УДК 338

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ: ВЫЯВЛЕНИЕ ФАКТОРОВ САНКЦИОННОГО ВЛИЯНИЯ

С.И. Максимов
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, email foxray@bk.ru

Аннотация. *Беспрецедентные санкционные ограничения, введенные в отношении Российской Федерации и ее экономических агентов создают существенное давление на инициаторов инвестиционных проектов, осложняя их реализацию. Основным вопросом остается поиск и привлечение долгосрочных источников финансирования таких проектов в условиях санкционных ограничений. Этому свидетельствует заметное снижение количества новых заявленных проектов в период с 2022-2025 гг., а также приостановка ряда действующих проектов. В настоящей статье автором выявляются и обосновываются факторы вышеописанной динамики на рынке проектного финансирования, а также описывается характер влияния выявленных факторов на возможность финансирования и реализации инвестиционных проектов. Проведенный в настоящей статье анализ имеет высокую актуальность для инициаторов инвестиционных проектов, так как может послужить основой для корректировки конфигурации экономически– и социально-значимых проектов в целях противодействия санкциям. Результатом исследования является выявление и обоснование 5 прямых и 3 косвенных факторов влияния санкций на финансирование инвестиционных проектов, а также описание характера их влияния.*

Ключевые слова*: проектное финансирование, долгосрочные источники финансирования, санкции, факторы санкционного влияния, ключевая ставка Банка России, обменный курс рубля, бюджетный дефицит.*

INVESTMENT PROJECT FINANCING UNDER SANCTIONS: IDENTIFICATION OF FACTORS OF INFLUENCE

S.I. Maximov
Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, email foxray@bk.ru

Abstract. *The unprecedented sanctions imposed on the Russian Federation and its economic agents create significant pressure for the initiators of investment projects, complicating their implementation. The main issue remains the search for and attraction of long-term sources of financing for such projects during sanction. This is evidenced by the noticeable decline in the number of newly declared projects during the period from 2022 to 2025, as well as the suspension of a number of ongoing projects. In this article, the author identifies and justifies the factors behind the described dynamics in the field of project financing as well as explains the nature of each factors impact on the possibility of financing and implementing investment projects. The analysis carried out in this article is highly relevant for the initiators of investment project, as it may serve as a basis for adjusting the configuration of economically and socially significant projects in a way that allows to counteract sanctions. The result of the study is the identification and justification of five direct and three indirect factors influencing the financing of investment projects during sanctions and description of the nature of their impact.*

Keywords: *project financing, long-term sources of financing, sanctions, factors of sanction influence, key rate of the Bank of Russia, ruble exchange rate, budget deficit.*

Дата поступления статьи в редакцию: 27.09.2025
Дата принятия статьи в печать: 06.11.2025

Введение

В настоящий момент в отношении Российской Федерации введено беспрецедентное количество санкционных ограничений политического и экономического характера. Такое санкционное давление негативно сказывается на возможности реализации и финансирования инвестиционных проектов, в том числе социально и экономически значимых.

Ниже приведена статистика объемов инвестиций в инвестиционные проекты в России в период с 2019 по 2023 гг. (табл. 1).

Таблица 1

Динамика объема инвестиций в инвестиционные проекты в России по отраслям в 2019-2023 гг., млрд руб.

№	Отрасль	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	2	3	4	5	6	7	8
2	Сельское хозяйство	750	700	750	720	750	650
3	Обработка	4 500	1 500	4 200	2 400	4 400	3 800
4	Коммерция	750	700	800	1 200	1 100	1 100
5	Общественная инфраструктура (за иск. линейной)	700	600	750	800	1 200	1 400
6	Жилищное строительство	1 100	1 300	1 500	3 600	2 200	1 900
7	Дорожное строительство	3 000	3 200	3 000	2 900	2 000	1 700
8	Искусственные сооружения	500	600	580	560	300	250
9	Энергетика	4 000	2 000	1 600	600	1 600	1 350
10	Нефтегаз	2 000	15 000	10 500	9 800	2 200	1 900
11	Итого	17 300	25 600	23 680	22 580	15 750	14 050

Источник: составлено автором с использованием данных Росстата, ИА «Инфолайн».

