

**КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА  
ШЕВЧЕНКА**

**ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ**

**Кафедра фінансів**

**КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА**

**ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ В УКРАЇНІ**

Студента II курсу денної форми  
навчання ОС «Магістр» спеціальності 072  
«Фінанси, банківська справа та  
страхування» освітньо-наукової програми  
«Корпоративні фінанси»

**Колесана Юрія Андрійовича**

Науковий керівник: д. е.н., професор  
**Науменкова Світлана Валентинівна**

Засвідчую, що в цій дипломній  
роботі немає запозичень із праць  
інших авторів без відповідних  
посилань

Студент \_\_\_\_\_

Роботу допущено до захисту перед Екзаменаційною комісією рішенням  
кафедри фінансів від «11\_» травня 2022 р., протокол №12.

Завідувач кафедри фінансів,  
доктор економічних наук, професор  
**Лютий Ігор Олексійович**

\_\_\_\_\_

Київ – 2022 р.

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП .....</b>	<b>3</b>
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ .....</b>	<b>8</b>
1.1. Основні мегатенденції фінансування інфраструктурної галузі.....	8
1.2. Основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури в сучасних умовах.....	14
1.3. Особливості фінансування інфраструктурних проєктів на засадах державно-приватного партнерства.....	22
<b>РОЗДІЛ 2. ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНОГО ПРОЄКТУ “ПОРТ” НА ОСНОВІ ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА .....</b>	<b>31</b>
2.1. Основні етапи передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції.....	31
2.2. Аналіз ефективності реалізації інвестиційного проєкту.....	40
2.3. Оцінювання ризиків фінансування інфраструктурного проєкту .....	45
<b>РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ .....</b>	<b>52</b>
3.1. Особливості використання ESG-стандартів при фінансуванні .....	52
інфраструктурних проєктів.....	52
3.2. Нові механізми фінансування інфраструктурних проєктів на світовому ринку проєктного фінансування.....	58
<b>ВИСНОВКИ.....</b>	<b>64</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>	<b>66</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** Сучасний світ характеризується високим рівнем нестабільності макроекономічних умов, що в свою чергу обумовлює різноманітні зміни в принципах і підходах до реалізації економічної політики. Зокрема, протягом останнього десятиліття в Україні виникло і розвинулося переконання, що досягнення довгострокових цілей розвитку є неможливим без взаємовигідної і зацікавленої участі в цьому процесі приватного сектору.

Зважаючи на природню обмеженість бюджетних можливостей, державне фінансування соціально значущих проєктів є вибіркоким, що стримує конкурентоспроможність всієї соціально-економічної системи країни, а тому виникає необхідність у залученні до участі в таких проєктах приватного капіталу. Саме тому в українській практиці продовжує набирати популярність механізм державно-приватного партнерства.

Знаходження найбільш ефективної і результативної форми державно-приватного партнерства має стати ключовим інструментом забезпечення сталого економічного зростання нашої держави, в тому числі нарощування інфраструктурного потенціалу у вигляді будівництва і модернізації комплексу взаємопов'язаних суспільно значущих об'єктів, які обслуговують населення і бізнес. Це стане драйвером економічного зростання, основою модернізації і фактором підвищення конкурентоспроможності України на міжнародній арені.

Актуальність використання форм державно-приватного партнерства в інфраструктурних проєктах обґрунтовано формуванням можливостей одночасного залучення всього спектра потенціалу та переваг держави і приватного бізнесу, що дозволяє використовувати нові джерела та інструменти фінансування, здійснювати ефективні інвестиції тощо.

Однак недостатня розробка нормативно-правової та методологічної бази, відсутність універсальних неодноразово апробованих практикою регіональних форм державно-приватного партнерства і складність організації контрактів на конкурсній основі в цілому потребують удосконалення інституційного середовища.

**Мета і завдання дослідження.** Метою даної роботи є дослідження теоретичного підґрунтя та розроблення практичних рекомендацій щодо вдосконалення механізму фінансування інфраструктурних проєктів на основі державно-приватного партнерства. У ході підготовки дослідження планується виконати наступні завдання:

- дослідити основні мегатенденції фінансування інфраструктурної галузі;
- виокремити основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури в сучасних умовах;
- визначити особливості фінансування інфраструктурних проєктів на засадах державно-приватного партнерства;
- охарактеризувати та здійснити основні етапи передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції;
- проаналізувати ефективність реалізації інвестиційного проєкту;
- оцінити ризики фінансування інфраструктурного проєкту;
- дослідити особливості використання ESG-стандартів при фінансуванні інфраструктурних проєктів;
- розглянути нові механізми фінансування інфраструктурних проєктів на світовому ринку проєктного фінансування;
- навести практичні рекомендації щодо удосконалення вітчизняної практики фінансування інфраструктурних об'єктів.

**Об'єкт і предмет дослідження.** У якості об'єкта дослідження виступає процес фінансового забезпечення реалізації інфраструктурних проєктів, в тому числі за рахунок взаємодії держави та приватних інвесторів. Предметом дослідження є механізм фінансування інфраструктурного проєкту на основі державно-приватного партнерства в Україні.

**Наукова новизна.** Елементи наукової новизни, які характеризують особистий внесок автора, містять:

–пропозиції щодо вдосконалення інструментарію для здійснення розширеної якісної оцінки ризиків інфраструктурного проєкту;

–розкриття змісту та підходів до інтеграції ESG-стандартів в інвестиційних процес.

**Методи дослідження.** Для досягнення мети роботи та реалізації поставлених завдань використано загальнонаукові та спеціальні методи дослідження, зокрема:

- діалектичної та формальної логіки – в процесі дослідження змісту державно-приватного партнерства;
- аналізу та синтезу при комплексному дослідженні предмета кваліфікаційної роботи;
- монографічний при висвітленні поглядів різних науковців на проблему, що досліджується;
- системний підхід для якісної і кількісної характеристики становлення та розвитку державно-приватного партнерства в Україні;
- групування, табличний та графічний для наочного представлення результатів дослідження;

- метод сценарного аналізу для визначення істотних ризиків в процесі ідентифікації та категоризації цих ризиків; аналізу ефективності інвестиційного проєкту.
- абстрактно-логічний при теоретичному узагальненні та формулюванні висновків.

**Інформаційної базою дослідження** є праці вітчизняних та закордонних науковців з державно-приватного партнерства, наукові статті, матеріали конференцій та семінарів, статистичні матеріали із офіційних джерел.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що з розвитком в Україні відповідної фінансової інфраструктури та законодавчої бази, фінансування проєктів з використанням механізму державно-приватного партнерства у майбутньому може зайняти провідне місце на ринку проєктного фінансування. А вдосконалення передінвестиційного аналізу та оцінки доцільності реалізації проєктів на засадах ДПП та концесії сприятиме прискореному відновленні зруйнованої інфраструктури в Україні.

**Апробація результатів.** Основні науково-теоретичні та практичні результати були відображені у матеріалах конференції «Шевченківська весна 2022. та Міжнародної науково-практичної конференції: «Наукові погляди на вдосконалення економічної системи: напрями і пріоритети розвитку» (Запоріжжя, 12 червня 2021 р.).

**Публікації.** Були опубліковані тези доповіді на студентську наукову конференцію «Шевченківська весна 2022: економіка» за темою: «The development of the infrastructure projects' financing mechanism in Ukraine», а також на Міжнародну науково-практичну конференцію «Наукові погляди на вдосконалення економічної системи: напрями і пріоритети розвитку» за темою: «Оновлення механізму фінансування інфраструктурних проєктів»

**Обсяг та структура роботи.** Кваліфікаційна магістерська робота складається з трьох розділів, вступу, висновків та списку використаних джерел, що налічує 39 найменувань. Робота викладена на 71 сторінці, містить 7 таблиць, 5 рисунків.

# **РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ**

## **1.1. Основні мегатенденції фінансування інфраструктурної галузі**

У цьому параграфі буде проведено дослідження сутності мегатенденцій у контексті фінансування інфраструктурної галузі. Особливу увагу буде зосереджено на класифікації та визначенні мегатенденцій з найбільшим ступенем впливу.

Мегатренди - це великомасштабні трансформаційні, усталені тенденції, які розвиваються в геометричній прогресії. Такі тенденції можуть докорінно змінити потреби користувачів, змінити напрямок створення цінності і змінити характер конкуренції.

Аналіз мегатрендів використовує структурований підхід до оцінки наслідків цих тенденцій шляхом вимірювання поглядів лідерів галузі на ці тенденції і подальшого використання цих поглядів для побудови правдоподібних версій майбутнього. Ці сценарії призначені в якості інструменту планування, що дозволяє організаціям перевіряти стійкість своїх стратегій щодо цих можливих майбутніх реалій.

Наприклад, уряди можуть перевірити силу впливу поточної державної політики на виклики, до яких вони можуть бути не готові. Так само приватні інвестори і лідери галузі можуть отримати уявлення про ризики, які з найбільшою ймовірністю впливають на фінансовий прибуток. Це особливо актуально для довгострокового стратегічного планування і життєво важливо в галузі з тривалими життєвими циклами активів.

У науковому світі є виділяють 25 мегатенденцій, які є найбільш актуальними для галузі інфраструктури і які згруповані в п'ять основних напрямків: суспільство і робоча сила; ринок і клієнти; геополітика і регулювання; технології; сталість і стійкість (табл. 1.1)

**Таблиця 1.1**

**Категоризації мегатенденцій за сферами**

Сфера	Мегатенденція
Суспільство і робоча сила	Урбанізація і зростання населення
	Старіння населення і трудові ресурси
	ESG / корпоративна соціальна відповідальність
	Спільна економіка
	Тиск на компанії для підвищення ефективності
	Зростання стурбованості з приводу здоров'я та безпеки
Ринок і клієнти	Зрушення попиту в країні з нестійкими економіками
	Дефіцит фінансування інфраструктури
	Зростання великих, більш складних проєктів
	Участь приватного сектору в інфраструктурі
	Глобалізація і міжнародна торгівля
Геополітика і регулювання	Глобальний розрив і посилення соціальної нерівності
	Багатополярний світ
	Зростання недовіри і тиск з метою підвищення прозорості
Технології	Зростання нових матеріалів і речовин
	Зростання зелених джерел енергії
	Зростання Інтернету речей, датчиків та інтелектуальної інфраструктури
	Зростання штучного інтелекту і автоматизації
	Автономне водіння і нові види транспорту
	Оцифрування (інформаційне моделювання, додатки для спільної роботи на місці)
	Інфраструктура старіння
Сталість розвитку	Зростання природних катаклізмів і стійкої інфраструктури
	Зростання зміни клімату
	Дефіцит ресурсів і зростання циркулярної економіки
	Зростання ризику безпеки

*Джерело:* складено автором на основі [30]

*Експертне опитування щодо інфраструктурних мегатенденцій.*

Нещодавнє дослідження Global Infrastructure Hub включало в себе опитування респондентів-представників інфраструктурної галузі про їх погляди на мегатенденції у трьох вимірах:

- Визначеність як напрямку, так і впливу кожної тенденції
- Потенційний вплив тенденції
- Готовність інфраструктурної галузі впоратися з тенденцією.

Респондентів також попросили визначити мегатенденції, які можуть запропонувати найбільші можливості, і ті, які становлять найбільший ризик протягом наступних 30 років.

Для цілей створення сценаріїв найбільш цікавими мегатрендами є ті, які характеризуються високим ступенем невизначеності (включаючи безліч можливих варіантів майбутнього), високим потенціалом впливу на інфраструктурну галузь (включаючи потенційно дуже різні варіанти майбутнього) і низькою підготовленістю (включаючи потенційні майбутні дії і політики, які можуть мати велике значення).

У ході опитування були отримані відповіді від більше 400 респондентів з 70 країн, з яких 35% респондентів з ринків, що розвиваються і 65% з розвинених ринків. У дослідженні були представлені всі країни G20. Респонденти представляли весь спектр різних організаційних типів, включаючи уряд, міжнародні організації, багатосторонні банки розвитку, підрядників і операторів, приватних інвесторів, технологічні фірми, наукові кола та аналітичні центри, і представляли всі організаційні рівні, включаючи велику кількість генеральних директорів та директорів.

П'ять найвищих і п'ять найнижчих позицій (з 25 мегатенденцій) по кожному з трьох вимірів підсумовані на таблиці 1.2.

Таблиця 1.2.

## П'ять основних мегатенденцій за параметрами

	Найменша ступінь визначеності напрямку	Найбільший вплив на промисловість	Найменша готовність до управління
1	Спільна економіка	Урбанізація і зростання населення	Зміни клімату
2	Глобалізація і міжнародна торгівля	Інфраструктура старіння	Глобальний розрив і посилення соціальної нерівності
3	Зростання більш великих і складних проєктів	Зростання ресурсів зеленої енергії	Зростання стихійних лих і стійкої інфраструктури
4	ESG/корпоративна соціальна відповідальність	Зростання стихійних лих і стійкої інфраструктури	Дефіцит ресурсів і зростання економіки
5	Багатополярний світ	Зміни клімату	Зростання недовіри і тиску задля підвищеної прозорості

*Джерело:* складено автором на основі [30]

Мегатенденції з найменшим ступенем впевненості, і, отже, ті, що генерують найбільшу кількість потенційних нових варіантів майбутнього, згруповані в областях, які також мають найменший середній ступінь достовірності в цілому: суспільство і робоча сила, ринок і клієнти, і геополітика і регулювання. Зокрема, варто відзначити зв'язок між мегатенденцією глобалізації, міжнародної торгівлі та багатополярного світу, припускаючи, що респонденти розглядали міжнародне середовище як одне з основних джерел невизначеності для інфраструктурної галузі.

Мегатренди з найбільшим впливом (і, отже, найбільшої кількості можливих варіантів майбутнього з сьогоднішнього дня) відносяться до сфери сталого розвитку, яку респонденти оцінили як другу за величиною загального

потенційного впливу. У той час як зростання екологічно чистих джерел енергії було єдиною технологічною тенденцією, що увійшла в п'ятірку основних мегатенденцій, всі технологічні мегатенденції були оцінені вище середнього з точки зору впливу, що призвело до того, що ця область мала найвищий загальний рейтинг впливу. Якщо пов'язати зростання екологічно чистих джерел енергії як з технологічним, так і з компонентом сталого розвитку, виявиться, що респонденти розглядають перетин сталого розвитку і технологічних тенденцій як один з найважливіших чинників, що впливають на майбутнє галузі інфраструктури.

Мегатенденції з найменшою підготовленістю (і, отже, для яких найбільш значна потенційна різниця може бути досягнута за рахунок обраних майбутніх дій і політики) згруповані в областях сталого розвитку і стійкості, а також геополітики і регулювання (дві області з найменшою загальною підготовленістю), і істотно збігаються зі списком мегатенденцій, що мають найбільший вплив. Це говорить про те, що стійкість і геополітика розглядаються як дві області, в яких може знадобитися подальша підготовка.

