

Тіщенко Є. О.
аспірант кафедри економіки і менеджменту
Університету банківської справи

Tishchenko I. O.
Postgraduate of the Department of Economy and Management
Banking University, Kyiv

УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ У ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

Анотація. У статті досліджено особливості використання окремих фінансових інструментів для управління валютними ризиками проектного фінансування в Україні з метою забезпечення інвесторів від можливих втрат упродовж усього життєвого циклу інвестиційного проекту. Визначено, що найбільш прийнятним для управління валютними ризиками може бути використання форвардних угод, валютних свопів і позабіржових валютних опціонів. Обґрунтована доцільність надання банкам права залучати від нерезидентів «синтетичні» кредити у національній валюті, а платежі між кредитором і позичальником здійснювати в іноземній валюті, що сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату та умов фінансування інвестиційних проектів.

Ключові слова: проектне фінансування, валютний ризик, форвардна угода, валютний опціон, валютний своп, валютні облігації, синтетичне кредитування.

Вступ та постановка проблеми. Характерною рисою проектного фінансування є необхідність використання значних обсягів фінансових ресурсів, які учасники проекту залучають як шляхом одержання банківських кредитів, так і шляхом випуску різних видів цінних паперів. На практиці часто відбувається так, що такі кредити надаються в різних валютах, а цінні папери номіновані у валюті, відмінній від національної [1, с. 219; 2, с. 12; 3, с. 22]. Після завершення реалізації інвестиційного проекту повернення боргів відбувається з доходів, що формуються в результаті діяльності створеного підприємства, яке зазвичай одержує їх у національній валюті. У зв'язку з високою волатильністю валютних курсів це може створювати проблеми, пов'язані з тим, що учасники проекту наражаються на значні валютні ризики [4, с. 67; 5, с. 45; 6, с. 30]. Тому дослідження проблем управління валютними ризиками у проектному фінансуванні має важливе практичне значення для всіх учасників інвестиційного проекту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній науковій літературі питанням використання фінансових інструментів для управління валютними ризиками проектного фінансування досі приділялося недостатньо уваги. Можна назвати лише окремі роботи А.В. Андрєєва [25], Ф.О. Журавки [25], А.П. Кулінець [12], І.О. Лютого [3], В.І. Міщенко [2; 4], С.В. Міщенко [11; 16], С.В. Науменкової [1; 7], І.А. Нідзельської [12], Б.І. Соколова [15], В.С. Стельмаха [8], В.А. Юшенка [9] та інших, у яких досліджено особливості використання банківських інструментів, що призначені для хеджування валютних ризиків.

Однак необхідність поширення практики використання проектного фінансування з метою стимулювання розвитку економіки актуалізує завдання щодо розширення можливості застосування нових інструментів для управління валютними ризиками проектного фінансування з урахуванням особливостей вітчизняної банківської практики.

Метою статті є визначення особливостей використання окремих фінансових інструментів управління валютними ризиками проектного фінансування в Україні з метою забезпечення інвесторів від можливих втрат упродовж життєвого циклу інвестиційного проекту.

Результати дослідження.

З метою управління валютними ризиками, що виникають у процесі реалізації інвестиційного проекту,

повернення кредитів, сплати процентів репатріації прибутків тощо учасники проекту використовують різні методи хеджування таких ризиків. Головним напрямом управління валютними ризиками для більшості учасників інвестиційного проекту залишається використання традиційних строкових валютних угод, зокрема форвардних і ф'ючерсних, а також придбання валютних свопів та опціонів [7, с. 58].

Як свідчить проведений аналіз наукової літератури та практики, найбільш прийнятними для використання з метою управління валютними ризиками у проектному фінансуванні, на наш погляд, можуть бути форвардні угоди, валютні свопи та позабіржові валютні опціони [8, с. 87]. Використання валютних ф'ючерсів у хеджуванні валютних ризиків проектного фінансування обмежене через те, що їх обіг відбувається винятково на біржовому ринку за стандартизованою специфікацією і вони призначені головним чином для обміну валют і фінансових операцій з метою одержання доходу.

