

*Тіщенко Є.О.,**аспірант кафедри економіки та управління,
ДВНЗ «Університет банківської справи»*

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

Анотація. У статті досліджено теоретичні засади розвитку проектного фінансування та управління ризиками в процесі реалізації проектів. Обґрунтовано принципи та визначено поняття механізму управління ризиками, який охарактеризовано як сукупність способів, методів та фінансових інструментів для моніторингу, попередження та убезпечення від ризиків, що виникають на всіх етапах реалізації інвестиційного проекту. Визначено етапи управління ризиками проектного фінансування та охарактеризовано їх зміст.

Ключові слова: проектне фінансування, принципи управління ризиками, грошовий потік, аналіз ризиків, ідентифікація ризиків, розподіл ризиків.

Постановка проблеми. Одним з актуальних завдань сучасного етапу розвитку економіки України є необхідність активізації інвестиційної діяльності та залучення значних обсягів інвестицій для стимулювання розвитку реального сектору та виробничої і соціальної інфраструктур, що зумовлює потребу в посиленні теоретико-методологічного обґрунтування механізмів формування та використання нових методів інвестування, одним з яких є проектне фінансування [1, с. 27; 2, с. 15; 3, с. 57; 4, с. 5]. Поглиблення економічної кризи в українській економіці зумовлює необхідність удосконалення підходів до оцінювання ризиків проектного фінансування та використання нових інструментів для убезпечення від додаткових утрат упродовж усього життєвого циклу інвестиційного проекту.

У світовій практиці в 2001 р. обсяги проектного фінансування становили близько 190 млрд. дол. США, а в 2017 р. – близько 700 млрд. дол. Головними сферами його практичного застосування є енергетика, на яку припадає близько 37% від загального обсягу фінансування, об'єкти промислової, транспортної та соціальної інфраструктур, частка яких становить близько 33% [5, с. 215]. Однак в Україні обсяги і темпи проектного фінансування ще залишаються низькими. Лише окремі банки беруть участь у реалізації крупних інвестиційних проектів як учасники синдикованого кредиту або як вторинні гаранті позики. Дослідження проблем, пов'язаних із використанням проектного фінансування як методу залучення коштів для реалізації крупних інвестиційних проектів має велике практичне значення для активізації інвестиційної діяльності в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній та зарубіжній науковій літературі питанням розвитку проектного фінансування та управління його ризиками приділяється достатньо уваги. Серед науковців, які активно досліджують теоретичні питання управління ризиками проектного фінансування, можна назвати праці П. Бруссера, Л. Гавриш, Е. Йєскомба, І. Лютого, С. Міщенко, С. Науменкової, О. Шаповала, І. Шумила та ін. Разом з тим розвиток інвестиційних процесів, ускладнення їх форм і методів, розширення спектра джерел залучення коштів потребують подальшого розвитку

теоретичних засад проектного фінансування і пошуку нових методів та інструментів для управління його ризиками.

Мета статті полягає у дослідженні теоретико-методологічних засад управління ризиками проектного фінансування та розробленні механізмів ефективного управління ними на основі запровадження системи управління ризиками.

Виклад основного матеріалу дослідження. У науковій літературі проектне фінансування характеризують як комплексний вид фінансування на основі використання різноманітних джерел і різних фінансових інструментів та формування на його основі стабільного грошового потоку, що виникає в результаті реалізації інвестиційного проекту. При цьому джерелами погашення заборгованості є грошові потоки, що надходять від проекту, а забезпеченням – активи, які створюються у результаті реалізації проекту [5, с. 215; 6, с. 101]. Так, Базельський комітет із банківського нагляду характеризує проектне фінансування як метод фінансування, за якого кредитор розглядає передусім доходи, які забезпечує один і той же проект, як із погляду джерела погашення, так і з погляду забезпечення ризику [7; 8, с. 42]. Е.Р. Йєскомб визначає проектне фінансування як метод залучення довгострокового позичкового фінансування для крупних проектів шляхом «фінансового інжинірингу», що ґрунтується на запозиченнях під грошовий потік, який генерується лише самим проектом і залежить від детальної оцінки створення проекту, операційних ризиків і ризиків доходу та їх розподілу між інвесторами, кредиторами та іншими учасниками на основі контрактів [9, с. 14].

