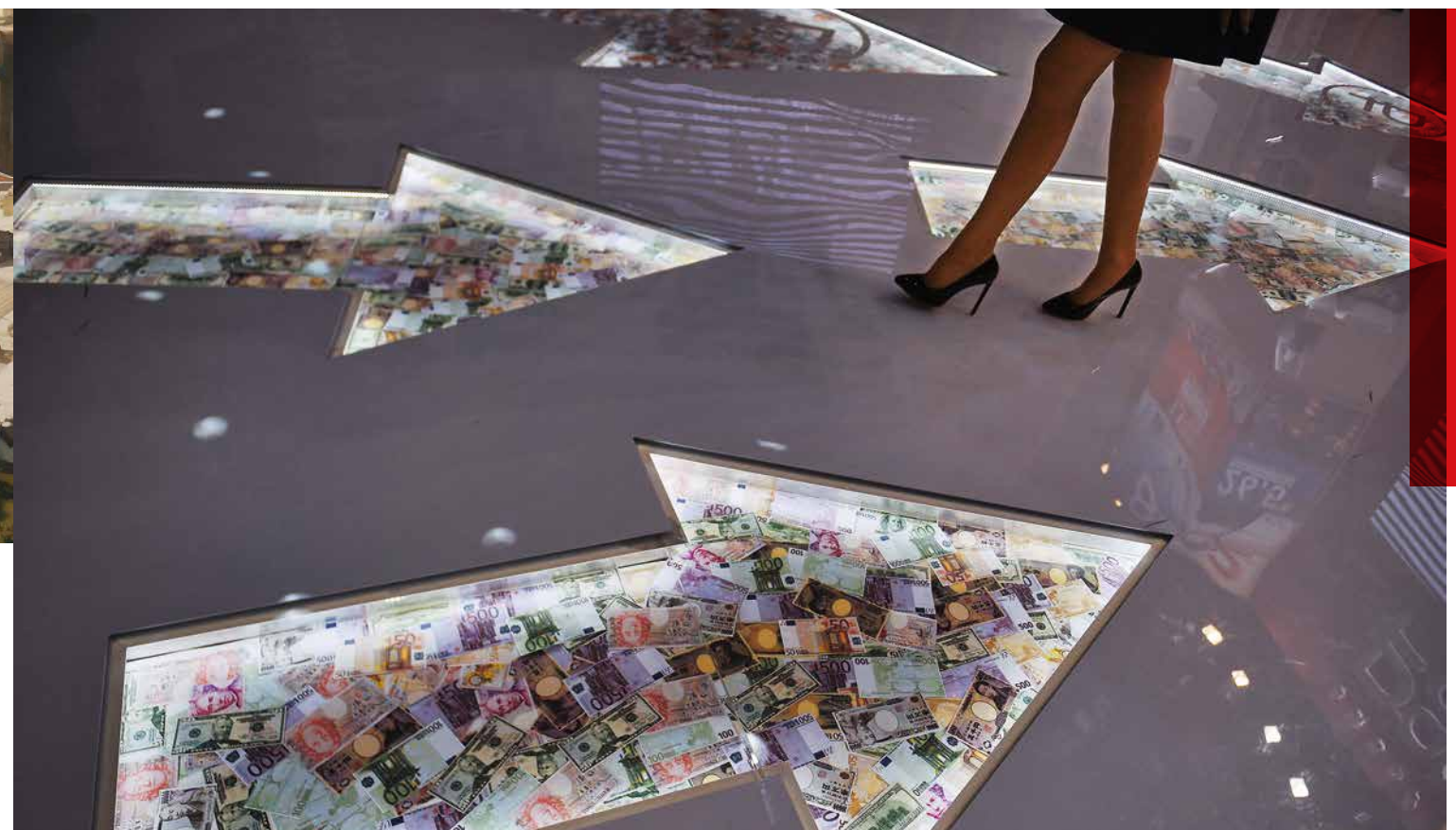
доставившим заемщику самостоятельный кредит на идентичных условиях;

- функция банка-агента (agent bank): один из банков назначается агентом синдиката, через него проходят все платежи и коммуникация с заемщиком;

- демократия в синдикате (syndicate democracy): большинству кредиторов может передаваться ограниченный объем полномочий, как правило, за исключением уменьшения размера платежей заемщика, изменений процентной ставки или валюты платежа, увеличения лимита кредитования, согласия на перевод долга;

- пропорциональное распределение платежей (pro rate sharing): полученное одним из участников синдиката сверх его доли распределяется пропорционально между остальными банками.

В 1970–1980-е годы первые среднесрочные синдицированные кредиты предоставлялись американскими банками суверенным заемщикам, преимущественно странам Латинской Америки, Африки и Азии. В этих случаях заемщиком обычно выступал соответствующий центральный банк, обязательства которого гарантировались местным правительством. Первоначально заемщики противились применению для этих сделок иностранного права и юрисдикции. Но банкам-кредиторам было важно использовать иностранное право, чтобы ограничить применение в отношении кредитных договоров положений национального законодательства заемщика о валютном контроле, моратории на исполнение обязательств и прочем.



Ключевые условия кредитных договоров не должны были ставиться судом под сомнение, а до этого суд еще должен был принять к рассмотрению возможные споры, возникающие в сделках международного синдицированного кредита. Так подавляющая часть синдицированных кредитов, привлекаемых суверенными заемщиками в 1970-х годах, оказалась подчинена английскому праву.

На рубеже 1990-х годов предпочтения суверенных заемщиков изменились в пользу облигационных займов (Brady bonds), используемых для целей реструктуризации кредитной задолженности развивающихся стран. Их уход с рынка синдикаций совпал с ростом интереса к синдицированному кредиту со стороны крупнейших корпораций, а также новых групп кредиторов: пенсионных фондов, страховых компаний, структур секьюритизации. Рыночный инструментарий усложнился, в документации стали шире использоваться элементы, пришедшие с облигационного рынка: ковенанты (дополнительные обязательства заемщиков) и триггеры (условия, невыполнение которых автоматически влечет определенные действия со стороны кредиторов).