Форвардні угоди є формою строкових валютних контрактів, які зазвичай укладаються між банками та їх клієнтами з метою купівлі або продажу іноземної валюти на певну дату в майбутньому за обмінним курсом, обумовленим під час укладання угоди. Використовуються такі форвардні угоди для управління валютними ризиками операцій, що пов'язані з рухом капіталу: кредитуванням, здійсненням інвестицій, придбанням цінних паперів іноземних емітентів, репатріацією прибутків, а тому повною мірою можуть бути використані учасниками крупних інвестиційних проектів з метою хеджування своїх ризиків [9, с. 223].

Перевагами використання валютних форвардних угод є те, що вони обов'язкові для виконання обома контрагентами й укладаються з метою реальної купівлі або продажу валюти (з поставкою). Крім того, за сумами обсяги форвардних контрактів не стандартизовані, а під час укладення угоди ніякі попередні платежі учасники угоди не здійснюють. Разом із тим суттєвим недоліком форвардних угод є те, що терміни їх дії стандартизовані та, як правило, не перевищують 12 місяців.

Однак останнім часом з'явилися нові форми та модифікації класичних форвардних угод, зокрема: продовження терміну дії угоди; використання форвардних опціонів

із відкритою датою виконання та з перехресними датами, використання форвардних контрактів з опціоном анулювання тощо [7, с. 61], що дає змогу розширити їх використання у проектному фінансуванні, враховуючи його складність, необхідність залучення значних обсягів кредитів і використання різних видів цінних паперів, номінованих у валютах, відмінних від національної. На наш погляд, найбільший інтерес з погляду використання у проектному фінансуванні форвардні угоди можуть мати в управлінні валютними ризиками у разі постачання обладнання для реалізації проекту та репатріації доходів іноземних інвесторів.

Валютний своп характеризується як строкову валютну операцію, що поєднує купівлю (продаж) валюти на умовах «спот» з одночасним продажем (купівлею) тієї самої валюти на певний термін на умовах «форвард». Це означає, що відбувається комбінація двох протилежних конверсійних угод на однакові суми, але з різними датами валютування [7, с. 62].

На практиці угода валютного свопу укладається шляхом підписання контракту на основі безпосередніх переговорів між двома сторонами, зазвичай за посередництва банку, має стандартну форму і містить стандартні реквізити. Однак терміни виконання і суми угод нестандартизовані, що є певною перевагою в разі використання валютних свопів для хеджування валютних ризиків у проектному фінансуванні. Крім того, валютні свопи мають симетричну структуру ризику, а це означає, що завдяки можливості обміну компенсаційними виплатами валютний ризик розподіляється між усіма учасниками угоди, що підвищує рівень довіри між контрагентами.

Основними напрямками використання валютних свопів у проектному фінансуванні, на наш погляд, можуть бути: забезпечення фінансування довгострокових зобов'язань в іноземній валюті; хеджування довгострокового валютного ризику; забезпечення конвертації експортного капіталу і доходів від інвестицій в іншу валюту.

Валютний опціон є формою строкової угоди двох сторін – продавця і власника опціону, внаслідок якої відповідно до умов договору власник опціону отримує право (а не зобов'язання) купити у продавця опціону або продати йому заздалегідь визначену суму однієї валюти в обмін на іншу валюту за обумовленим курсом чи за курсом, заздалегідь визначеним на дату обміну [7, с. 67].

За таких умов власник опціону має право вибору: реалізувати опціон або відмовитися від нього залежно від того, наскільки сприятливими для нього будуть коливання валютного курсу. На відміну від власника опціону, продавець зобов'язаний виконати валютну операцію за курсом обміну, який визначено в опціонній угоді, або забезпечити власникові опціону виконання умов угоди до завершення встановленого терміну.

Таким чином, покупець опціону перебуває у більш вигідній позиції, оскільки остаточне рішення про купівлю чи продаж валюти з настанням строку здійснення опціону виносить саме він, сплачуючи за це опціонну премію. Продавець опціону має право лише погодитися з рішенням покупця і виконати свої зобов'язання.