Як ринки, що розвиваються, так і зрілі ринки поділяють схожі погляди про визначеність напрямків мегатенденцій і готовності галузі до їх подолання. Однак респонденти з країн з ринками, що формуються, схоже, дещо більше зосереджені на невизначеності в геополітиці і регулюванні, з глобальним розривом і посиленням соціальної нерівності, а також багатополярним світом, який грає більш помітну роль.

В цілому інвестори і урядовці вважають, що галузь інфраструктури менш підготовлена до 25 мегатенденцій в порівнянні з іншими групами респондентів, такими як технологічні фірми або підрядники та оператори. З іншого боку, підрядники, оператори і міжнародні організації (наприклад, ООН або ОЕСР) вважають, що індустрія підготовлена краще, ніж інші групи. Відмінності між

зацікавленими сторонами в сприйнятті готовності можуть вказувати на необхідність більш високого рівня взаємодії і співпраці між різними групами зацікавлених сторін в цих областях для досягнення більшої узгодженості на ринку.

З результатів опитування ясно, що є чотири ключових області, які промисловість, державний сектор і міжнародне співтовариство повинні досліджувати більш детально:

1. З огляду на те, що відбуваються значні зрушення, видно очевидну необхідність в поліпшенні координації між усіма учасниками для створення позитивного, а не антиутопічного майбутнього. Це вимагає, щоб бізнес-моделі базувалися на партнерстві.

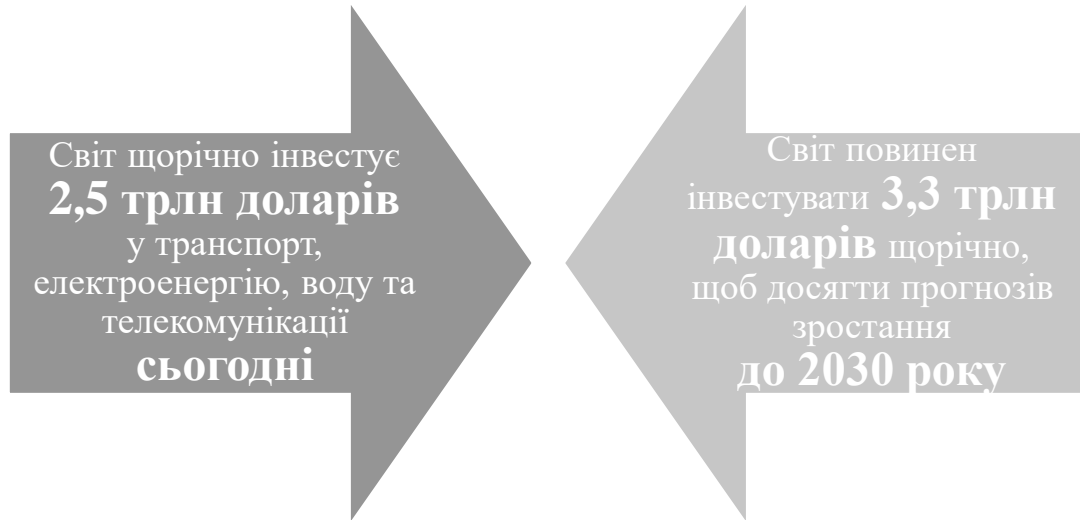
2. Очевидно, що роль даних буде зростати. Промисловості необхідно буде краще зрозуміти, як функціонують активи, як поведуться споживачі і яка конкуренція в галузі. Уряд і приватний сектор повинні адаптуватися до зростаючої ролі даних в секторах інфраструктури.

3. Необхідний склад кадрів в інфраструктурних секторах змінюється в міру того, як Індустрія 4.0 змінює виробничі ланцюжки і процеси в промисловості. Рішення проблем на ринку праці і підвищення кваліфікації співробітників стають все більш актуальними завданнями як для уряду, так і для промисловості.

4. Забезпечення інклюзивної розвитку інфраструктури в майбутньому вимагатиме спільних зусиль уряду і приватного сектора. Інфраструктура є найважливішою основою економічної і соціальної діяльності, проте не факт, що активи будуть створюватися і управлятися таким чином, щоб справедливо служити суспільству або захищати навколишнє середовище.

Іншою мегатенденцією, яка вже зараз викликає занепокоєння у інвесторів та науковців, є невідповідність фактичних та необхідних інвестицій в інфраструктуру. Згідно зі звітом Глобального інституту McKinsey «Заповнюючи

глобальні інфраструктурні прогалини» [23], наразі існує значна прогалина у обсягах фінансування інфраструктурних проєктів. (див. Рис. 3.1.)



**Рис. 3.1.** Глобальна прогалина у фінансуванні інфраструктури

*Джерело: складено автором на основі даних McKinsey [23]*

Таким чином, за результатами проведеного дослідження нами розкрито особливості категоризації мегатенденцій у фінансуванні інфраструктурної галузі за сферами, визначено п'ять основних мегатенденцій за параметрами та силою впливу. У контексті майбутніх досліджень механізмів фінансування інфраструктурних проєктів визначено ключові області фокусу.

## **1.2. Основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури в сучасних умовах**

Даний параграф спрямований на розгляд основних джерел фінансування інфраструктурних проєктів, а також проведення класифікації інструментів та засобів фінансування з їх подальшим описом.

Загалом виділяють три основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури – сюди входить державне фінансування, корпоративне та проєктне фінансування. [29]

*Державне фінансування.* Уряд може вирішити профінансувати частину або всі капітальні інвестиції в проєкт і звернутися до приватного сектора, щоб залучити досвід та ефективність. Зазвичай це має місце у так званому проєкті «Проєктування-будівництво-експлуатація», коли оператору виплачується одноразова сума за завершені етапи будівництва, а потім він отримує операційну плату для покриття експлуатації та обслуговування проєкту. Іншим прикладом є ситуація, коли уряд вирішує замовляти будівельні роботи для проєкту шляхом традиційних закупівель, а потім залучає приватного оператора для експлуатації та обслуговування об'єктів або надання послуг. Навіть там, де уряди вважають за краще, щоб фінансування залучалося приватним сектором, уряди все частіше визнають, що є деякі аспекти проєкту або певні ризики в проєкті, які уряду може бути легше чи розумніше прийняти.

*Корпоративне чи балансове фінансування.* Приватний оператор може погодитися профінансувати частину капітальних інвестицій для проєкту та вирішити профінансувати проєкт через корпоративне фінансування, що передбачатиме отримання фінансування для проєкту на основі балансу приватного оператора, а не самого проєкту. Зазвичай це механізм, який використовується в проєктах з меншою вартістю, коли вартість фінансування недостатньо значуща, щоб виправдати механізм фінансування проєкту, або коли оператор настільки великий, що вирішує фінансувати проєкт зі свого власного балансу.

Перевага корпоративного фінансування полягає в тому, що вартість фінансування буде вартістю фінансування самого приватного оператора, і тому вона зазвичай нижча, ніж вартість фінансування проєктного фінансування. Це

також менш складно, ніж проєктне фінансування. Однак, корпоративне фінансування пов'язане з альтернативними витратами, оскільки компанія зможе залучити лише обмежений рівень фінансування проти свого власного капіталу (відношення заборгованості до власного капіталу), і чим більше вона інвестує в один проєкт, тим менше вона буде доступна для фінансування. або інвестувати в інші проєкти.

*Проєктне фінансування.* Однією з найпоширеніших – і часто найефективніших – механізмів фінансування проєктів ДПП є «фінансування проєкту», також відоме як «фінансування з обмеженим регресом» або «фінансування без права регресу». Фінансування проєкту, як правило, набуває форми кредитування з обмеженим регресом спеціально створеного проєкту (компанія спеціального призначення або «SPV»), яка має право здійснювати будівництво та експлуатацію проєкту. Зазвичай він використовується в новому будівництві або при масштабному ремонті, тому SPV не має існуючого бізнесу. SPV буде залежати від надходжень від контрактних угод та/або від тарифів кінцевих споживачів, які розпочнуться лише після завершення будівництва та введення проєкту в експлуатацію. Таким чином, це ризикове підприємство, і перш ніж вони погодяться надати фінансування проєкту, кредитори захочуть провести ретельну перевірку потенційної життєздатності проєкту та детальний аналіз того, чи належним чином розподіл ризику захищає проєктну компанію. Це зазвичай відомо як перевірка «банківської прийнятності» проєкту.

В цілому, корпоративне фінансування є домінуючим каналом приватного фінансування інфраструктурних проєктів. До прикладу, приватні інвестиції в регульовані організації, такі як комунальні підприємства мають відносно довгу історію, так само як і для компаній в інших секторах, таких як переробка відходів, портів, видобутку нафти і газу, а також традиційно у виробництві електроенергії. Компанії, які котируються на громадських біржах, є великими

власниками інфраструктурних активів, постачальниками інфраструктурних послуг та інвесторами в інфраструктурні проекти. Види цих компаній варіюються від спеціалізованих підприємств до диверсифікованих конгломератів.

Останнім часом у результаті зростання бюджетних обмежень фінансування інфраструктури все частіше набуває форми проектного фінансування. Цей метод став фінансовим рішенням зокрема для інфраструктурних об'єктів за участю державних організацій ролі регулятора чи контрагента. Проектне фінансування стає все більш популярним методом залучення приватного капіталу, особливо у вигляді інвестицій у проекти, що характеризуються високою специфічністю та високою капіталомісткістю.

Існує широкий спектр каналів фінансування інвестицій в інфраструктуру - як прямих, так і ринкових, кожен з яких має свій власний набір характеристик і наслідків для кредитних або інвестиційних портфелів. Ринки капіталу можуть бути ефективним способом розподілу ризиків між тими інвесторами, які найбільше готові нести їх за прийнятною ставкою доходності.

Задля уточнення ролі ринкового фінансування інфраструктури по всьому спектру інвесторів та інструментів було створено відповідну класифікацію. У Таблиці 1.3 наведено класифікацію інструментів фінансування інфраструктурних проектів відповідно до кількох параметрів. Ліва колонка визначає способи інвестування з урахуванням того, що існують широкі категорії активів (з фіксованим доходом, змішані, акції), за якими йдуть основні інструменти. Крім того, що інвестори можуть бути або кредиторами, або акціонерами, деякі інвестиції, особливо контракти та концесії ДПП, можуть мати характеристики боргу через законтрактовані грошові потоки.

Категорії визначаються за своїм характером (кредитори, акціонери або кредитори з опціонами на акції та правами участі), у залежності від того, чи

інвестор отримує пріоритетні вимоги в корпоративних або проєктних грошових потоках (кредитування) або залишкові вимоги до грошових потоків (акції). У Таблиці 1.3 також наведено фінансові інструменти, за якими йдуть ринкові канали.

**Таблиця 1.3.**

**Класифікація інструментів та засобів фінансування проєктів розвитку інфраструктури**

Категорія активів	Інструменти	Фінансування конкретного інфр. проєкту	Корпоративне фінансування	Пули капіталу
3 фіксованим доходом	Облігації	Проєктні облігації	Корпоративні облігації, зелені облігації	Індекси облігацій, фонди облігацій, біржові фонди
		Муніципальні, субсоверенні облігації		
		Зелені облігації, облігації сукук	Субординовані облігації	
	Кредити	Пряме/спільне кредитування інфраструктурного проєкту, синдиковані проєктні кредити	Пряме/спільне кредитування інфраструктурного проєкту	Боргові фонди
Синдиковані кредити, сек'юритизовані кредити			Кредитні індекси, кредитні фонди	
Змішані	Гібридні	Субординовані кредити/облігації, мезонінне фінансування	Субординовані облігації, конвертовані облігації, Привілейовані акції	Мезонінні боргові фонди, гібридні боргові фонди
Акції	Розміщені публічно	YieldCos	Лістингові інфраструктурні акції, закриті інвестфонди, іпотечні та інфраструктурні інвестиційні трасти	Лістингові інфр. фонди, індекси, трасти
	Незарєєстровані на біржі	Прямі/спільні інвестиції в проєктний інфраструктурний капітал, ДПП	Прямі/спільні інвестиції в корпоративний інфраструктурний капітал	Нелістингові інфраструктурні фонди

*Джерело:* складено автором на основі даних ОЕСР [28]

По суті існує два способи фінансування інфраструктури за рахунок приватних інвестицій: окремі інфраструктурні проекти або за рахунок фінансування з корпоративного балансу та інших структур, заснованих на балансі.

Разом позики та облігації утворюють найбільші категорії фінансування інфраструктури, відображаючи ширші ринки з фіксованим доходом: глобальні боргові ринки є найглибшими ринками капіталу у світі. Боргові інструменти можуть бути структуровані так, щоб вони мали довгострокові терміни погашення, які тривають протягом терміну експлуатації довгострокових активів. Боргове фінансування може надаватися за допомогою кількох інструментів; боргові інструменти можуть мати форму прямих позик, які зберігаються на балансах фінансових установ, або можуть бути структуровані для перепродажу інвесторам або розповсюдження на ринках, будь то приватні ринки (наприклад, борги з приватним розміщенням) або державні ринки через зареєстровані корпоративні та державні ринки облігації.

Крім того, фінансисти інфраструктурних проектів можуть скористатися перевагами клієнтів на боргових ринках: питання можуть бути адаптовані відповідно до запитів і переваг певних інвесторів, таких як пенсійні фонди та страхові компанії, тим самим розширюючи привабливість фінансування інфраструктури для більшого потенційного пулу капіталу.

Гібридні інструменти, такі як мезонінне фінансування, є борговими інструментами з участю, схожою на акціонерний капітал, таким чином утворюючи міст між борговими та інструментами власного капіталу. Під акціонерним фінансуванням розуміються всі фінансові ресурси, які надаються фірмам в обмін на частку власності. Інвестори можуть продати свої частки у фірмі/проекті, якщо існує ринок, або вони можуть отримати частку виручки, якщо актив проданий. Вони мають вирішальне значення у фінансуванні

інфраструктурних інвестицій як постачальники ризикового капіталу для початку проєкту або рефінансування.

Акції, що котируються, є непрямими правами участі в корпораціях, проєктах та інших суб'єктах; інвестори займають міноритарні позиції з обмеженими можливостями впливу на керівництво. Акції, що не зареєстровані на біржі, часто надають пряму власність, контроль та експлуатацію корпоративного суб'єкта або активу проєкту через концентрацію позицій акціонерів та тісніші зв'язки з менеджерами. Інвестори зацікавлені в максимізації загальної рентабельності власного капіталу – у випадку з інфраструктурою ці цілі можна досягти за рахунок максимізації дивідендного прибутку, оскільки багатьом проєктам бракує сильного компонента зростання. Інші вимоги інвестора (приватний капітал), такі як стратегія виходу, є важливим фактором.

