

Д. О. Кузяк,
аспірант кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана

ПРОБЛЕМИ ВИЗНАЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗМІСТУ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ У СУЧАСНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ НАУЦІ

У статті визначається сутність поняття проектного фінансування на основі найбільш вживаних у наукових публікаціях трактувань, вказано на недоліки визначення сутності проектного фінансування. Досліджено характерні ознаки проектного фінансування, що відрізняють його від інших форм фінансування бізнесу.

The article describes essence of the Project Financing based on the definition widespread in the contemporary economics. Here the main discrepancies in definition made by national economists revealed. Also separated the main features of the Project Financing from the other methods of business financing

Пожвавлення економічної діяльності суб'єктів господарювання вимагає пошуку нових форм фінансування діяльності розвитку, розуміння напрямів, якими можна збільшити вартість бізнесу, правильно використавши для цього можливості моделювання фінансової структури компанії.

Світова фінансова спільнота активно використовує здобутки західної фінансової науки в управлінні бізнесом, які на даний час мало використовуються в Україні.

Можливість застосування прогресивних форм фінансування інвестиційних проектів у життєво важливих галузях економіки дасть змогу найбільш ефективно використати залучені іноземні та внутрішні інвестиції.

Однією з найважливіших складових бізнес-стратегії має бути розуміння того, яким чином буде фінансуватися бізнес. Існує дві основні форми залучення фінансування — боргове та акціонерне, їх співвідношення багато в чому визначає вартість бізнесу, а також фінансове навантаження на активи підприємства.

Акціонерне фінансування являє собою найбільш ризиковий інвестиційний капітал, бо і при розподілі доходу, і у випадку ліквідації компанії інвестори-акціонери займають останнє місце в пріоритетності виплат. Свого роду гарантією акціонерних інвестицій є можливість контролю через участь в управлінні компанії в тій чи іншій формі. При цьому акціонерний капітал формує основу для інших кредиторів чи інвесторів і сприяє залученню до проекту нового капіталу.

У випадку боргового фінансування відсотки постачальнику капіталу нараховуються незалежно від того, є бізнес прибутковим або ні. А це може викликати проблеми для проектів з певним періодом, що визначені для будівництва.

Можливим вирішенням даної проблеми може стати використання схем проектного фінансування. В силу своєї гнучкості ця форма є ефективним інструментом залучення коштів в умовах нестабільної економіки. Сьогодні проектне фінансування може отримати широке використання в сучасному українському бізнес-середовищі, оскільки відповідає сучасним економічним реаліям [1].

Розгляд проблем проектного фінансування присутній у працях українських: Г. Бардиша, О. Ляхової, Т. Майорової, А. Пересади, Л. Борща, В. Балюк, А. Вожжова, Н. Попова, С. Глущенко, С. Захаріна, Н. Шелудько, та іноземних вчених Ю. Катасонова, Д. Морозова, А. Барінова, В. Бочарова, І. Мазура і В. Шапіро, Е. Йескомба, Б. Есті, Ф. Невіта, Ф. Фабоззі.

Зазначені автори у своїх працях намагаються розкрити сутність проектного фінансування, визначити основні ризики, охарактеризувати основні риси даної форми фінансування.

Однак виникає необхідність у дослідженні специфіки проектного фінансування та особливостей його застосування вітчизняними суб'єктами господарювання на практиці. Це пояснюється декількома причинами. По-перше, даний метод фінансування інвестиційних проектів дає змогу фінансувати великі капіталомісткі об'єкти з високим ризиком. По-друге, це новий спосіб залучення коштів у проекти, насамперед інфраструктурні, на умовах державно-приватного партнерства. Потретьє, дослідження позитивних рис проектного фінансування має зацікавити фінансово-кредитні установи (банки) у застосуванні схем проектного фінансування на практиці.

