

УДК 330.336:338

О. В. Бугров,
к. е. н., доцент, доцент кафедри управління проєктами,
Київський національний університет будівництва і архітектури
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2325-1545>

О. О. Бугрова,
к. е. н., доцент, доцент кафедри економічної теорії,
Національний університет "Києво-Могилянська академія"
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8447-282X>

І. О. Лук'яничук,
магістрант, Національний університет "Києво-Могилянська академія",
Київський національний університет будівництва і архітектури
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0077-962X>

DOI: 10.32702/2306-6814.2025.8.133

СТРУКТУРУВАННЯ УГОД У КОНТЕКСТІ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

О. Bugrov,
PhD, Associate Professor, Department of Project Management, Kyiv National University of Construction and Architecture

О. Bugrova,
PhD, Associate Professor, Department of Economic Theory, National University of "Kyiv-Mohyla Academy"

І. Lukianchuk,
Master's student, National University of "Kyiv-Mohyla Academy", Kyiv National University of Construction and Architecture

DEAL STRUCTURING IN THE CONTEXT OF PROJECT FINANCE

В умовах післявоєнної відбудови та модернізації економіки України проєктне фінансування буде грати ключову роль. Важливим джерелом фінансування крупних проєктів, насамперед в сфері енергетики, розвитку інфраструктури та видобутку корисних копалин, будуть інвестиційні фонди іноземних держав, а також міжнародні фінансові інституції. Обізнаність вітчизняних стейкхолдерів таких проєктів у сфері проєктного фінансування є необхідною умовою успішності їх участі в підготовці і реалізації відповідних ініціатив.

Мета статті — проаналізувати організаційний механізм зниження ризиків шляхом структурування угод в рамках фінансування та виконання крупних проєктів. В ході досягнення цієї мети в статті охарактеризовано проєктне фінансування як дієвий інструмент післявоєнної модернізації і розвитку економіки України; визначено основні чинники проєктного і структурованого фінансування; за допомогою наочного прикладу проілюстровано процес структурування угод у контексті проєктного фінансування.

Хоча структуроване фінансування часто відносять до складу проєктного фінансування, насправді цю форму залучення коштів більш доцільно розглядати як окремий вид фінансування крупних проєктів, оскільки рішення про надання позикових коштів у відповідних випадках спирається значною мірою на кредитоспроможність позичальника і його здатність надати адекватне забезпечення (заставу). Натомість, у проєктному фінансуванні прийняття рішень більшою мірою ґрунтується на фінансових моделях, які бувають вельми складними. Компонентами фінансового моделювання при цьому можуть бути аналіз чутливості, аналіз сценаріїв, метод Монте Карло тощо.

Наведений у статті приклад структурування угод при проєктному фінансуванні розкриває механізм управління ризиками, який допомагає прийняттю позитивного рішення щодо надання позики під проєкт на взаємоприйнятних для всіх партнерів проєкту умовах. Особливо корисним цей організаційний, інституційний механізм є для застосування ініціаторами/спонсорами проєктів в умовах економічної турбулентності, зокрема — нестабільності цін на сировину та електроенергію.

Правильна теорія допомагає практикам знаходити дієві шляхи вирішення тих чи інших проблем або розв'язання реальних задач. Водночас, краща практика допомагає дослідникам удосконалювати теорію, збагачуючи її вдалими елементами, достовірність і правильність яких підтверджена фактами і досвідом. Дослідження кейсів кращої практики проєктного фінансування є одним з ключових способів удосконалення теорії інвестування.

In the context of post-war reconstruction and modernization of Ukrainian economy, project finance will play a key role. An important source of financing for large projects, primarily in the energy sector, infrastructure development, and mining, will be investment funds of foreign countries, as well as international financial institutions. Awareness of domestic stakeholders of such projects in the field of project finance is a necessary condition for the success of their participation in the preparation and implementation of relevant initiatives.

The purpose of the article is to analyse the organizational mechanism for reducing risks by structuring deals within the framework of financing and implementation of large projects. In the course of achieving this goal, the article characterizes project finance as an effective tool for post-war modernization and development of Ukrainian economy; identifies main factors of project and structured financing; utilising a visual example, illustrates the process of deal structuring in the context of project finance.