Таким чином, проектне фінансування розглядається як специфічний метод комплексної та масштабної акумуляції фінансових і нефінансових активів, які дають змогу забезпечити фінансування інвестиційного проекту та сформувати грошовий потік. Разом із тим слід відзначити, що існують й інші визначення, однак уже наведені вище характеризують головні відмінності проектного фінансування від інших видів інвестування, які полягають у тому, що в проектному фінансуванні використовуються великі суми інвестицій із високою часткою залучених коштів (65–80% від загальної вартості інвестиційного проекту); реалізація проекту відбувається впродовж тривалого терміну (кілька років); погашення та обслуговування боргів здійснюється за рахунок коштів грошових потоків, які генерує інвестиційний проект, а забезпеченням кредитів, одержаних для реалізації проекту, є майно, що створене (або придбане) в межах реалізації проекту [10, с. 91].

У практиці проектного фінансування до базових принципів його реалізації належать обумовленість, альтернативність і маржинальність. Однак у науковій літературі зустрічаються й інші визначення. Так, П. Бруссер головними принципами називає принципи кредитування (зворотність, платність, цільове використання) та принципи дольової участі [11, с. 5]. Окрім базових принципів, більшість науковців, спираючись на власне визначення проектного фінансування, виокремлює ще й низку

специфічних принципів, до яких, ґрунтуючись на особливостях організації фінансування, П. Бруссер відносить:

- принцип диференційованості, відповідно до якого інвестори та кредиторі по-різному оцінюють результати фінансування проекту, зокрема спроможність проектної компанії повернути кредит, а також термін окупності проекту;

- принцип дохідності, згідно з яким учасники проекту повинні одержати очікуваний дохід від вкладених коштів;

- принцип цільового використання коштів, який передбачає, що кінцевою метою фінансування є створення нового бізнесу;

- принцип відокремленості проекту, що знаходить прояв у створенні проектної компанії, яка забезпечує юридичну та економічну відокремленість проекту та сприяє поверненню одержаних на фінансування коштів за рахунок грошових потоків, які генерує цей проект, або за рахунок реалізації активів проекту, тобто без регресу на власника проекту;

- принцип розподілу ризиків, який означає, що ризики розподіляються між учасниками проекту відповідно до сфери їхньої відповідальності та спроможності якнайкраще здійснювати управління цим ризиком;

- принцип пріоритетності грошового потоку над активами, який означає, що метою реалізації проекту є грошові потоки, які генерує проект, а не активи компанії, які можуть бути лише гарантією забезпечення повернення коштів, залучених для реалізації проекту [11, с. 5–7].

Враховуючи сучасні тенденції в розвитку проектного фінансування, на нашу думку, до специфічних принципів слід також віднести такі.

1. Принцип системності, який передбачає, що інвестиційний проект є цілісною системою пов'язаних між собою сутнісних характеристик, об'єктів, джерел фінансування, фінансових потоків і механізмів управління, яка потребує детального обґрунтування різних варіантів реалізації інвестиційного проекту, структури фінансування, врахування мінливості економічних процесів тощо.

2. Принцип високої ризиковості, який вимагає реалізації гнучкого підходу до оцінки ризиків з урахуванням специфіки кожного інвестиційного проекту.

3. Принцип альтернативності та ефективності залучення коштів із різноманітних джерел фінансування, у т. ч. за рахунок емісії цінних паперів, а в разі участі держави – і державних коштів [12, с. 48].

4. Принцип строковості, який пов'язаний із тривалими термінами підготовки та реалізації інвестиційних проектів, що зумовлює характер використання окремих ресурсів, специфіку договірних відносин і терміни дії контрактів, складність визначення цін на продукцію, одержану в результаті реалізації проекту, перспективи одержання прибутку тощо [13, с. 62; 14, с. 148].

5. Принцип прогнозованості майбутніх грошових потоків і придбання активів, який вимагає, щоб усі технічні, технологічні, фінансові, екологічні та соціальні складники проекту були узгоджені між собою. Це зумовлено тим, що особливістю придбання активів у майбутньому є відсутність їхньої фіксованої вартості, оскільки вони створюються після початку фінансування інвестиційного проекту і здебільшого розглядаються як окремий бізнес, що здійснюється спеціально створеною проектною компанією, яка одночасно виконує функції і позичальника, і оператора проекту [5, с. 217; 15, с. 8].

6. Принцип інформативності, який вимагає створення надійної та ефективної системи інформування інвесторів про

характер і особливості реалізації інвестиційного проекту, ризики, характер взаємовідносин між учасниками проекту, зміну законодавства, оподаткування тощо [16, с. 52].