Проектне фінансування як метод фінансування довгострокових проектів уже тривалий час успішно використовується за кордоном. Необхідність залучення приватного капіталу в капіталомісткі галузі народного господарства та потреба у впровадженні прогресивних методів управління в галузях, що є природними монополіями, для підвищення їх ефективності — все це сприяє активному зростанню ролі діяльності проектного фінансування у реалізації інвестиційних проектів.

Популярність проектного фінансування в останні роки в основному визначалася процесами відміни державного контролю на підприємствах комунального господарства та приватизацією державного сектора капітальних інвестицій. Також цьому сприяла інтернаціоналізація інвестицій для найбільш значимих процесів: зараз провідні розробники проектів керують портфелями міжнародних інвестицій, вступаючи у ролі банківських і фінансових консультантів,

здатні застосовувати досвід, що був накопичений в одній країні, при реалізації проекту в іншій. Як правило, уряди та державний сектор економіки також виграють від такого обміну досвідом.

Зважаючи на новизну, недостатню вивченість, а також велику кількість різноманітних тлумачень, необхідно, на нашу думку, розібратися у визначенні поняття "проектне фінансування": що під ним розуміється, яке коло питань обмежує та з якими економічними категоріями межує та перетинається.

Розв'язати теоретичні проблеми змісту та ролі проектного фінансування для національної економіки, а також виявити функції цього явища дозволяє застосування загальних методів порівняння, абстрагування та індукції.

Для того, щоб більш чітко визначити місце проектного фінансування серед інших методів фінансування, а також для уточнення його функцій, насамперед необхідно дослідити проектне фінансування за основними критеріями його розв'язку.

Необхідність в цьому виникає через те, що неточне і недосконале визначення предмета дослідження, по-перше, може привести нас до неправильних висновків і, по-друге, надзвичайно важливо прийти до порозуміння між різними поглядами сучасних іноземних та вітчизняних економістів, що займаються вивченням даного питання.

А. Барінов визначає наступні проблеми при визначенні та трактуванні "проектного фінансування":

1) неузгодженість щодо суті. Проблема пов'язана з тим, як трактувати проектне фінансування — як кредит чи як інвестиції;

2) неузгодженість структурного характеру. Проблема, що стосується підприємства-позичальника (діюче чи нове) і забезпеченості позичкових коштів заставою;

3) термінологічні нюанси. Складність у визначенні проектного фінансування пов'язана ще з тим, що усталеного терміна в міжнародній практиці не існує. Ринки сформувалися майже стихійно, як деякий звичай, звід правил, котрі застосовуються учасниками (не тільки банками) при реалізації інвестиційних програм, що пов'язані з певним типом ризику. Ці правила об'єднують різні економічні категорії: "фінанси" (якщо розуміти "фінансування" в якості їх похідної) і "кредит". Для адекватного застосування стало необхідним використовувати певну узагальнювальну економічну категорію. З точки зору підтримання коректності терміна такою категорією може бути "фондування грошових коштів", що дуже не зручно в застосуванні.

А. Барінов вважає, що змістовий переклад "Project Finance" може виглядати, як: "проектне кредитування" (у випадку, коли проект реалізується за рахунок кредиторів) або "проектне інвестування" (це звучує масштаб і різноманітність ризиків, що виникають, проте більш ширше за змістом).

На нашу думку, визначити сутність проектного фінансування необхідно через аналіз складових частин цього поняття, а також через аналіз визначень, що даються вітчизняними та зарубіжними вченими.

От, наприклад, якщо розглядати складові категорії "проект", то це — задум, ідея, образ, перетворений у форму опису, обґрунтування, розрахунків і креслень, що розкривають сутність задуму і можливість його практичної реалізації. Що стосується "фінансування", то це — забезпечення необхідними фінансовими ресурсами всього господарства країни, регіонів, підприємств, підприємців, громадян, а також різних економічних програм і видів економічної діяльності [2].

