

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ
КАФЕДРА ФІНАНСІВ

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

на тему:

УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

Студента 2-го курсу заочної форми навчання
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа
та страхування»
освітньо-наукової програми
«Корпоративні фінанси»

Єригіна Олексія Владиславовича

Науковий керівник:
доктор історичних наук, кандидат економічних
наук, професор

Чеберяко Оксана Вікторівна

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

Студент

Робота допущена до захисту в Екзаменаційній комісії рішенням кафедри
фінансів від «11» травня 2022 р., протокол № 12.

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

Київ – 2022 р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ.....	6
1.1. Сутність та значення проєктного фінансування.....	6
1.2. Ризики проєктного фінансування та їх класифікація.....	12
1.3. Методичні підходи оцінки ризиків проєктного фінансування.....	18
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ ТА ІНСТРУМЕНТІВ З ОЦІНКИ ТА УПРАВЛІННЯ ЙОГО РИЗИКАМИ....	30
2.1. Сучасний стан розвитку проєктного фінансування.....	30
2.2. Аналіз сучасної практики оцінки управління ризиками проєктного фінансування.....	37
2.3. Аналіз ризиків проєктного фінансування підприємства на прикладі ТОВ Сільпо.....	47
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ.....	56
3.1. Методи обмеження ризиків проєктного фінансування.....	56
3.2. Шляхи покращення методів управління проєктного фінансування.....	60
ВИСНОВКИ.....	64
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ.....	67

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Протягом останнього десятиліття розвиток фінансових ринків та фінансових посередників відбувається в умовах переходу від дерегулювання до жорсткішої регуляторної моделі, стрімкого проникнення нових технологій та фінансових інновацій. Ці процеси супроводжуються високими ризиками макроекономічної нестабільності, що зберігаються, зумовлені впливом зовнішніх і внутрішніх факторів ринкового і неринкового характеру, що потребує підвищених вимог до систем ризик-менеджменту. У той же час виклики, що стоять перед українською економікою, вимагають істотного поживлення кредитної активності банків у сфері довгострокового інвестування, зокрема, кредитної підтримки у формі проєктного фінансування. Для вирішення поставлених перед українською економікою завдань щодо здійснення масштабних інвестиційних проєктів потрібні значні обсяги ресурсів.

На сьогодні проєктне фінансування відноситься до найбільш перспективного механізму фінансування великомасштабних інфраструктурних проєктів, яке різною мірою розвивається, переважно, великими кредитними організаціями, оскільки кредитна підтримка вимагає значних довгострокових ресурсів, і навіть супроводжується прийняттям істотних ризиків. Підвищення активності у цьому напрямку із залученням ширшого кола кредитних організацій зумовлює потребу у теоретичному обґрунтуванні побудови ефективних систем управління ризиками, як у вигляді їх обмеження чи передачі, так й пошуку нових інструментів хеджування.

Рівень розробки теми дослідження у науковій літературі. У науковій літературі методологія та методичні підходи оцінки ризиків, проєктного фінансування компаніями та банками знаходили відображення у працях українських та зарубіжних учених та практиків. Серед наукових праць, у яких відбито загальнотеоретичні питання ризик-менеджменту слід виділити

наступних авторів: Азріліяна. А.[3], Андрєєв А.[23], Гавриш Л.[15], Журавка Ф. [23], Лютий І. [6], Міщенко С.[8; 9], Науменкова С. [15;13;12], Овсянникова Я. [11] та інші.

Науково-практичні підходи до визначення проєктного фінансування, принципів та методів управління ризиками зустрічаються у роботах низки зарубіжних учених: С. Гатті (S. Gatti) [37], Е. Булжевич (E. Buljevich) та Ю. Пак (Y. Park) [28], Г. Вінтер (G. Vinter) та Г. Прайс (G. Price) [48], Е. Йескомб (E. Yescombe) [50], П. Невітт (P. Nevitt) та Ф. Фабозці (F. Fabozzi) [43], Р. Тінслі (R. Tinsley) [47], Е. Файт (A. Fight) [32], Д. Фіннерті (D. Finnerty) [34], Б. Есті (B. Esty) [31].

Мета дослідження полягає у вирішенні науково-практичних завдань з управління ризиками проєктного фінансування.

Для досягнення поставленої мети роботи ставимо перед собою наступні **завдання**:

- уточнити понятійний апарат, який розкриває уявлення про проєктне фінансування з урахуванням сформованих в українській та зарубіжній науковій літературі;

- визначити критерії класифікації ризиків проєктного фінансування;

- розглянути методичні підходи оцінки ризиків проєктного фінансування;

- визначити сучасний стан розвитку проєктного фінансування;

- проаналізувати стан сучасної практики оцінки управління ризиками проєктного фінансування;

- здійснити аналіз ризиків проєктного фінансування підприємства на прикладі ТОВ Сільпо;

- навести методи обмеження ризиків проєктного фінансування;

- зазначити шляхи покращення методів управління проєктного фінансування.

Об'єктом дослідження є ризики проєктного фінансування.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи управління ризиками проєктного фінансування.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою дослідження стали фундаментальні та прикладні дослідження вітчизняних та зарубіжних фахівців у галузі управління ризиками проєктного фінансування, ризик-менеджменту у комерційних банках, а також аспектів управління його ризиками. Для вирішення поставлених у дослідженні конкретних завдань було використано як загальнонаукові методи (аналіз, синтез, індукція, дедукція, порівняння), і методи вирішення оптимізаційних завдань та інші.

Інформаційна база дослідження. Як інформаційні джерела були використані акти органів законодавчої влади, бази даних IJ Global, а також аналітичні матеріали кредитно-рейтингових агенцій та наукових праць українських та зарубіжних авторів.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розробці напрямів покращення методів оцінки ризиків проєктного фінансування.