По результатам анализа данной статистики можно сделать однозначный вывод об общем сокращении количества инвестиций в инвестиционные проекты в анализируемом периоде. Таким образом, в процентном выражении рынок проектного финансирования в России по количеству инвестиций уменьшился приблизительно на 38% с 2022 г. по 2024 г.

Также показательно провести анализ статистики приостановки инвестиционных проектов (табл. 2).

Таблица 2

Динамика количества приостановленных инвестиционных проектов и совокупного объема бюджетов таких проектов в 2022-2024 гг.

№	Период	Количество приостановленных проектов	Совокупный бюджет приостановленных проектов, млрд руб.
1	2	3	4
2	2022	522	2 944
3	2023	696 (+33%)	4 352 (48%)
4	2024	2 289 (+229%)	8 576 (97%)

Источник: составлено автором с использованием данных платформы «Инвестиционные проекты России», ИА «Инфолайн».

Только в 2024 г. количество приостановленных проектов возросло на 1593 проекта (229%). Эта динамика, в совокупности со снижем количества новых инвестиций в проекты в период с 2022 г. свидетельствует о наличии существенного негативного влияния санкционных ограничений и связанных с ними экономических явлений на возможность финансирования инвестиционных проектов.

Несмотря на это, Президентом Российской Федерации В.В. Путиным в своем обращении Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 г. поставлен ряд целевых установок по дальнейшему развитию страны, в том числе строительство в достаточном объеме университетских кампусов, спортивных объектов, школ и детских садов. Отдельное внимание было уделено строительству импортозамещающих предприятий, высокотехнологичных проектов.

Как правило, строительство указанных объектов реализуется посредством использования механизма проектного финансирования [2].

По результатам анализа научной литературы по тематике данного исследования было выявлено, что рядом исследователей также отмечается наличие совокупного влияния санкционных ограничений на финансирование инвестиционных проектов, при этом, комплексный факторный анализ такого влияния не проводится [7-9].

В этой связи, важной научной задачей является определение и обоснование факторов влияния санкционных ограничений на возможность финансирования инвестиционных проектов, а также описание характера их влияния.

Данная информация может быть использована инициаторами проекта для произведения корректировки конфигурации проектов в целях противодействия санкционным ограничениям.

Результаты исследования

Механизм проектного финансирования является комплексно сложным, и для его успешного применения необходимо учитывать множество аспектов реализации и финансирования инвестиционного проекта. Ввиду высоких рисков такого вида финансирования, а также отсутствия традиционного обеспечения в инвестиционной фазе банки-участники проводят глубокую экспертизу конфигурации проекта, его технологических решений, контрактной стратегии, маркетинговой стратегии, а также юридическую экспертизу участников сделки.

Таким образом, ввиду глубокого анализа банками «натуральных» аспектов реализации проекта, помимо финансовых, представляется разделить факторы влияния санкций на возможность финансирования инвестиционных проектов на прямые и косвенные факторы.

Далее выводятся и обосновываются прямые факторы санкционного влияния, а также характер их влияния.

1. Сложности поставки проектного оборудования. Как отмечает И.В. Савельев [10] в связи с введенными антироссийскими санкциями закупка и поставка иностранного технологического/лицензионного оборудования существенно затруднена. При этом конфигурации большого количества крупных инвестиционных проектов основаны на использовании такого оборудования, что приводит, в лучшем случае, к дополнительным издержкам, при его недоступности. Если же альтернатива санкционному оборудованию находится, перепроектировка технологических решений и контрактация нового оборудования зачастую является достаточно трудоемким и затратным процессом. Также, при наличии ранее оплаченных авансов иностранным производителям, необходима работа по их судебному взысканию, что тоже несет дополнительные издержки.

Проект может стать слишком дорогим и перестает оправдывать свою реализацию, так как снижается ожидаемая акционерная доходность. Кредиторы ожидают проблемы с погашением привлеченных кредитов, ввиду увеличения их объема и сдвига срока реализации проекта (увеличивается процентная нагрузка) и могут отказать в выдаче проектного кредита.