Становлению рынка способствовала стандартизация кредитной документации, проводимая

международными профессиональными ассоциациями, созданными для развития вторичного рынка синдицированного кредита. В 1995 году в Нью-Йорке была основана Американская ассоциация синдицированного кредитования — некоммерческая торговая ассоциация, объединившая участников рынка кредитов с плавающей ставкой. А годом позже в Лондоне возникла Ассоциация кредитного рынка, ориентированная на европейскую практику и документацию, подчиненную английскому праву.

### Россия выходит на рынок

В это же время международный рынок синдицированных кредитов стали осваивать российские игроки. Они — тогда в основном крупные банки, импортеры и экспортеры, по сути, присоединились к международному рынку синдицированного кредитования, регулируемому английским правом, и восприняли его как условие этого присоединения. Особенно учитывая отсутствие подходящей нормативной базы в самой России. Долгое время она исчерпывалась Инструкцией ЦБ РФ № 1 «О порядке регулирования деятельности коммерческих банков» от 30 апреля 1991 года. →



← С течением времени нумерация менялась, инструкция усложнялась, в частности за счет методики определения уровня риска по синдицированным ссудам.

Проектные компании чаще всего также создавались за рубежом, хотя проектная деятельность велась в России. Финансирование — крупные длинные кредиты — оформлялось синдицированными кредитами, подчиненными английскому праву, которые выдавались этим иностранным проектным компаниям, и уже они финанси-

тие. И, понимая это, банки шли на юридические риски, связанные с документацией в английском праве», — добавляет господин Корсун.

Применение английского права обусловило и доминирование зарубежных компаний на рынке юридических услуг. «Сопровождение подчиненных английскому праву синдицированных кредитов практически полностью монополизировали иностранные юристы, — говорит Дмитрий Губарев, тогда партнер в московском офисе британской юридической фирмы Herbert Smith Freehills, а ныне — партнер юридической фирмы «Никольская Консалтинг». — Рынок услуг в сфере крупной транзакционной работы в основном контролировался глобальными юридическими фирмами».

Сделки по российскому праву стали принципиально возможны в 1996 году с вступлением в силу второй части Гражданского кодекса РФ, устанавливающей права и обязанности сторон в различных гражданско-правовых договорах. «Первая известная мне сделка синдицированного финансирования по российскому праву была совершена в 2001 году, — вспоминает Дмитрий Губарев. — Это был обеспеченный кредит на несколько десятков миллионов долларов. Заемщиком была одна из компаний «Русского алюминия», а организаторами — российский Райффайзенбанк и еще не ВЭБ, а «Внешторгбанк»».

При этом, считает господин Губарев, эволюцию регулирования синдикатов в России нельзя подразделить на четко выраженные последовательные этапы: «Во многом все происходило параллельно. Когда начались сделки по российскому праву, это были еще хрупкие ростки на фоне основного потока финансирования, которое структурировалось как синдицированные кредиты по английскому праву. Российские банки, в основном «дочки» иностранных, прежде всего Райффайзенбанк, «Юникредит», «Сосьете Женераль Восток», потихоньку стали продвигать

вали закупку оборудования и какие-то работы на территории России. «Практически все синдикаты до 2009 года были в английском праве, — вспоминает зампред ВЭБ.РФ Юрий Корсун. — Пока национального законодательства не было, в синдикат входили на свой страх и риск, переводя английские договоры. У каждой юрфирмы был свой договор, а в ее заключениях присутствовала масса квалификационных ограничений: это не опробовано, это не работает, такой терминологии нет. Все риски были на банках, но они шли на это». В том числе потому, что исторически синдикаты выглядели лучше обычных кредитов с точки зрения дефолтности. «Уровень дефолтов в синдикатах очень маленький, потому что банки склонны скорее договариваться, нежели губить предприя-

” **Уровень дефолтов в синдикатах очень маленький, потому что банки склонны скорее договариваться, нежели губить предприятие. И понимая это, банки шли на юридические риски, связанные с переводом английских договоров** —

## Этапы стандартизации синдикатов в России

### 2011

Создание Комитета по синдицированному кредитованию при Ассоциации региональных банков России, формирование Координационного совета и Юридической экспертной группы

### 2012–2015

Подготовка первой редакции Стандартной документации

### 2015–2019

Изменение гражданского законодательства, принятие Закона о синдицированном кредите (займе) и его изменение