Однак цим не можна обмежуватись, оскільки практична діяльність вказує на певні особливості або ж вона мусить здійснюватись у певних рамках, що за змістом характеризують її.

Сутність проектного фінансування як форми фінансування сформувалось у процесі активного застосування пря-

мих інвестицій, а саме — фінансування інвестиційних проектів через класичні методи фінансування. Згодом ця форма забезпечення проектів грошовими ресурсами переросла у самостійну форму фінансування.

Українські банки переважно характеризують проектне фінансування як фінансування інвестиційних проектів, при якому банк здебільшого бере до уваги майбутній грошовий потік, що генеруватиметься безпосередньо проектом, як джерело погашення кредитної заборгованості [3]. Деякі банки готові надати довгострокове фінансування на реконструкцію, модернізацію чи розширення діючого виробництва [4; 5]. Інші трактують проектне фінансування ширше, наприклад, "проектне фінансування — це фінансування інвестиційних проектів компанії за умов" [6]. Отже, більшість банків у своїх інформаційних матеріалах єдині стосовно того, що проектне фінансування певним чином включає поняття проекту. Детальніший аналіз інформації стосовно проектного фінансування поданий на електронних сайтах банків у мережі Інтернет, не дає відповіді на запитання: чим проектне фінансування, відрізняється від інвестиційного кредитування. Деякі банки в умовах проектного фінансування для позичальників зазначають умову безбитковості діяльності, що в принципі характеризує не стільки проект, під який потрібно фінансування, скільки здатність позичальника забезпечити його повернення. Ще одна особливість "українського" погляду на проектне фінансування полягає в тому, що інвестиційні проекти розглядаються переважно у сфері будівництва [7], тоді як міжнародний досвід застосування цього методу фінансування вказує на те, що він використовується переважно в галузях інфраструктури та добувної галузі.

Оскільки на українських теренах немає чітко узгодженого визначення проектного фінансування, тому було зроблено огляд вітчизняних та зарубіжних публікацій з даної тематики (табл. 1).

Таким чином, визначення, подані зарубіжними вченими, такими як Фіннерті, Невіта, Фабоззі, Есті, Йескомба [12; 13; 15], можна виділити у наступні характеристики проектного фінансування:

- 1) метод фінансування, що використовує різні можливості фінансового інжинірингу;
- 2) метод фінансування довготермінових контрактів;
- 3) метод фінансування інфраструктурних, промислових проектів і проектів пов'язаних з громадськими послугами;
- 4) метод залучення довгострокового боргового фінансування;
- 5) альтернатива іншим методам фінансування;
- 6) включає створення незалежної проектної компанії;
- 7) відбувається через залучення коштів у формі статутного капіталу від інвесторів і кредиту без права регресу від кредиторів;
- 8) основним джерелом повернення коштів при проектному фінансуванні є грошові потоки проекту;
- 9) це фінансова структура і структура корпоративного управління.
- 10) надає максимальні переваги для спонсорів проекту і не впливає на структуру їх балансу;
- 11) метою використання цього методу є вирішення проблем, пов'язаних з недосконалістю ринку та ефективним управлінням ризиками;
- 12) форми та методи залежать від ризиків і розподілу доходів між учасниками проекту.

Далі розглянемо підходи українських і російських науковців до визначення проектного фінансування.

Проектне фінансування — особливий вид фінансування інвестиційних проектів (програм) із використанням широкого спектра фінансових інструментів, яке проводиться з повним або частковим регресом на ініціатора, а тому зорієнтоване на економічну, технічну та юридичну життєздатність