2. Трудности реализации проектов при работе с зарубежными подрядчиками. Как и в случае с оборудованием, существуют выраженные трудности работы с крупными иностранными подрядчиками, которые до введения санкций занимались реализацией под ключ крупных капиталоемких проектов в нефтегазовой, химической и иных отраслях (механизм EPC-контрактов). Ввиду того, что традиционно данная функция отдавалась иностранным компаниям, имеющим собственные лицензии на ключевые технологические процессы, и являющимся мировыми лидерами в отрасли, на текущий момент в России рынок EPC-контрактования развит достаточно слабо [5]. В этой связи, многие проекты, реализация которых до ввода санкций велась такими подрядчиками, после их ухода была приостановлена. Некоторые инициаторы сумели адаптироваться к новым реалиям, но понести существенные затраты на изменение конфигурации проекта, переконтрактацию и расширение штата внутреннего проектного офиса.

Это, ожидаемо, привело к задержке ввода в эксплуатацию объектов проекта, и увеличило процентную нагрузку, снижая внутреннюю норму доходности и NPV для инициаторов проекта.

3. Трудности работы с зарубежными консультантами и проведением экспертизы проектных решений. В результате введения антироссийских санкций крупные иностранные консультационные компании (в первую очередь, маркетинговые и юридические) приостановили деятельности в России. При этом, российские консультанты не всегда имеют доступ к актуальной информации об иностранных рынках, так как лично на них не присутствуют и в целом являются меньшими по размеру копаниями. Хотя данный фактор не является основным, неопределенность прогнозов вызывает дополнительные риски неполучения ожидаемых размеров выручки, а, следовательно, снижения маржинальности проекта. Это влияет на возможность обслуживания проектных кредитов, затрудняя привлечение финансирования (риски традиционно отражаются в более высокой ставке по кредитам).

4. Трудности со сбытом готовой продукции, логистические трудности. Одним из основных факторов влияния санкционных ограничений являются логистические трудности. Связаны они с запретом на импорт из России в европейские и западные рынки ряда товаров, в том числе нефти и газа, нефтегазовых переделов, химической продукции, технологической продукции. Также высокую сложность представляют поставки и в дружественные страны. Многие традиционные пути поставки, такие как суэцкий канал, имеют ограничения для прохождения кораблей под флагом России. Ввиду наличия таргетированных санкций против судов-газовозов и нефтеналивных судов, также проблематично осуществлять экспортную продажу СПГ и нефти [3]. Данные ограничения ставят под вопрос реализацию экспортных проектов, связанных с энергетическим сектором, ввиду повышенных рисков блокировки путей полу-

чения проектной выручки. Как и в случае с иными рисками, это отражается в увеличенной стоимости финансирования таких проектов.

5. Нормативные ограничения касательно финансирования российскими банками крупных корпоративных заемщиков (групп связанных заемщиков). Центральным банком Российской Федерации с целью регулирования уровня риска, который могут брать на себя коммерческие банки, установлен ряд нормативных ограничений. Важным нормативом является Н6 – максимальный размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков, который установлен на уровне 25% от капитала банка. Таким образом, коммерческий банк не может выдать кредит одному заемщику в размере более 25% от своего капитала. Данный норматив позволяет диверсифицировать риски влияния дефолта одного заемщика на банк в целом.

Однако, ввиду ухода иностранных банков с российского рынка проектного финансирования, их участие во многом было замещено российскими банками, сильно увеличивая концентрацию риска на крупных корпоративных заемщиков (Группа Газпром, Новатэк, Роснефть, ГМК Норникель, ГК Азот, т.д.). Согласно отчету Банка России в 2023 г. доля внутреннего долга российских компаний увеличилась до 83% по сравнению с 67% пятью годами ранее [1].