### 2021–2023

Подготовка второй редакции Стандартной документации

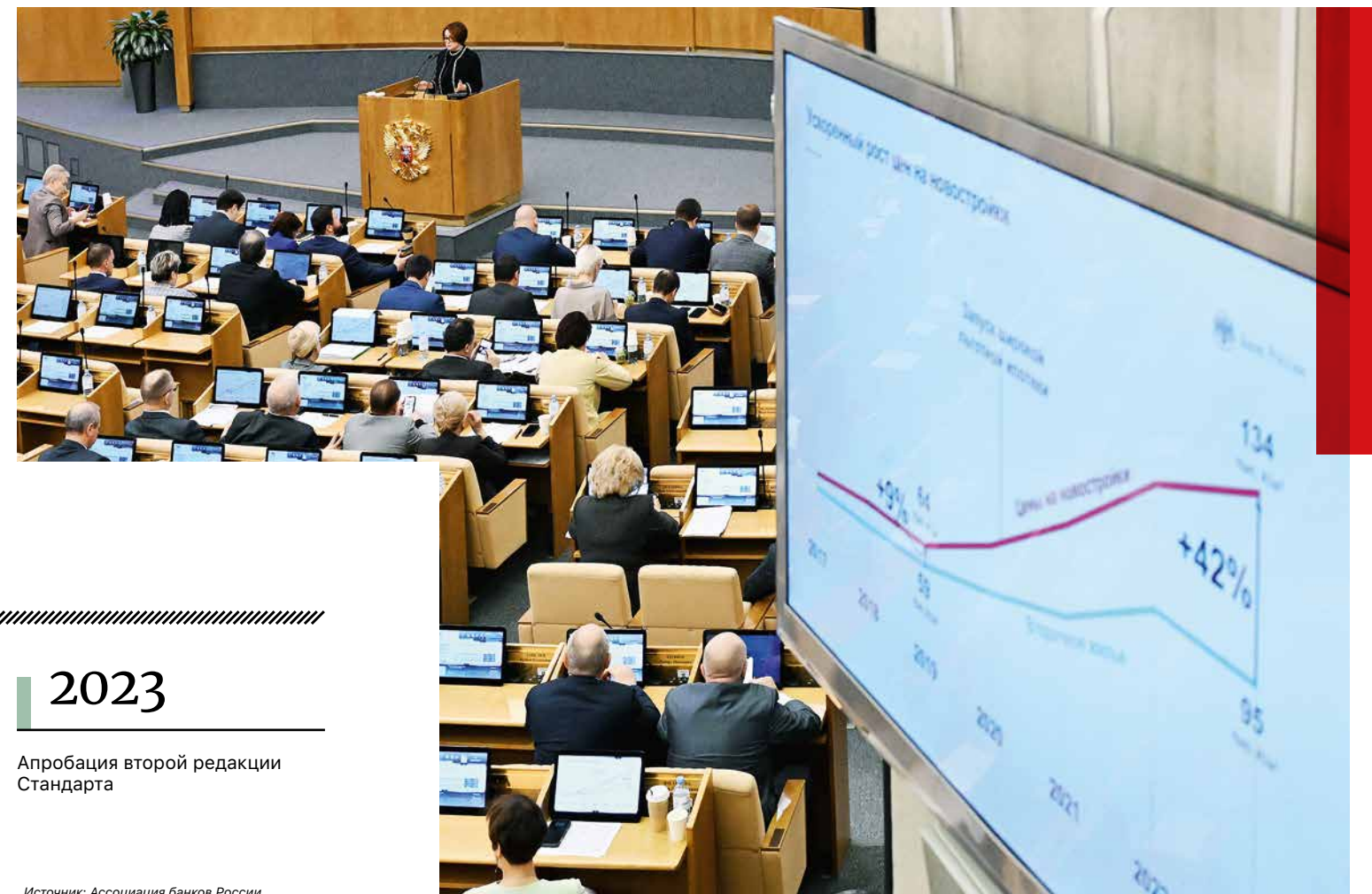
такие сделки, преимущественно в рамках своих небольших лимитов, на российский рынок. Потом стали подключаться собственно российские банки — Сбербанк, ВТБ, Альфа-банк».

### Стандартный договор и специальный закон

Ни английское право, ни ГК РФ, ни большая склонность банков к компромиссам в синдикатах не могли полностью защитить их от рисков, связанных с одновременным применением различных договорных форм. Потребовался стандартный договор синдицированного кредитования — единая форма, которой мог бы пользоваться каждый банк-кредитор. Нужно было пройти путь, который, в частности, уже прошла Loan Market Association в Великобритании.

«Там очень сложный договор, не похожий на классические российские, — говорит господин Иванов. — Юридическая задача состояла в том,

чтобы все процедуры и механизмы работы этого инструмента были прописаны в соответствии с российским гражданским правом, Гражданским кодексом. Согласовывались бы с российской правовой системой, но работали так, как к этому привыкли профессионалы рынка, поскольку это технологический или операционный стандарт». В 2011 году для решения этой задачи в Ассоциации банков России был создан комитет по синдицированному кредитованию. «В 2012 году эта работа началась, — вспоминает возглавивший этот комитет Олег Иванов, — и в 2015 году был подготовлен первый стандарт российского договора синдицированного кредита — объемный документ на 200 страниц. Здесь банки ничего не придумали: они действовали по аналогии с международным рынком». Представленная тогда документация включала в себя сам кредитный договор, соглашение о вознаграждении, методические рекомендации по расчету финансовых показателей и схему бухгалтерских проводок. →



### 2023

Апробация второй редакции Стандарта

Источник: Ассоциация банков России.





← По оценке президента Ассоциации банков России и руководителя комитета Госдумы по финансовому рынку Анатолия Аксакова, работу по стандартизации ассоциация проводила в тесном взаимодействии с Банком России: благодаря этой работе была улучшена инструкция 139-И: в нее введено определение синдицированного кредита и усовершенствованная методика определения уровня рисков по таким кредитам.

Пока шла работа над стандартным договором, стало понятно, что необходима и доработка законодательства. В частности, участники профессиональной дискуссии, организованной ассоциацией на площадке Госдумы, выделили следующие проблемные моменты, нуждающиеся в урегулировании для сделок синдицированного кредитования по российскому праву:

- банк — участник сделки должен понимать, что не несет дополнительного риска в сделках через агента, который координирует обязательства множества кредиторов;

- у банка должно быть право легитимно брать дополнительные комиссии, так как в сложных сделках он принимает на себя повышенные риски. При этом с комиссий не должен уплачиваться НДС, как это принято в других юрисдикциях;

- необходимо законодательно закрепить понятие «синдицированный кредит», чтобы у банка была возможность рефинансирования в ЦБ по 312-П;

- необходимо закрепить идею обязательности решений большинства кредиторов;

- для работы вторичного рынка синдицированного кредитования при смене кредиторов необходимо обеспечить легитимность и доступность залогов для всех участников синдиката.

Сначала предполагалось обойтись поправками в действующий Гражданский кодекс, но потом стало понятно, что лучше сделать специальный закон. В конце 2017 года был принят и в нача-

ле 2018 года вступил в силу Федеральный закон № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе)». Он, по оценке Юрия Корсуна, «получился компромиссным, но тем не менее снял самые проблемные базовые истории, с точки зрения юристов».

### Проектное финансирование и регулирование ЦБ

В любом случае закон был принят в том виде, в котором он был важен для запуска «Фабрики проектного финансирования».

«После 2014 года стало понятно, что роль иностранных организаторов ослабевает и что мы должны конструировать соответствующие механизмы внутри страны, — говорит господин Иванов. — В 2016 году Внешэкономбанк возглавил Сергей Горьков, стала реализовываться идея использования проектного финансирования российскими институтами развития, при этом Внешэкономбанк должен был стать его главным генератором. Придумали упаковать это в “Фабрику



проектного финансирования” (ФПФ) — программу, которая в рамках института развития интегрирует в очень сложный механизм четыре элемента: синдицированный кредит, в котором государственных денег очень немного, в основном — деньги частных банков; государственную гарантию; хеджирование процентных ставок через субсидию за счет встроенного дериватива; выпуск облигаций, в которые должен упаковываться старший транш кредита — предполагалось, что его, помимо банков, будут покупать НПФ и институциональные инвесторы. По-

лучалась очень сложная комбинация, в которой все виды инвесторов в России участвуют в проектном финансировании. А поскольку в основе Фабрики лежит синдицированный кредит, то ВЭБу как институту развития потребовался закон о нем. И тут слились два трека: идея ВЭБа о том, что в рамках ФПФ нужно разной срочности ресурсы из разных источников объединить в синдицированном кредите, и те усилия, которые до этого три года предпринимала ассоциация».