Проєктне фінансування відрізняється від корпоративного фінансування тим, що воно є фінансуванням окремої, чітко розмежованої економічної одиниці [38]. Механізми кредитування ґрунтуються виключно на генеруванні грошових потоків проєкту. Структури розподілу ризиків між різними партнерами за проєктом (фінансисти, власники капіталу, державний сектор) розподіляються на основі їх різних здібностей керувати ризиками та контролювати їх (там же). Відповідальність обмежується внесеним акціонерним капіталом і кредитори часто мають обмежені можливості звернення до спонсорів проєкту. Основними серед каналів фінансування є проєктні облігації та субдержавні випуски на ринках облігацій, кредити та пряме кредитування на закритих ринках, компанії, що котируються, такі як прибуткові компанії на публічних фондових ринках, а також прямі/спільні інвестиції у капітал проєкту. Використання контрактів державно-приватного партнерства (ДПП) поширене у проєктному фінансуванні; однак ДПП мають кілька стандартизованих структур і часто залежать від

конкретного проєкту. ДПП — це не єдині структури, доступні в проєктному фінансуванні, але вони стали основною юридичною структурою для визначення інвестицій у проєктне фінансування.

Корпоративне фінансування є традиційною формою недержавного фінансування інфраструктури. Компанії, що займаються будівництвом та експлуатацією інфраструктури, випускають акції на ринку або займають кошти на ринках капіталу для фінансування проєктів. Компанії складаються з диверсифікованого портфеля проєктів з різною продуктивністю та операційними ризиками. Роздрібні та інституційні інвестори можуть купувати акції інфраструктурних компаній безпосередньо або наймати управляючих активами для підбору для них цінних паперів.

Ринкові механізми дозволяють об'єднувати капітал для фінансування інфраструктури у диверсифікованому портфелі цінних паперів, кредитів чи приватних інвестицій. Фонди відкритого ринку, такі як взаємні фонди, індексні фонди, ETF і відкриті фонди, мають широку привабливість для різних інвесторів. Вони пропонують щоденну ліквідність, регулюються органами фінансового ринку, а іноді, у разі ETF та зареєстрованих відкритих фондів, самі є акціями, що торгуються на фондових біржах. Інфраструктурні цінні папери, такі як облігації та корпоративні акції, можуть бути доступні через такі канали роздрібним інвесторам та установам, що забезпечує високий рівень диверсифікації та прозорості. Більшість інвесторів, які отримують доступ до активів державної інфраструктури, таких як акції та облігації, інвестують через фонди. Формування індексів, що відстежують частки інфраструктури, полегшує виробництво товарів, дозволяючи як пасивно, і активно управляти громадськими інфраструктурними компаніями. Індeksi облігацій та кредитів зазвичай відстежують випуск цінних паперів на широкому ринку, але можуть включати

боргові зобов'язання, пов'язані з інфраструктурою, які відповідають правилам включення до індексу.

Генеральні партнерства (GP) – це фонди приватних ринків, які є окремим інвестиційним каналом, орієнтованим на ринок інституційних інвестицій. Як партнери з обмеженою відповідальністю (LP) у таких фондах, інвестори отримують доступ до інвестицій в інфраструктуру, таких як акціонерний капітал або приватний борг у диверсифікований спосіб. Такі фонди можуть бути привабливими для менших пенсійних фондів або страхових компаній, які не мають внутрішніх знань для безпосереднього управління активами.

Отже, у результаті аналізу, проведеного у цьому параграфі, визначено, що існує три основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури: державне фінансування, корпоративне та проєктне фінансування. Окрім цього, у параграфі 1.2 була проведена класифікація інструментів фінансування інфраструктурних проєктів відповідно до основних параметрів, а також визначено особливості того чи іншого каналу фінансування.

### **1.3. Особливості фінансування інфраструктурних проєктів на засадах державно-приватного партнерства**

У даному параграфі увага буде зосереджена на дослідженні особливості фінансування інфраструктурних проєктів на засадах державно-приватного партнерства, а також розглянуто нормативно-правову базу його здійснення в Україні.

Розвиток інфраструктурних проєктів за участю приватного капіталу через державно-приватне партнерство (ДПП) став однією з загальноприйнятих стратегій закупівель у розвинених країнах. У всьому світі, де закупівлі ДПП використовувалися у тій чи іншій формі, важливим питанням став спосіб їхнього

здійснення. У цьому розділі розглядаються загальні питання реалізації ДПП та наведено огляд використання ДПП у наданні суспільної інфраструктури та послуг по всьому світу. Не існує стандартного методу реалізації ДПП, оскільки кожна країна адаптує цей процес відповідно до своєї культури, економіки, політичного клімату та правової системи. Тому важливо, щоб усі сторони, які можуть бути залучені, мали загальне розуміння принципів, що лежать в основі структур ДПП, та розуміння ключових питань із погляду приватного та державного секторів [20].

Обсяг інвестицій в інфраструктурні проекти з боку організацій приватного сектора залежить від положення проекту у континуумі між контрактом на обслуговування та продажем активів. Проекти ДПП зі значними приватними інвестиціями, такі як «Будівництво-експлуатація-передача» та його варіанти, передбачають участь зацікавлених сторін із різними точками зору. Різні погляди можуть призвести до різного сприйняття зацікавленими сторонами життєздатності проекту.

Державно-приватне партнерство (ДПП) у розвитку інфраструктури передбачає участь приватного сектора в будь-якому чи у всіх етапах проектування, будівництва, фінансування та експлуатації комунальної інфраструктури, послуг чи того та іншого [8]. Прикладів інфраструктури, розробленої за допомогою моделей ДПП, безліч у всьому світі. Він використовувався в промислово розвинених країнах, таких як Великобританія та Німеччина, та в нових індустріальних країнах з величезними потребами в інфраструктурі, таких як Китай та Індія, а також у деяких країнах, зокрема в Латинській Америці. Капіталомісткий характер базової інфраструктури та конкуренція за обмежені ресурси державного бюджету спонукали уряди запросити приватних інвесторів для поповнення зростаючого розриву між

попитом та пропозицією для інфраструктури, тоді як уряди намагаються виконати соціальні зобов'язання в рамках бюджетних обмежень.

Було звернено увагу, що рівень застосування ДПП у світі сильно відрізняється - як правило, у промислово розвинених країнах ДПП використовуються у сферах надання державних послуг, включаючи освіту, охорону здоров'я, управління відходами та громадському будівництві. У той час як у країнах, що промислово розвиваються, з величезними потребами в базовій інфраструктурі, ДПП часто спостерігається в енергетичному, водному або дорожньому секторах, щоб підтримувати швидке економічне зростання країни.

Існує безліч визначень ДПП, доступних у всьому світі. Зміст та цілі можуть змінюватись в залежності від конкретної країни та конкретних інтересів окремого автора. Деякі академічні та промислові практики, як і раніше, вважають визначення ДПП дуже двозначним. У деяких випадках термін державно-приватне партнерство описує широкий спектр домовленостей, за яких обов'язки уряду передаються комерційним партнерам, а ризики розподіляються між державним та приватним секторами для досягнення бажаних результатів у галузях, пов'язаних із державною політикою. Наприклад, офіційне визначення ДПП, що міститься у звіті підготовленому на замовлення Федерального департаменту транспорту, будівництва та нерухомості Німеччини (BMVWB) у 2003 р., виглядає так:

«Термін ДПП відноситься до довгострокової, договірно-регульованої співпраці між державним та приватним сектором для ефективного виконання державних завдань щодо об'єднання необхідних ресурсів (наприклад, ноу-хау, операційних засобів, капіталу, персоналу) партнерів та розподілу існуючих ризиків проєкту відповідно до компетенції партнерів за проєктом у галузі управління ризиками» [20].

Існує давня традиція участі приватного сектора у розробці, обслуговуванні та фінансуванні державних об'єктів та послуг. Однак ДПП виходить за рамки традиційного укладання договорів з організаціями приватного сектора. Деякі дослідження дійшли висновку, що, як правило, схема ДПП дозволяє приватному сектору отримати та зберегти контроль над об'єктом протягом тривалого, заздалегідь визначеного періоду часу та несе відповідальність за його роботу до того, як він буде переданий державному сектору в установленому порядку. Закінчення терміну дії договору. І цього періоду має бути достатньо, щоб дозволити приватному сектору відшкодувати витрати на будівництво та технічне обслуговування та досягти необхідної норми прибутку на свої інвестиції або за рахунок зборів з користувачів, таких як дорожні збори, тарифи на воду, квитки, або авансові платежі, такі як платежі за доступність, що вносяться принципалом. Приватний сектор бере на себе значний ризик, який інакше був би покладений на державний сектор, в обмін на компенсацію та відмову державного сектора від суттєвого контролю за наданням інфраструктурних послуг.

Крім того, можна виділити чотири основні характеристики ДПП:

- підвищення ефективності за рахунок належного розподілу ризиків та відповідальності;
- державний сектор зберігає переважно суверенні завдання, а приватний перебирає завдання з реалізації;
- життєвий цикл та приватні інвестиції як найважливіші елементи структур стимулювання ДПП;
- довгострокові договірні відносини;
- інновації, зокрема, за допомогою специфікації результатів, рівнів обслуговування та механізмів оплати як новий спосіб опису послуг, які мають бути надані.

Однією з основних цілей ДПП є передача завдань та відповідальності за надання інфраструктури приватному сектору з метою підвищення ефективності, надійності витрат та фінансової безпеки. Традиційні закупівлі державної інфраструктури та пов'язаних з нею послуг поступилися місцем приватному сектору, який бере на себе відповідальність за проєктування, будівництво, експлуатацію, управління, технічне обслуговування та фінансування, при цьому державний сектор виступає як замовник або, іноді, як безпосередній користувач, оплачує надання послуги. Тим не менш, державний сектор не повинен втрачати своє суверенне завдання, таке як оцінка та визначення потреб в інфраструктурі, моніторинг та нагляд за ефективною та конкурентоспроможною системою закупівель, а також забезпечення всіх необхідних стандартів охорони навколишнього середовища та безпеки при наданні послуг.

Основна мета ДПП тут полягає в тому, щоб залучити приватний сектор у надання державних послуг, змістивши роль державного сектора з власника та постачальника на покупця та захисника інтересів населення. Він ґрунтується на переконанні, що державний сектор повинен зосередитись на своїх основних функціях, надавши приватному сектору можливість виконувати ті функції, які він часто може виконувати з меншими витратами та ефективністю. Одним із ключових політичних факторів, що стоять за ДПП, є бажання покращити національну інфраструктуру та підтримати громадські послуги, не створюючи надмірного навантаження на мізерні державні кошти та не збільшуючи оподаткування [9; 10].

Загалом переваги ДПП розглядаються таким чином:

- зняти з державного балансу відповідальність за фінансування інвестицій;
- запровадити конкуренцію;
- переймати управлінську практику та досвід приватного сектора;

- реструктурувати послуги державного сектора, використовуючи капітал та практику приватного сектора; і
- досягти більшої ефективності, ніж традиційні методи надання державних послуг.

Останнє, підвищення ефективності є основним джерелом стійких державних заощаджень і, отже, основною метою та обґрунтуванням ДПП. За оцінками Міністерства фінансів Великобританії, використання ДПП дозволило заощадити в середньому від 17 до 25% у всіх секторах за останні 10 років [22]. Більшість урядів ухвалюють рішення про ДПП на основі більшої ефективності, яку забезпечує приватний промоутер у порівнянні з традиційними державними закупівлями. Основними факторами підвищення ефективності є передача ризику приватному сектору, довгостроковий характер контрактів, структури стимулювання та оплата за результатами роботи, специфікація послуг, орієнтована на результат, конкуренція між учасниками торгів, включення зворотного зв'язку та переговорів у процес закупівлі, інновації та управління навичок у приватному секторі та скорочення адміністративних витрат.

Наприклад, у Німеччині є підставою для прийняття рішення про те, чи слід застосовувати підхід ДПП чи закуповувати проєкт традиційним чином за рахунок державних ресурсів, є оцінка Компаратора державного сектора (КДС). Кожен проєкт ДПП перед виставленням на торги порівнюється з традиційними закупівлями у державному секторі за допомогою так званого «тесту співвідношення ціни та якості» (або тесту порівняння ефективності), який включає кількісне порівняння чистої наведеної вартості всіх витрат, понесених протягом передбачуваного контракту. період, тобто на проєктування, будівництво, фінансування, технічне обслуговування, експлуатацію тощо для традиційного (КДС) і варіанта ДПП.

Крім того, у багатьох інших промислово розвинених країнах підвищення ефективності має бути доведено до присудження контракту, і державне агентство оцінює вартість традиційних державних закупівель шляхом створення КДС. Проте структура КДС містить численні джерела помилкових оцінок. Спільними критиками є відсутність надійних історичних даних для оцінки вартості життєвого циклу, надмірно оптимістичні припущення про своєчасну та бюджетну публічну доставку, вибір відповідних ставок дисконтування та механізму, що застосовується для стрес-тестування ризику.

Таким чином, КДС може бути не єдиним підходом оцінки підвищення ефективності. Ключовий критерій прийняття рішення для ДПП повинен визначатися відповідною структурою для оцінки та контролю за підвищенням ефективності з урахуванням економічних та правових умов країни. Багато азійських країнах не створюється КДС визначення приросту ефективності. Ефективність досягається за рахунок політичного припущення, що приватний сектор за своєю природою ефективніший, ніж державний сектор у наданні послуг. Тендери ДПП проводяться без будь-якого тесту КДС, і минулий досвід показав, що більш високу ефективність було досягнуто за рахунок конкуренції між учасниками торгів та запровадження періоду зворотного зв'язку з ринком.

*Огляд нормативно-правової бази України у сфері ДПП.* Українське законодавство теоретично припускає кілька варіантів залучення приватних інвестицій в інфраструктуру. Українські правові норми, що регулюють відносини державно-приватного партнерства, поділяють на такі групи:

- Основні закони у сфері цивільної/комерційної діяльності (Цивільний кодекс України, Господарський кодекс України) [1; 2], що регулюють основні принципи ДПП, наприклад, порядок укладання, виконання і припинення дії угод;

- Закон України «Про державно-приватне партнерство» (Закон про ДПП) [5] – основний закон, що встановлює загальні норми для ДПП;
- Окремі закони, що регулюють окремі види відносин ДПП;
- Підзаконні акти, що регулюють відносини ДПП, поділяються на (i) нормативні акти, прийняті відповідно до Закону про ДПП, та (ii) нормативні акти, прийняті відповідно до окремих законів про ДПП (Насправді, це закони та нормативні акти про концесію і оренду державного і комунального майна, які зараз можуть вважатися законами, що регулюють конкретні види ДПП (хоча, на відміну від міжнародної практики, Закон про ДПП прямо не вказує, що договір оренди є видом державно-приватного партнерства)).