Таблиця 1. Визначення поняття проектного фінансування у наукових публікаціях

№	Визначення	Джерело
1	Проектне фінансування – це інноваційна сучасна фінансова техніка, що використовується в для багатьох провідних корпоративних проектів	[8]
2	Проектне фінансування – це фінансування довгострокових проектів у галузі промисловості й інфраструктури, що базується на складній фінансовій структурі, коли використовується боргове і акціонерне фінансування для проектів, а не фінансування за рахунок і в структурі компанії	[9]
3	Проектне фінансування включає створення юридично незалежної проектною компанією, що фінансується акціонерним капіталом однієї чи декількох спонсоруючих фірм і безрегресним боргом для цілей інвестування в капітальні активи	[10]
4	Проектне фінансування історично було фінансовим механізмом приватного сектора	[11]
5	Проектне фінансування інколи може бути використане для покращення дохідності інвестованого капіталу в проект — за рахунок більшого фінансового левериджу, ніж можна було б досягнути при звичайному корпоративному фінансуванні	[12]
6	Проектне фінансування включає інвестування і володіння промисловим активом (створеним з певною метою) через юридично незалежну компанію, що фінансується безрегресним боргом	[13]
7	Проектне фінансування — це фінансування окремої економічної одиниці, в якій позикодавець звертає увагу спочатку на грошовий потік як джерело повернення боргу і активів економічної одиниці як застави за боргом	[12]
8	Проектне фінансування відноситься до фінансування довгострокових інфраструктурних, промислових проектів та проектів, що надають громадські послуги, що базується на фінансуванні без регресу чи з обмеженим регресом, коли грошові потоки проекту використовуються для повернення боргового і акціонерного капіталу	[14]
9	Проектне фінансування – це метод залучення довгострокового боргового фінансування для великих проектів за рахунок фінансового інжинірингу, що базується на позиції під грошовий потік, що створюється тільки цим проектом; він залежить від детальної оцінки створення проекту, операційних ризиків, ризиків доходу і його розподілу між інвесторами, позикодавцями і іншими учасниками на основі контрактів чи інших договірних відносин.	[15]
10	Головною метою проектного фінансування є організація фінансування, що була б вигідна спонсорами проекту і ніяким чином не впливала на їх кредитну позицію чи баланс	[16]
11	Проектне фінансування є особливою формою фінансового забезпечення крупних інвестиційних проектів на основі мобілізації зовнішніх джерел з метою отримання прибутку від грошових потоків, що генеруються новоствореним підприємством	[17]

проекту, а не на активи позичальника, що дозволяє збалансувати інтереси всіх учасників з одночасним трансфером проектних ризиків між ними [18].

За змістом дане визначення дає часткове, відносно неповне розуміння проектного фінансування, бо воно не є видом, а є формою фінансування інвестиційних проектів. Один і той же проект не може бути профінансований через механізм проектного та одночасно корпоративного фінансування. Також при проектному фінансуванні не дуже часто використовується повний регрес на позичальника, оскільки проектне фінансування існує для того, щоб ці ризики розподілити.

Проектне фінансування це:

1) цільове кредитування позичальника для реалізації інвестиційного проекту без регресу чи з обмеженим регресом на позичальника; при цьому забезпеченням його платіжних зобов'язань є виключно і в основному грошові доходи об'єкта інвестиційної діяльності;

2) спосіб мобілізації різних джерел фінансування і комплексного використання всіх методів конкретних інвестиційних проектів [19].

На нашу думку, більш вдалим є друге визначення, бо не варто змішувати поняття проектного фінансування та кредитування. Саме по собі поняття "проектне фінансування" значно ширше і може включати (або ні) елементи кредитування. Хоча і в українській літературі ці поняття іноді змішують.

Під проектним фінансуванням розуміють цільове кредитування позичальника для реалізації інвестиційного проекту без регресу або з обмеженим регресом кредитора на позичальника, при якому забезпеченням платіжних зобов'язань є грошові доходи від функціонування цього проекту, а також активи, що належать до цього проекту [20].