Однако только закона о синдицированном кредитовании для развития проектного финансирования было недостаточно. Требовались изменения в подходе ЦБ к формированию банками резервов под участие в нем.

Особенность классического проектного финансирования в том, что в его рамках с нуля создается специальная проектная компания, которая получает на него кредит. При стандартном подходе к определению банковских резервов нельзя считать надежным кредит, выданный только что созданной компании. В этой ситуации банкам пришлось бы создавать под такие кредиты резервы, начинающиеся с 20%. Иначе говоря, исходя из обычных требований ЦБ считалось, что такой кредит невозвратен на 20%, или не удастся вернуть деньги из каждого пятого проекта.

Но то, что было нормальным для обычного бизнеса — если он только создан, непонятно, насколько он надежен, поэтому нужно исходить из того, что он не надежен, никак не подходило для проектных компаний. При таком банковском регулировании настоящие проектные кредиты были невозможны.

Исходя из этой логики, ВЭБ и Минэк проработали с ЦБ изменения к правилам формирования резервов. В 2018 году Банк России ввел принципиально новый порядок расчета резервов и достаточности капитала для формата проектного финансирования: минимум резервирования для качественных проектов был установлен на уровне 1%. (Подробнее о позиции ЦБ РФ в отношении проектного финансирования см. стр. 46.)

«После этого заработал формат “Фабрики проектного финансирования” — в феврале 2018 года пришли первые клиенты, партнеры договорились об условиях финансирования. 2018 год стал годом создания нормативной базы и закончился выпуском госгарантии в конце декабря, а уже в феврале 2019-го были подписаны первые две сделки», — отмечает Юрий Корсун.

### Участие в риске и обновление стандарта

Компромиссный закон о синдицированном кредитовании образца 2017 года урегулировал не все →



← вопросы, занимавшие участников рынка. В частности, он не содержал какой-либо регламентации в отношении гражданско-правовых механизмов, используемых на вторичном рынке синдицированного кредитования в РФ, что существенным образом сдерживало развитие этого рынка: при реализации долгих и масштабных проектов банки — участники синдикатов хотели бы получить возможность оперативного реагирования на изменение ситуации, например с помощью продажи части своего риска сторонним банкам. В английском праве эта конструкция называется суб- или риску частью — sub-participation или risk-participation — в зависимости от его содержания.

«Существуют различные способы финансирования. Помимо “прямого” участия в синдицированном кредите, банки могут профинансировать кредит, заключив соглашение о финансировании участия в кредите, — поясняет Губарев. В последнем случае один банк предоставляет кредит, а другой, “внешний участник”, дает деньги уже ему, чтобы он полностью или частично профинансировал кредит. Внешний участник не просто дает деньги, но и принимает на себя — также полностью или частично — риск заемщика. Если заемщик не заплатит, банк-кредитор тоже не должен платить внешнему участнику. А если заемщик исправно платит, первый делится выплатами со вторым. Эта модель была внесена в редакцию закона о синдицированном кредитовании, вступившую в силу в 2021 году, и используется.

Но есть еще второй вариант, в котором внешний участник не предоставляет финансирование банку-кредитору, а принимает на себя риск заемщика. Внешний участник говорит первому банку: «Я беру на себя 50% риска заемщика, ты делишься со мной половиной процентов, которые он тебе платит, а если вдруг заемщик

не заплатит, тогда я за него заплачу тебе свою долю». По сути, внешний участник выступает гарантом или поручителем. Но, поскольку в конструкции предполагается разделение риска и участия в доходе, это не поручительство или гарантия, а особый инструмент, который и называется risk participation. Нормы про risk participation пока в российском законодательстве нет — это требует

небольшой доработки соответствующей статьи закона».

Кроме субучастия в новой редакции закона появился большой раздел, посвященный тому, как поступать при процедуре банкротства заемщика...

Изменения в законодательстве и накопленная практика привели к необходимости доработки стандарта кредитной документации.

В 2021 году под эгидой АБР был запущен процесс подготовки второй, существенно измененной редакции договора о синдицированном кредите. Главные и наиболее интересные аспекты связаны с процедурой банкротства: важно понять, как действуют банки — участники синдиката, если возникают финансовые проблемы на стороне должника — взыскивать долг или инициировать процедуру банкротства». Кроме того, в 2022 году из стандарта ушли доллары и евро, остались рубль и юань.

Ушли и международные юридические компании. Впрочем, в этой части ситуация изменилась скорее на уровне брендов, нежели на уровне лиц. «Когда в 2021-м была инициирована доработка стандарта, — вспоминает господин Губарев, — мы получили этот мандат как Herbert Smith, а потом продолжили уже как “Никольская Консалтинг”. Принимали участие все крупные банки и юрфирмы, стояли нешуточные споры. И возникла существующая форма стандартного договора, которая реально используется, по ней делаются сделки».

## БУКВА ЗАКОНА

**Из изменений в Положении Банка России №590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности» от 26 июля 2018 года**

«4.10. По кредитам (займам), предоставленным в рамках реализации механизма проектного финансирования, размер расчетного резерва определяется исходя из уровня кредитоспособности заемщика, присвоенного исходя из соответствия максимальному количеству критериев, предусмотренных разделом 1 приложения 2 к Положению Банка России №483-П:

- высокий уровень кредитоспособности — расчетный резерв в размере от 1 до 5 процентов;
- достаточный уровень кредитоспособности — расчетный резерв в размере от 5 и до 10 процентов;
- удовлетворительный уровень кредитоспособности — расчетный резерв в размере от 10 и до 35 процентов;
- слабый уровень кредитоспособности — расчетный резерв в размере от 35 и до 100 процентов.