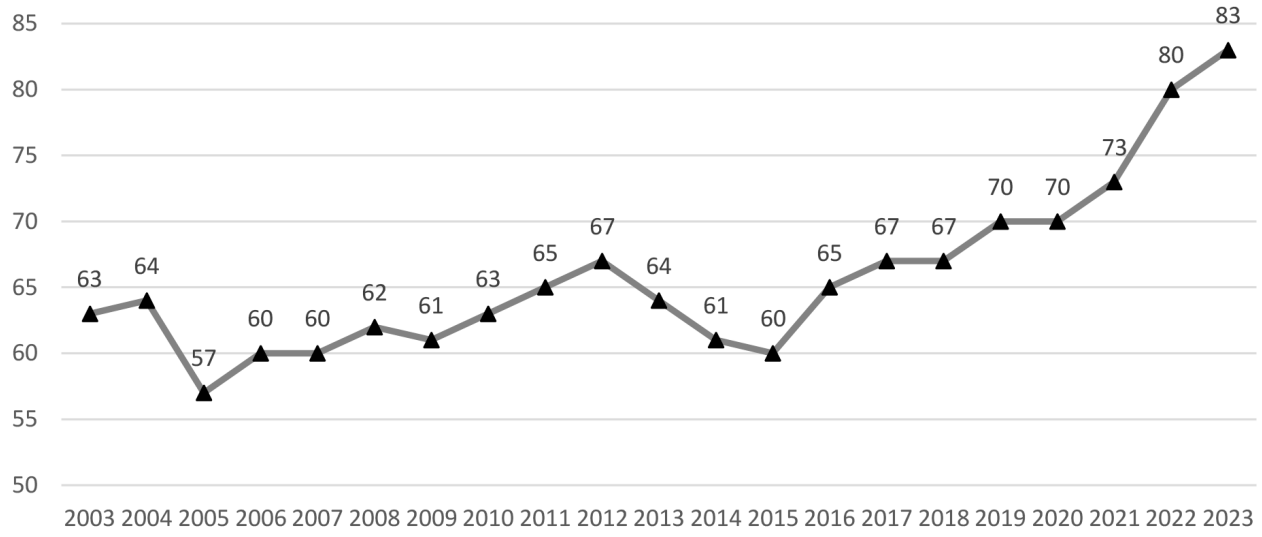


Рис. 1. *Доля внутреннего долга в общем долге российский компаний в 2003-2023 гг., %*

Источник: составлено автором на основании данных ЦБ РФ.

Таким образом, реализация новых инвестиционных проектов крупными российскими инициаторами осложнена, в том числе, невозможностью взять проектные кредиты у основных российских банков [6]. Дополнительно, так как российская банковская система характеризуется сосредоточением банковского капитала у нескольких крупнейших банков (Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк обладают более 50% капитала всей банковской системы РФ), финансирование проектов меньшими по размеру банками сопряжено с большим количеством организационных и иных издержек, и приводит к удорожанию стоимости такого финансирования.

Далее в работе выводятся и обосновываются косвенные факторы санкционного влияния, а также характер их влияния.

1. Значительный рост ключевой ставки Банка России в 2022-2025 гг. Ряд исследователей отмечают, что рост ключевой ставки является необходимым для нивелирования последствий санкционного влияния на экономику Российской Федерации. А именно, указывают на его непосредственную связь с процессом снижения инфляционных тенденций, которые в свою очередь связаны с ослаблением рубля и удорожанием производства [4]. Несмотря на то, что данный фактор является косвенным, он оказывает существенное влияние на возможность финансирования инвестиционных проектов в России. Во многом это происходит ввиду специфики установления процентной ставки для заемщика. При установлении процентной ставки учитывается два основных компонента – базис, имеющий плавающее значение и, во многом, отражающий стоимость долгосрочного фондирования финансирующего проект банка,

и фиксированную маржу такого банка (которая учитывает в себе административные расходы, премию за риск, и иные компоненты).

В этой связи, положительное изменение ключевой ставки автоматически приводит к увеличению процентной нагрузки на заемщика. В случае, если уплата процентов заложена в бюджет проекта, увеличение ключевой ставки приводит к его росту, а также к необходимости поиска дополнительных источников его финансирования (если такое увеличение не покрывается акционерами), снижаются показатели кредитоспособности проекта, такие как DSCR, LLCR.

Помимо прочего, увеличение процентной нагрузки негативно влияет на показатели инвестиционной привлекательности, такие как NPV, IRR, DPBP.

На рисунке 2 совместно приведены график изменения ключевой ставки ЦБ РФ и график количества заявленных новых проектов (Year-over-Year).