Although structured financing is often included in project finance, in fact, this form of raising funds is more appropriate to consider as a separate type of finance for large projects, since the decision to provide loan funds in appropriate cases is largely based on the creditworthiness of a borrower and their ability to provide adequate security (collateral). In contrast, in project finance, decision-making is based, to a greater extent, on financial models which can be very complex. Components of financial modelling, in this case, may be sensitivity analysis, scenario analysis, the Monte Carlo method, etc.

The example of deal structuring in project finance that given in the article reveals a risk management mechanism that helps to make a positive decision to provide a loan for a project on terms that are mutually acceptable to all project partners. This organizational and institutional mechanism is especially useful for application by initiators/sponsors of projects in conditions of economic turbulence, in particular — instability of prices for raw materials and electricity.

Correct theory helps practitioners find effective ways to solve certain problems or solve real-life tasks. At the same time, best practice helps researchers improve the theory, enriching it with successful elements, the reliability and correctness of which is confirmed by facts and experience. Case studies of best practice in project finance are one of key ways to improve investment theory.

Ключові слова: управління ризиками, проєктне фінансування, структурування угод, управління проєктами, динамічне ціноутворення.

Key words: risk management, project financing, deal structuring, project management, dynamic pricing.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ І ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Теорія і практика є двома вимірами, які, взаємодоповнюючи і збагачуючи один одного, допомагають досягти успіху в різноманітних аспектах діяльності, у тому

числі, у виконанні інвестиційних проєктів. Теорія є сформульованою концептуальною картиною закономірностей певної сфери буття, а практика є фактичним відображенням, як певні засоби, причинно-наслідкові залежності, методи або принципи спрацьовують у реальних ситуаціях. Правильна теорія допомагає практикам знаходити дієві шляхи вирішення тих чи інших проблем або

розв'язання реальних задач. Водночас, краща практика допомагає дослідникам удосконалювати теорію, збагачуючи її вдалими елементами, достовірність і правильність яких підтверджена фактами і досвідом. З цієї причини дослідження кейсів кращої практики проєктного фінансування є одним з ключових способів удосконалення теорії інвестування.

У менеджменті інноваційних будівельних проєктів значну роль грають різноманітні структуровані схеми — каркаси (frameworks), які формуються з низки комплексно взаємопов'язаних елементів. Організування таких каркасів певним чином (логічним, збалансованим і цілеспрямованим) дозволяє досягати найкращих результатів. Структурування угод у контексті проєктного фінансування дозволяє знижувати інвестиційні та кредитні ризики, підвищуючи шанси залучення коштів на виконання проєктів на більш вигідних умовах. Ця стаття присвячена дослідженню кращої практики і досвіду фінансування крупних будівельних проєктів для накопичення бази знань, яка формує відповідну удосконалену теорію. Актуальність цього дослідження з перспективи повоєнної відбудови є особливо високою.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Нижче наведено низку ключових думок, які були висловлені в дослідженнях і публікаціях, присвячених питанням проєктного фінансування в системі управління ризиками.

Щоб зменшити бізнес-ризики, кошти можуть бути залучені через проєктне фінансування зі структуруванням угод. Міжнародна співпраця сприяє розширенню та вдосконаленню механізмів проєктного фінансування [1].

Проєктне фінансування передбачає мобілізацію капіталу з багатьох джерел (часто різноманітних) з їх хеджуванням та наданням гарантій, а також з утворенням спеціальної компанії — "носія проєкту" (а project vehicle). У такій схемі кредитори розглядають активи та прогнозований грошовий потік спеціально створеної під проєкт компанії як забезпечення для повного повернення своїх запозичень [2].

Ключовою рисою проєктного фінансування є можливість перекласти ризик на учасників, що кредитують проєкт і "носія проєкту". Ініціатори і спонсори проєктів охоче користуються цим механізмом, особливо в умовах можливості значних коливань цін (цінових викликів) [3].

Проєктне фінансування — це процес фінансування певної економічної одиниці, яку створюють спонсори, у якій кредитори розділяють більшу частину бізнес-ризиків підприємства, а фінансування отримується виключно для самого проєкту. Проєктне фінансування створює цінність завдяки покращенню управління ризиками. Однак схеми проєктного фінансування є складними [4]. Структура транзакцій проєктного фінансування забезпечує каркас управління, який визначає модель операцій проєкту та схему цільового впливу на ризики, які можуть виникнути [5].

