

СЕКЦІЯ 3.

Фінанси, страхування та інвестиції в умовах глобальних викликів

УДК 336.64

Науменкова Світлана,
д.е.н., професор,
професор кафедри фінансів,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка,
м. Київ, Україна
naumenkova@knu.ua

Міщенко Світлана,
д.е.н., професор,
професор кафедри фінансів,
Державний торговельно-економічний університет,
м. Київ, Україна
s.mishchenko@knote.edu.ua

ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКІВ КРАЇНИ У ПРОЄКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

В умовах подолання наслідків війни та прискорення відбудови економіки України актуалізується роль держави як ініціатора залучення та гаранта повернення коштів для реалізації масштабних інвестиційних проєктів. Оцінка ризиків ведення бізнесу в країні перетворюється на важливу складову оцінки довгострокових інвестиційних рішень та інвестиційного аналізу, а також є важливою складовою в методиках оцінювання кредитного ризику різними фінансовими посередниками [1, с. 62-63; 2, с. 20; 3].

Зауважимо, що оцінювання ризиків країни здійснюється із застосуванням достатньо опрацьованих та широко використовуваних на практиці методик, таких як Dun & Bradstreet Country Risk Rating, Business Environment Risk Index (ERI), International Country Risk Guide (ICRG), Country Outlooks, Euromoney's Country Risk Index, Countries Risk Classification BSCI, Moody's Investor Service, Standard & Poor's Ratings Group (S&P), Oxford Analytical Data та ін. Попит на інформацію рейтингових агентств щодо ризиків країн зростає з боку фінансових посередників (банків, фінансових компаній), корпорацій, інституційних інвесторів. Основним завданням рейтингування країн, як правило, є визначення кредитоспроможності та платоспроможності тієї чи іншої держави на основі використання індикаторів розвитку політичних, економічних і соціальних процесів, які можуть ушкодити інтересам потенційних учасників проєктного фінансування.

З огляду на це, в спеціальній літературі використовують термін «суверенний ризик», акцентуючи увагу на фінансовому стані суверенної держави, оскільки виникає через неможливість виконання суверенною державою своїх зобов'язань по відношенню до іноземного кредитора чи інвестора.

Слід відмітити складність та багатогранність основних форм прояву ризику країни. У проєктному фінансуванні, виходячи з принципу обумовленості, оцінювання ризиків країни повинно здійснюватися в площині їх впливу на конкретний проєкт, тобто на локальному рівні; та, враховуючи існування договірних відносин між державним/публічним та приватним партнерами в країні розміщення інвестицій– з акцентом на наслідки впливу на проєкт подій легально-урядового рівня.

Складовою ризику країни є політичний ризик, який розрізняється за різними ознаками: спрямуванням, суб'єктами, рівнями впливу і т. ін. За підходами БАГІ (MIGA), політичний ризик – це ризик, який пов'язують з діями уряду, спрямованими: по-перше, на заборону або обмеження прав інвесторів/власників щодо використання чи отримання прибутку від власних активів; по-друге, зменшення вартості фірми [4, с. 7]. Останнім часом політичний ризик

досліджується у новому термінологічному форматі як «політичний та регуляторний ризик», або з виокремленням регуляторного ризику як ризику можливих проєктних втрат від змін у законодавстві.

Більшість підходів до оцінювання ризику країни базуються на постійному моніторингу економічної, соціальної та політичної ситуації в країні з наступним рейтингуванням країн за певним набором факторів та субфакторів, а також використанні різних індикаторів на передінвестиційному етапі. Підходи до оцінювання ризиків країни відрізняються від підходів, що використовуються при оцінюванні суверенних ризиків приватних рейтингових агентств (CRA). Так, методика Euromoney Country Risk (ECR), базується на постійному моніторингу 23 політичних, економічних і структурних підфакторів [4, с. 10].

Згідно підходів OECD, ризик країни охоплює ризик передачі та конвертованості валюти (тобто ризик, що перешкоджає конвертувати місцеву валюту в іноземну валюту та/або переказувати кошти кредиторам-нерезидентам) та ризики форс-мажорних обставин (наприклад, війна, експропріація, революція, громадянські заворушення, повені, землетруси).

Класифікація ризиків країни OECD здійснюється на основі застосування двоетапної методології, основними складовими якої є:

1) кількісна оцінка ризику країни на основі застосування моделі кількісної оцінки кредитного ризику країни (CRAM – The Country Risk Assessment Model), яка базується на використанні індикаторів ризику за трьома напрямками: платежі експортних кредитних страхових компаній країн - учасників ОЕСР, фінансова та економічна ситуація за показниками МВФ і Світового банку.