Закон про ДПП не передбачає вичерпний перелік механізмів ДПП. Три конкретні форми відносин ДПП, зазначені в Законі про ДПП, включають договори концесії, договори про управління майном та договори про спільну діяльність. Як правило закон про ДПП повинен регулювати наступні відносини у сфері ДПП (за умови, що не існує спеціальний закон, що регулює конкретні види відносин ДПП):

- Прийняття рішення про здійснення державно-приватного партнерства;
- Визначення приватного партнера;
- Підготовка до укладання та розробка умов договору про ДПП;
- Укладання та виконання договорів ДПП. [6]

Для деяких форм ДПП існують конкретні закони, що їх регулюють (зокрема, для концесій). Якщо існує спеціальний закон про конкретний вид ДПП (наприклад, Закон України «Про концесії»), норми такого спеціалізованого закону замінюють норми, встановлені Законом про ДПП. Проте, норми Закону про ДПП можуть регулювати деякі загальні питання, пов'язані з ДПП, які не регулюються спеціально відповідними спеціальними законами. Ці питання

можуть включати положення Закону про ДПП та відповідні розпорядчі документи щодо оцінки ефективності ДПП (включаючи економічну оцінку доцільності), фінансування, державної підтримки проєктів ДПП, гарантії прав приватних партнерів та державного контролю за виконанням проєктів ДПП [5]. Деякі важливі питання або не регулюються, або слабо регулюються законами, і, таким чином, в ідеалі повинні розглядатися на рівні договору ДПП.

Отже, нами розкрито зміст поняття державно-приватного партнерства, визначено основні характеристики та переваги цього механізму залучення фінансування в інфраструктурні проєкти. Крім того, за результатами дослідження охарактеризовано особливості вітчизняної регуляторної практики у сфері регулювання відносин державно-приватного партнерства.

## **РОЗДІЛ 2. ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНОГО ПРОЄКТУ “ПОРТ” НА ОСНОВІ ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА**

### **2.1. Основні етапи передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції**

У даному параграфі увага буде зосереджена на розборі основних етапів передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції для проєктів розвитку інфраструктури. Також буде проведено порівняння концесії та ДПП як механізмів залучення фінансування.

У рамках даного дослідження було вирішено проаналізувати та змодельювати потенційний проєкт державно-приватного партнерства у портовій сфері. Проєкт передбачатиме залучення приватного інвестора для фінансування, експлуатації, оновлення та обслуговування ключових активів одного з державних портів. Допускається, що приватний інвестор оперуватиме портом для здійснення перевалки вантажів.

Відповідно до чинного законодавства процес реалізації інфраструктурного проєкту на базі ДПП охоплює такі основні етапи:

- **Прийняття рішення про здійснення ДПП** (Закон про концесії не містить детальних положень, що регулюють цей етап, тому він має регулюватись Законом про ДПП). Цей етап охоплює:

- **Пропозиції про здійснення проєкту ДПП.** Пропозиції можуть готуватися органами влади (центральними/місцевими органами виконавчої влади, органами Автономної Республіки Крим, органами місцевого самоврядування) або приватними партнерами. Відповідно до Порядку аналізу ефективності ДПП пропозиція щодо здійснення проєктів ДПП складається із двох документів: (і) концептуальної записки, в якій зазначаються мета проєкту ДПП (наприклад, проблеми, які передбачається розв'язати у результаті реалізації проєкту,

результати аналізу попиту на товари (роботи і послуги), виробництво (виконання і надання) яких повинне бути забезпечене в результаті реалізації проєкту ДПП), прогнозні обсяги витрат, результати попереднього аналізу ефективності реалізації проєкту та інші питання; (ii) техніко-економічного обґрунтування, що має містити обґрунтування економічних, фінансових, соціальних та екологічних аспектів проєкту ДПП, а також інших питань, пов'язаних із його здійсненням.

• **Аналіз ефективності ДПП.** Ця обов'язкова процедура проводиться відповідними органами влади залежно від того, який орган виконує функції з управління об'єктом ДПП (щодо Проєкту таким уповноваженим органом є МІУ). За відсутності підстав для відмови в розгляді пропозиції про здійснення проєкту ДПП, відповідний уповноважений орган має протягом 30 днів розглянути її та проаналізувати ефективність запропонованого проєкту відповідно до Методики проведення аналізу ефективності здійснення ДПП. За результатами аналізу ефективності ДПП, уповноважений орган має скласти висновок, що повинен містити загальний огляд проєкту, інформацію про соціальні, економічні та екологічні результати проєкту, інформацію про ризики проєкту відповідно до Методики виявлення ризиків ДПП та іншу інформацію.

Після цього уповноважений орган надсилає свій висновок, разом із пропозицією про здійснення ДПП, до МЕРТ, а МЕРТ протягом п'яти днів після надходження цих документів надсилає їх Міністерству фінансів України (Мінфіну), іншим центральним органам виконавчої влади, а також організаторам наукової та науково-технічної експертизи, якщо їхні висновки можуть бути потрібні для конкретного проєкту. Ці суб'єкти мають 20 днів для надання: (i) погодження щодо фіскальних наслідків проєкту (надається Мінфіном) та (ii) пропозицій та роз'яснень щодо окремих питань за проєктом (надаються за потреби іншими центральними органами виконавчої влади та організаторами наукової та науково-технічної експертизи).

МЕРТ надає своє остаточне погодження протягом 45 днів з дати надходження висновку та пропозиції від уповноваженого органу.

З огляду на зазначений вище опис, процедура аналізу ефективності ДПП може загалом тривати 75 днів. На практиці строки можуть змінюватись залежно від обставин.

• **Рішення про здійснення ДПП.** За результатами аналізу ефективності ДПП уповноважений орган, відповідальний за об'єкт ДПП, приймає рішення про здійснення проєкту ДПП. Таке рішення приймається протягом трьох календарних місяців з дня подання пропозицій (дивіться етап "Пропозиції про здійснення проєкту ДПП" вище) .

Закон про ДПП та відповідні підзаконні нормативно-правові акти не встановлюють спеціальних вимог до структури та змісту рішення про здійснення ДПП. Закон про ДПП, однак, встановлює, що це рішення може бути прийняте не тільки про "здійснення" ДПП, а й про "проведення конкурсу та затвердження результатів конкурсу з визначення приватного партнера". Для концесій це може потенційно означати, що рішення про здійснення ДПП може фактично розпочати стадію визначення концесіонера (як описано нижче) та врегулювати певні підготовчі кроки щодо концесійного конкурсу, наприклад, щодо створення конкурсної комісії.

У випадку реалізації інфраструктурного проєкту в портовій галузі у якості потенційного юридичного механізму структурування доцільніше обрати концесію, ніж договір ДПП. Не зважаючи на те, що договір ДПП із юридичної точки зору є можливим варіантом структурування проєкту, концесія дозволяє передбачити передачу ризику попиту приватному партнеру. Порівняння двох механізмів наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1.

## Порівняння концесії та договору про ДПП

Концесія	Договір ДПП
Ключові особливості / переваги:	
1. Проведення конкурсу детально регулюється Законом про концесію.	1. В цілому гнучке регулювання договірних відносин
2. Деталізоване, але водночас гнучке регулювання договірних відносин	2. Оновлена підзаконна нормативно-правова база - внесено зміни/ прийнято нові
3. Оновлена підзаконна нормативно-правова база - внесені зміни/ прийняті нові підзаконні акти, що регулюють ключові аспекти концесійних проєктів, зокрема порядок заміни концесіонера, методика розрахунку концесійних платежів, порядок повернення об'єкта концесії	підзаконні акти, що регулюють ключові аспекти проєктів ДПП (проте в деяких випадках у досить обмеженому обсязі порівняно з актами, що регулюють концесійні відносини)

*Джерело:* складено автором на основі Закону про ДПП [5, 6]

Наступні етапи врегульовані більш чітко у Законі про концесії.

– Визначення концесіонера

– Конкурс. Ця процедура врегульована спеціальними правилами, що встановлені Законом про концесії та підзаконними нормативно-правовими актами. Основні етапи проведення конкурсу (хоча вони чітко не структуровані та не виокремлені саме таким чином за чинним концесійним законодавством), охоплюють, зокрема:

- Створення конкурсної комісії.

- Оголошення концесійного конкурсу (запрошення до прекваліфікації).
- Допущення до участі у конкурсі (прекваліфікація).
- Концесійний конкурс.

• За результатами розгляду пропозицій конкурсна комісія складає протокол, у якому, зокрема, зазначаються результати голосування за оцінкою пропозицій та обґрунтування визначення переможця конкурсу (за умови, що немає підстав для визнання конкурсу таким, що не відбувся). Концесієдавець у тижневий строк приймає рішення про переможця конкурсу або про відхилення результатів концесійного конкурсу, залежно від обставин.

- Укладення концесійного договору.

Законопроект про концесії встановлює процес реалізації концесійного проекту, що загалом є подібним до процесу, встановленого чинним законодавством, з деякими уточненнями та новими особливостями. Основними етапами концесійного проекту за Законопроектом про концесії є:

- *Прийняття рішення про доцільність здійснення концесії.* Відповідно до Законопроекту про концесії, цей етап врегульований положеннями Закону про ДПП та Закону про концесії та має охоплювати пропозиції про здійснення концесійного проекту. Відповідно до Законопроекту про концесії пропозиції можуть бути розроблені більш широким колом осіб (порівняно з чинними положеннями Закону про ДПП), зокрема, суб'єктами господарювання державного сектора економіки. Більш детальні вимоги до пропозицій мають бути встановлені Законом про ДПП та Порядком аналізу ефективності ДПП.

- *Аналіз ефективності ДПП у формі концесії.* Цей етап залишається у сфері регулювання Закону про ДПП та Порядку аналізу ефективності ДПП. Більш детальні норми можуть діяти після прийняття остаточної версії Законопроекту та затвердження оновлених підзаконних нормативно-правових актів.

• *Рішення про доцільність концесії.* За результатами аналізу ефективності ДПП уповноважений орган, відповідальний за об'єкт концесії, приймає рішення про доцільність або недоцільність здійснення концесії. Рішення має бути прийняте протягом трьох місяців з дня подання пропозицій про здійснення концесійного проєкту. Треба відзначити, що відповідно до Законопроєкту про концесії рішення про доцільність концесії може визначати різні підготовчі заходи щодо концесійного конкурсу, зокрема ті, що стосуються створення конкурсної комісії, підготовки до передачі об'єкта концесії та проведення заходів із вивчення зацікавленості серед потенційних інвесторів. Такі положення можуть врегулювати процедурні прогалини під час переходу від цього етапу до етапу визначення концесіонера, наприклад, щодо встановлення кінцевого строку для створення конкурсної комісії.

• *Визначення концесіонера.* Законопроєкт про концесії встановлює розширений перелік процедур щодо визначення концесіонера, який охоплює концесійний конкурс, конкурентний діалог (вид концесійного конкурсу) та прямі переговори. Основними етапами концесійного конкурсу як основної процедури визначення концесіонера є:

• *Утворення конкурсної комісії.* Процедурні етапи утворення конкурсної комісії можуть бути визначені у рішенні про доцільність концесії, як зазначено вище. Комісія утворюється у складі не менше семи осіб та має виконувати завдання, подібні до тих, що встановлені чинним законодавством.

• *Розробка та затвердження конкурсної документації.* Конкурсна комісія зобов'язана розробити або забезпечити розроблення радниками конкурсної документації та подати її на затвердження концесіодавцю не пізніше, ніж через 180 днів з дати затвердження складу конкурсної комісії. Концесіодавець може продовжити цей строк, але не більше ніж на 180 днів. Відповідно до Законопроєкту, концесіодавець затверджує конкурсну документацію,

підготовлену конкурсною комісією, протягом 14 календарних днів з дати подання документації конкурсною комісією.

• *Рішення про проведення концесійного конкурсу та оголошення про проведення концесійного конкурсу.* Концесіодавець приймає рішення про проведення концесійного конкурсу не пізніше, ніж через 90 днів після затвердження конкурсної документації. Протягом 10 робочих днів з дня прийняття такого рішення концесіодавець публікує оголошення про проведення концесійного конкурсу в офіційних засобах масової інформації. Публікація оголошення розпочинає концесійний конкурс, який має декілька чітко визначених етапів, від прекваліфікації до переговорів з учасником, конкурсна пропозиція якого отримала найвищу оцінку (як зазначено нижче).

• *Попередній відбір претендентів (прекваліфікація).* Цей етап спрямований на визначення потенційних учасників на основі критеріїв попереднього відбору (наприклад, належний рівень технічної та професійної кваліфікації, логістичні, кадрові можливості). Строк подачі заявок на прекваліфікацію не може бути меншим ніж 30 днів з дня опублікування оголошення про концесійний конкурс. Висновок про допущення (недопущення) претендентів до участі у конкурсній пропозиції та рішення концесіодавця про його затвердження приймаються протягом 30 календарних днів з дня закінчення строку прийняття заявок претендентів про участь у концесійному конкурсі. Концесіодавець повинен протягом 5 днів з дати затвердження відповідного висновку проінформувати претендентів про результати прекваліфікації.

• *Конкурс пропозицій.* Претенденти, допущені до участі у концесійному конкурсі (які іменуються "учасниками"), готують та подають свої конкурсні пропозиції відповідно до умов інструкції для учасників. Строк подання конкурсних пропозицій повинен становити не менше 45 днів з дня отримання запрошення для участі в конкурсній пропозиції.

• *Оцінка пропозицій та визначення переможця конкурсу.* Законопроект про концесії розподіляє оцінку конкурсних пропозицій на два етапи: (i) оцінка технічної частини та (ii) оцінка фінансово-економічної частини пропозиції. Кожна частина пропозиції оцінюється відповідно до критеріїв, встановлених Законопроектом про концесії. Конкурсна комісія готує та затверджує висновок щодо визначення найкращих умов здійснення концесії (із зазначенням конкурсної пропозиції, яка отримала найвищу оцінку) протягом 30 днів з дня закінчення строку для подачі конкурсних пропозицій. Концесіодавець має протягом п'яти робочих днів затвердити такий висновок.

• *Переговори та укладення концесійного договору.* Протягом 3 робочих днів з дати затвердження висновку концесіодавець запрошує учасника, конкурсна пропозиція якого отримала найвищу оцінку, взяти участь в переговорах щодо укладення концесійного договору. Сторони мають 90 днів на узгодження умов концесійного договору (окрім положень, які не можуть бути предметом переговорів, як визначено у конкурсній документації). Строк переговорів може бути продовжений за письмовою згодою сторін, однак не більш ніж на 180 днів. Якщо умови договору не були погоджені з учасником, який запропонував найкращі умови концесії, концесіодавець запрошує наступного за результатом учасника взяти участь у переговорах. Непідписання наступним за результатами учасником концесійного договору є підставою для визнання конкурсу таким, що не відбувся.

Законопроект про концесії більш чітко визначає процес реалізації концесійних проєктів, врегульовуючи значну кількість прогалин та недоліків чинного законодавства. Треба відзначити, що вищевказані етапи концесійної процедури можуть надалі змінитись у зв'язку із подальшими змінами до Законопроекту про концесії, прийняттям остаточної версії Законопроекту

Верховною Радою України, а також у зв'язку зі змінами до підзаконних актів про ДПП та концесії.