Актуальність теми цього дослідження підтверджується наступним. В роботі [6] зазначено, що теорія і практика управління ризиками все ще знаходяться в стадії розвитку. Це твердження є правильним незважа-

ючи на наявність стандартів з управління ризиками, наприклад, таких як [7], [8] або [9]. Крім того, незважаючи на те, що проєктне фінансування зберігає важливу частку світового ринку синдикуваного боргу, увага науковців до цієї галузі фінансів все ще є дуже обмеженою як з теоретичної, так і з емпіричної сторони [10].

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Мета статті — проаналізувати організаційний механізм зниження ризиків шляхом структурування угод в рамках фінансування та виконання крупних проєктів.

Зазначена мета дозволяє виокремити наступні задачі дослідження:

- охарактеризувати роль проєктного фінансування в умовах післявоєнної модернізації економіки України;
- визначити основні чинники проєктного і структурованого фінансування;
- проілюструвати за допомогою наочного прикладу процес структурування угод у контексті проєктного фінансування.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

В післявоєнних умовах роль проєктного фінансування значно зростає. Це відбувається через те, що фінансова історія майже всіх компаній не є надійною основою для прийняття рішення про кредитування інвестиційного проєкту — війна зруйнувала тренди розвитку компаній, значно зменшила вартість їх активів. Отже, підхід щодо фінансування проєктів на основі аналізу попередньої діяльності їх ініціаторів значною мірою втратив сенс. "Ломбардне кредитування" для потреб проєктів теж в більшості випадків неможливий через те, що війна зруйнувала багато активів і немає впевненості в подальшій стабільності їх вартості. Отже, проєктне фінансування має стати в умовах відбудови України після війни основним різновидом залучення коштів на виконання проєктів. В цих умовах надавач коштів (банк, фонд або інша фінансова установа) частково бере на себе ризики, пов'язані з виконанням проєкту.

При проєктному фінансуванні сам проєкт є джерелом повернення і обслуговування кредиту або позики. Найближчим часом має бути здійснена велика кількість різноманітних проєктів, у тому числі, соціального і інфраструктурного характеру. Без здійснення вузлових проєктів (деякі з них матимуть значні масштаби) неможливо відновити та модернізувати економіку України після війни. Через це в проєктному фінансуванні (особливо для мега-проєктів) буде застосовуватись консолідація різноманітних джерел фінансування, у тому числі, для оптимального розподілу пов'язаних з виконанням проєкту ризиків. Частину ризиків разом з відповідною часткою участі в проєктному фінансуванні будуть брати на себе різноманітні міжнародні фінансові організації, які можуть надавати гранти. Частина коштів може бути отримана від стратегічних або портфельних інвесторів. З іншого боку, будуть застосовуватись кошти державного бюджету та певних територіальних громад. Решту коштів можуть надавати кре-

Таблиця 1. Головні відмінності в підходах до структурованого та проєктного фінансування

Основні характеристики	Структуроване фінансування	Проектне фінансування
Позичальник і призначення	Існуюча компанія, на розширення/розвиток діяльності	Нова компанія, створена спеціально під проєкт (SPV), фінансується проєкт з нуля або проєкт розширення бізнесу
Строки фінансування (як правило, або рекомендовано)	До 10 років, включаючи до 1 року відстрочки по виплаті основного боргу	До 14 років, включаючи до 2 років відстрочки по виплаті основного боргу
Головні критерії оцінки при аналізі заявки щодо надання кредиту	Фінансова звітність позичальника та афілійованих компаній – тобто, аналіз бізнесу за минулі періоди	Аналіз всіх аспектів майбутнього проєкту і його грошових потоків. Аналіз виконавців проєкту
Частка організаторів у фінансуванні (як правило, або рекомендовано)	Мінімум 15%	20-40%, але не менш ніж 15%

Джерело: сформовано на основі даних аналізу світової кращої практики.

дитні установи на комерційній основі. Отже, структуровану схему фінансування і виконання проєкту з метою оптимізації розподілу джерел надання коштів та зниження ризиків для інвесторів і кредиторів стає максимально актуальною задачею. Слід також сказати, що одним з важливих механізмів організації проєктного фінансування має стати державно-приватне партнерство. Таким чином, проєктне фінансування має потенціал стати ключовим інструментом активної участі інвестиційно-банківської системи в економічній та промисловій відбудові України в післявоєнний період.