Однією з характерних особливостей проектного фінансування є наявність значної кількості ризиків, пов'язаних із проектом, на всіх етапах його реалізації. При цьому слід мати на увазі, що залежно від характеру та спрямованості проекту перелік ризиків, рівень та інтенсивність їх реалізації в кожному випадку будуть різними, що потребує використання ефективних методів їх диверсифікації шляхом розподілу між усіма учасниками проекту [17, с. 65].

У науковій літературі існують різні класифікації ризиків проектного фінансування. Так, П. Бруссер виокремлює три групи ризиків, на які можуть наражатися учасники проекту: комерційні (проектні ризики), макроекономічні (або фінансові: інфляція, процентна ставка, валютний курс) та політичні (ризики країни) [11, с. 7]. Однак такий підхід, на нашу думку, є спрощеним, оскільки не повною мірою враховує всю сукупність ризиків проектного фінансування, а окремі ризики, наприклад суверенні та політичні, ототожнює. Більш розгорнуто та повну класифікацію, до якої включено кредитні ризики, ризики ліквідності, ризики окремих фінансових інструментів тощо, наводять Е.Р. Йескомб [9, с. 162], С.В. Науменкова та Л.Ю. Гавриш [5, с. 217]. Під час класифікації ризиків проектного фінансування слід також мати на увазі, що в сучасних умовах посилюється вплив політичних, регуляторних, фіскальних, екологічних ризиків, а також ризиків, пов'язаних із використанням інноваційних фінансових інструментів [18, с. 9; 19, с. 32].

Для стимулювання розвитку проектного фінансування в Україні та поліпшення управління ризиками, що виникають у процесі його реалізації, практичного значення набуває необхідність обґрунтування та запровадження механізму управління ризиками, під яким слід розуміти сукупність способів, методів та фінансових і нефінансових інструментів, які використовують учасники проекту для моніторингу, попередження та забезпечення від ризиків, що сприяє забезпеченню надійності та стабільності формування майбутніх грошових потоків.

До головних принципів формування механізму управління ризиками проектного фінансування, на нашу думку, слід віднести:

- системність і комплексність, що передбачають можливість виникнення взаємопов'язаних між собою загальних і локальних технічних, фінансово-економічних, організаційно-правових та інших видів ризиків на різних етапах реалізації проекту, а також ризиків окремих учасників проекту, ризиків, що пов'язані з використанням окремих фінансових інструментів, тощо [20, с. 8];

- послідовність і рівномірність, що знаходять свій прояв у належному виконанні учасниками проекту взятих на себе зобов'язань для уникнення проблемних ситуацій у разі неузгодженості дій чи інтересів, а також у встановленні спільної відповідальності [21, с. 42];

- прогнозованість і передбачуваність надходження коштів, виконання угод, робіт тощо;

- пропорційність розподілу ризиків, дотримання якого означає, що кожен ризик повинен бути віднесений до сфери відповідальності того учасника проекту, який має більше можливостей для його ефективного контролю, управління або запобігання виникненню [22, с. 46];

- строковість, що характеризує можливість виникнення ризиків через значну тривалість термінів підготовки та ре-

лізації інвестиційних проєктів, а тому розглядається як ітеративний процес, оскільки впродовж життєвого циклу проєкту інформація про ризики може змінюватися [14, с. 28; 23, с. 29];

– регулярність, що зумовлює необхідність дотримання чітких графіків виконання робіт, своєчасності фінансування тощо;

– прозорість процесу інвестування, який передбачає організацію надійної системи інформування учасників проєкту про особливості його реалізації, характер взаємовідносин між учасниками, а також про основні види ризиків і рівень їхньої кількісної оцінки [16, с. 53];

– контрольованість інвестиційного процесу, який передбачає уникнення розбалансованості та забезпечення своєчасності реалізації проєкту [24, с. 42].

Практична реалізація цих принципів дає змогу забезпечити управління ризиками проєктного фінансування на основі вдосконалення підходів до їх ідентифікації, оцінювання та моніторингу, а також застосування відповідних фінансових інструментів для забезпечення від можливих утрат упродовж усього життєвого циклу інвестиційного проєкту.

Розроблення механізму управління ризиками проєктного фінансування передбачає стислий опис підходів, які учасники проєкту планують застосувати, та інструментів управління, а загальна послідовність процесу, відповідно до світової практики, включає такі етапи: планування управління ризиками, ідентифікація ризиків, якісний та кількісний аналіз ризиків, планування реагування на ризики та контроль ризиків.