Законопроект про концесії також встановлює спеціальні правила щодо застосування його положень про визначення концесіонера. Процедура визначення концесіонера, встановлена Законопроектом про концесії, має застосовуватись до проєктів, які були розпочаті до набрання ним чинності, якщо рішення про доцільність концесії було прийняте відповідно до Закону про ДПП.

Це положення може бути актуальним для проєкту, якщо (і) рішення про доцільність здійснення проєкту як концесії буде прийняте до набрання чинності новим Законом про концесії; (ii) новий Закон про концесії набере чинності після прийняття рішення про доцільність здійснення проєкту, однак до запуску концесійного конкурсу за чинним наразі законодавством про концесії. За таких умов процедура концесійного конкурсу, встановлена Законопроектом про концесії, буде застосовуватись до проєкту (дивіться огляд вище).

Концесійний конкурс, який розпочався до набрання чинності Законопроектом про концесії, повинен регулюватись правилами проведення концесійного конкурсу, які діяли раніше (до набрання чинності Законопроектом про концесії).

Це положення може бути актуальним, якщо процедури концесійного конкурсу в межах Проєкту розпочнуться до набрання чинності новим Законом про концесії. Після завершення конкурсних процедур сам концесійний проєкт має бути реалізований відповідно до нового Закону про концесії (оскільки новий Закон про концесії скасує чинний Закон про концесії). Цей сценарій потребуватиме окремого аналізу з точки зору розробки конкурсної документації та концесійних договорів, особливо в контексті узгодження концесійного договору з нормами нового Закону про концесії.

У ході розбору основних етапів передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції було виявлено, що процес реалізації інфраструктурного проєкту на базі ДПП охоплює прийняття рішення про здійснення ДПП, пропозицію про здійснення та аналіз ефективності. Також було проведено порівняння концесії та договору ДПП і виявлено, що концесія виступає більш привабливим механізмом, тому що дозволяє передбачити передачу ризику попиту приватному партнеру. У цьому параграфі також були охарактеризовані основні етапи концесійного проєкту.

## **2.2. Аналіз ефективності реалізації інвестиційного проєкту**

Як було зазначено раніше, для оцінювання доцільності фінансування інфраструктурного проєкту на основі державно-приватного партнерства було обрано умовний український порт. Аналіз фінансової звітності державних підприємств - морських портів показав схожу тенденцію у портів середніх та малих розмірів за обсягами перевантажень – у останні роки спостерігається зниження прибутковості та обсягів перевалки. Зважаючи на це, доцільним є розглянути можливість залучення приватного партнера з метою збереження або збільшення обсягів вантажопереробки разом з оновленням портової інфраструктури.

У рамках аналізу ефективності реалізації інвестиційного проєкту було побудовано фінансову модель та зроблено ряд припущень. Для порівняння ефективності залучення приватного інвестора та збереження портом своєї операційної діяльності у складі державного підприємства було проведено розрахунки для двох сценаріїв – «Як є» та «Концесія». Інші ключові припущення наведені в табл. 2.2.

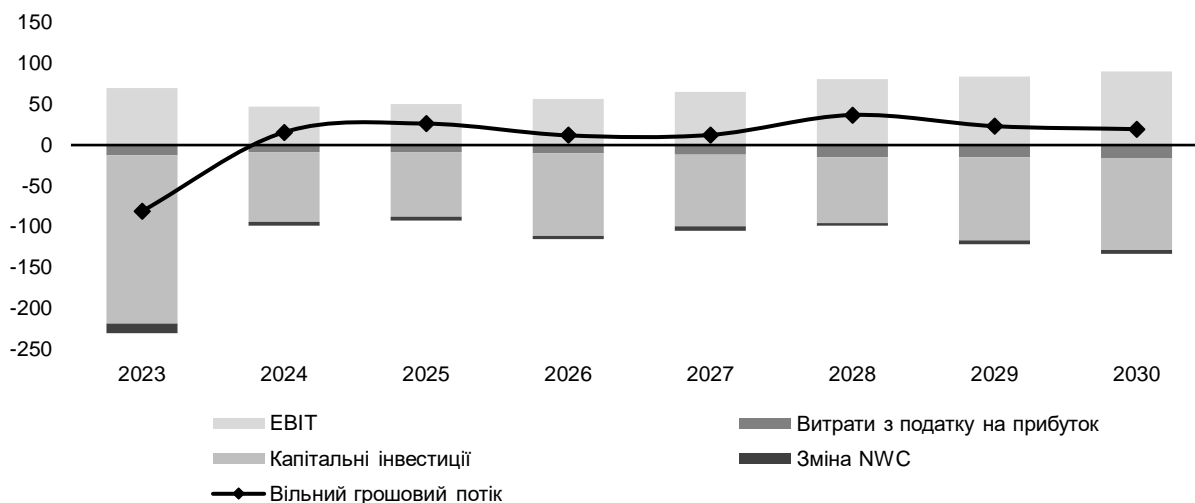
Таблиця 2.2.

## Ключові припущення

Критерій	Опис
Дохід	Доходи від надання перевалочних послуг формуються множенням тарифів на послуги та обсягів перевалки; інші доходи прогнозуються відповідно до зміни індексу інфляції, а також зміни вантажообігу
WACC	Для дисконтування грошових потоків проєктів використовується ставка у розмірі 16,95% (у гривні), що відповідає очікуванням щодо подібних проєктів за відповідних ринкових умов в Україні, із (i) вартістю власного капіталу, розрахованою з використанням моделі визначення вартості капітальних активів (CAPM) , що дорівнює 18,45%, (ii) вартістю позикового капіталу у розмірі 11,70% та цільовою структурою капіталу 78:22 (співвідношення позикового та власного капіталу)
Макроекономічні прогнози	Фінансова модель враховує різні припущення щодо макроекономічних прогнозів: ІСЦ та обмінний курс базуються на прогнозах Міністерства економіки
Вантажообіг	Для сценарію «Як є» вантажообіг прогнозувався з падінням обсягів перевалки відповідно до негативного тренду з 2018 по 2021 роки; для сценарію «Концесія» вантажообіг прогнозувався відштовхуючись від обсягу 2021 року, який мав би зберегти приватний партнер.

*Джерело: складено автором*

На Рисунку 2.1 показано прогнозні грошові потоки за проєктом від 2023 до 2030 року. Бачимо, що найближчі 5-7 років витрати за проєктом значно перевищуватимуть його доходи, однак у ході концесії ситуація зміниться на прибуткову, що допоможе досягнути позитивного NPV за результатами реалізації проєкту.



**Рис. 2.1.** Прогноз грошового потоку по проекту, млн грн

*Джерело: побудовано автором на основі фінансової моделі*

Результати, отримані завдяки розрахунку чистої приведеної вартості дисконтованих вільних потоків фірми для двох сценаріїв наведено в Таблиці 2.3.

**Таблиця 2.3.**

### Показники ефективності проекту

Показник	Од. виміру	Сценарій «Концесія»	Сценарій «Як є»
NPV(2023-2072)	млн грн	23.52	-436.3
IRR	%	17.5	
Період окупності	років	11.2	
Дисконтований період окупності	років	40.7	
CAPEX (2023-2027)	млн грн	300	

*Джерело: складено автором на основі фінансової моделі*

Варто відмітити, що обсяг капітальних інвестицій на найближчі 5 років включає:

- 1) Інвестиції на підтримання активів (закупівля мобільної техніки, інвестиції в причали та порталні крани, тощо)

2) Інвестиції в розвиток (будівлі та споруди, машини та обладнання, інструменти, транспортні засоби, нематеріальні активи, тощо).

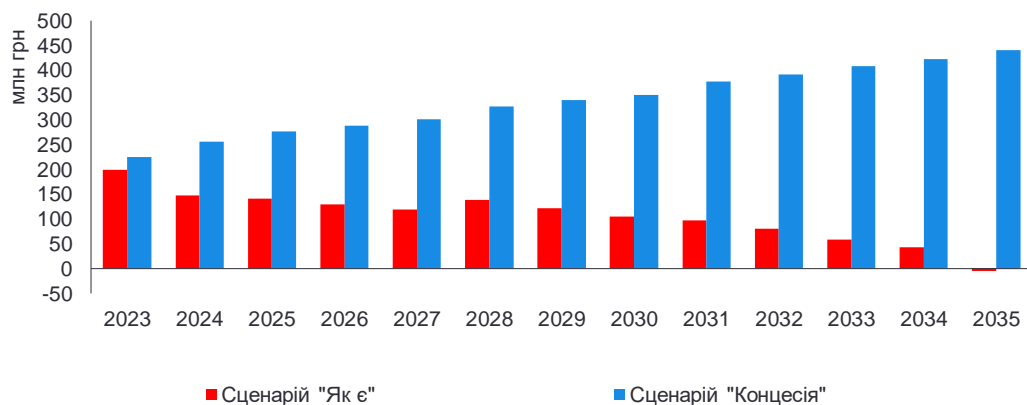
Припускається, що CAPEX на підтримання активів та CAPEX на розвиток будуть розподілені концесіонером у приблизно рівних частинах.

Грошові потоки до державного сектора зазвичай розподіляються між бюджетами трьох рівнів:

- Державний бюджет
- Місцеві бюджети (міські та обласні)
- Фонди соціального страхування.

Загальний грошовий потік, який надходить до держави України (включаючи місцеві та державні бюджети та фонди соціального страхування), складається з багатьох статей надходжень: податку на прибуток, ПДВ, ПДФО, військового збору, концесійного платежу, ЄСВ та земельного податку. Прогноз усіх цих бюджетних надходжень представлений на Рисунку 2.2.

Для розрахунку очікуваних бюджетних доходів від концесії номінальні грошові потоки державі України дисконтуються за ставкою у розмірі 10,04% (у гривні), що відображає ставку державного запозичення України.



**Рис. 2.2.** Бюджетні надходження за проектом (ефективність для держави)

*Джерело: побудовано автором на основі фінансової моделі*

Отже, базуючись на розрахунках та аналізі якісних показників, можна виділити наступні потенційні переваги залучення приватного інвестора до інфраструктурного проєкту в портовій галузі України:

1) Підвищення операційної ефективності

- Скорочення витрат на послуги та встановлення конкурентних тарифів
- Оптимізація структури інвестування та розподіл ризиків між партнерами
- Використання сучасних технологій та ноу-хау для забезпечення операційної ефективності порту

- Збільшення обсягів капітальних інвестицій у придбання обладнання, реконструкцію існуючих об'єктів інфраструктури, що позитивно впливає на показники операційної ефективності

- Потенційне збільшення обсягів та ефективності вантажопереробки за рахунок нарощування обсягів капітальних інвестицій в інфраструктурні об'єкти

2) Позитивний вплив на соціальні та екологічні аспекти міста базування порту

- Збільшення кількості кваліфікованих робочих місць та дотримання соціальних гарантій, що у свою чергу підвищуватиме економічну активність та добробут міста

- Активізація бізнес-процесів за рахунок залучення інвестиційного капіталу

- Використання успішного, у тому числі міжнародного досвіду приватного партнера в реалізації та управлінні інфраструктурними проєктами

- Впровадження високих екологічних та соціальних стандартів та підтримання належного рівня екологічної безпеки ведення господарської діяльності в порту відповідно до найкращих світових практик

3) Позитивний ефект для економіки України

- Інвестиції у розвиток та підтримання активів Порту

- Диверсифікація господарської діяльності та можливості виходу на нові, у тому числі міжнародні ринки
- Підтримка розвитку соціально важливого об'єкту та суміжної інфраструктури
- Можливість використовувати географічну перевагу держави шляхом залучення високоефективних технологій у розвиток інфраструктури
- Фінансові надходження до бюджетів різних рівнів за рахунок концесійних платежів

Отже, у результаті дослідження, проведеного у цьому параграфі, було виявлено, що концесія є найбільш ефективним механізмом залучення коштів до інфраструктурного проєкту в портовій галузі. Базуючись на розрахунках, бачимо, що концесія є також економічно доцільною порівняно із сценарієм «Як є», коли порт перебуватиме у власності держави і надалі. Завдяки очікуваним концесійним платежам держава отримає стабільно зростаючі бюджетні надходження до бюджетів різних рівнів. Окрім цього, концесія має позитивний операційний ефект для діяльності порту, позитивний вплив на соціальні та екологічні аспекти міста базування порту, а також позитивний вплив на економіку України загалом.

### **2.3. Оцінювання ризиків фінансування інфраструктурного проєкту**

Даний параграф буде присвячено аналізу ризиків, що впливають на обраний інфраструктурний проєкт і можуть стати на заваді процесу його фінансування. Також буде розглянуто розподіл ризиків між приватним партнером та державою.

Щоб відповідати ознакам ДПП, проєкт має передбачати передачу приватним партнерам певних ризиків ("частини ризиків", як зазначено в Законі про ДПП). Закон про ДПП не роз'яснює цю ознаку ДПП з точки зору характеру

та обсягу ризиків, що підлягають передачі (наприклад, які ризики та якою мірою приватний партнер повинен взяти на себе для виконання цієї формальної вимоги). Закон про ДПП, водночас, передбачає принцип справедливого розподілу ризиків, пов'язаних із виконанням договорів ДПП, між приватними та державними партнерами .

Більш детальні вимоги стосовно ризиків ДПП встановлені в Методиці виявлення ризиків здійснення державно-приватного партнерства, їх оцінки та визначення форми управління ними. З урахуванням цієї Методики, у даному розділі наведений огляд основних категорій ризиків проєкту, опис ризиків, їх оцінка, розподіл між державним та приватним партнером та можливі шляхи мінімізації/усунення.

Основними ризиками в межах категорії "Нормативно-правові ризики" проєкту є ризики внесення змін до законодавства та ризики, пов'язані з договором ДПП та іншими договірними відносинами в межах проєкту ДПП. Пов'язаними ризиками, які також можуть потребувати нормативно-правового врегулювання або врегулювання на договірному рівні, є, зокрема, (i) ризики, пов'язані з отриманням ліцензій та дозволів; (ii) соціальні та політичні ризики та (iii) ризики, пов'язані із форс-мажорними обставинами.

В рамках цього дослідження було проведено аналіз ризиків Проєкту відповідно до Постановки КМУ «Методика виявлення ризиків здійснення державно-приватного партнерства, їх оцінки та визначення форми управління ними» №232 від 16.02.2011. Більшості з них можна дати лише якісну оцінку, базуючись на експертному аналізі ймовірності їх виникнення та їх впливу на реалізацію Проєкту, в той час як кількісна оцінка можлива лише для тих ризиків, які мають безпосередній вплив на фінансові показники Проєкту.

За результатами дослідження було виявлено 7 категорій ризиків реалізації Проєкту.