Тут варто зазначити відмінності між структурованим та проєктним фінансуванням.

Структуроване фінансування — це форма корпоративного фінансування, де найважливішими критеріями є кредитоспроможність позичальника і його здатність надати адекватне забезпечення (заставу). Частка коштів позичальника в проєкті повинна бути не меншою за 15%.

Проектне фінансування — це особлива форма фінансування, де найбільш важливими критеріями є адекватна структура проєкту, з погляду розподілу ризиків, та якісно опрацьована проєктна документація. Позичальником може бути нова, створена для конкретної мети компанія (Special Purpose Vehicle — SPV), водночас, учасники повинні довести, що вони мають достатньо власного досвіду в управлінні проєктами у відповідній сфері. Безумовно, важливим фактором при прийнятті рішення буде прогноз фінансового потоку та наявність платоспроможних покупців продукції новоствореного проєктом активу. Крім того, учасники мають забезпечити частку у фінансуванні проєкту на рівні 30—40% (переважно, але в деяких випадках не менше 15%).

Важливу роль у фінансуванні проєктів економічної модернізації України будуть мати іноземні інвестори та кредитори, у тому числі, експортно-кредитні банки. В таких умовах серед ключових умов надання коштів є наступні:

- ретельно опрацьований та перевірений бізнес-план;
- перевага надається технологіям та обладнанню країни-кредитора;

— можливе фінансування проєктних робіт (технічної, екологічної, правової частин) за умови, що проєктом передбачено використання обладнання та технології країни, установа якої надає позикові кошти;

— можливе спів-фінансування разом з іншими фінансовими інститутами та/або експортними кредитними агентствами інших країн.

У табл. 1 показано особливості структурованого і проєктного фінансування.

Використання фінансових моделей відіграє вирішальну роль для підготовки бізнес-планів, на основі яких банки приймають рішення щодо кредитування в рамках фінансування проєктів. Проєктне фінансування передбачає створення юридично незалежної проєктної компанії, що фінансується за рахунок кредиту без права регресу. Таке фінансування здійснюється з метою інвестування коштів у певний капітальний актив, який має обмежений термін дії (життєвий цикл "проєкт-актив"). Проєктне фінансування часто пов'язано з великими сумами інвестицій (наприклад, у електростанції, транспортну інфраструктуру, телекомунікаційні проєкти). За цих обставин, кредитори звертають особливу увагу на очікувану ефективність проєкту, яка надає можливість погашення основної суми кредиту та процентів. Отже, рішення банку ґрунтується на здатності проєкту генерувати достатні грошові надходження (cash inflows), які достатньою мірою перевищують грошові витрати (cash outflows). Коли проєкт представлений потенційному кредитору, модель стає спільною платформою для переговорів між банком та акціонерами. Відповідно, успіху таких переговорів сприяє фінансове моделювання, яке має відповідати високим професійним вимогам [11].

Таким чином, проєктне фінансування не передбачає регресу боргу на іншу сторону, тому кредиторам необхідно приділяти увагу щодо ретельного оцінювання майбутньої ефективності проєкту за допомогою реалістичних моделей; фінансування проєкту пов'язане зі створенням спеціальної компанії (SPV), що дозволяє зосередити увагу на діяльності одного підприємства з обмеженим економічним циклом, тобто проєкт розглядається відокремлено від інших бізнес активностей його