Кредит (заем), предоставленный в рамках реализации механизма проектного финансирования, в случае выявления фактов использования его не по целевому назначению, определенному в договоре, на основании которого кредит (заем) предоставлен, классифицируется в V категорию качества с формированием резерва в размере 100 процентов...»



## Спонсорская поддержка

Юридические новации в проектном финансировании в целом и в синдицированном кредитовании в частности не ограничиваются изменениями закона и стандарта. «Был интересный юридический вызов, связанный со спонсорской поддержкой как важным элементом проектного финансирования, — рассказывает Дмитрий Губарев. — Мы начали ее конструировать по российскому праву в 2022 году. Это не требует особого регулирования, изменения закона. Уже сформировались определенные подходы, которые соответствуют текущему законодательству, которые позволили решить эти задачи».

Потребность в такой поддержке объясняется тем, что банки редко участвуют в проектном финансировании в формате non-recourse, без права требования к акционерам. Формат предполагает предоставление кредита, например, на строительство какого-либо объекта — завода, по сути, под уверенность в том, что через десять лет он станет генерировать выручку, достаточную для возврата кредита. Однако, поскольку проектное финансирование — это высокорискованный вид финансирования, обычно банки хотят закрыть риск, в частности, недостройки объекта. «Почему он может быть недостроен? — продолжает рассказ господин Губарев. — Например, денег не хватит. Когда мы ремонтируем квартиру, то понимаем, что первоначальный бюджет — для ориентира. В проектном финансировании несколько иначе, но превышение бюджета постоянно имеет место. Кто-то это превышение должен покрыть. Чаще всего банки хотят, чтобы это были инициаторы проекта — акционеры или связанные лица. На практике бывает по-разному — например, спонсором выступает другая компания, которая принадлежит тому же бенефициару, но не относится к тому же бизнесу».

При этом требуется комплексный юридический инструмент, поскольку нужно организовать работу сразу в трех уровнях. Во-первых, обеспечить получение проектом денег — нужно, чтобы кто-то взял на себя такое обязательство. Удобнее всего вклад в имущество: акционеры обязуются внести вклад в имущество заемщика при наступлении определенных обстоятельств. Во-вторых, если спонсор и акционер — это разные лица, акционер — техническая компания, а реально деньги поступают от внешней компании бенефициара, спонсор часто дает независимую гарантию в пользу заемщика с обязательством предоставить вклад в имущество. И, в-третьих, ответственность спонсора непосредственно перед кредиторами, которая оформляется договором поручительства, носящим ограничен-

ный, обусловленный характер. «Есть масса нюансов, за которые на переговорах всегда проливается много крови», — подытоживает Дмитрий Губарев.

Как мы уже знаем (подробнее о механизме «Фабрики проектного финансирования» см. стр. 2), отчасти спонсорскую поддержку призван заместить транш «В» «фабричного» кредитования, в том числе и потому, что он может быть использован для выплаты процентов по кредиту. Однако и при получении этого транша придется соблюсти правило «80/20»: если потребность 100, по траншу «В» можно получить только 80, а 20 все-таки придется найти.

## Статус и перспектива

Все опрошенные «Экспертом» банкиры (мнения представителей Сбера и ВТБ см. соответственно стр. 42 и стр. 44) и юристы утверждают, что нормативная база для развития проектного финансирования в целом создана, дальше речь может идти скорее о ее «тонкой настройке».

Одним из ее элементов является адаптация стандартного договора кредитования к особенностям «Фабрики проектного финансирования». «Сейчас дописывается специфический кусочек под Фабрику, — говорит господин Корсун, — своего рода райдер, уточнения под “фабричные” сделки: если идешь в синдикат — вот стандартный договор, а если идешь в Фабрику — вот стандартные положения для Фабрики». К числу особенностей Фабрики можно отнести: специфические условия голосования, наличие разных траншей, набор обя-



**Слились два трека: идея ВЭБа о том, что в рамках ФПФ нужно разной срочности ресурсы из разных источников объединить в синдицированном кредите, и те усилия, которые до этого три года предпринимала Ассоциация**

зательств, ковенантов в кредитном договоре — то, что стороны согласуют, когда делают конкретную сделку. «В идеальном мире, — размышляет господин Губарев, — если юристы делают сделку по стандартной форме, они концентрируют свою работу именно на тех разделах, которые отражают специфические условия данной сделки».

Фабрику также отличает ключевая роль ВЭБа как кредитного управляющего в соответствии с требованиями регулирования по ФПФ.





**Александр Ведяхин,**

первый заместитель  
председателя Правления  
Сбербанка



Что предлагает Сбер

## Как увеличить инвестирование в сложные проекты

Проблема длинных денег в экономике столь же вечна, как и сами деньги. Ни одна страна не может устойчиво развиваться без долгосрочных инвестиций, которые, в свою очередь, невозможны без проектного финансирования. Как чувствует себя сегодня эта сфера в России и как можно ускорить ее развитие, рассказывает первый заместитель председателя Правления Сбербанка Александр Ведяхин.

**Как вы оцениваете роль проектного финансирования в общем инвестировании в России? И какое место занимает это направление в работе Сбера?**

Сбер — один из ключевых участников рынка проектного финансирования в стране наряду с другими

крупнейшими банками. Сбер занимает свыше трети рынка проектного финансирования в России. Сегодня наш портфель в этом сегменте составляет более 1,4 трлн руб. Значительную долю в проектном финансировании составляют инфраструктурные проекты, в первую очередь проекты

транспортной инфраструктуры как одни из наиболее капиталоемких. Как один из примеров: при участии Сбера решена задача финансирования проекта новой автодороги ЦКАД в Московской области протяженностью около 339 км и общим бюджетом более 300 млрд руб.

**Какие крупнейшие сделки Сбер реализовал в синдицированном кредитовании? И насколько плотно вы работаете с «Фабрикой проектного финансирования»?**

В 2023 году в синдикате с российскими банками мы закрыли восемь сделок общим объемом 370 млрд руб. Среди них — строительство и реконструкция нескольких российских аэропортов, на что выделяется 50 млрд руб. в рамках «Фабрики проектного финансирования», а также строительство крупного металлургического предприятия на 140 млрд руб. В синдикате реализовали для «Росатома» проект по строительству производства литийионных батарей на 30 млрд руб. Такие батареи предприятия будут устанавливаться в электробусах, электромобилях и спецтехнике.