Рекомендації щодо сторони, якій пропонується віднести управління відповідним ризиком, базувались на таких принципах:

- яка сторона має більше можливостей управляти ймовірністю настання ризику;
- яка сторона краще може контролювати наслідки впливу ризику. Одним з критеріїв цього принципу є можливість страхування ризиків: ризики, від наслідків яких можна застрахуватися, рекомендується нести приватній стороні, а ті що не можна застрахувати – залишити державній стороні;
- яка сторона має можливість усунути наслідки ризику з меншими витратами.

Базуючись на вищезазначених принципах, до ризиків, відповідальність за які пропонується покласти на державного партнера, здебільшого належать ризики юридичного характеру; частину ризику попиту та ринку збуту, а саме вплив нової методики розрахунку портових зборів на ринкову позицію ДП «Порт»; ризик затримки з видачою ліцензій, дозволів і передачі земельних ділянок у оренду, і, як результат, затримка з початком будівельних робіт, запланованих у рамках Проєкту.

Суттєві ризики пропонується покласти на приватного партнера. До них належать: можливість виникнення додаткових зобов'язань за договором, укладеним у рамках ДПП, пов'язаних з необхідністю врегулювання зобов'язань державних підприємств, об'єкти яких мають бути передані у державно-приватне партнерство (частково або повністю); ризик перевищення експлуатаційних (операційних) або капітальних витрат порівняно з очікуваними; зменшення обсягів вантажоперевезень або виникнення необхідності знизити ціни на портові послуги внаслідок втрати конкурентних переваг.

Ризики були згруповані за такими категоріями:

1. Ринкові – ризики, пов’язані з відхиленням фактичних доходів від прогнозних внаслідок зменшення обсягів вантажопереробки чи рівня цін на послуги, що планується надавати в рамках Проєкту.

2. Юридичні - ризики, що стосуються правових аспектів реалізації Проєкту та несуть потенційну загрозу зниження ефективності його реалізації, а також якості та цілісності Проєкту. До цієї категорії належать ризики, пов’язані з підготовкою та затвердженням документів, що регулюють виконання зобов’язань сторін за договором, укладеним у рамках здійснення державного приватного партнерства, тощо. Крім того, до цієї групи входять ризики законодавчого характеру, зокрема ризики, пов’язані з належним застосуванням чинного законодавства або затримками у розробленні та прийнятті необхідних для реалізації Проєкту актів та рішень.

3. Технічні та операційні – ризики, що безпосередньо пов’язані з реалізацією передбачених Проєктом заходів та операційної діяльності протягом строку дії договору.

4. Фінансові – ризики відхилення фінансових показників Проєкту від запланованих через макроекономічні фактори, зміну податкового чи митного законодавства, а також в цілому можливості приватного партнера залучити фінансування на передбачених умовах.

5. Соціальні і політичні – ризики, пов’язані з загальнополітичними факторами, а також впливу Проєкту на працівників державних підприємств та місцеву громаду та у зворотній бік.

6. Екологічні – ризики, пов’язані із впливом Проєкту на навколишнє середовище.

7. Інші ризики .

Більш детальний опис ризиків імплементації інфраструктурного проєкту в портовій галузі приведене у Таблиці 2.4.

Таблиця 2.4.

**Результати ідентифікації та категоризації істотних ризиків  
інфраструктурного проєкту**

Категорія і підкатегорія ризику	Опис ризику	Розподіл ризиків
<b>1. Ринкові</b>		
Попит та ринок збуту 1) Недостатній попит 2) Висока конкуренція 3) Зміна структури попиту між портами	Ризик попиту відображається у ймовірності недоотримання згенерованої приватним оператором виручки через зниження обсягів або ставки за перевалку. Цей ризик може бути спричинений: - недостатнім попитом на послуги портових операторів, наприклад, у зв'язку зі зниженням експорту в цілому; - підвищенням конкуренції між існуючими та новоствореними портовими терміналами тощо	Спільний (в основному приватний)
<b>2. Юридичні</b>		
Загальні нормативно-правові ризики	Внесення змін до законодавства, на яке не поширюється гарантія відповідно до Закону про ДПП, може призводити до зниження рентабельності господарської діяльності концесіонера та економічної доцільності концесійного проєкту загалом; ускладнення або неможливості здійснення концесійної діяльності	Державний
Юридичні ризики, пов'язані з договором ДПП та іншими договірними відносинами в межах проєкту ДПП	Недостатній рівень деталізації окремих положень договору ДПП, неврахування ключових фінансових, економічних, технічних, ринкових аспектів реалізації проєкту в договорі на етапі його розроблення може призвести не лише до фінансових втрат для кожної із сторін, але й істотно ускладнити реалізацію проєкту, що може спричинити розірвання договору ДПП.	Спільний
<b>3. Технічні та операційні</b>		
Отримання ліцензій і дозволів	Отримання ліцензій та інших дозвільних документів (попри наявність відповідного нормативно-правового регулювання дозвільних процедур) може бути потенційно пов'язане з ризиком відмови у видачі таких документів з боку дозвільних органів.	Спільний (в основному приватний)
Проєктування і будівництво	Ризики проєктування і будівництва тісно пов'язані з ризиком введення в експлуатацію запланованих об'єктів вчасно та в рамках бюджету.	Спільний (в основному приватний)

Продовження таблиці 2.4.		
4. Фінансові		
Макроекономічні ризики	Макроекономічні ризики стосуються валютних коливань, інфляції та відсоткових ставок протягом терміну реалізації проєкту	Спільний (в основному приватний)
Наявність фінансування	Фінансова ефективність проєкту суттєво залежить від вартості капіталу, який необхідно залучити для його реалізації, а також здатності приватного партнера залучити таке фінансування на достатній строк.	Приватний
Фіскальні ризики	Аналогічно до юридичних ризиків, бюджетна ефективність проєкту базується на поточних очікуваннях щодо вимог до нарахування податків та зборів, в тому числі їх величини.	Державний
5. Соціальні та політичні		
Соціальні та політичні ризики,	Приватний оператор не матиме контролю над цими ризиками, а положення держави дозволяє краще врегульовувати ці ризики і розробити відповідну стратегію їх мінімізації.	Спільний
Ефективність персоналу	Впровадження нових технологій, а також нарощування обсягів виробництва передбачає наявність кваліфікованого персоналу	Приватний
6. Екологічні		
Екологічні ризики	З огляду на ризики впливу на навколишнє середовище, приватна сторона несе відповідальність за збереження території, де здійснюється будівництво, принаймні у такому ж стані, який мав місце до початку концесії.	Спільний
7. Інші		
Форс-мажорні обставини	Форс-мажорними обставинами (обставинами непереборної сили) є надзвичайні та невідворотні обставини, що об'єктивно унеможливають виконання зобов'язань, передбачених умовами договору, а також обов'язків згідно із законодавчими та іншими нормативними актами: загроза війни, масові заворушення, стихійні лиха тощо.	Спільний

*Джерело:* складено автором

У ході аналізу ризиків реалізації інфраструктурного проєкту було проведено класифікацію та групування ризиків на сім груп. Було розглянуто потенційні ризики за категоріями ринкових, юридичних, технічних та операційних, фінансових, соціально-політичних, екологічних та інших ризиків.

Було здійснено розподіл даних ризиків між приватною та публічною стороною на основі теоретичної сутності даних ризиків.

## **РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ФІНАНСУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ПРОЄКТІВ**

### **3.1. Особливості використання ESG-стандартів при фінансуванні інфраструктурних проєктів**

У зв'язку зі зростаючими глобальними проблемами пов'язаними з екологічною напруженістю, старінням населення та урбанізацією, необхідно розглянути взаємозв'язок між екологічними, соціальними та управлінськими (ESG) факторами та інвестиціями в інфраструктуру як ключ до часткового розв'язання даних проблем.

Багато урядів наразі стикаються зі складним бюджетним становищем, а традиційні джерела фінансування, такі як банківське кредитування, стають дедалі обмеженішими. Саме тут з'являється нова зона для діяльності управлінців активами, які знають особливості роботи з ESG факторами.

Інфраструктурні проєкти та створення компаній є основою зростання та процвітання економіки, створення робочих місць та надання основних послуг спільнотам, яким вони служать.

Дослідження, проведене Інститутом економічної політики у 2017 році [21] показало, що кожні 100 доларів, витрачені на інфраструктуру, у довгостроковій перспективі збільшують обсяги виробництва приватного сектора в середньому на 17 доларів.

Певні сегменти інфраструктурного сектора також можуть відіграти ключову роль у побудові більш зеленого майбутнього та допомогти у боротьбі зі зміною клімату, підтримуючи більш енергоефективні чи екологічно безпечні способи виробництва енергії.

Вони можуть включати інвестиції та розробку проєктів з відновлюваних джерел енергії, екологічно безпечний транспорт, такий як зарядні станції для електромобілів, пристрої для вимірювання та більш ефективного використання енергії, а також засоби громадського транспорту, які скорочують викиди вуглекислого газу.

На жаль, інфраструктура не завжди повністю та адекватно обслуговується традиційним шляхом банківського фінансування. Нещодавні зміни в Базельських регуляціях, наприклад, встановлюють більш обтяжливі капітальні вимоги до довгострокових кредитів на інфраструктуру, а також для фінансування, якість якого не відповідає інвестиційному рівню. Банки неохоче кредитують, ніж раніше, що призводить до менших обсягів і менш привабливого фінансування.

Управлінці активами можуть спробувати заповнити цю прогалину, врівноважуючи ризик неліквідності цього класу активів та пропонуючи клієнтам доступ до стабільних, довгострокових грошових потоків, які можуть забезпечити ці інфраструктурні проєкти.

Більше того, тривалий економічний термін і відносно великий борговий обрій цих інвестицій у поєднанні з їхнім підходом придбання і утримання лише наголошують на важливості того, щоб ці проєкти здійснювалися стало та з належним управлінням у довгостроковій перспективі. Крім того, в ідеальному сценарії ці проєкти також сприяли б підвищенню стійкості регіону.

*Філософія ESG.* ESG також є важливим елементом, який інвестори повинні враховувати під час виконання своїх фідучіарних обов'язків. Будь-який інфраструктурний бізнес, незалежно від його розміру, повинен мати здорові стосунки зі своїми зацікавленими сторонами, щоб процвітати у майбутньому. Сюди входять співробітники, постачальники, клієнти, навколишнє середовище, регулюючі органи та спільноти, у яких вони працюють.

Ці зацікавлені сторони набувають різного рівня важливості залежно від конкретної діяльності компанії, і суворий нагляд за відносинами із цими зацікавленими сторонами відповідає інтересам компанії, її інвесторів та спонсорів. Інтеграція цього ESG-аналізу в інвестиційний процес може забезпечити більш високі результати з поправкою на ризик у довгостроковій перспективі.

*Різні підходи до ESG.* Для сприяння цьому аналіз стійкості може бути вбудований в інвестиційний процес як знизу вгору, так і зверху вниз. Це може включати низку виключень, які визначають, які інфраструктурні проєкти відповідають найбільшим незадоволеним потребам, а також кількісні та якісні оцінки.

Що стосується винятків, інвестиції слід перевіряти на основі їхньої бізнес-моделі або сектору. Наприклад, інвестиції у вугільні електростанції або електростанції, що працюють на біомасі, де біомаса поставлялася з нестійких джерел, а також у проєкти з видобутку сланцевого газу мають викликати побоювання.

З точки зору кількісної оцінки прикладами критеріїв ESG, які аналізуються для потенційних інвестицій, є політика компанії в галузі охорони праці та техніки безпеки, екологічні ризики та фактори впливу, якість акціонерів, методи управління та інвестиційний обрій. Включення цих факторів до оціночної картки інвестицій ESG означає, що вони становлять невід'ємну частину оцінки кредитоспроможності і можуть зрештою визначити, чи будуть інвестиції в даний актив.

Перш ніж приймати інвестиційне рішення, інвестори в інфраструктуру також повинні обговорити будь-які якісні міркування ESG, з якими вони стикаються сьогодні, а також потенційні проблеми, з якими вони можуть зіткнутися протягом життєвого циклу інвестицій.

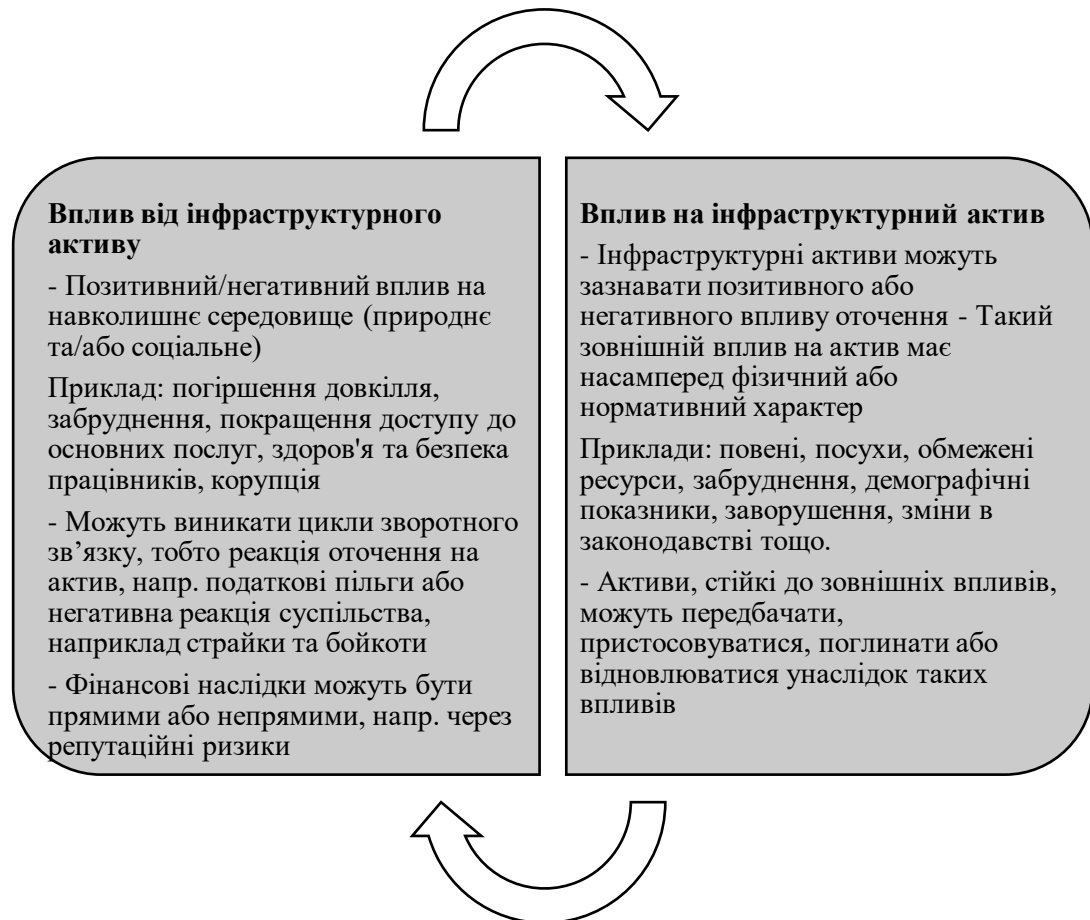
Сюди можуть входити такі теми, як наслідки старіння робочої сили, автоматизація робочих місць та зростаюче навантаження використання викопних видів палива.