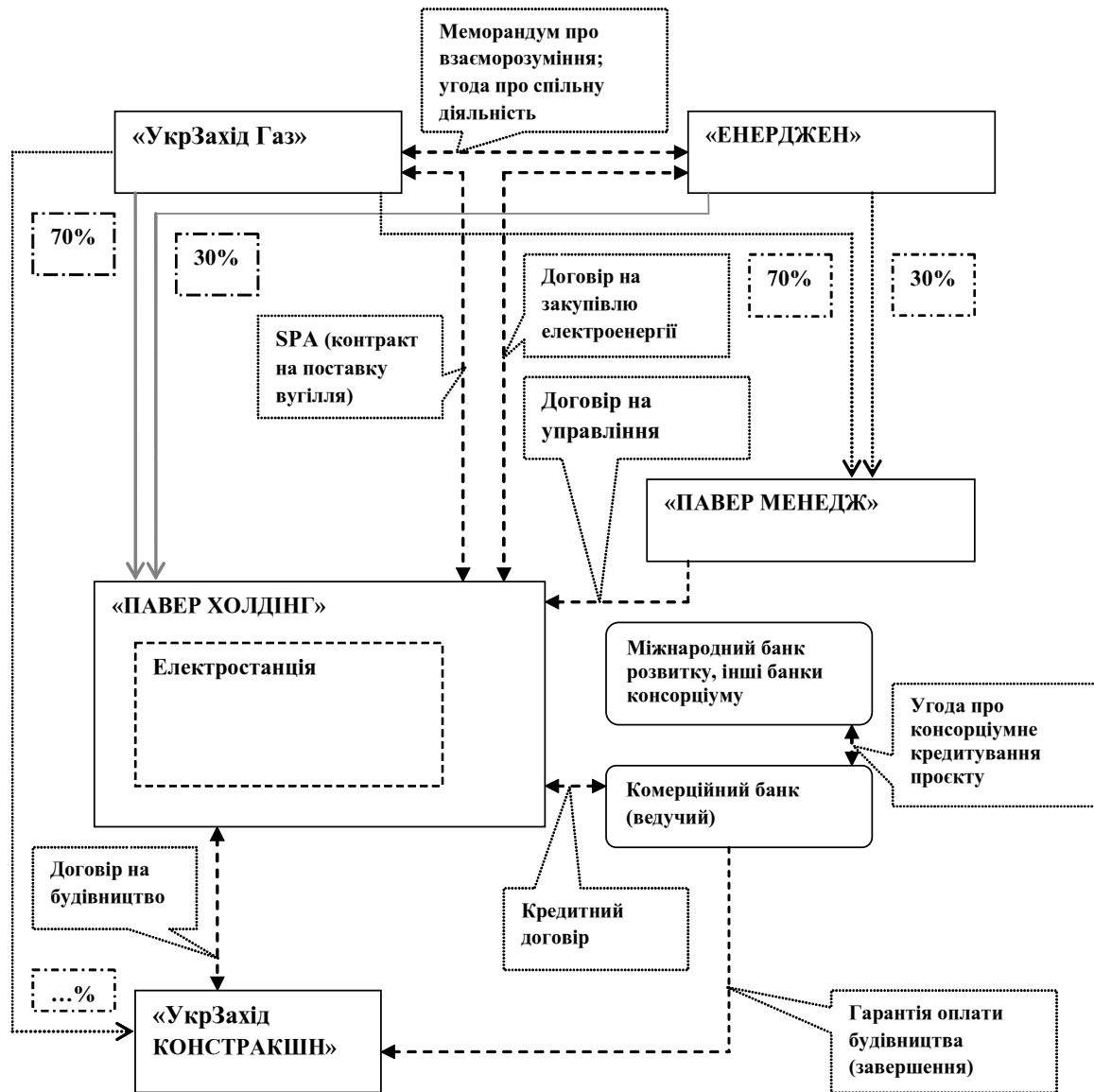


Рис. 1. Схема організації фінансування та виконання проекту / схема структурування угод

Джерело: сформовано згідно з кейсом.

зацікавлених сторін. Таким чином, фінансові моделі, що використовуються для прийняття рішень щодо фінансування проекту, можуть бути вельми складними. Одними з методів фінансового моделювання в цих умовах є аналіз чутливості (Sensitivity Analysis — SA) та сценарний аналіз (Scenario Analysis), які, з іншого боку, є технологіями оцінки ризиків і можуть застосовуватись інтегровано [12]. Іншими зручними засобами оцінки та аналізу ризиків у зазначеній сфері виступають метод ризик-пристосованого коефіцієнта дисконтування, метод розрахунку очікуваної чистої приведеної вартості проекту (expected net present value) та метод Монте Карло.