Розрізняють біржові та позабіржові валютні опціони. Продаж і купівля біржових опціонів відбувається на опціонних біржах. Такі валютні опціони можуть бути в обігу на вторинному ринку, вільно купуватися та продаватися третіми особами до завершення терміну дії опціону. Вони стандартизовані за видами валют, сумами та термінами виконання [7, с. 67].

Позабіржові валютні опціони є банківським інструментом, а їх продаж і купівля відбувається за індивідуальними угодами та за специфікацією, що відповідає ви-

могам покупця. У проектному фінансуванні позабіржові валютні опціони можуть бути використані в разі, якщо заздалегідь складно визначити строки і суми валютних надходжень; з метою захисту експортно-імпорتنних потоків від непередбачуваної зміни валютних курсів, а також з метою підтримки комерційної пропозиції на укладення контрактів, вартість яких визначено в іноземній валюті. Крім того, використання позабіржових валютних опціонів дозволяє забезпечити страхування як від валютних, так і від комерційних ризиків.

Разом із тим управління валютними ризиками інвестиційних проектів може бути здійснено і шляхом унормування порядку проведення валютних операцій за кредитними договорами, договорами позики, що передбачають залучення резидентами-позичальниками кредитів, позик від нерезидентів на окремих умовах і запровадження банками певних методів кредитування та фінансування проектів з використанням різних валют [10, с. 92; 11, с. 42; 12, с. 87]. Зокрема, це стосується використання так званого «синтетичного» кредитування, яке полягає у можливості конвертації кредитів у іноземну валюту.

З цією метою Національний банк України відповідно до постанови Правління «Про здійснення валютних операцій за кредитами, позиками, що залучаються від нерезидентів на окремих умовах» розширив можливості українських банків щодо залучення так званих «синтетичних» кредитів від нерезидентів [13].

Постановою передбачено, що починаючи з лютого 2018 р. банки можуть залучати від нерезидентів «синтетичні» кредити та позики у національній валюті, тобто валютою кредитів і позик буде гривня, а всі платежі між кредитором і позичальником будуть здійснюватися в іноземній валюті. Як зазначає Національний банк України, до останнього часу позичальники мали можливість залучати такі кредити і позики лише за умови, що нерезидентом-кредитором є міжнародна фінансова організація, членом якої є Україна, або міжнародна фінансова організація, щодо якої Україна зобов'язалася забезпечувати правовий режим, який надається іншим міжнародним фінансовим організаціям чи резидентам [13]. З 2018 р. уповноважені банки-позичальники можуть залучати «синтетичні» кредити та позики в гривні від будь-яких нерезидентів-кредиторів, а не лише від міжнародних фінансових організацій, як це було раніше.

Відтепер резиденти-позичальники можуть здійснювати валютні операції з нерезидентами-кредиторами за кредитними угодами, відповідно до яких сума одержаного кредиту визначається в гривнях, а перекази коштів «нерезидент-кредитор» з надання кредиту і перекази коштів на користь нерезидента-кредитора у зв'язку зі здійсненням резидентом-позичальником операцій із погашення основної суми кредиту, сплати процентів та інших платежів, передбачених кредитною угодою, здійснюються винятково в іноземній валюті [14, с. 165; 15, с. 70; 16, с. 128].

При цьому, якщо кредит залучено від міжнародної фінансової організації МФО, членом якої є Україна, або від міжнародної фінансової організації, щодо якої Україна зобов'язалася забезпечувати правовий режим, який надається іншим міжнародним фінансовим організаціям чи резидентам, є кредитором за кредитною угодою, укладеною з резидентом-позичальником, резидент-позичальник має право здійснювати купівлю (обмін) іноземної валюти або переказ іноземної валюти за межі України на користь міжнародної фінансової організації в рахунок погашення основної суми кредиту, сплати процентів та інших платежів, установлених кредитним договором, без реєстрації такого кредитного договору в Національному банку України та без індивідуальної ліцензії Національного

банку України на вивезення, переказування, пересилання та здійснення інших передбачених законодавством операцій з валютними цінностями за межами України [13].

У разі, якщо позичальником за такою угодою щодо «синтетичного» кредитування, укладеною з нерезидентом-кредитором, є уповноважений банк, то така кредитна угода не потребує реєстрації в Національному банку України, а переказ банком-позичальником іноземної валюти за межі України з метою виконання своїх зобов'язань перед нерезидентом-кредитором здійснюється на підставі банківської ліцензії та генеральної ліцензії на здійснення валютних операцій.