Як кількісний, так і якісний аналіз ESG слід відстежувати протягом усього життєвого циклу інвестицій, а про всі зміни слід повідомляти інвесторів у запобіжній манері.

*ESG-зобов'язання.* Для інфраструктури довгостроковий та неліквідний характер інвестицій означає, що аналіз ESG має вирішальне значення. Ось чому наразі інтеграція ESG є найважливішим компонентом інвестиційного процесу, гарантуючи, що вибрані активи мають якомога більшу якість, допомагаючи гарантувати, що вони відповідають довгостроковим інвестиційним потребам інфраструктурних клієнтів.

*Вплив ESG на фінансові моделі.* Протягом усього терміну служби – від розробки до будівництва та експлуатації, аж до фази виведення з експлуатації – інфраструктурні активи будуть стикатися з усіма видами проблем ESG. Вони будуть відрізнятися залежно від типу активу, сектора, розміру, географічного розташування та етапу життєвого циклу. Деякі з цих проблем можуть виникати за межами активу, але впливають на його технічну здатність працювати або на його прибутковість (наприклад, підвищення температури, збільшення дефіциту води, зміна правил, тарифів). Інші проблеми можуть бути викликані самим активом та впливати на навколишнє середовище та громади (наприклад, стоки води, якість життя громад навколо нього, умови праці тощо). В останньому випадку мова йде про зовнішні ефекти. Це може і все більше впливатиме на фінансові показники активу через різні цикли зворотного зв'язку (наприклад, протести оточуючого суспільства). Тому важливо усвідомити, що обидва напрямки впливу (вплив НА актив і вплив ВІД активу) можуть мати фінансові

наслідки для інвесторів [21] (Див. Рисунок 3.2)., особливо якщо вони є «універсальними власниками» [38].



**Рис. 3.1.** Вплив ESG факторів на інфраструктурний актив та вплив активу на ці фактори

*Джерело: складено автором на основі даних [20]*

Специфічні фактори або проблеми, пов'язані з ESG, – незалежно від того, чи впливають вони на актив чи актив впливає на них – можуть мати прямий або непрямий, позитивний (ділові можливості) або негативний (бізнес-ризик/загроза) вплив на інфраструктурні активи. Позитивний вплив може призвести до фінансової вигоди, негативний – до фінансових збитків.

Таким чином, обидва так чи інакше впливають на фінансову позицію організації, яка володіє активами, та їхніх інвесторів. Враховуючи вищевикладене, інвесторам радимо інтегрувати оцінки ESG у стандартний комплексний аналіз, а також у постійні процеси управління ризиками та моніторингу протягом життєвого циклу активу. Крім того, системний підхід до аналізу ESG може допомогти не тільки визначити ризики, але й такі можливості, як потенціал ефективності використання ресурсів та зменшення впливу компанії на навколишнє середовище. Це може додатково сприяти інноваціям та утриманню персоналу, покращувати відносини з громадою, а також надавати та захищати соціальну ліцензію на діяльність [35].

Природно, крім того, що результати цих оцінок будуть відображені у фінансовій моделі, вони також повинні стати частиною регулярної звітності для інформування та підтримки вищого керівництва та членів правління у визначенні стратегічного напрямку та у виконанні своїх фідучіарних обов'язків.

Для ефективної інтеграції ESG в інфраструктурні інвестиції необхідно забезпечити сприятливе середовище. Спеціальні політики для підтримки принципів ESG можуть допомогти цьому, наприклад:

- Забезпечення того, що впровадження найкращих методів управління ESG, KPI та політик є міжнародно прийнятними, а порівняні стандарти стандартизовані та прийняті глобальними інвестиційними інститутами та банками розвитку.
- Встановлення цілей ESG, які мають осяжні терміни реалізації та звітність про підзвітність.
- Прийняття політики моніторингу проєктних контрактів та звітності про підзвітність через обов'язкові щорічні звіти про відповідність ESG.

- Створення спільної коаліції партнерів з державного та приватного секторів, які можуть ініціювати реформи, обмін знаннями та поширення інформації.
- Стимулювання ESG проєктних інновацій на етапі закупівлі за допомогою критеріїв оцінки бажаних учасників.

Удосконалені світові практики та впровадження політик, узгоджених на міжнародному рівні, мають підвищити відповідність вимогам ESG, підзвітність та зменшати ймовірність «зеленого відмивання» рейтингів ESG інфраструктурних проєктів.

Отже, у результаті дослідження проведеного у даному підрозділі, було визначено, що ESG фактори є незамінною частиною інвестиційного процесу в сфері фінансування інфраструктурних проєктів. Інфраструктурні об'єкти та ESG фактори тісно переплітаються, впливаючи одне на одного, а тому інвесторам, які оцінюють доцільність реалізації інфраструктурного проєкту необхідно інтегрувати оцінку даних факторів у комплексний аналіз.

### **3.2. Нові механізми фінансування інфраструктурних проєктів на світовому ринку проєктного фінансування**

Сьогодні особливо гостро постає потреба у появі нових механізмів фінансування інфраструктурних проєктів, що б прийшли на зміну вже існуючим і, місцями, недосконалим механізмам. Простіше кажучи, необхідно допомогти спрямувати більше приватного фінансування в інфраструктуру, особливо на ринках, що розвиваються. А також зменшити ризики інвестицій, використовуючи низку механізмів фінансування.

Особливо коли проєкти знаходяться на стадії попереднього будівництва, найефективнішим способом залучення приватного капіталу може бути

збільшення акценту на таких механізмах, як змішане фінансування, залучаючи таким чином багатосторонні джерела капіталу розвитку орієнтовані на результат. Питання зводиться до розподілу ризиків між різними зацікавленими сторонами, включаючи платників податків, користувачів, фінансистів, страховиків тощо. Якщо всі ці різні зацікавлені сторони залучені до проєкту, розподіл ризику між ними вимагатиме з'ясування пов'язаних складнощів і належного узгодження цілей кожної зі сторін — наприклад, більшої зосередженості на розробці або комерційній прибутковості.

Останній пункт був продемонстрований нещодавно, коли були вжиті заходи для стримування пандемії COVID-19. Проєкти, які фінансуються як державно-приватне партнерство із контрактами на основі попиту — наприклад, аеропорти та платні дороги — зазнали різкого падіння пасажиропотоку, що довело, що вони вразливі до зовнішніх потрясінь. Ще занадто рано знати повністю про довгостроковий вплив COVID-19, але криза, ймовірно, спричинить переоцінку інвестиційного ризику та перехід до більш консервативних структур угод ДПП, які пом'якшують деякі потенційні ризики від макроекономічних умов (наприклад, компоненти розподілу ризику та гарантії). Криза також викликає довгострокові питання щодо бізнес-моделей для тих активів, які найбільше постраждали, таких як аеропорти.

**Змішане фінансування.** Існує спосіб змінити рівняння ризику та винагороди для інвесторів з ринків, що розвиваються, у формі моделі «змішаного фінансування». Хоча існує кілька способів структурувати фонд змішаного фінансування, основним елементом є те, що ці фонди спрямовані на зниження ризиків для капіталу приватного сектора та пропонують більш привабливий прибуток та менші втрати.

Як правило, фінансові інституції розвитку (ФІР) або інші організацій-донори надають початковий втратний капітал на умовах, нижчих за ринкові, що

дозволяє інвесторам приватного сектору в фонд отримати вигоду від вищих ставок прибутку. В якості альтернативи ФІР можуть запропонувати гарантії на ризик або страхування фонду, знову ж таки на умовах нижче ринкових. Зазвичай фондом керує генеральний партнер, який спеціалізується на соціально значущих інвестиціях.

Змішані фінансові структури найчастіше використовувалися для проєктних механізмів з фіксованим доходом. Але подібні структури можуть добре працювати також в сфері прямих інвестицій. Інвестори приватного капіталу можуть розглядати змішане фінансування як інструмент, який дозволяє їм інвестувати в сектори чи регіони, які вони не досліджували через профіль ризику інвестицій.

Багато хто погоджується, що змішане фінансування може відкрити інвестиційні можливості, пов'язані з такими проблемами, як зміна клімату. Розвиток кліматичної стійкості – це нове мислення щодо інвестування, щоб забезпечити інвестиції в компанії, орієнтовані на майбутнє. Чудовим прикладом можуть бути інвестиції в стійке виробництво рису в країнах Африки на південь від Сахари та Південної Азії, які значно підвищили доходи та покращили стійкість до природних катастроф.

Ще одна ключова перевага деяких змішаних фінансових структур – на відміну від звичайного фонду впливу – полягає в тому, що ФІР не веде себе як типовий партнер з обмеженою відповідальністю після початкового інвестування, а замість цього використовує свій досвід для підтримки власника фонду. ФІР можуть використовувати свої широкі ресурси в таких областях, як управління ризиками та вимірювання впливу для підтримки фонду.

Участь ФІР часто поширюється на надання технічної допомоги для посилення комерційної життєздатності об'єктів інвестування фонду. Інша частина змішаного фінансування – це наявність засобів технічної допомоги та

нарощування потенціалу поряд із залученням інвестицій. Зрештою, це не так відрізняється від того, як працює більш традиційний фонд прямих інвестицій. Це справді характеристика приватного капіталу, що є можливість створити цінність, підтримуючи клієнтів у створенні ряду прийнятних до фінансування проєктів.

Існують ознаки того, що змішане фінансування може бути готове до розгортання прямих інвестицій. Інвестори з приватного сектору дедалі більше охоче беруть на себе зобов'язання на ранній стадії життєвого циклу фонду. У деяких випадках інституційні інвестори зобов'язувалися отримати кошти протягом кількох місяців після того, як ФІР нададуть початковий капітал.

По суті, змішане фінансування привертає більше інтересу з боку інвесторів, оскільки довело, що воно здатне запропонувати як прибуток, так і соціально-економічний вплив. На даний момент фонди змішаного фінансування прямих інвестицій, як правило, досить невеликі – в діапазоні від 50 до 100 мільйонів доларів. Інституційні інвестори зараз можуть віддати перевагу більш безпечному варіанту вкладення своїх грошей у змішані фінансові засоби з фіксованим доходом. Але вони можуть мати період інвестування, такий же тривалий, як і в приватний капітал. Принаймні з точки зору відповідальності, не існує такої великої різниці між фіксованим доходом і приватним капіталом у змішаному фінансуванні.

На практиці змішане фінансування все ще становить лише незначну частину коштів, які виділяються ФІР, поряд з банками розвитку та донорськими установами.

Convergence збирає дані про операції змішаного фінансування [23]. Останній річний звіт компанії показує постійну тенденцію зростання змішаної фінансової діяльності, хоча ринок знаходився у стагнації приблизно з 2016 року, а зобов'язання щодо капіталу залишаються нижче 20 мільярдів доларів США на рік.

Найбільший ентузіазм щодо змішаного фінансування в останні роки виявляли комерційні банки. На них припадало 46 відсотків зобов'язань комерційних інвесторів щодо операцій змішаного фінансування в період з 2016 по 2018 рік [23].

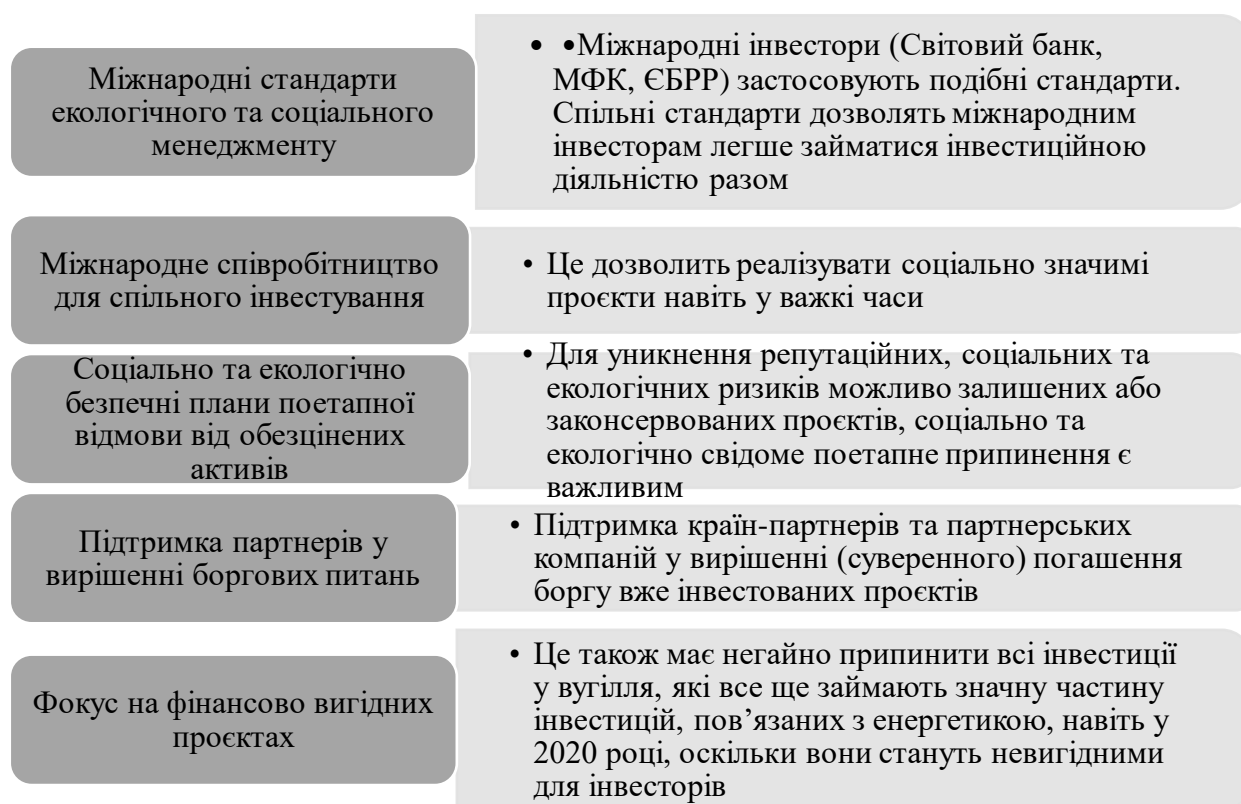
Частка зобов'язань, взятих приватними інвесторами, венчурним капіталом та інституційними інвесторами, неухильно зменшувалася з 2010 року. Очевидно, що як управлінці фондів, так і інвестори покладатимуться на змішане фінансування – і навіть ширше на соціально активне інвестування. Іншими словами, більшій частині спільноти приватного капіталу просто не потрібні клопоти, пов'язані з ускладненнями, пов'язаними з впливовим інвестуванням, особливо коли на розвинутих ринках доступні надійні доходи. Хоча деякі механізми змішаного фінансування викликають зростання інтересу інвесторів з приватного сектора, фірми, які створюють фонд з нішевою метою, ймовірно, зіткнуться з проблемами у залученні капіталу.