С Фабрикой мы работаем очень тесно. Это одна из наших стратегических задач с момента запуска программы. За прошедшие пять с небольшим лет банк участвовал в 12 из 28 сделок Фабрики с общим объемом синдицированного кредитования более 700 млрд руб. 45% сделок по программе прошли с участием Сбера. Хочу вспомнить проект строительства горно-металлургического комбината «Удокан». Это была очень сложная сделка, бюджет которой пересматривался в ходе реализации. Изначально она была структурирована с применением инструментов английского права, но потом была трансформирована в российско-правовую сделку.

В 2024 году мы планируем завершить работу над еще как минимум 16 «фабрич-

ными» сделками, которые сейчас находятся на этапе структурирования. Общий объем проектного финансирования по ним может превысить 4,5 трлн руб. Эти сделки относятся к таким приоритетным отраслям, как транспортная инфраструктура, промышленное производство, металлургическая отрасль, нефтехимия и энергетика. Ряд крупных сделок Фабрики был поставлен на паузу в конце прошлого года в силу их сложности, экономической конъюнктуры и так далее. Мы ожидаем возобновления работы над ними в этом году

**На ваш взгляд, что необходимо улучшить в «Фабрике проектного финансирования»? Как вы в целом оцениваете существующую в России регуляторную среду?**

Что касается «Фабрики проектного финанси-

рования», думаю, было бы правильно расширить отраслевую направленность Фабрики, включив в орбиту программы строительство объектов социальной инфраструктуры: школ, детских садов, больниц, поликлиник и так далее. С ВЭБ.РФ у нас сейчас в совместной проработке более 30 таких проектов на сумму свыше 370 млрд руб. Кроме того, с учетом повышения стоимости финансирования, влияющей на общую стоимость проектов, актуальным было бы использование плавающей ставки в таких проектах в рамках Фабрики для более активного привлечения внебюджетного финансирования.

Что касается развития проектного финансирования, назову несколько предложений. Для банковского стимулирования эффективно применение сниженных риск-весов при кредито-

вании крупнейших инвестпроектов. Сейчас регуляторная база позволяет применять понижающие коэффициенты риска при соответствии проекта ряду критериев, определяемых правительством, где одно из важных условий — наличие рейтинга одного из аккредитованных национальных рейтинговых агентств. При этом в России не сформировалась пока развитая рыночная практика рейтингования проектных компаний на предынвестиционной стадии, что существенно затрудняет получение требуемого кредитного рейтинга.

Для инфраструктурных проектов, реализуемых в форме концессионных соглашений, полагаем, что в качестве подхода к регулированию требуется проработка возможности установления «льготных» риск-весов на минимальном уровне с учетом законодательно закрепленных компенсаций или выплат кредиторам, предусмотренных 115-ФЗ, которые де-факто формируют «квазисуверенный» профиль риска для кредиторов.

И скажу еще о мере поддержки проектного финансирования, которую правительство запустило в 2020 году. Речь о соглашениях для инвесторов о защите и поощрении капиталовложений (СЗПК) по 69-ФЗ. Мы проанализировали пайплайн наших проектов и увидели, что в Сбере критериям СЗПК соответствуют десятки проектов на общую сумму порядка 1 трлн руб. Мы плотно работаем с Минэкономразвития России, чтобы шире применять СЗПК в проектном финансировании. —

### ДЕТАЛИ

#### Фонд акционерного капитала Сбера

В середине 2023 года в качестве комплементарного продукта «Фабрики проектного финансирования» Наблюдательный совет ВЭБа утвердил создание совместных Фондов акционерного капитала с ведущими банками, включая Сбер, размером 50 млрд руб. каждый. Сейчас мы работаем над запуском Фонда, который будет предоставлять до 50% требуемого собственного участия инвесторов в Фабрике, что снизит нагрузку на инвесторов проекта. По правилам Фабрики они должны обеспечить финансирование собственными средствами не менее 15% объема бюджета проекта. До половины данного объема собственного участия в перспективе можно обеспечить за счет инвестиций Фонда.

Ключевая мера господдержки коммерческих банков для формирования Фондов акционерного капитала Фабрики — применение пониженного риск-веса в размере 20% к инвестициям. Такой подход поддерживается ЦБ РФ, в этом году планируется внести требуемые изменения в нормативно-правовые документы. Пониженный риск-вес достигается за счет наличия в структуре сделки по созданию Фонда опциона «пут» ВЭБ.РФ. В качестве потенциальных сделок для Фонда мы уже отобрали проекты с общим бюджетом капитальных затрат около 500 млрд руб. и требуемым объемом инвестиций со стороны Фонда свыше 40 млрд руб.





**Виталий  
Сергейчук,**

руководитель блока  
корпоративно-  
инвестиционного бизнеса ВТБ



Что предлагает ВТБ

## «Важно зафиксировать прогнозную экономику проекта»

При реализации крупных и сложных проектов банки-кредиторы зачастую становятся партнерами их инициаторов не только на инвестиционном этапе, но и в процессе операционной деятельности после запуска. Об опыте и принципах проектного финансирования ВТБ рассказывает руководитель блока корпоративно-инвестиционного бизнеса Виталий Сергейчук. *Фото: Майя Жинкина/Коммерсантъ*

**В каких случаях ВТБ прибегает к проектному финансированию?**

Мы обращаем внимание на ряд критериев, соблюдение которых необходимо для того, чтобы он стал успешным. Среди основных — наличие профессиональной команды менеджеров с опытом в соответствующей отрасли, понимание всеми участниками возникающих сопряженных рисков и проработанная стратегия управления ими. Немаловажным

является и наличие необходимого объема собственных средств, которые акционеры инвестируют в проект.

Безусловно, если мы видим интересную, социально значимую инициативу, которая позволит существенно повысить качество жизни людей в определенном регионе, то совместно с другими участниками рынка, включая ВЭБ.РФ, готовы предлагать максимально гибкие инструменты поддержки. Например, механизмы, кото-

рые учитывают ограниченный объем средств со стороны инициаторов проекта.