Обсяг та структура роботи. Робота складається з 3-х розділів, вступу, висновку та списку використаних джерел, має 5 таблиць та 7 рисунків та 50 джерел літератури, робота розміщена на 71 сторінках.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Сутність та значення проєктного фінансування

Останнім часом термін «проєктне фінансування» застосовується як найменування системи фінансових та комерційних операцій, заснованих як на кредитах, що надаються банками, так і на опосередкованій бюджетній підтримці, підтримці різних державних організацій, інвестиційних фондів, страхових компаній та інших зацікавлених інвесторів.

Розглянемо визначення поняття «проєктне фінансування» різними науковцями (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Основні підходи до визначення економічної сутності дефініції «проєктного фінансування»

Автор	Визначення проєктного фінансування
Науменкова С.В. [15, с. 215]	Це комплексний вид фінансування на основі використання різноманітних джерел і різних фінансових інструментів та формування на його основі стабільного грошового потоку, що виникає в результаті реалізації інвестиційного проєкту.
Базель I, II, III [1, с. 42].	Це метод фінансування, за якого кредитор розглядає передусім доходи, які забезпечує один і той же проєкт, як із погляду джерела погашення, так і з погляду забезпечення ризику.
Йєскомб Е.Р. [4, с. 14]	Це метод залучення довгострокового позичкового фінансування для крупних проєктів шляхом «фінансового інжинірингу», що ґрунтується на запозиченнях під грошовий потік, який генерується лише самим проєктом і залежить від детальної оцінки створення проєкту, операційних ризиків і ризиків доходу та їх розподілу між інвесторами, кредиторами та іншими учасниками на основі контрактів.

Продовження табл. 1.1

Міщенко В.І.[8, с. 188]	Є однією із форм фінансування інвестиційних проєктів на основі створення компанії спеціального призначення, використання різноманітних джерелі фінансових інструментів та попереднього розподілу ризиків між учасниками проєкту за умови, що джерелами повернення боргу є проєктні грошові потоки
Азріліяна. А. Н. [3]	Вид фінансування (як позиковий, так і через продаж пакетів акцій), необхідний для розвитку конкретного проєкту материнської компанії (спонсора). Виплати відсотків і основної частини боргу здійснюються з грошових потоків даного проєкту

Джерело: складено автором за даними [15; 1; 4; 8; 3]

Разом із тим слід відзначити, що існують й інші визначення, однак уже наведені вище характеризують головні відмінності проєктного фінансування від інших видів інвестування, які полягають у тому, що в проєктному фінансуванні використовуються великі суми інвестицій із високою часткою залучених коштів (65–80% від загальної вартості інвестиційного проєкту); реалізація проєкту відбувається впродовж тривалого терміну (кілька років); погашення та обслуговування боргів здійснюється за рахунок коштів грошових потоків, які генерує інвестиційний проєкт, а забезпеченням кредитів, одержаних для реалізації проєкту, є майно, що створене (або придбане) в межах реалізації проєкту [37, с. 91].

Таким чином, проєктне фінансування розглядається як специфічний метод комплексної та масштабної акумуляції фінансових і нефінансових активів, які дають змогу забезпечити фінансування інвестиційного проєкту та сформувати грошовий потік.

Враховуючи аналіз визначень науковців, можемо визначити проєктне фінансування як вид фінансування (як позикове, і через продаж пакетів акцій), необхідний розвитку конкретного проєкту материнської компанії (спонсора). Виплати відсотків та основної частини боргу здійснюються з грошових потоків цього проєкту.

У практиці проєктного фінансування до базових принципів його реалізації належать обумовленість, альтернативність і маржинальність. Однак у науковій літературі зустрічаються й інші визначення. Так, П. Бруссер головними принципами називає принципи кредитування (зворотність, платність, цільове використання) та принципи дольової участі [2, с. 5].

Проєктне фінансування, або проєктне кредитування, характеризується загалом підвищеними ризиками для банку-кредитора, має зовнішню схожість із венчурним (ризиковим) фінансуванням. Однак ці механізми фінансування є принципово різними.

Серед основних компонентів проєктного фінансування присутні:

- організація державної підтримки інвестиційного процесу у приватному секторі економіки;
- процедури та технології закупівель товарів, робіт та послуг у рамках інвестиційної проєктної діяльності;
- Управління ризиками інвестиційного проєкту;
- реалізація інвестиційних проєктів з урахуванням концесійних угод;
- способи та методи фінансування інвестиційних проєктів.

Роль проєктного фінансування стає головною в фінансуванні, будівництві та управлінні великими виробничими об'єктами та об'єктами інфраструктури.

В основу проєктного фінансування закладено ідею фінансування інвестиційних проєктів за рахунок доходів, які принесе створювана організація у майбутньому.

Проєктне фінансування дозволяє суттєво знизити витрати на фінансування проєктів розвитку підприємства за рахунок отримання порівняно недорогих інвестиційних кредитів.

Зважаючи на те, що в основі проєктного фінансування лежить ідея фінансування інвестиційних проєктів за рахунок генерованих ними ж доходів і, враховуючи досвід, накопичений фахівцями у проєктному фінансуванні, можна виділити кілька важливих моментів, що визначають долю проєкту, а точніше, його успіх отримання необхідного фінансування.

Оскільки генерація грошей - по суті, є єдиною чіткою гарантією повернення кредитних коштів, то колосальне значення має опрацювання деталей проєкту, у тому числі і фінансових потоків. Важливим є так званий проєктний аналіз, який проводиться на початковій (передінвестиційній) стадії. У зв'язку з тим, що на початковій (передінвестиційній) фазі визначається ефективність проєкту, її опрацювання приділяють значну увагу.

З цієї причини необхідно приділяти всебічну увагу всім глобальним питанням інвестиційного проєкту та залучати до активної участі у проєкті різні компанії, що так чи інакше визначають долю проєкту: інжинірингові компанії, консультантів, банки-кредитори, покупців продукції, постачальників обладнання.