Процес ідентифікації та аналізу ризиків інвестиційного проєкту слід розглядати як складову частину системи управління ризиками, яка включає сукупність методів аналізу та нейтралізації факторів ризику, об'єднаних у систему моніторингу, планування та коригуючого впливу [3, с. 72; 25, с. 98]. При цьому у зв'язку зі значним переліком ризиків їх ідентифікація має ґрунтуватися на визначенні лише істотних ризиків, під якими розуміють такі з них, реалізація яких має значний вплив на прийняття рішення щодо здійснення проєкту.

Основними елементами плану управління ризиками є конкретизація дій та розподіл сфер відповідальності між учасниками проєкту щодо управління ризиками впродовж усього життєвого циклу проєкту, а також планування ресурсів і коштів, які можуть бути використані в межах компетенції кожного учасника інвестиційного проєкту в разі реалізації ризикових подій [26, с. 317].

Якісний аналіз ризиків ґрунтується на їх пріоритезації – визначенні пріоритетів щодо прийнятності окремих ризиків та ймовірності їх виникнення, що передбачає виокремлення тих ризиків, ймовірність настання яких є високою, а наслідки впливу – найбільш руйнівними. Для конкретизації впливу ризиків на проєкт будують матрицю ймовірності та впливу, на основі якої формується рейтинг ризиків [27, с. 22].

Кількісний аналіз ризиків можна охарактеризувати як процес вартісної оцінки реалізації їх наслідків та впливу на проєкт, який здійснюють після проведення якісного аналізу, що дає змогу більш точно визначитися з переліком заходів реагування на ризики, зокрема щодо застосування відповідних фінансових інструментів для забезпечення від можливих утрат.

Таким чином, розроблення і використання механізму управління ризиками проєктного фінансування є запорукою активного залучення інвестицій для розвитку національної економіки. Разом із тим слід відзначити, що в сучасних умовах посилюється роль політичних ризиків, які характеризують ймовірність виникнення втрат унаслідок впливу несприятливих

чинників, пов'язаних із невиконанням арбітражних рішень, скасуванням ліцензій, застосуванням дискримінаційних вимог [18, с. 15]. Інколи разом із політичним ризиком розглядають ще й регуляторний ризик, який характеризують як можливість утрат від змін у законодавстві, через обмеження конвертації валюти тощо [28, с. 14; 29, с. 24]. Дискусійними аспектами залишаються розбіжності в підходах до оцінювання ризиків окремими учасниками проєкту, в оцінках ймовірності настання ризику та його впливу на проєкт.

Висновки. Проведене дослідження теоретичних засад розвитку проєктного фінансування дало змогу обґрунтувати основні принципи управління ризиками та визначити поняття механізму управління ними як сукупності способів, методів і фінансових інструментів, які використовують учасники інвестиційного проєкту для моніторингу, попередження та забезпечення від ризиків, що виникають на всіх етапах реалізації інвестиційного проєкту. Практична реалізація такого підходу буде сприяти вдосконаленню управління ризиками проєктного фінансування, підвищенню рівня надійності та стабільності формування майбутніх грошових потоків, активізації інвестиційних процесів в Україні та забезпеченню економічного зростання.

Література:

1. Міщенко С.В. Формування ефективної структури фінансового сектору України / С.В. Міщенко. – Київ, 2009. – 246 с.
2. Лютий І.О. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І.О. Лютий, С.В. Міщенко // *Фінанси України*. – 2007. – № 3 – С. 14–28.
3. Науменкова С.В. Макропруденційні інструменти в механізмі забезпечення фінансової стабільності / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко // *Фінанси України*. – 2015. – № 10. – С. 53–76.
4. Міщенко В.І. Особливості посткризового реформування фінансового сектору України / В.І. Міщенко // *Фінанси України*. – 2010. – № 10. – С. 3–14.
5. Науменкова С.В. Особливості та інструменти проєктного фінансування в Україні / С.В. Науменкова, Л.Ю. Гавриш // *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. – 2013. – № 1 (14). – С. 214–222.
6. Науменкова С.В. Особливості управління фінансами в холдингових компаніях / С.В. Науменкова // *Фінанси України*. – 2008. – № 1. – С. 93–107.
7. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала. Июнь 2004. – Базель : Банк международных расчетов, 2004. – 266 с.
8. Науменкова С.В. Базель I, II, III: розвиток підходів для зміцнення регуляторної основи / С.В. Науменкова // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. – 2015. – № 12(177) – С. 39–48.
9. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 408 с.
10. Міщенко С. Удосконалення управління економічним капіталом банку з урахуванням ризику ліквідності / С. Міщенко // *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. – 2008. – № 3. – С. 90–93.
11. Бруссер П. Проектное финансирование. Подборка статей и материалов для лекций МГИМО / П. Бруссер. – М. : МГИМО, 2014. – 153 с.
12. Науменкова С. Особливості оцінювання ефективності проєктів публічно-приватного партнерства: зарубіжний досвід та українська практика / С. Науменкова, Я. Овсянникова // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. – 2013. – № 134. – С. 47–51.
13. Міщенко В.І. Основні напрями забезпечення стабільності фінансового сектору України в контексті глобалізаційних процесів / В.І. Міщенко, С.В. Міщенко // *Фінанси України*. – 2008. – № 5. – С. 56–69.