У попередньому прикладі проектне фінансування прирівнюють до цільового кредитування. Звичайно, кредити, залучені для фінансування проектів, вже за своїм змістом є цільовими, однак проекти можуть бути профінансовані і через випуск облігацій. Цільове кредитування можна вважати одним із окремих способів залучення ресурсів при проектному фінансуванні. Також можна погодитися, що при проектному фінансуванні активи можуть бути забезпеченням за борговими зобов'язаннями, але оскільки вони часто є занадто специфічними або ж крупними майновими комплексами (які надзвичайно важко реалізувати), то і в якості забезпечення за зобов'язаннями відіграють незначну роль.

Схематично структуру проектного фінансування як методу фінансування, що поєднує інші методи, можна представити наступним чином (див. рис. 1).

Найбільш вдалим, на нашу думку, є визначення, запропоноване О. Ляховою, в якому у лаконічній формі розкрита сутність

та основні особливості проектного фінансування: "Проектне фінансування ... форма реалізації фінансово-кредитних відносин учасників, пов'язаних з організацією та фінансуванням інвестиційного проекту за умови, що джерелами погашення заборгованості є грошові потоки, генеровані проектом, при поєднанні різноманітних фінансових інструментів" [21].

До цього визначення можна додати також те, що при проектному фінансуванні широко застосовується фінансовий інжиніринг, оскільки таке трактування "поєднання різноманітних фінансових інструментів", на нашу думку, є більш логічно завершеним.

Із вищезазначеного впливає відмінність між проектним фінансуванням і фінансовим інжинірингом, а саме: проектне фінансування є прикладною сферою фінансового інжинірингу. Також, як і внутрішньокорпоративне або корпоративне фінансування, воно є формою фінансування інвестиційного проекту.

Отже, можемо стверджувати, що проектне фінансування — це метод фінансування довгострокових інвестиційних проектів.

Як і будь-який інший самостійний метод фінансування, даний метод має свої особливості. Наприклад, Б. Есті виділяє наступні базові особливості проектного фінансування, котрі відрізняють його як від традиційного корпоративного фінансування, так і будь-якого іншого позабалансового фінансування (наприклад, сек'юрітизації): наявність еко-

номічно і юридично незалежної проектною компанією; проектна компанія створюється на чітко визначений, обмежений життям проекту період; фінансування проекту здійснюється частково за допомогою позики без регресу на позичальника [22].

Взявши до уваги все вищевикладене, до особливостей проектного фінансування відносимо:

- 1) сферу застосування: фінансування інвестиційних проектів;
- 2) наявність окремої проектною компанії (Special Purpose Vehicle). Для того, щоб фінансування за суттю було проектним, обов'язковою є наявність окремої компанії, що управляє проектом і відповідає за всіма зобов'язаннями проекту;
- 3) наявність досвідченої управлінської команди. Дозволяє значно скоротити ризики, пов'язані з грамотним управлінням проектом;
- 4) особливості отримання вигоди учасниками. Основним джерелом повернення вкладених коштів є грошові потоки по проекту;
- 5) строк "життя" проекту. Чітко визначений, для можливості оцінки проекту, часу входу і виходу з нього учасників;
- 6) особливі умови взаємодії між учасниками проекту. Особливі контрактні відносини;
- 7) особливі умови для спонсорів проекту. Це фінансування відбувається шляхом залучення довгострокових позик з частковим внесням коштів спонсорів у вигляді статутного капіталу;
- 8) особливості залучення коштів. Кошти, що надаються для проектного фінансування, є, як правило, безрегресними щодо спонсорів проекту або з обмеженими регресом;
- 9) наявність передумов для застосування такого способу залучення ресурсів. Проектне фінансування використовується за певних умов, коли інші методи фінансування не є ефективними;
- 10) особлива суміш ризиків. Структура проектного фінансування залежить від ризиків проекту, а також від можливостей розподілу цих ризиків між учасниками проекту;
- 11) утворення унікальної управлінської структури. Надає можливість створити особливу фінансову структуру, а також структуру управління для ефективного управління ризиками;
- 12) галузі застосування. Застосовується переважно при фінансуванні інфраструктурних, промислових і проектах, пов'язаних з громадськими послугами;
- 13) об'єкт оцінки. При проектному фінансуванні таким об'єктом, за відсутності будь-якої діяльності в минулому, є фінансова модель проекту.