Результатом розгляду всіх аспектів проєкту, є формування різних варіантів реалізації проєкту (технологічні альтернативи, масштаб проєкту, умови виробництва та збуту, фінансова діяльність, схеми фінансування проєкту та ін.) У підсумку, для оцінки життєздатності проєкту порівнюють варіанти проєкту з погляду їхньої вартості, термінів реалізації та прибутковості. В результаті такої оцінки інвестор (замовник) повинен бути впевнений, що на продукцію, яка є результатом проєкту, протягом усього життєвого циклу буде триматися стабільний попит, достатній для призначення такої ціни, яка б забезпечувала покриття витрат на експлуатацію та обслуговування об'єктів проєкту, виплату заборгованостей. та задовільну окупність капіталовкладень.

Як дуже важливий момент, варто підкреслити наявність "Чіткої ідеї проєкту", що в свою чергу передбачає опрацюваність окремих стадій проєкту. За рахунок чого цей проєкт буде конкурентоспроможним. Яке можна сформуванню гарантійне забезпечення (активи, гарантія адміністрації, експортні договори).

Також можна перерахувати кілька найважливіших моментів, які вже на стадії формування "Чіткої ідеї проєкту" дозволяють точно визначити успішність отримання фінансування та реалізації проєкту: по-перше, наявність

вже діючого виробництва (хоч і малих потужностей), по-друге, наявність сировинної бази та / або налагодженої схеми забезпечення сировиною та електроенергією, по-третє, підтримка та зацікавленість місцевої влади (податкові пільги).

Як одна з вимог, а найчастіше як одна з труднощів у отриманні достатнього фінансування можна назвати наявність у підприємства позитивного балансу (бажано за тривалий період).

Кінцева мета роботи з організації фінансування не лише отримання фінансування проєкту, а й успішне здійснення проєктної ідеї та реалізація всіх стадій проєкту.

Основна відмінність проєктного фінансування від простого залучення позикового капіталу материнською компанією (спонсором) для реалізації проєкту полягає у джерелі коштів на погашення боргу та збитків за проєктом. У разі простого залучення позикового капіталу джерелом коштів є баланс спонсора, у разі проєктного фінансування джерелом коштів є лише грошові потоки цього проєкту.

Проєктне фінансування може бути двох видів:

- без права регресу – компанія-спонсор не несе зобов'язань щодо боргів та збитків проєкту;
- з обмеженим регресом - компанія-спонсор несе певні обумовлені зобов'язання щодо боргів та збитків проєкту.

Цей вид фінансування зазвичай надається великими міжнародними фондами, такими як Міжнародна фінансова корпорація (IFC) або Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР).

Проєктне фінансування значно відрізняється від інших видів фінансування. Насамперед проєктне фінансування оперує поняттям «проєкт», тоді як, наприклад, при комерційному кредитуванні чи інвестиційних кредитах оперують поняттям «позичальник». Це не означає, що при прийнятті рішення про участь у проєкті не оцінюється позичальник як такий, просто його оцінка є складовою загальної оцінки проєкту.

Головна відмінна риса проєктного фінансування у тому, що джерелом погашення кредиту у межах структури його фінансування є виключно доходи, генеровані самим проєктом, тоді як із комерційних та інвестиційних кредитах джерелом погашення кредиту, зазвичай, служить загальна діяльність позичальника.

Проєктне фінансування істотно відрізняється від кредитування з погляду забезпечення повернення вкладених коштів, оскільки основним джерелом надійності повернення кредиту є сам проєкт, тобто. якість його підготовки та реалізації. У чистому вигляді при проєктному фінансуванні може бути ніякого "твердого" забезпечення. Однак це не означає, що при проєктному фінансуванні можна нехтувати можливістю мати те чи інше забезпечення кредиту.

Такий факт, як обмеженість повного "твердого" забезпечення, пояснюється тим, що на принципах проєктного фінансування реалізуються особливо великі проєкти, розміри яких унеможливають зібрати достатній пакет забезпечення з гарантій, застав та інших видів забезпечення.

Іншими відмінними рисами проєктного фінансування є такі моменти:

- при організації структури фінансування проєкту використовуються всілякі існуючі види та джерела фінансування, а також фінансові інструменти інноваційного характеру, при цьому кредит є лише одним із таких видів та джерел;

- для реалізації проєкту часто створюється спеціальна компанія, яка зазвичай несе у собі функції позичальника та оператора проєкту;

- проєкт має на увазі велику кількість організацій, як що беруть участь у його фінансуванні, так і задіяних на різних етапах його підготовки та реалізації;

- з факту обмеженості (повної відсутності) забезпечення впливає така істотна особливість, як принцип розподілу ризиків серед максимальної кількості учасників проєкту;

- величина, складність проєкту та структури його фінансування пояснюють тривалі терміни підготовки проєкту та опрацювання його різних аспектів учасниками проєкту (фінансуючими учасниками – особливо). Ці ж причини обумовлюють об'ємність та складність проєктної та кредитної документації, що створюється у рамках проєкту.

Таким чином, проєктне фінансування майже завжди застосовується при будівництві великого промислового об'єкта. У той самий час реконструкція, розширення, модернізація великого промислового підприємства може здійснюватися як у принципах проєктного фінансування, і на засадах інвестиційного і комерційного кредитування. У всьому світі роль проєктного фінансування стає чільною у фінансуванні, будівництві та управлінні великими виробничими об'єктами та об'єктами інфраструктури.

1.2. Ризики проєктного фінансування та їх класифікація

Очевидно, що за всієї важливості та перспективності проєктного фінансування для економіки в цілому та конкурентоспроможності кредитних організацій, не можна не враховувати високий рівень ризику, тривалий термін реалізації проєкту, а також невизначеність перспектив його окупності.

Вибір методів оцінки та управління ризиками проєктного фінансування потребує докладнішого вивчення супутніх йому ризиків, їх класифікації виходячи з принципу суттєвості, а також оцінки наслідків їх реалізації для кредитора.