Ще одним засобом, який спрямований на утримання ризиків на прийнятному рівні і дозволяє банкам, фондам та іншим установам приймати обгрунтоване рішення щодо фінансування інвестиційного проекту є так звана належна обачність (due diligence — DD). Ключові питання, які охоплює цей інформаційно-аналітичний документ для інвестиційних будівельних проектів включають:

1. Хто є розробником проекту, архітектором, маркетинговою групою, підрядниками та постачальниками матеріалів та обладнання тощо? Необхідно ідентифікувати всіх суб'єктів, які беруть участь у цьому проекті, та їхній досвід.
2. Який обсяг і складність проекту (зокрема, тип об'єкту, кошторис, якість, технічна комплексність тощо)?
3. Кому належить земля і яку частку власних коштів вкладає забудовник (ініціатор проекту)? Чи знаходиться земля повністю у власності забудовника? Який обрано варіант покупки/оренди земельної ділянки? Яке забезпечення (застава) може бути надано банку ініціатором проекту?
4. Який досвід має ініціатор проекту щодо реалізації відповідних планів?
5. Інформація щодо території, на якій здійснюватиметься проект (демографія, тенденції на ринку, перспективи розвитку відповідної території тощо).
6. Які дозволи, ліцензії тощо мають бути отримані для реалізації проекту і наскільки реалістично їх отримати?

7. Бюджет проєкту і очікуваний грошовий потік.

8. Яку належну перевірку інформації провів ініціатор проєкту?

9. Звіт про оцінку земельної ділянки під забудову.

Післявоєнний період накладає особливості на DD насамперед в проєктах, які не є новим будівництвом, а спрямовані на відновлення і модернізацію частково зруйнованих війною об'єктів (активів). В цих умовах особлива увага приділяється обстеженню об'єктів з метою визначення пошкоджень і руйнувань, завданих об'єкту. Крім того, відбувається інжиніринг цінності (value engineering) об'єкту з метою знаходження оптимального шляху модернізації проєкту / активу.

Одним з ключових факторів, які застосовуються в управлінні ризиками при проєктному фінансуванні є структурування угод. Такий підхід дозволяє оптимальним чином розподілити ризики проєкту між його учасниками. Робиться це в спосіб, щоб той чи інший ризик несла та сторона проєкту (в рамках структурованої угоди), яка має на цей ризик найбільший вплив. Структурування угоди таким чином знижує ризики для установи, яка фінансує проєкт. Як зазначено вище, максимальна частка кредитування може складати 85%, але в багатьох випадках банки вимагають, щоб частка ініціатора проєкту у фінансуванні складала не менше 30% загальних інвестиційних витрат.

Розглянемо приклад структурування угоди. У цьому кейсі назви компаній змінено на умовні. "УкрЗахід Газ" імпортує (або видобуває) газ. "ЕНЕРДЖЕН" постачає енергію споживачам. Ці дві компанії погодили план по будівництву електростанції, який відповідає їх стратегічним цілям. Зазвичай, першим кроком має бути підписання меморандуму про взаєморозуміння (memorandum of understanding) для визначення намірів сторін. За цим кроком має слідувати угода про спільну діяльність (joint venture).

Отже, "УкрЗахід Газ" і "ЕНЕРДЖЕН" створюють цільову компанію (SPV), яка називається "ПАВЕР ХОЛДІНГ", та ділять її акції відповідно до своїх внесків в статутний капітал. Оскільки "УкрЗахід Газ" є більш авторитетною, вона робить більший внесок і отримує 70% акцій цільової компанії. "ЕНЕРДЖЕН" є відносно невеликою компанією, і отримує 30%. Нова компанія не має майна.

Згодом "ПАВЕР ХОЛДІНГ" укладає з "УкрЗахід КОНСТРАКШН" договір на капітальне будівництво електростанції. "УкрЗахід КОНСТРАКШН" є спорідненою (афілійованою) компанією з "УкрЗахід Газ" і володіє ноу-хау з будівництва електростанцій відповідно до вимог і специфікацій.

Електростанція може коштувати сотні мільйонів доларів. Для оплати виконаних "УкрЗахід КОНСТРАКШН" будівельно-монтажних робіт (згідно умов укладеного договору), "ПАВЕР ХОЛДІНГ" отримує фінансування від банку розвитку (development bank) та комерційних банків (commercial bank), які утворюють відповідний консорціум. Ці банки підкріплюють своєю гарантією (з певним забезпеченням з боку ініціатора проєкту / спонсора) спроможність Спонсорів оплатити завершення будівництва (completion of construction). Ця оплата, здебільшого, здійснюється наступними траншами: 10% — авансовий платіж, 10% — в середині стро-

ку будівництва, 10% — незадовго до завершення об'єкту і 70% — після передачі об'єкту будівництва "ПАВЕР ХОЛДІНГ", яка стає власником електростанції.