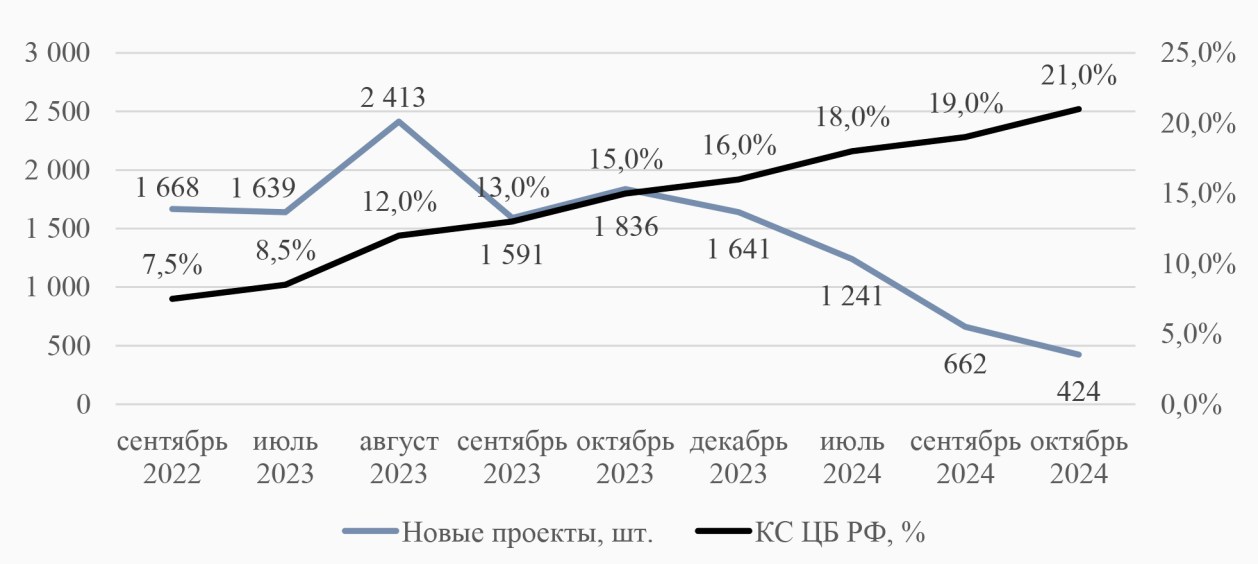


Рис. 2. *Ключевая ставка ЦБ РФ и количество новых заявленных проектов сентябрь 2022 г. – октябрь 2024 г.*

Источник: составлено автором с использованием данных платформы «Инвестиционные проекты России».

По результатам анализа данных графиков можно заметить выраженную тенденцию к снижению количества новых заявленных проектов при увеличении ключевой ставки Банка России.

2. Ослабление прогнозного обменного курса рубля по отношению к иностранным валютам. Ослабление курса рубля, в отличии от остальных факторов, может иметь разнонаправленное влияние на возможность финансирования инвестиционного проекта. В инвестиционной фазе, при наличии в бюджете капитальных затрат в иностранной валюте, ослабление курса рубля приводит к увеличению рублевой стоимости данных затрат, и тем самым, увеличивает бюджет. При этом, на операционной фазе, при наличии у проекта экспортной выручки, получаемой в иностранной валюте, ослабление рубля, наоборот, увеличивает ее в рублевом эквиваленте.

Таким образом, влияние ослабления прогнозного курса рубля на инвестиционной фазе приводит к увеличению потребности в финансировании и процентной нагрузки, при этом на операционной фазе – к улучшению показателей инвестиционной привлекательности проекта.

3. Дефициты доходов российской бюджетной системы. Еще одним важным косвенным фактором является дефицит федеральных и региональных бюджетов РФ. Влияние данного фактора выражается в снижении объемов предоставляемой инвестиционным проектам государственной поддержки. Таким образом, с 2022 г. существенно уменьшился объем предоставляемых субсидий в рамках инструмента фабрики проектного финансирования (оператором которой выступает ВЭБ.РФ).

На основании проведенного анализа можно составить сводную таблицу факторов влияния санкционных ограничений на возможность организации проектного финансирования инвестиционных проектов, с учетом отражения в ней характера влияния каждого из факторов на показатели инвестиционного проекта (табл. 3).