У науковій літературі існують різні класифікації ризиків проєктного фінансування. Так, П. Бруссер виокремлює три групи ризиків, на які можуть наражатися учасники проєкту: комерційні (проєктні ризики), макроекономічні (або фінансові: інфляція, процентна ставка, валютний курс) та політичні (ризики країни) [2, с. 7]. Однак такий підхід, на нашу думку, є спрощеним, оскільки не повною мірою враховує всю сукупність ризиків проєктного фінансування, а окремі ризики, наприклад суверенні та політичні, ототожнює.

Більш розгорнуту та повну класифікацію, до якої включено кредитні ризики, ризики ліквідності, ризики окремих фінансових інструментів тощо, наводять Е.Р. Йєскомб [4, с. 162], С.В. Науменкова та Л.Ю. Гавриш [15, с. 217]. Під час класифікації ризиків проєктного фінансування слід також мати на увазі, що в сучасних умовах посилюється вплив політичних, регуляторних, фіскальних, екологічних ризиків, а також ризиків, пов'язаних із використанням інноваційних фінансових інструментів [13, с. 9].

У науковій літературі зазвичай виділяють стандартні або загальноприйняті критерії класифікації, які, тим не менш, повинні мати обумовлені дослідження специфічними рисами.

Як один з найбільш часто зустрічаються критеріїв класифікації ризиків проєктного фінансування виділяють стадії реалізації проєкту, тобто прив'язують критерії класифікації до особливостей та стадій життєвого циклу проєкту.

У той же час, перш ніж ми підійдемо до аналізу переліку критеріїв та показників класифікації ризиків, представлених у науковій літературі, позначимо різницю між проєктним фінансуванням та інвестиційним кредитуванням. При інвестиційному кредитуванні джерелом погашення позикових коштів виступають як генеровані новим проєктом грошові потоки, і поточний прибуток від основної діяльності підприємства міста і у своїй проєкт, зазвичай, реалізується вже функціонуючої компанією. У разі дефолту за зобов'язаннями, що виникають у проєкті, компанія зможе погасити заборгованість перед кредитором (банком) з допомогою поточного прибутку чи реструктуризації боргового портфеля [11, с. 20]. При проєктному фінансуванні ризики розподіляються між його учасниками. Основою розподілу ризиків є акумуляція фінансування на балансі окремо створеної юридичної особи – проєктної компанії (SPV), що дозволяє відокремити активи нового проєкту від основної діяльності підприємства.

Для порівняння проєктного фінансування та інвестиційного кредитування наведемо приклади. Наприклад, проєкт закупівлі обладнання з

метою розширення виробництва та встановлення більш сучасної виробничої лінії на підприємстві реалізовуватиметься із застосуванням принципів інвестиційного кредитування. У разі проєкту з будівництва з нуля нового промислового об'єкта (наприклад заводу) на балансі окремої компанії (ним може виступити SPV), доцільніше буде реалізовувати у формі проєктного фінансування.

Одночасно слід зазначити, що під «ризиком» інвестиційного проєкту розуміється «невизначеність, пов'язана з можливістю виникнення під час його здійснення несприятливих ситуацій та наслідків».

Аналіз та узагальнення методичних підходів до класифікації ризиків проєктного фінансування, що склалися в українській та зарубіжній науковій літературі, дозволяє виділити їх загальні та специфічні риси.

Найчастіше критерії класифікації прив'язані до стадії реалізації проєкту, його життєвого циклу і одночасно доповнені або загальновідомими (зовнішні та внутрішні, комерційні, макроекономічні та політичні), або суб'єктними (ризик проєкту, позапроєктні ризики, ризики кредитора), або за типом ризику (фінансові та нефінансові). Детально критерії класифікації, запропоновані зарубіжними та українськими авторами наведено у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Класифікація ризиків проєктного фінансування

Автор	Назва роботи	Види ризиків
J.D. Finnerty [34]	Project Financing: Asset-Based Financial Engineering. Second Edition.	<ul style="list-style-type: none"> • ризик завершення проєкту • технологічні ризики • ризик постачання сировини • економічні ризики • фінансові ризики • валютні ризики • політичні ризики • екологічні ризики • форс-мажорні ризики.
S. Gatti [37]	Project Finance in Theory and Practice.	Гатті класифікує ризики, поділяючи життєвий цикл проєкту умовно дві фази:

		<p>підготовча фаза (Precompletion phase): ризики планування, технологічні ризики та ризики будівництва;</p> <p>постпідготовча фаза (Postcompletion phase): ризики постачання, операційні ризики та ринкові ризики.</p> <p>Автор також виділяє групу ризиків, характерних для всіх стадій життєвого циклу проекту:</p> <ul style="list-style-type: none"> ризик процентної ставки ризики волатильності курсів валют інфляційні ризики ризики довкілля (екологічні ризики) регуляторні ризики правові ризики кредитні ризики.
E.R. Yescombe [50]	Principles of Project Finance	<ul style="list-style-type: none"> • комерційні • макроекономічні • політичні.
R. Tinsley [47]	Advanced project financing: structuring risk	<p>Автор класифікує всі ризики проектного фінансування на 16 видів:</p> <p>Ризики проекту:</p> <ul style="list-style-type: none"> • операційні ризики • ризик участі (кредитний ризик або ризик спонсора) • ризик завершення (будівельні ризики) • інженерний ризик (ризик проектування). <p>Позапроектні ризики:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ризик постачання (постачання) • ринкові ризики (ризик продажів або ціновий ризик) • інфраструктурний ризик (ризик транспортування) • ризики навколишнього середовища • політичний ризик • форс-мажор • валютні ризики <p>Ризики кредитора:</p> <ul style="list-style-type: none"> • синдикаційний ризик • ризик процентної ставки або фондування • правовий ризик.