МБР та МФО вже відіграють важливу роль у заохоченні більшої кількості приватних інвестицій, особливо для країн, що розвиваються. Розвиток цього прогресу потребуватиме добре налагодженої підтримки навколо сприятливого середовища — як для загального інвестиційного клімату, так і в окремих секторах інфраструктури — а також використання ініціатив, таких як засоби підготовки проєктів.

Дивлячись на поточне глобальне середовище для фінансування інфраструктури, стає зрозумілим, що найбільшою проблемою є не наявність коштів. Натомість проблема полягає в більш ефективній мобілізації цих коштів: побудові ряду здійснених проєктів і створенні структур, стимулів і рівня впевненості, необхідних, щоб переконати приватний капітал інвестувати.

Самі МБР не мають балансу, щоб брати на себе ризик останньої інстанції в обсягах, необхідних для ліквідації розриву. Зрештою, уряди та платники

податків у країнах, у яких будуються проєкти, будуть нести цей тягар. З огляду на обмеження доступності, особливо на ринках, що розвиваються, існує велика ймовірність, що розрив ніколи не зменшиться. У цьому випадку потрібно прагнути максимально закрити його.



**Рис. 3.2.** Точки фокусу для співпраці у майбутньому фінансуванні інфраструктурних проєктів

*Джерело:* складено автором на основі даних [36]

Однак, як підкреслює велика різноманітність факторів впливу, самі гроші не вирішують проблеми. Щоб скоротити розрив між доступністю та потребою у фінансуванні — між схильністю інвесторів до ризику та місцями, де інвестиції найбільше потрібні — необхідно, щоб уряди, банки розвитку та інвестори продовжували співпрацювати та розробляти інноваційні способи фінансування інфраструктури.

Також варто звернути увагу на відновлення інвестиційної активності, що призупинилась на фоні пандемії COVID-19. Основні моменти, на які варто звернути увагу інфраструктурним інвесторам у майбутньому наведені на рисунку 3.2.

Іншим важливим аспектом для фінансування нових інфраструктурних проєктів є залучення прямих іноземних інвестицій. Задля цієї мети нещодавно було розроблено Національну стратегію збільшення надходжень ПІІ в Україну. Даний документ в першу чергу зосереджений на аналізі та пропозиції заходів у галузі реформ та заходів у вибраних інфраструктурних секторах, серед яких є транспортна інфраструктура, енергетика, цифрова інфраструктура, високотехнологічне виробництво, високовартісне сільське господарство. Виконання плану дій та дотримання умов, зазначених у Стратегії, дозволить Україні залучити додаткові ресурси в інфраструктурні проєкти. Реальна потреба у інвестиціях складає від 25% до 28% ВВП України, що означає збільшення обсягу інвестицій на 11-15 млрд доларів щороку.

У ході розгляду нових механізмів фінансування інфраструктурних проєктів на світовому ринку проєктного фінансування було виявлено, що наразі найбільш перспективним новим механізмом є змішане фінансування. Даний механізм дозволяє забезпечити зниження ризиків для капіталу приватного сектора, запропонувати більш привабливий прибуток та менші втрати для власників фондів. Також було зазначено про виключну роль прямих іноземних інвестицій для розвитку інфраструктури в Україні.

## ВИСНОВКИ

За результатами дослідження були зроблені наступні висновки і практичні пропозиції.

У першому розділі нами було проаналізовано особливості категоризації мегатенденцій у фінансуванні інфраструктурної галузі за сферами, визначено п'ять основних мегатенденцій за параметрами та силою впливу. У контексті майбутніх досліджень механізмів фінансування інфраструктурних проєктів визначено ключові області фокусу.

Також було визначено, що існує три основні джерела фінансування проєктів розвитку інфраструктури: державне фінансування, корпоративне та проєктне фінансування. Окрім цього, була проведена класифікація інструментів фінансування інфраструктурних проєктів відповідно до основних параметрів, а також визначено особливості того чи іншого каналу фінансування.

В останньому параграфі розділу було проаналізовано поняття державно-приватного партнерства, визначено його основні характеристики та головні переваги як механізму залучення фінансування в інфраструктурні проєкти. Друга частина параграфу була присвячена визначенню українських правових норм, що регулюють відносини державно-приватного партнерства.

У другому розділі було розібрано основні етапи передінвестиційного аналізу та підготовки інвестиційної пропозиції. Було виявлено, що процес реалізації інфраструктурного проєкту на базі ДПП охоплює прийняття рішення про здійснення ДПП, пропозицію про здійснення та аналіз ефективності. Також було проведено порівняння концесії та договору ДПП і виявлено, що концесія виступає більш привабливим механізмом, тому що дозволяє передбачити передачу ризику попиту приватному партнеру; були охарактеризовані основні етапи концесійного проєкту.

За результатами дослідження у другому параграфі визначено, що концесія є найбільш ефективним механізмом залучення коштів до інфраструктурного проєкту в портовій галузі. Базуючись на розрахунках, бачимо, що концесія є також економічно доцільною порівняно із сценарієм «Як є», коли порт перебуватиме у власності держави і надалі. Завдяки очікуваним концесійним платежам держава отримає стабільно зростаючі бюджетні надходження до бюджетів різних рівнів. Окрім цього, концесія має позитивний операційний ефект для діяльності порту, позитивний вплив на соціальні та екологічні аспекти міста базування порту, а також позитивний вплив на економіку України загалом.

Також у розділі було проведено класифікацію та групування ризиків на сім груп. Було розглянуто потенційні ризики за категоріями ринкових, юридичних, технічних та операційних, фінансових, соціально-політичних, екологічних та інших ризиків. Було здійснено розподіл даних ризиків між приватною та публічною стороною на основі теоретичної сутності даних ризиків.

У ході розгляду нових механізмів фінансування інфраструктурних проєктів на світовому ринку проєктного фінансування було виявлено, що наразі найбільш перспективним новим механізмом є змішане фінансування. Даний механізм дозволяє забезпечити зниження ризиків для капіталу приватного сектора, запропонувати більш привабливий прибуток та менші втрати для власників фондів, а тому його використання є обґрунтованим і доцільним.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. ВР України, Господарський кодекс України №436-IV від 16 січня 2003 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>
2. ВР України, Цивільний кодекс України №435-IV від 16 січня 2003 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#Text>
3. Деякі питання управління державними інвестиціями. Постанова Кабінету Міністрів України від від 22 липня 2015 р. № 571. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу:: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/571-2015-%D0%BF>
4. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо усунення регуляторних бар'єрів для розвитку державно-приватного партнерства та стимулювання інвестицій в Україні» №817-VIII (Редакція станом на 01.02.2020). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/817-19#Text>
5. Закон України «Про державно-приватне партнерство» №2404-VI від 1 липня 2010 р. (Редакція станом на 01.01.2022). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2404-17#Text>
6. Закон України «Про концесію» №155-IX (Редакція станом на 01.01.2022). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/155-IX#Text>
7. Майорова Т. В. Проектне фінансування : підручник / Т. В. Майорова, О. О. Ляхова ; за заг. та наук. ред. проф., д.е.н. Т. В. Майорової. — 2-ге вид., перероб. і доп. — Київ : КНЕУ, 2017. — 434 с.

8. Науменкова С. В. Оновлення механізму фінансування інфраструктурних проєктів / С. В. Науменкова, Ю. А. Колесан. // Східноукраїнський інститут економіки та управління. – 2021. – С. 57–60.

9. Науменкова С. Фінансові інструменти забезпечення від політичних ризиків у проєктному фінансуванні / С. Науменкова, С. Міщенко, Є. Тіщенко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2016. - №10 (187). – С. 6 – 17. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2017/01/187\\_6-17.pdf](http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2017/01/187_6-17.pdf)

10. Науменкова С.В. Особливості оцінювання ефективності проєктів публічно-приватного партнерства: зарубіжний досвід та українська практика / С.В. Науменкова, Я.О. Овсянникова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2013. – №134. – С.47-51. – DOI: <http://dx.doi.org/10.17721/1728-2667.2013/134-1/13>

11. Науменкова С.В. Особливості та інструменти проєктного фінансування в Україні / С.В. Науменкова, Л.Ю. Гавриш // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. – Харків: Харківський інститут банківської справи УБС НБУ. – Випуск1(14), 2013. – С. 214-222. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fkd.org.ua/article/view/25098>

12. Науменкова С.В. Фінансування проєктів публічно-приватного партнерства / С.В. Науменкова, Я. О. Овсянникова // Теоретичні та прикладні питання економіки: Зб. наук. праць. Випуск 1(30). – К.: ВПЦ «Київський університет», 2015. – С.54-66. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://tppe.econom.univ.kiev.ua/data/2015\\_30/zb30\\_06.pdf](http://tppe.econom.univ.kiev.ua/data/2015_30/zb30_06.pdf)

13. Національна стратегія збільшення прямих іноземних інвестицій в Україну [Електронний ресурс]. – 2021. – Режим доступу до ресурсу:

<https://ukraineinvest.gov.ua/wp-content/uploads/2021/08/FDI-Strategy-Section-3-The-Vision-and-Goals-UKR.pdf>.

14. Овсянникова Я.О. Форми участі держави у проєктному фінансуванні на основі розвитку державно-приватного партнерства / Я.О.Овсянникова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Секція «Економіка». - 2011. - № 123. – С. 62 - 65.

15. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 18 "Будівельні контракти". Наказ Міністерства фінансів України від 28 квітня 2001 року N 205. (із змінами і доповненнями). - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/REG5624.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/REG5624.html)

16. Порядок відбору державних інвестиційних проєктів. Затверджено постановою Кабінету Міністрів України від 22 липня 2015 р. № 571. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/571-2015-%D0%BF>

17. Про затвердження Методики проведення державної експертизи інвестиційних проєктів та форми висновку за її результатами. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 13.03.2013 № 243. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0437-13>

18. Про інвестиційну діяльність. Закон України від 18 вересня 1991 року N 1560-XII (зі змінами і доповненнями). - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>

19. Про концесії. Закон України від 16 липня 1999 року №997-XIV. - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: - <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/997-14>

20. Alfen H. Public Private Partnerships (PPP) in the German Public Real Estate Sector / H. Alfen, A. Leupold. // European Public Private Partnership Law Review. – 2007. – С. 25–29.

21. Alfen H. Public-Private Partnership in infrastructure development: Case studies from Asia and Europe / Hans Wilhelm Alfen. – Weimar: Verlag der Bauhaus-Universität, 2009. – (Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen No. 7).

22. Bivens J. The potential macroeconomic benefits from increasing infrastructure investment [Электронный ресурс] / Josh Bivens // Economic Policy Institute. – 2017. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.epi.org/publication/the-potential-macroeconomic-benefits-from-increasing-infrastructure-investment/>.

23. Blended finance data, intelligence, & deal flow to increase private sector investment in developing countries [Электронный ресурс] // Convergence Finance. – 2021. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.convergence.finance/>.

24. Bridging global infrastructure gaps [Электронный ресурс] // McKinsey Global Institute. – 2016. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.mckinsey.com/business-functions/operations/our-insights/bridging-global-infrastructure-gaps> - 2016.

25. Clifford F. Grey, Erick W.Larson. Project Management: The Menagerial Process.- McGraw-Hill Companies, 2000.-528 p.

26. Gatti S. Project Finance in Theory and Practice / Stefano Gatti. Elsevier Inc. — London, 2008. — 436 p.

27. How to Prepare Your Business Plan. United Nations Conference on Trade and Development. - United Nations.: New York and Geneva, 2002. -208 p.

28. Infrastructure Financing Instruments and Incentives [Электронный ресурс] // OECD. – 2015. – Режим доступа до ресурсу:

<https://www.oecd.org/finance/private-pensions/Infrastructure-Financing-Instruments-and-Incentives.pdf>.

29. Main Financing Mechanisms for Infrastructure Projects [Электронный ресурс] // World Bank. – 2021. – Режим доступа до ресурсу: <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/mechanisms>.

30. Megatrends shaping the future of infrastructure [Электронный ресурс] // Global Infrastructure Hub. – 2020. – Режим доступа до ресурсу: <https://cdn.gihub.org/umbraco/media/2982/introduction-to-megatrends-survey.pdf>.

31. Mishchenko V. Special aspects of using hybrid financial tools for project risk management in Ukraine / V. Mishchenko, S. Naumenkova, V. Ivanov, I. Tishchenko // Investment Management and Financial Innovations. 2018, Volume 15, Issue #2, pp. 257-266. DOI: 10.21511/imfi.15(2).2018.23

32. Naumenkova S. The development of the infrastructure projects' financing mechanism in Ukraine [Электронный ресурс] / S. Naumenkova, Y. Kolesan // Taras Shevchenko National University of Kyiv. – 2022.

33. Naumenkova, S., Tishchenko, I., Mishchenko, S., Mishchenko, V., & Ivanov, V. (2020) Assessment and mitigation of credit risks in project financing. Banks and Bank Systems, 15(1), 72 – 84. DOI: 10.21511/bbs.15(1).2020.08 EID: 2-s2.0-85082421705

34. Payton B. Blended finance: A model for impact investors? [Электронный ресурс] / Ben Payton // Private Equity International. – 2020. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.privateequityinternational.com/blended-finance-a-model-for-impact-investors/>.

35. Primer on responsible investment in infrastructure [Электронный ресурс] // PRI Association. – 2018. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.unpri.org/infrastructure/primer-on-responsible-investment-in-infrastructure-/2700.article>.

36. Wang C. Investments in the Chinese Belt and Road Initiative (BRI) in the first half of 2020 during the Covid-19 pandemic [Электронный ресурс] / Christoph Nedopil Wang // Director Green Belt and Road Initiative Center. – 2020. – Режим доступа до ресурсу: [https://www.researchgate.net/publication/343333141\\_Investments\\_in\\_the\\_Chinese\\_Belt\\_and\\_Road\\_Initiative\\_BRI\\_in\\_the\\_first\\_half\\_of\\_2020\\_during\\_the\\_Covid-19\\_pandemic](https://www.researchgate.net/publication/343333141_Investments_in_the_Chinese_Belt_and_Road_Initiative_BRI_in_the_first_half_of_2020_during_the_Covid-19_pandemic).

37. Weber B. Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP / B. Weber, M. Staub-Bisang, H. W. Alfen. – Chichester: Wiley, 2016. – 425 с. – (Wiley finance series).

38. Why environmental externalities matter to institutional investors [Электронный ресурс] // PRI Association and UNEP Finance Initiative. – 2011. – Режим доступа до ресурсу: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal\\_ownership\\_full.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/universal_ownership_full.pdf).

39. Yescombe, E. R. Principles of Project Finance (2nd ed.) / E. R. Yescombe, YCL Consulting Ltd., 2014. – 454 p.