Механизм проектного финансирования эффективнее всего использовать, когда есть возможность с высокой степенью надежности зафиксировать прогнозную экономику проекта и обеспечить рентабельность инвестиций банка.

Команда ВТБ накопила уникальный опыт реализации проектов в горно-металлургической, транс-

портной, энергетической отраслях. Когда мы беремся за их финансирование, то становимся не просто инвестором, а абсолютно полноценным партнером, вовлеченным в процесс решения широкого спектра задач, возникающих как на инвестиционном этапе, так и в процессе операционной деятельности проекта. Нам важно не только полностью реализовать проект, но и быть уверенными, что в дальнейшем он будет эффективно работать, создавать добавленную стоимость для региона и местных жителей, приносить ощутимую пользу обществу.

Помимо критически важной сейчас роли в перенаправлении логистических

потоков на Восток и расширению экспортного потенциала страны, подобные крупные инфраструктурные проекты играют и значимую социальную роль: создают новые высокооплачиваемые рабочие места, стимулируя закрепление населения в этих регионах.

**Как вы оцениваете качество нормативной базы проектного финансирования?**

Банковское сообщество находится в постоянном диалоге с представителями Правительства РФ и профильными государственными институтами. Мы прорабатываем изменения в нормативной базе, в том числе с учетом текущей рыночной конъюнктуры. Считаем, что правительство и ЦБ РФ своевременно и успешно адаптируются к изменившемуся рыночному ландшафту. Безусловно, во время реализации крупных проектов у участников процесса появляется возможность понять, что можно изменить, улучшить. По многим направлениям уже ведется активная работа. С точки зрения банков хотели бы выделить следующие предложения:

- снижение норм резервирования и нагрузки на капитал банков. Например, возможность при расчете риска на группу связанных заемщиков не включать акционера (спонсора) проекта и проектные компании, относящиеся к сегменту проектного финансирования, в группу связанных заемщиков в случае, если условия финансирования не предполагают наличие инструментов прямого регресса

на акционеров (спонсоров) проекта;

- улучшение эффективности и снижение трансакционных издержек для банков при кредитовании концессионных соглашений. Считаем, что в случае финансирования крупных инфраструктурных проектов, концедентом (публичной стороной) по которым выступает государство, можно и дальше двигаться в направлении признания риска по таким кредитам близким к суверенному;

- использование механизма ГЧП для реализации проектов в промышленности. В условиях санкционных ограничений Правительство РФ выделило перечень приоритетных отраслей, которые позволяют обеспечить технологический суверенитет России. Эти проекты сопряжены со значительными рисками в связи с уходом с российского рынка лицензиаров, поставщиков оборудования и подрядчиков. Чтобы стимулировать участие негосударственных инвесторов в таких проектах, необходимо взять за основу положительный опыт применения механизма ГЧП в инфраструктуре. Он позволяет обеспечить высокое качество реализуемых объектов на всем жизненном цикле за счет того, что доходность вложений инвестора связана с эксплуатационными показателями объекта. Привлечение частного инвестора позволяет государству разделить риски, повысить операционную эффективность и снизить государственные расходы на управление и контроль проекта. ВТБ — пионер отечественного рынка государственно-

частного партнерства, и мы уже реализовали такие значимые объекты, как Западный скоростной диаметр, модернизация «Пулково», строительство двух участков скоростной автомагистрали М-11 и другие.

**Как вы видите дальнейшее развитие инструментов Фабрики?**

Мы очень рассчитываем на продолжение государственной поддержки инструмента хеджирования роста процентной ставки, в том числе в рамках «Фабрики проектного финансирования». Безусловно,

### ДЕТАЛИ

**Фонд акционерного капитала ВТБ**

В декабре 2023 года в партнерстве с ВЭБ.РФ мы зарегистрировали Фонд промышленных и инфраструктурных инвестиций объемом 50 млрд руб., треть паев принадлежит ВЭБ.РФ, две трети — ВТБ. Решения по инвестированию в проекты будем принимать единогласно.

В этом году планируем отобрать проекты для фонда и начать финансирование пилотных сделок. Пока мы смотрим на такие отрасли, как нефтепереработка, газохимия, горно-рудная промышленность, но в перспективе готовы работать и с другими секторами — инвестиционная декларация фонда достаточно широкая.

растут не только масштабы проектов, но и социальные и бюджетные эффекты от их реализации, и наличие такого механизма дает возможность финансирования развития инфраструктуры и промышленности. —





Как ЦБ поддерживает значимые инвестпроекты

## Риск-чувствительное регулирование

В силу особенностей проектного финансирования — масштабности, сложности и долгосрочности реализуемых проектов — для него далеко не всегда подходит обычное банковское регулирование. Банк России как регулятор находится в постоянном диалоге с банками и учитывает накопленную ими практику. Оценка нынешнего состояния и перспектив регулирования представлена в официальной позиции Банка России, подготовленной специально для «Эксперта». Фото: Евгений Филиппов/Эксперт

Отдельный учет рисков проектного финансирования в пруденциальном регулировании был введен в 2015 году при реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов (ПВР-подход). Российским банкам, перешедшим на ПВР-подход, была предоставлена возможность применять его при оценке кредитного риска в том числе по сегменту проектного финансирования. После появления в 2018 году механизма проектного финансирования инвестиционных проектов с участием ВЭБ.РФ «Фабрика проектного финансирования» (Фабрика) для нее были реализованы следующие регуляторные подходы:

### ДЕТАЛИ

#### Перспективы в части стимулирующего регулирования

Мы продолжим работу над совершенствованием программы, в частности рассматриваем возможность распространения стимулов на инвестиционные проекты в области устойчивого развития, а также планируем предусмотреть стимулы для долевого вложения банков в совместные с ВЭБ.РФ фонды акционерного капитала, специализирующиеся на реализации значимых для экономического развития страны инвестиционных проектов.

■ в 2018 году появилась возможность при резервировании кредита оценивать не заемщика, а сам проект на основании норм Положения №483-П. С 2021 года этот подход был распространен на все проектное финансирование;

■ в 2018 году при расчете обязательных нормативов было отменено применение повышенного риск-веса (150%) по кредитам в рамках Фабрики.