Джерело: складено автором на основі [34; 37; 50; 47]

Інформація, наведена у табл. 1.2, демонструє різноманітність підходів до класифікації ризиків проектного фінансування в українських та зарубіжних авторів. У цьому зарубіжні автори акцентують увагу насамперед найважливіших типах ризиків, не прив'язуючи їх до стадіям реалізації проекту. Найбільш яскравим прикладом цього є класифікація, запропонована Річардом

Тінслі, який розділяє ризики проєктного фінансування на 16 видів, без прив'язки їх до стадій реалізації проєкту [47]. При цьому автор поділяє ризики на три підгрупи:

- ризики проєкту;
- ризики зовнішнього середовища;
- ризики кредитора.

По суті, Тінслі виділяє ризики середовища проєкту (внутрішнього та зовнішнього) та ризики кредитора (як правило, банку). Ще однією особливістю даної класифікації є розподіл операційних ризиків на три підвиди, які пов'язані [47]:

- з технологічними особливостями проєкту;
- із витратами на реалізацію проєкту;
- з управлінськими проблемами проєкту.

Розглянемо класифікацію ризиків проєктного фінансування з позиції комерційного банку як важливого учасника процесу проєктного фінансування (рис. 1.1).

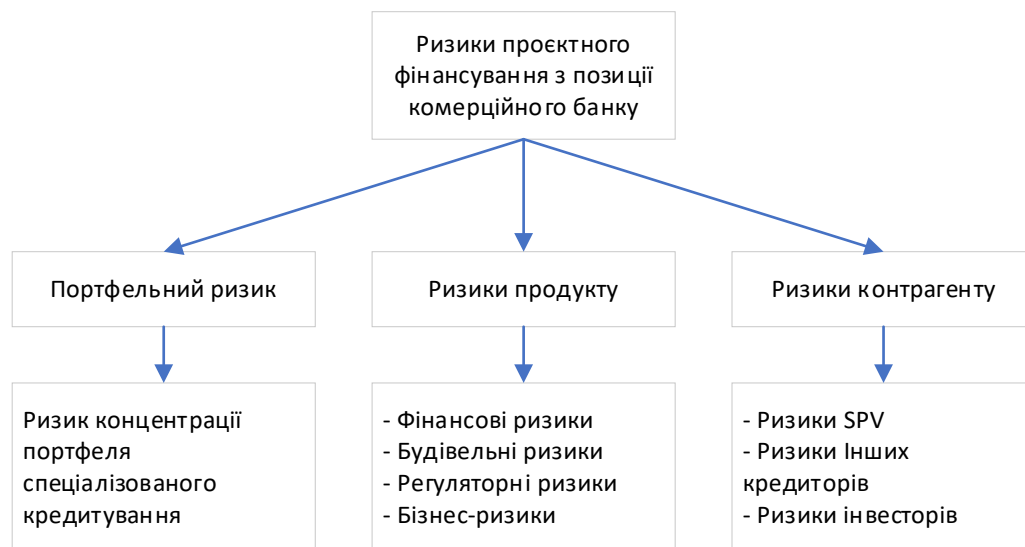


Рис. 1.1. Класифікація ризиків проєктного фінансування з позиції комерційного банку.

Джерело: [7]

Такий підхід до класифікації ризиків проєктного фінансування дозволяє виділити найбільш значущі для проєкту позиції, абстрагуючись у своїй від стадій реалізації проєкту. Це сприяє формуванню менш громіздкої класифікації, зосередивши увагу на суттєвих ризиках.

Ризики товару. Під продуктом у цьому контексті розуміється проєкт. У процесі реалізації проєкту банк, зазвичай, центральним чи основним кредитором угоди. Банк структурує угоду, погоджує договори у межах фінансового закриття, надає консультаційні послуги, виконує інші важливі функції.

Ризики контрагента. З погляду концепції проєктного фінансування контрагентами банку виступає проєктна компанія (SPV), яка фактично є позичальником у рамках проєкту, а також ряд інших кредиторів – банків та інвесторів. Ризики, пов'язані з проєктною компанією, реалізуються тоді, коли настає дефолт за її зобов'язаннями у зв'язку з недостатністю чи відсутністю грошових потоків, доступних обслуговування боргових зобов'язань. Водночас, можуть реалізуватися ризики, пов'язані з діяльністю інших контрагентів (банків). Яскравим прикладом української банківської практики є ризики відкликання ліцензії здійснення банківської діяльності чи проведення санації.

Портфельний ризик. Даному виду ризику приділяється особлива увага у зв'язку з рекомендаціями Базельського Комітету з Банківського Нагляду (Базель II), а також із запровадженням поняття ризику концентрації портфеля спеціалізованого кредитування в сукупному кредитному портфелі. У межах Базель II цей ризик називається ризиком спеціалізованого портфеля [1, с. 42].

Аналіз ризиків – це найважливіший етап аналізу інвестиційного проєкту. Відповідно до фінансової теорії, кожна фірма в процесі інвестиційної діяльності прагне максимізувати свою вартість. У умовах повної визначеності та відсутності ризику це завдання еквівалентна задачі максимізації прибутку, тобто, показника NPV. Але як тільки причини знімаються, завдання перестають бути еквівалентними. Насправді ж більшість інвесторів і

розробників важлива як максимізація прибутку, а й мінімізація ризику аналізованого інвестиційного проєкту.

Аналіз ризиків проєкту базується на здійсненому розрахунку всіх його показників і критеріїв, так званому базисному варіанті (на основі фактичної та прогнозованої інформації), що довело ефективність проєкту.

Аналіз широковідомих західних та українських підходів до класифікації ризиків проєктного фінансування дозволить виробити виважені критерії ідентифікації ризиків проєктного фінансування. У свою чергу, повноцінна ідентифікація ризиків є основою побудови адекватних моделей оцінки ризиків проєктного фінансування, що відповідають українській специфіці функціонування ринку проєктного фінансування, що має особливості свого розвитку. Моделі оцінки ризиків, що мають гнучкість, є гарною передумовою для вироблення заходів щодо зниження ризиків. Спільно, ідентифікація, оцінка та зниження ризиків є найважливішими елементами процедури управління ризиками проєктного фінансування, про яке йтиметься у наступному параграфі.