"УкрЗахід Газ" і "ЕНЕРДЖЕН", в частках, відповідно, 70% і 30%, утворюють іншу цільову компанію — "ПАВЕР МЕНЕДЖ", яка здійснюватиме управління об'єктом. Основною ціллю створення двох цільових компаній ("ПАВЕР ХОЛДІНГ" і "ПАВЕР МЕНЕДЖ") є, передусім, захист "УкрЗахід Газ" і "ЕНЕРДЖЕН" від ризиків в ході експлуатації об'єкту. Якщо, наприклад, на станції трапиться аварія, можливі позивачі не зможуть в судовому порядку звернути право вимоги на майно "УкрЗахід Газ" і "ЕНЕРДЖЕН", оскільки жодна з цих компаній ані володіє електростанцією, ані експлуатує її.

За угодою / договором (Sale and Purchase Agreement — SPA), укладеною між "ПАВЕР МЕНЕДЖ" і "УкрЗахід Газ", на електростанцію буде постачатись сировина (газ). Вироблена електроенергія за оптовим контрактом буде продаватись "ЕНЕРДЖЕН", а від неї — споживачам. Отримані "УкрЗахід Газ" і "ЕНЕРДЖЕН" від цих угод грошові потоки будуть використані для повернення коштів організаціям, що здійснюють фінансування проєкту.

Блок-схема організації фінансування і виконання проєкту відповідно до кейсу наведена на рис. 1.

Отже, ключовими учасниками проєкту є:

- "УкрЗахід Газ" — спонсор з часткою 70% проєкту, постачальник сировини (газу);
- "ЕНЕРДЖЕН" — спонсор з часткою 30% проєкту, оператор на оптовому ринку електроенергії;
- "ПАВЕР ХОЛДІНГ" — цільова компанія (SPV), власник електростанції;
- "УкрЗахід КОНСТРАКШН" — компанія, споріднена з "УкрЗахід Газ", будівельний підрядник;
- Банк розвитку (development bank) — сторона, що фінансує / кредитує проєкт, міжнародний банк;
- Комерційний банк (commercial bank) — сторона, що фінансує / кредитує проєкт, банк консорціуму (у тому числі — ведучий);
- "ПАВЕР МЕНЕДЖ" — цільова компанія (SPV), управляюча компанія.

Підготовка та організування проєктного фінансування є доволі тривалим процесом, що впливає з необхідності ретельної та продуманої підготовки всіх потрібних документів.

Підсумовуючи зазначене вище, можна сказати, що проєктне фінансування є шляхом забезпечення проєктів коштами, який пов'язаний з відносно високими ризиками для кредитора (позикодавця, інвестора). Структурування угод є одним з дієвих інструментів зниження фінансових ризиків. Зазначений механізм дозволить більш успішно залучати кошти у післявоєнні проєкти відновлення і модернізації економіки України.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ У ДАНОМУ НАПРЯМІ

В умовах післявоєнної відбудови та модернізації економіки України проєктне фінансування буде грати ключову роль. Важливим джерелом фінансування круп-

них проєктів, насамперед в сфері енергетики, інфраструктури та видобутку корисних копалин, будуть інвестиційні фонди іноземних держав, а також міжнародні фінансові інституції. Обізнаність вітчизняних стейкхолдерів таких проєктів у сфері проєктного фінансування є необхідною умовою успішності їх участі в підготовці і реалізації відповідних ініціатив.

Хоча структуроване фінансування часто відносять до складу проєктного фінансування, насправді цю форму залучення коштів більш доцільно розглядати як окремий вид фінансування крупних проєктів, оскільки рішення про надання позикових коштів у відповідних випадках спирається значною мірою на кредитоспроможність позичальника і його здатність надати адекватне забезпечення (заставу).

Наведений у статті приклад структурування угод при проєктному фінансуванні розкриває механізм управління ризиками, який допомагає прийняттю позитивного рішення щодо надання позики під проєкт на взаємоприйнятних для всіх партнерів проєкту умовах. Особливо корисним цей організаційний, інституційний механізм є для застосування ініціаторами, спонсорами проєктів в умовах економічної турбулентності, зокрема — нестабільності цін на сировину та електроенергію.