С 2020 года в рамках финализированного подхода к расчету нормативов для проектного финансирования появилась возможность оценки кредитного риска в зависимости от фазы проекта (инвестиционная или фаза эксплуатации) и уровня его кредитоспособности (слабый, удовлетворительный, достаточный, высокий) с дифференцированными риск-весами (80%, 100% и 130%). При этом по проектам в инвестиционной фазе, реализуемым в рамках Фабрики, временно (до конца 2026 года) не применяется повышенный риск-вес 130%.

Для наиболее качественных проектов банки, применяющие ПВР-подход, могут использовать пониженные риск-веса 50% и 70%.

В сегменте проектного финансирования проекты Фабрики обособлены и имеют меньший риск-вес с уче-

том того, что осуществляют-ся при участии института развития. На данный момент в программе Фабрики участвуют крупнейшие банки РФ, количество проектов достигает 25, все они являются значимыми для экономики.

Новым этапом в регулировании проектного финансирования можно назвать выделение в 2023 году сегмента приоритетных, значимых для экономики инвестиционных проектов, критерии отнесения к которым разработаны Правительством Российской Федерации (утверждены приоритетные направления проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики РФ). Для поддержки кредитования таких проектов мы внедрили риск-чувствительное стимулирующее регулирование, и теперь банки с универсальной лицензией (в том числе использующие ПВР-подход) могут кредитовать приоритетные проекты с меньшей нагрузкой на капитал: в некоторых случаях нагрузка на капитал снижается в два-три раза. За полгода действия программы в реестр проектов, для которых могут применяться стимулы, уже внесены проекты общей стоимостью около 250 млрд руб., в том числе по таким направлениям, как производство аккумуляторов для

электромобилей, атомная промышленность и строительство инфраструктуры.

В целом работа по дальнейшему совершенствованию оценки рисков проектного финансирования и синдицированного кредитования будет продолжена по мере накопления статистики и практики банков, в том числе использующих ПВР-подход. —

### ЗАКОН

Из пояснительной записки к законопроекту, принятому Госдумой в первом чтении 24 января 2024 года

«Изменения в статьи 72 и 72<sup>1</sup> Федерального закона №86-ФЗ направлены на реализацию поддержанной банковским сообществом инициативы по обязательному переходу всех системно значимых кредитных организаций (далее — СЗКО) на применение модельного подхода к оценке величины кредитного риска (т.н. «подхода на основе внутренних рейтингов», далее — ПВР).

В настоящее время в статье 72 Федерального закона №86-ФЗ установлена возможность получения кредитной организацией, головной кредитной организацией банковской группы разрешения Банка России на применение ПВР на добровольной основе. По состоянию на 01.05.2023 четыре СЗКО уже применяют ПВР в целях расчета нормативов достаточности капитала на основании полученного ими разрешения Банка России на применение ПВР. Обязанность по применению ПВР СЗКО в отношении требуемой доли активов устанавливается с 01.01.2030 с учетом требуемого СЗКО времени на предварительную подготовку и получение соответствующих разрешений Банка России на применение ПВР».

” В сегменте проектного финансирования проекты Фабрики обособлены и имеют меньший риск-вес с учетом того, что осуществляются при участии института развития —



Как Россия укрепляет технологический суверенитет

## Безрисковое производство

Помимо собственно проектного финансирования в разных его форматах, группа ВЭБ.РФ располагает другими возможностями для помощи в реализации сложных и важных проектов. Если Фабрика — это универсальный рыночный механизм, то остальные можно скорее отнести к специализированным льготным. *Степан Иванов*

Весной прошлого года российское государство определилось со своими приоритетами в сфере укрепления технологического суверенитета и обеспечения структурной адаптации экономики. Приняв соответствующую таксономию, оно детально описало те проекты, которые будут считаться приоритетными для страны в рамках достижения технологического суверенитета (ТС). Банк России сформировал матрицу риск-весов (см. рисунок), подразделив проекты таксономии на три уровня рисков и три группы

приоритетности. Применение стимулирующего регулирования позволяет банкам снизить нагрузку на капитал по таким кредитам: чем ниже риск и выше приоритет, тем ниже может быть потребление капитала банка. Таким образом государство создало стимулы для банков больше кредитовать и работать с приоритетными для страны проектами в обрабатывающей промышленности. Помимо роли методолога, ВЭБ выполняет функцию инвестора в ряде проектов, соответствующих таксономии. Два таких проекта

ВЭБ.РФ финансирует в рамках «Фабрики проектного финансирования».

Кластерная инвестиционная платформа (КИП) — еще один инструмент, созданный для поддержки отечественной промышленности. Экспертизу проектов — претендентов на получение льгот для него проводит Фонд развития промышленности (ФРП), курируемый ВЭБ.РФ и Минпромторгом.

«Наша задача — помогать предприятиям воплощать в жизнь важные для экономики и полезные для повседневной жизни людей про-

мышленные проекты — так описывает специфику ФРП его директор Роман Петруца. — Регион, отрасль и бюджет проекта не являются основными критериями оценки для Фонда. Мы не ставим задачу собрать у себя пул крупных проектов промышленных гигантов, мы фокусируемся именно на среднем производственном бизнесе».

«Льготные кредиты ФРП направлены на стимулирование проектов в промышленности и помогают покупать оборудование. Так достигается синергетический эффект в рамках группы ВЭБ: мы можем упаковать разные продукты для финансирования одного проекта, предоставляя клиентам очень привлекательные экономические условия», — поясняет зампред ВЭБ.РФ Юрий Корсун.

КИП может применяться для многих ТС-направлений, но пока не может использоваться вместе с Фабрикой. Он мог бы добавить льготные ресурсы самым приоритетным и наиболее сложным проектам, получив поддержку фабричного хеджа.

ВЭБ.РФ также может разделять часть рисков коммерческих банков по ТС-проектам через гарантию банкам (в объеме до 50% от займа). Было бы логично распространить фабричный механизм хеджирования ставки и на эти проекты. Это точно предмет дальнейшего обсуждения. —