1.3. Методичні підходи оцінки ризиків проєктного фінансування

У сучасних умовах життєздатність грошово-кредитних інститутів багато в чому залежить не тільки від побудови ефективних систем управління ризиками, а й від відповідності політики загальноекономічним завданням, до яких в даний час належить надання кредитної підтримки проєктам, здатним забезпечити створення конкурентоспроможних виробництв і технологій. Вирішення цього завдання вимагає пошуку та використання найпрогресивніших форм її реалізації. До однієї з них належить проєктне фінансування.

Для стимулювання розвитку проєктного фінансування в Україні та поліпшення управління ризиками, що виникають у процесі його реалізації, практичного значення набуває необхідність обґрунтування та запровадження

механізму управління ризиками, під яким слід розуміти сукупність способів, методів та фінансових і нефінансових інструментів, які використовують учасники проєкту для моніторингу, попередження та убезпечення від ризиків, що сприяє забезпеченню надійності та стабільності формування майбутніх грошових потоків.

До головних принципів формування механізму управління ризиками проєктного фінансування, на нашу думку, слід віднести:

– системність і комплексність, що передбачають можливість виникнення взаємопов'язаних між собою загальних і локальних технічних, фінансово-економічних, організаційно-правових та інших видів ризиків на різних етапах реалізації проєкту, а також ризиків окремих учасників проєкту, ризиків, що пов'язані з використанням окремих фінансових інструментів, тощо [25, с. 8];

– послідовність і рівномірність, що знаходять свій прояв у належному виконанні учасниками проєкту взятих на себе зобов'язань для уникнення проблемних ситуацій у разі неузгодженості дій чи інтересів, а також у встановленні спільної відповідальності [7, с. 42];

– прогнозованість і передбачуваність надходження коштів, виконання угод, робіт тощо;

– пропорційність розподілу ризиків, дотримання якого означає, що кожен ризик повинен бути віднесений до сфери відповідальності того учасника проєкту, який має більше можливостей для його ефективного контролю, управління або запобігання виникненню [12, с. 46];

– строковість, що характеризує можливість виникнення ризиків через значну тривалість термінів підготовки та реалізації інвестиційних проєктів, а тому розглядається як ітеративний процес, оскільки впродовж життєвого циклу проєкту інформація про ризики може змінюватися;

– регулярність, що зумовлює необхідність дотримання чітких графіків виконання робіт, своєчасності фінансування тощо;

– прозорість процесу інвестування, який передбачає організацію надійної системи інформування учасників проєкту про особливості його реалізації,

характер взаємовідносин між учасниками, а також про основні види ризиків і рівень їхньої кількісної оцінки [9, с. 53];

– контрольованість інвестиційного процесу, який передбачає уникнення розбалансованості та забезпечення своєчасності реалізації проєкту [16, с. 42].

Практична реалізація цих принципів дає змогу забезпечити управління ризиками проєктного фінансування на основі вдосконалення підходів до їх ідентифікації, оцінювання та моніторингу, а також застосування відповідних фінансових інструментів для убезпечення від можливих утрат упродовж усього життєвого циклу інвестиційного проєкту.

Розроблення механізму управління ризиками проєктного фінансування передбачає стислий опис підходів, які учасники проєкту планують застосувати, та інструментів управління, а загальна послідовність процесу, відповідно до світової практики, включає такі етапи: планування управління ризиками, ідентифікація ризиків, якісний та кількісний аналіз ризиків, планування реагування на ризики та контроль ризиків.

Процес ідентифікації та аналізу ризиків інвестиційного проєкту слід розглядати як складову частину системи управління ризиками, яка включає сукупність методів аналізу та нейтралізації факторів ризику, об'єднаних у систему моніторингу, планування та коригуючого впливу [14, с. 72; 10, с. 98]. При цьому у зв'язку зі значним переліком ризиків їх ідентифікація має ґрунтуватися на визначенні лише істотних ризиків, під якими розуміють такі з них, реалізація яких має значний вплив на прийняття рішення щодо здійснення проєкту.

Основними елементами плану управління ризиками є конкретизація дій та розподіл сфер відповідальності між учасниками проєкту щодо управління ризиками впродовж усього життєвого циклу проєкту, а також планування ресурсів і коштів, які можуть бути використані в межах компетенції кожного учасника інвестиційного проєкту в разі реалізації ризикових подій.

Якісний аналіз ризиків ґрунтується на їх пріоритезації – визначенні пріоритетів щодо прийнятності окремих ризиків та ймовірності їх виникнення,

що передбачає виокремлення тих ризиків, імовірність настання яких є високою, а наслідки впливу – найбільш руйнівними. Для конкретизації впливу ризиків на проєкт будують матрицю ймовірності та впливу, на основі якої формується рейтинг ризиків [23, с. 22].

Кількісний аналіз ризиків можна охарактеризувати як процес вартісної оцінки реалізації їх наслідків та впливу на проєкт, який здійснюють після проведення якісного аналізу, що дає змогу більш точно визначитися з переліком заходів реагування на ризики, зокрема щодо застосування відповідних фінансових інструментів для забезпечення від можливих утрат.

Таким чином, розроблення і використання механізму управління ризиками проєктного фінансування є запорукою активного залучення інвестицій для розвитку національної економіки. Разом із тим слід відзначити, що в сучасних умовах посилюється роль політичних ризиків, які характеризують імовірність виникнення втрат унаслідок впливу несприятливих чинників, пов'язаних із невиконанням арбітражних рішень, скасуванням ліцензій, застосуванням дискримінаційних вимог [13, с. 15].