У зв'язку із прийняттям зазначеної постанови важливе практичне значення для механізму реалізації проектного фінансування має той факт, що отримані кошти українські банки тепер зможуть використовувати для кредитування українських позичальників у гривні, уникаючи валютного ризику, оскільки такий ризик повністю бере на себе нерезидент-кредитор українського банку. На наш погляд, реалізація такого підходу сприятиме розвитку проектного фінансування в Україні та суттєвому поліпшенню механізмів управління валютними ризиками інвестиційних проектів.

Умовами запровадження таких підходів, як зазначається в науковій літературі, стали консолідація банківської системи [17, с. 8; 18, с. 54], підвищення рівня концентрації банківського капіталу [19, с. 194; 20, с. 32], вдосконалення методів управління банківськими ризиками [21, с. 98; 22, с. 14], підвищення рівня довіри до банків та відносно поліпшення інвестиційного клімату в країні [23, с. 47; 24, с. 101; 25, с. 124; 26, с. 132].

Висновки. Проведене дослідження дає змогу дійти висновку, що найбільш прийнятними для використання

з метою хеджування валютних ризиків у проектному фінансуванні можуть бути такі строкові валютні операції, як форвардні угоди, валютні свопи та позабіржові валютні опціони. При цьому використання форвардних угод є доцільним для управління валютними ризиками операцій, що пов'язані з рухом капіталу, кредитуванням, здійсненням інвестицій, придбанням цінних паперів іноземних емітентів, репатріацією прибутків та іншими операціями учасників інвестиційних проектів.

Головними напрямками використання валютних свопів у проектному фінансуванні є забезпечення фінансування довгострокових зобов'язань в іноземній валюті, хеджування довгострокового валютного ризику та забезпечення конвертації експортованого капіталу і доходів від інвестицій в іншу валюту.

Позабіржові валютні опціони можуть бути використані в проектному фінансуванні в разі, якщо заздалегідь складно визначити строки і суми майбутніх валютних надходжень; з метою захисту експортно-імпортних потоків від непередбачуваної зміни валютних курсів, а також із метою підтримки комерційної пропозиції на укладення контрактів, вартість яких визначено в іноземній валюті.

Обґрунтовано, що управління валютними ризиками інвестиційних проектів у разі реалізації проектного фінансування може бути здійснено і шляхом унормування порядку проведення валютних операцій за кредитними договорами, договорами позики, що передбачають залучення резидентами-позичальниками кредитів, позик від нерезидентів на окремих умовах і запровадження банками певних методів кредитування та фінансування проектів з використанням різних валют. Зокрема, це стосується використання так званого «синтетичного» кредитування, яке полягає у можливості конвертації кредитів у іноземну валюту.

Список використаних джерел:

1. Науменкова С.В. Особливості та інструменти проектного фінансування в Україні / С.В. Науменкова, Л.Ю. Гавриш // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. 2013. № 1(14). С. 214–222.
2. Міщенко В.І. Особливості посткризового реформування фінансового сектору України / В.І. Міщенко // Фінанси України. 2010. № 10. С. 3–14.
3. Лютий І.О. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи / І.О. Лютий, С.В. Міщенко // Фінанси України. 2007. № 3. С. 14–28.
4. Міщенко В.І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова // Фінанси України. 1998. № 10. С. 60–69.
5. Міщенко С.В. Проблеми оцінки впливу стабільності функціонування грошово-кредитної сфери на економічну безпеку країни / С.В. Міщенко // Фінанси України. 2010. № 7. С. 35–49.
6. Сомик А. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник НБУ. 2007. № 5. С. 28–31.
7. Науменкова С.В. Валюта і валютна політика / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко. К.: Знання, 2010. 84 с.
8. Стельмах В.С. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / В.С. Стельмах та ін. К.: Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2009. 404 с.
9. Ющенко В.А. Валютне регулювання / В.А. Ющенко, В.І. Міщенко. К.: Т-во «Знання», КОО, 1999. 359 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. Міщенко С.В. Стимулювання кредитування як фактор економічного росту / С.В. Міщенко // Вестник Финансового университета. 2013. № 1(73). С. 35–45.
12. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України: науково-аналітичні матеріали. Вип. 15 / В.І. Міщенко, І.А. Нідзельська, А.П. Кулінець, С.О. Шульга. К.: НБУ ЦНД, 2010. 124 с.
13. Про здійснення валютних операцій за кредитами, позиками, що залучаються від нерезидентів на окремих умовах // Постанова Правління НБУ від 15.02.2018 р. № 12.
14. Науменкова С.В., Міщенко С.В. Регулювання денежного обращения на основе использования методов и инструментов денежно-кредитной политики / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко // Вісник Київського національного університету. Серія: Економіка. 2013. № 6. С. 66–72.
15. Соколов Б.И. Роль платежных систем в обеспечении устойчивого развития национальной экономики / Б.И. Соколов, С.В. Міщенко // Проблемы современной экономики. 2015. № 2(54). С. 163–168.
16. Міщенко С.В. Формування ефективної структури фінансового сектору України / С.В. Міщенко. Київ, 2009. 246 с.
17. 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.