Література:

- Choi, B., Kim, J., & Yang, M. Drivers of offtake contract adoption in project financing deals: The case of solar and wind power plants. *Energy Policy*. 2025. Vol. 198. P. 114491. URL: <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2024.114491>
- Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices. Prentice Hall, 2003. 672 p.
- Tinsley R. Advanced project financing: Structuring risk. London: Euromoney Books, 2000. 294 p.
- M. Pinto J. What is project finance? *Investment Management and Financial Innovations*. 2017. Vol. 14, no. 1. P. 200—210. URL: [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(1-1\).2017.06](https://doi.org/10.21511/imfi.14(1-1).2017.06)
- Project Finance Transaction Structure Methodology. S&P Global. September 16, 2014. <https://www.maalot.co.il/Publications/MT20201029154933.PDF>
- Outreville J. F. Risk Management Concepts. Theory and Practice of Insurance. Boston, MA, 1998. P. 47—72. URL: https://doi.org/10.1007/978-1-4615-6187-3_4
- A Risk Management Standard. The Institute of Risk Management. IRM. London. 2002. https://www.theirm.org/media/4709/arms_2002_irm.pdf
- ISO Guide 73:2009. Risk Management: Vocabulary — Guidelines for Use in Standards. ISO Technical Management Board Working Group on risk management. <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:guide:73:ed-1:v1:en>
- IEC 31010:2019. Risk management — Risk assessment techniques. IEC, Geneva, Switzerland. 2019. <https://www.iso.org/standard/72140.html>
- Gatti S. Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects. 2nd ed. San Diego, Calif: Academic Press, 2013.
- Borgonovo E., Gatti S., Peccati L. What drives value creation in investment projects? An application of sensitivity analysis to project finance transactions. *European Journal of Operational Research*. 2010. Vol. 205, no. 1. P. 227—236. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2009.12.006>
- Бугров О. В., Бугрова О. О., Лук'янчук І. О. Аналіз чутливості і аналіз сценаріїв в управлінні ризиками інвестиційних проєктів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2023. № 3. С. 80—86. URL: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2023.3.80>

References:

- Choi, B., Kim, J., and Yang, M. (2025), "Drivers of offtake contract adoption in project financing deals: The case of solar and wind power plants", *Energy Policy*, vol. 198, 114491. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2024.114491>.
- Kabir Khan, F. and Parra, R. (2003), *Financing Large Projects: Using Project Finance Techniques and Practices*, Prentice Hall, Hoboken, USA.
- Tinsley, R. (2000), *Advanced project financing: Structuring risk*, Euromoney Books, London, UK.
- M. Pinto, J. (2017), "What is project finance?", *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 14 (1), pp. 200—210. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(1-1\).2017.06](https://doi.org/10.21511/imfi.14(1-1).2017.06).
- Standard & Poor's Financial Services LLC (2014), "Project Finance Transaction Structure Methodology", available at: <https://www.maalot.co.il/Publications/MT20201029154933.PDF> (Accessed 27 March 2025).
- Outreville, J. F. (1998), *Risk Management Concepts, Theory and Practice of Insurance*, Springer, Boston, USA. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-6187-3_4.
- The Institute of Risk Management (2002), "A Risk Management Standard", available at: https://www.theirm.org/media/4709/arms_2002_irm.pdf (Accessed 28 March 2025).
- ISO Technical Management Board Working Group on risk management (2009), "ISO Guide 73:2009. Risk Management: Vocabulary — Guidelines for Use in Standards", available at: <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:guide:73:ed-1:v1:en> (Accessed 27 March 2025).
- International Electrotechnical Commission (2019), "IEC 31010:2019. Risk management — Risk assessment techniques", available at: <https://www.iso.org/standard/72140.html> (Accessed 27 March 2025).
- Gatti, S. (2013), *Project finance in theory and practice: Designing, structuring, and financing private and public projects*, Academic Press, Cambridge, USA.
- Borgonovo, E., Gatti, S., and Peccati, L. (2010), "What drives value creation in investment projects? An application of sensitivity analysis to project finance transactions", *European Journal of Operational Research*, vol. 205 (1), pp. 227—236. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2009.12.006>.
- Bugrov, O., Bugrova, O., and Lukianchuk, I. (2023), "Sensitivity analysis and scenario analysis in risk management of investment projects", *Investytsiyi: praktyka ta dosvid*, vol. (3), pp. 80—86. <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2023.3.80>.

Стаття надійшла до редакції 31.03.2025 р.