2) якісна оцінка ризику CRAM експертами країн-членів ОЕСР з метою відображення факторів, які не повністю враховані в моделі. Це може призвести до коригування (збільшення чи зменшення) ризику країни порівняно з результатами CRAM.

Країни класифікуються OECD за 7-ма категоріям ризику, де в 7-й категорії представлені країни з найвищим рівнем ризику, а в 1-й-

країни з мінімальним рівнем ризику. Так, до війни, у січні 2020 року, позиції України відповідали 6-тій категорії ризиків країни [5, с. 145].

За підходами ОЕСД, дві групи країн не підлягають класифікації. До першої групи входять дуже малі країни, які не отримують офіційної підтримки експортно-кредитних агенцій. Для таких країн можуть застосовуватися класифікація ризику країни, яку інвестори вважають за доцільне. До другої групи країн віднесені країни ОЕСР з високим рівнем доходу та інші країни Єврозони з високим рівнем доходу.

Як свідчить міжнародна практика, пом'якшення негативного впливу ризиків країни у проєктному фінансуванні є доволі складним і базується на використанні різних інструментів захисту інтересів переважно кредиторів та інвесторів [6, с. 75; 7, с. 260; 8, с. 195, 9].

Для забезпечення від можливих втрат доцільно звернути увагу на фінансові інструменти Групи Світового банку (WBG), найбільш поширеними серед яких є гарантійні інструменти.

Так, для часткового покриття ризиків проєктів традиційно використовують гарантії МБРР та МАР [4, с. 14; 5, с. 127-128], до переліку яких належать: гарантія МБРР з часткового покриття ризиків проєкту (IBRD Partial Risk Guarantee) – надається під проєкти державно-приватного партнерства, які реалізуються за схемою: «будівництво – експлуатація – передача», концесійні проєкти; анклавна гарантія МБРР з часткового покриття ризиків проєкту (IBRD Enclave Partial Risk Guarantee), яка застосовується переважно для експортноорієнтованих, валютогенеруючих проєктів за участю приватного сектору; гарантія МАР з часткового покриття ризиків проєкту (IDA Partial Risk Guarantee).

В цілому підходи до оцінювання ризиків країни потребують відповідної гармонізації при експертизі міжнародних проєктів; більш широкого використання національних індикаторів досягнення ЦСР; запровадження найпоширеніших інструментів управління ризиками та вартісного оцінювання наслідків реалізації проєкту для широкого кола учасників.

Список використаних джерел:

1. Міщенко В.І., Міщенко С.В. Основні напрями забезпечення стабільності фінансового сектору України в контексті глобалізаційних процесів. *Фінанси України*. 2008. № 5. С. 56–69.
2. Науменкова С.В., Міщенко С.В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія. Київ: Центр наукових досліджень НБУ, 2009. 384 с.
3. Науменкова С.В., Міщенко В.І. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн. навч. посіб. К.: ЦНД НБУ, УБС НБУ, 2010. 170 с.
4. Науменкова С., Міщенко С., Тіщенко Є. Фінансові інструменти забезпечення від політичних ризиків у проєктному фінансуванні. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2016. №10 (187). С. 6–17. URL: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2016/187-10/1>
5. Науменкова С. В. Проєктне фінансування. Київ: Знання України, 2022. 217 с.
6. Naumenkova S., Tishchenko I., Mishchenko S., Mishchenko V., Ivanov V. Assessment and mitigation of credit risks in project financing. *Banks and Bank Systems*. 2020. №15 (1). P. 72–84. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.15\(1\).2020.08](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.15(1).2020.08)
7. Mishchenko V., Naumenkova S., Ivanov V., Tishchenko I. Special aspects of using hybrid financial tools for project risk management in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2018. №15(2). P. 257–266. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15\(2\).2018.23](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.23)
8. Mishchenko S., Naumenkova S., Mishchenko V., Dorofiev D. (2021). Innovation risk management in financial institutions. *Investment Management and Financial Innovations*. 2021. №18(1), 190-202. doi:10.21511/imfi.18(1).2021.16. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.16](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.16)
9. Mishchenko V., Naumenkova S., Grytsenko A., Mishchenko S. Operational risk management of using electronic and mobile money. *Banks and Bank Systems*. 2022. №17 (3). P. 142-157. URL: [http://dx.doi.org/10.21511/bbs.17\(3\).2022.12](http://dx.doi.org/10.21511/bbs.17(3).2022.12)