Таблица 3

Сводная таблица факторов влияния санкционных ограничений на возможность организации проектного финансирования инвестиционных проектов

№	Фактор влияния	Характер влияния
Прямые факторы		
1	Сложности поставки проектного оборудования	Возможная отмена реализации проекта ввиду недоступности производителей ключевого оборудования, лицензий либо ключевых подрядчиков, снижение инвестиционной привлекательности проекта в случае переконтрактации оборудования, смены подрядчика.
2	Трудности реализации проектов при работе с зарубежными подрядчиками	
3	Трудности работы с зарубежными консультантами и проведением экспертизы проектных решений	Возможные неточности прогнозов макроэкономических предпосылок, что приводит к переоценке прогнозных денежных потоков и пониженной фактической рентабельности инвестиций
4	Трудности со сбытом готовой продукции, логистические трудности.	Могут привести к увеличению фактических затрат на логистику либо полной невозможности продажи проектной продукции, что в свою очередь негативно повлияет на денежные потоки и рентабельность инвестиций
5	Нормативные ограничения касательно финансирования российскими банками крупных корпоративных заемщиков (групп связанных заемщиков)	Может привести к недофинансированию проекта, необходимости привлечения дополнительного акционерного финансирования. В случаях если это невозможно – отмена проекта.
Косвенные факторы		
1	Значительный рост ключевой ставки Банка России в 2022-2025 гг.	Повышенная процентная нагрузка. Так как на инвестиционной стадии проценты платятся за счет кредитных средств, фактор также приводит к росту потребности в финансировании
2	Ослабление прогнозного обменного курса рубля по отношению к иностранным валютам	Возможно разнонаправленное влияние. Отрицательное влияние связано с переоценкой валютной составляющей капитальных затрат, что делает их более дорогими. Положительное влияние связано с удорожанием валютной выручки проекта.
3	Дефициты доходов российской бюджетной системы	Ограниченные возможности привлечения государственной поддержки для реализации проектов с социальным уклоном

Источник: составлено автором.

Выводы

Таким образом, с использованием прикладных исследований и с учетом практического опыта работы в сфере проектного финансирования автором выделены 5 прямых и 3 косвенных фактора влияния санкционных ограничений на возможность финансирования инвестиционных проектов. Составлена сводная таблица с кратким описанием характера влияния каждого фактора на возможность организации проектного финансирования.

Дальнейшим развитием исследования представляется создание классификации методов финансирования инвестиционных проектов (в рамках механизма проектного финансирования) по признаку их применимости для целей противодействия санкционному влиянию на основе выявленных в данной работе факторов такого влияния.

Литература

1. Банк России. Отчет по регулированию рисков кредитной концентрации. Доклад для общественных консультаций, 2024.

2. Бобров Д.А. Применение проектного финансирования в реализации национальных проектов Российской Федерации // Baikal Research Journal. 2020. Т. 11. № 2. DOI: 10.17150/2411-6262.2020.11(2).7.

3. Бойко А.А., Ильюшин И.Е. Перспективы РФ на европейском рынке СПГ в условиях санкций // Современная Европа. 2025. № 1 (129). С. 82-95.

4. Бунеева Р.И., Бунеева М.В., Анисимов К.В. Экономика России в условиях санкций: состояние и перспективы развития // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. 2024. № 3 (106). С. 34-43.

5. Бродская Е. EPC-контракторы – уйти нельзя остаться. Информационно-аналитический журнал Рубеж. 2023. [Электронный ресурс]. URL: https://ru-bezh.ru/infografika/epc-kontraktory-uyti-nelzya-ostatsya (дата обращения 14.09.2025).

6. Гудиев Г.З., Сугарова И.В. Риск кредитной концентрации как источник системного риска банковского сектора // Финансовые исследования. 2024. Т. 25, № 4 (85). С. 51-61.

7. Гусев А.А., Долгов А.А. Проблемы и перспективы реализации проектного финансирования в России в условиях нарастающих экономических санкций // Russian Journal of Management. 2024. Т. 12, № 1. С. 447-461.

8. Папонов Н.О. Влияние санкций на проектное финансирование в России / Н. О. Папонов // Сибиряковские чтения: трансформация бизнес-процессов в условиях глобальных экономических изменений: Материалы Всероссийской научно-практической конференции, Иркутск, 20 апреля 2023 года / Отв. редактор А.В. Силантьев. Иркутск: Байкальский государственный университет, 2023. С. 147-152.

9. Пурлик Р.И., Котельников Н.В., Уразова Н.Г. Особенности проектного финансирования сельского хозяйства в условиях санкционного давления // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2023. № 4-2. С. 254-259.

10. Савельев И.В. Организация закупок комплектующих изделий и материалов для создания наукоемкого оборудования в условиях антироссийских экономических санкций // ИТНОУ: Информационные технологии в науке, образовании и управлении. 2024. № 1-2 (22-23). С. 25-29.