Як уже зазначалося в розділі 1, фінансування та кредитування проєктів відноситься до галузі високо ризикованої діяльності. Ризики супроводжують діяльність усіх учасників проєктного фінансування, причому критерії їхньої класифікації дуже великі. Проведений аналіз критеріїв та відповідних їм ризиків показав, що існує різноманітність думок серед українських та зарубіжних авторів, регуляторів та експертів. В цілому, узагальнення підходів та критеріїв класифікації ризиків дозволило дійти висновку, що їх (ризики), як правило, поділяють на дві великі групи:

- Група 1 – Ризики учасників
- Група 2 – Ризики етапів реалізації проєкту.

У той самий час вважаємо, що, з поставленої у дослідженні мети – управління ризиками проєктного фінансування у комерційному банку, доцільно підрозділити ризики проєктного фінансування на: ризики, супутні продукту, контрагенту і портфельний ризик.

Управління ризиками проєктного фінансування включає чотири послідовні етапи: ідентифікація ризиків, їх оцінка на основі розробленої банком методики, вироблення підходів їх мінімізації та подальший моніторинг рівня ризиків.

Ідентифікація ризиків обумовлена особливістю та індивідуальністю кожного проєкту. У зв'язку з цим банки проводять аналіз ризиків проєкту, розбиваючи їх у блоки як у стадіях проєкту, і виділяючи в укрупнені групи. Відповідні рішення щодо виділення тих чи інших видів/груп ризиків та включення їх у моделі/методики оцінки супутніх проєктного фінансування ризиків визначається банками індивідуально на основі кращих практик та напрацьованого досвіду реалізації проєктів у рамках механізму проєктного фінансування. При ідентифікації ризиків особливе значення має галузь реалізації проєкту. Специфіка галузі та терміни реалізації проєкту зумовлюють побудову відповідної даному проєкту матриці ризиків.

У той же час досвід комерційних банків показує, що оцінка ризиків проєктного фінансування має комплексний характер, у процесі структурування угоди різними підрозділами банку проводиться комплексний аналіз та виявлення ризиків проєкту. На рис. 1.2. схематично представлена процедура оцінки ризиків проєкту ризик-підрозділом банку.

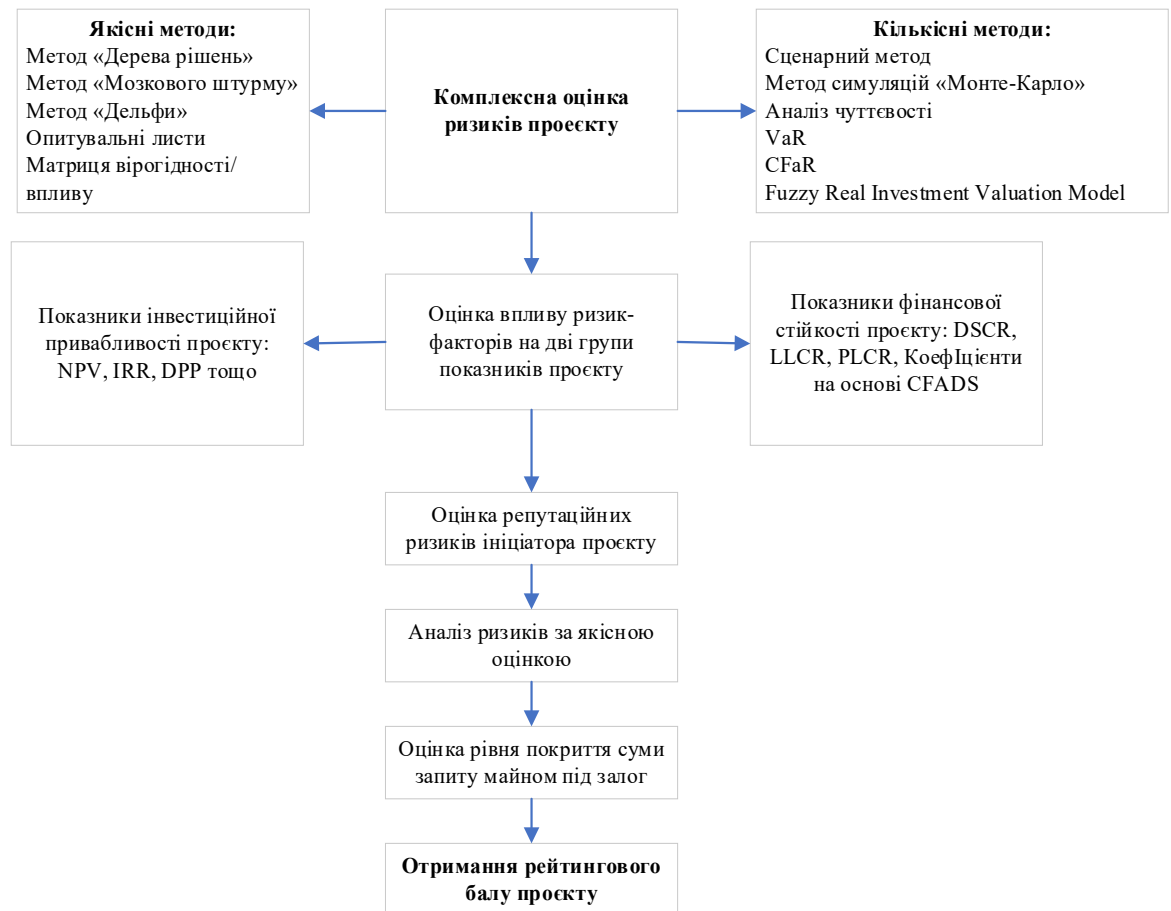


Рис. 1.2. Схема оцінки ризиків при розгляді угоди проектного фінансування ризик-підрозділом комерційного банку

Джерело: [9]

Методичні підходи щодо оцінки та управління ризиками проектного фінансування досить широко висвітлені у роботах зарубіжних та вітчизняних авторів.