Отже, проектне фінансування — це особливий метод фінансування інвестиційних проектів із застосуванням фінансового інжинірингу, що вирізняється від інших методів фінансування сукупністю особливостей, пов'язаних з природою проектів, для яких він використовується. Це комплексне поняття, котре межує з багатьма економічними категоріями.

Проектне фінансування це наступний щабель в системі фінансування інвестиційних проектів, що виділився в самостійну форму фінансування, з властивими тільки йому особливостями, перевагами та недоліками.

Поряд з основними методами фінансування, акціонерним і позичковим, особливістю і відмінністю проектного фінансування є те, що воно може поєднувати в собі два інші методи фінансування.

Література:

1. Лебедев П. Проектное финансирование: Факторы успеха / Лебедев П. // Консультант. — 2005. — № 11. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.iteam.ru/publications/project/section_36/article_2419.



Рис. 1. Фінансова структура проектного фінансування

2. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. — 2-е изд., испр. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 479 с.

3. Електронний ресурс. — Режим доступу: http://aval.ua/corporate/finbizn/invest_fin/projectfin/

4. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://www.alfabank.com.ua/corporate/financing/project>

5. Електронний ресурс. — Режим доступу: <http://swedbank.ua/index.php?cat=478>.

6. Електронний ресурс. — Режим доступу: http://www.otpbank.com.ua/uab/corp/big_corporate/projfinukr/

7. Соловей О. Проектное финансирование в реалиях украинского рынка / Соловей О. // Commercial Property. — 2008. — № 7 (59). [Електронний ресурс]. — Режим доступу: commercialproperty.ua/analytics/top/detail.php?IB-LOCK_ID=11&ID=40132.

8. Електронний ресурс. — Режим доступу: http://www.eagletraders.com/loans/loans_what_is_project_finance.htm

9. Hoffman S. The Law & Business of International Project Finance // Cambridge Univ. Press. — 2007. — 3rd ed.

10. Why Study Large Projects? An introduction to Research on Project Finance / Benjamin C. Esty // European Financial Management. 2004. — vol 10 № 2. — P. 213—224.

11. An Overview of Project Finance Market // Harvard business School. — December 13, 1999.

12. Nevitt P.K., Fabozzi F.J. Project Financing 7th edition / Euromoney Books (London, U.K.), 2000.

13. Benjamin C. Esty Project Finance Glossary // Harvard Business School.

14. International Project Finance Association. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ipfa.org/d/3/ABOUT_PROJECT_FINANCE.html

15. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб; пер с англ И.В. Васильевой под общ. ред. Д.А. Рябых. — Москва: Вершина — 2008.

16. Overview of Project finance / Project Financing 7th edition Euromoney Books. — London, 2000.

17. Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг / Бочаров В.В. — СПб.: Питер, 2004. — С. 121.

18. Кулік К.А. Фінансові можливості вітчизняних банків у сприянні розвитку проектного фінансування в Україні / Кулік К.А. // Актуальні проблеми економіки. — 2007. — № 9

19. В.Ю. Катасонов. Проектное финансирование: мировой опыт и перспективы для России / В.Ю. Катасонов, Д.С. Морозов., М.В. Петров. — М.: Анкил, 2001. — С. 15.

20. Шуркалін А. Проектне фінансування як форма кредитування / Шуркалін А. // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 10.

21. Ляхова. О. Проектне фінансування як новий метод організації фінансування інвестиційних проектів / Ляхова. О. // Вісник НБУ. — 2004. — № 10.

22. Esty V. Petrozualata: a Case Study of Effective Use of Project Finance. Journal of Applied Corporate Finance. — 1999. — V. 12. — № 3.

Стаття надійшла до редакції 16.11.2009 р.