14. Современные подходы к управлению устойчивостью бизнеса : [монография] / Под ред. А.Н. Ряховской, О.Г. Крюковой. – М. : Финансовый университет, 2012. – 280 с.
15. Науменкова С.В. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2013. – № 2. – С. 3–11.
16. Міщенко С. Вдосконалення інституційної структури нагляду за сектором / С. Міщенко // Банківська справа. – 2007. – № 1. – С. 41–56.
17. Міщенко В.І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60–69.
18. Науменкова С. Фінансові інструменти забезпечення від політичних ризиків у проектному фінансуванні / С. Науменкова, С. Міщенко, Е. Тищенко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2016. – № 10 (187). – С. 6–17.
19. Міщенко В.І. Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова // Економіка України. – 2002. – № 5. – С. 29–36.
20. Шумило І. Теоретичні і практичні аспекти аналізу стану фінансової системи економіки / І. Шумило, В. Міщенко, Р. Лисенко // Вісник НБУ. – 2006. – № 3. – С. 6–11.
21. Міщенко С.В. Стимулювання кредитування як фактор економічного росту / С.В. Міщенко // Вестник Финансового университета. – 2013. – № 1. – С. 35–45.
22. Науменкова С. Проблеми розвитку інститутів спільного інвестування / С. Науменкова, С. Міщенко // Економіка та держава. – 2009. – № 11. – С. 46–48.
23. Міщенко В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 28–31.
24. Обґрунтування методичних підходів до оцінки стійкості фінансової системи: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 6 / С.В. Науменкова [та ін.]. – К. : НБУ ; Центр наукових досліджень, 2006. – 162 с.
25. Науменкова С. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С. Науменкова, Т. Буй // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89–101.
26. Міщенко В.І. Сек'юритизація споживчих кредитів / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова, О.А. Шаповал // Актуальні проблеми економіки. – 2016. – № 12. – С. 311–321.
27. Фінансовий ринок та інвестиції / С.В. Науменкова, А.В. Андреев, Ф.О. Журавка. – К. : Знання, 2000. – 214 с.
28. Науменкова С.В. Валюта і валютна політика / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко. – К. : Знання, 2010. – 84 с.
29. Лютий І.О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І.О. Лютий, В.І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21–31.

Тищенко Е.А. Теоретические основы управления рисками проектного финансирования

Аннотация. В статье исследованы теоретические основы развития проектного финансирования и управления рисками в процессе реализации проектов. Обоснованы принципы и определено понятие механизма управления рисками, который охарактеризован как совокупность способов, методов и финансовых инструментов, используемых участниками проекта с целью мониторинга и предупреждения рисков, возникающих на всех этапах реализации инвестиционного проекта. Определены основные этапы управления рисками проектного финансирования и охарактеризовано их содержание.

Ключевые слова: проектное финансирование, принципы управления рисками, денежный поток, анализ рисков, идентификация рисков, распределение рисков.

Tishchenko I.O. Theoretical bases of project finance risk management

Summary. This article has investigated the theoretical and methodological aspects for the development of project finance and risk management arising in the process of implementing investment projects, substantiates the main principles and defines the concept of a project finance risk management mechanism, which is characterized as a set of methods and financial instruments used by project participants for monitoring and warning risks arising at all stages of the implementation of the investment project. The main stages of project finance risk management are defined and their content is characterized.

Keywords: project financing, principles of risk management, cash flow, risk analysis, risk identification, risk allocation.