18. Міщенко С. Вдосконалення інституційної структури нагляду за фінансовим сектором / С. Міщенко // Банківська справа. 2007. № 1. С. 41–56.
19. Науменкова С.В. Поняття системного ризику та підходи до визначення системно значущих банків / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Вип. 1(105). 2014. С. 186–196.
20. Міщенко В.І. Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова // Економіка України. 2002. № 5. С. 29–36.
21. Науменкова С.В. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С.В. Науменкова, Т.Г. Буй // Фінанси України. 2010. № 2. С. 89–101.
22. Міщенко В. Капіталізація банківської системи України: сьогодення та перспективи / В. Міщенко // Вісник НБУ. 2013. № 7. С. 11–17.
23. Науменкова С.В. Проблеми розвитку інститутів спільного інвестування / С.В. Науменкова, С.В. Міщенко // Економіка та держава. 2009. № 11. С. 46–48.
24. Науменкова С.В. Особливості управління фінансами в холдингових компаніях / С.В. Науменкова // Фінанси України. 2008. № 1. С. 93–107.
25. Фінансовий ринок та інвестиції: збірник тестових вправ та завдань / С.В. Науменкова, А.В. Андрєєв, Ф.О. Журавка. К.: Знання, 2000. 214 с.
26. Современные подходы к управлению устойчивостью бизнеса / под ред. А.Н. Ряховской, О.Г. Крюковой. М.: Финансовый университет, 2012. 280 с.

УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМИ РИСКАМИ В ПРОЕКТНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

Аннотация. В статье исследованы особенности использования финансовых инструментов для управления валютными рисками проектного финансирования в Украине с целью снижения инвестиционных рисков в течение всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Определено, что наиболее приемлемым для хеджирования валютных рисков может быть применение форвардных соглашений, валютных свопов и внебиржевых валютных опционов. Обоснована целесообразность предоставления банкам возможности привлекать от нерезидентов «синтетические» кредиты в национальной валюте, а платежи между кредитором и заемщиком осуществлять в иностранной валюте, что будет содействовать улучшению инвестиционного климата и условий финансирования инвестиционных проектов.

Ключевые слова: проектное финансирование, валютный риск, форвардное соглашение, валютный опцион, валютный своп, валютные облигации, синтетическое кредитование.

CURRENCY RISK MANAGEMENT IN PROJECT FINANCING

Summary. The article examines the peculiarities of the use of some financial instruments to manage foreign exchange risks of project financing in Ukraine in order to reduce investment risks throughout the life cycle of an investment project. It is determined that the most acceptable for hedging currency risks can be the use of forward agreements, currency swaps and over-the-counter currency options. The expediency of granting to banks of opportunity to attract from nonresidents "synthetic" credits in national currency is proved, and payments between the creditor and the borrower to carry out in foreign currency that will promote improvement of the investment climate and conditions of financing of investment projects.

Key words: project finance, currency risk, forward agreement, currency option, currency swap, foreign currency bonds, synthetic lending.