Аналіз досліджень, присвячених управлінню ризиками проектного фінансування, дозволили зробити такі висновки:

- серед авторів відсутній єдиний підхід до розробки моделей оцінки ризиків проектного фінансування;
- пропоновані переважно якісні моделі оцінки ризиків проектного фінансування не можуть дати комплексну оцінку ризиків проекту;

– деякі кількісні моделі оцінки ризиків проєктного фінансування, запропоновані авторами, орієнтовані на оцінку лише конкретних видів ризиків проєкту у той час, як кожен проєкт є унікальним.

Згідно з різними методичними підходами, запропонованими як зарубіжними, так і вітчизняними авторами, моделі оцінки ризиків поділяються на дві великі категорії: якісні та кількісні. Серед якісних моделей оцінки ризиків проєктного фінансування можна виділити [9]:

- метод «дерева рішень»;
- метод «мозкового штурму»;
- експертні методи;
- метод «Дельфі»;
- матриця ймовірності/дії;
- опитувальні листи;
- причинно-наслідкова діаграма Ісікави та інші.

Якісні методи дозволяють оцінити розмір ризиків без застосування методів математичного моделювання переважно експертним методом. До недоліків даних моделей ставляться суб'єктивність експертних оцінок та його висока вартість, і навіть відсутність можливості перевірки достовірності результатів оцінки.

До кількісних моделей відносяться:

- сценарний метод;
- метод симуляцій «Монте-Карло»;
- аналіз чутливості;
- метод толерантності;
- VaR;
- CFaR;
- Fuzzy Real Investment Valuation Model.

До недоліків даних моделей можна віднести складність математичного інструментарію, висока вартість впровадження, необхідність спеціального прикладного програмного забезпечення та трудомісткість обчислень.

Оцінка ризиків товару (проєкту).

Ризики проєкту слід як системні елементи проєкту, формують його найбільш комплексну оцінку. Як зазначалося, чинники ризику є специфічними конкретного проєкту і, отже, неможливо знайти інтегровані в універсальну модель їх класифікації. На відміну від різних форм кредитування, проєктне фінансування як механізм фінансування залежить не тільки від кредитоспроможності конкретного позичальника, а й включає ризики, пов'язані з економічною ефективністю проєкту.

Найважливішими ризиками у проєктному фінансуванні є ризики проєкту. Оцінка ризиків товару (проєкту) для кредитора є оцінку впливу різних видів ризиків на прогнозовані грошові потоки проєкту – основне джерело погашення позикових коштів, шляхом побудови різних стрес сценаріїв. Іншими словами, процес оцінки ризиків зводиться до прогнозування того, як грошові потоки від проєкту відрізнятимуться від очікуваних рівнів, якими будуть ймовірні зміни відсоткових ставок залучення запозичення, якою буде фактична ціна проєктної продукції та розміри витрат на відміну від прогнозованих показників, якими будуть зміни попиту на ринку до різних продуктів чи якісь політичні події очікуються протягом реалізації проєкту.

В рамках процедури оцінки ризиків проєкту, ризик-підрозділ проводить оцінку впливу раніше ідентифікованих ризиків на показники фінансової стійкості та інвестиційної привабливості індивідуальної моделі очікуваних грошових потоків проєкту, побудованої кредитним підрозділом та відповідність цих показників пороговим значенням, встановленим кредитною політикою банку та методикою оцінки ризиків корпоративних. З цією метою банки переважно застосовують три методи:

- аналіз чутливості;
- сценарний аналіз;
- метод Монте-Карло.

Аналіз чутливості при оцінці ризиків проєкту передбачає аналіз чутливості результатів фінансової моделі проєкту до змін ключових

показників фінансової стійкості (DSCR, LLCR, PLCR) та інвестиційної привабливості проєкту (NPV, IRR, DPP) шляхом підстановки у фінансову модель проєкту різних найбільш ймовірних значень фінансових показників проєкту.

За підсумками аналізу ризик-підрозділ отримує результати у вигляді діаграм «торнадо», які демонструють відхилення показників фінансової стійкості та інвестиційної привабливості, тим самим демонструючи які з них створюють найбільшу невизначеність у досягненні проєктом намічених параметрів.

Сценарний аналіз ризиків проєкту дозволяє банку проаналізувати навіть найменш ймовірні, але високо ризикові кризові ситуації, змінюючи очікувані грошові потоки за проєктом з урахуванням різних сценаріїв. Як правило, модель сценарного аналізу розглядає три типи сценаріїв аналізу ризиків проєкту: найімовірніший, оптимістичний та песимістичний. При першому сценарії фахівцями банку розглядаються очікувані, найімовірніші значення кожної з оцінюваних параметрів проєкту. В оптимістичному сценарії певні параметри проєкту збільшуються у вартості порівняно з базовим сценарієм, у той час як зворотне відбувається в песимістичному сценарії, де значення знижуються по відношенню до базового сценарію.

У зв'язку з численністю ризик-факторів, що впливають на фінансові показники проєкту та складністю їх оцінки, більш ефективний підхід полягає у побудові випадкових сценаріїв, з розподілу ймовірностей змінних. Одним із таких методів є метод Монте-Карло – це метод вибірки, що застосовується для оперування у складних числових системах, що мають довільні складові. При цьому даний метод є возз'єднанням методу аналізу чутливості та сценарного аналізу. Цей метод застосовується для моделювання сукупного впливу широкого спектра факторів ризику на показники фінансової стійкості та інвестиційної привабливості проєкту. Проблема полягає у визначенні ймовірнісних розподілів різних змінних, особливо в деяких галузях, де ці розподіли недоступні, тому що кожен проєкт унікальний і піддається

різноспрямованому впливу ризик-факторів. Інше обмеження використання аналізу ймовірності у тому, що вплив нефінансових (якісних) аспектів на проєкт, найчастіше піддаються оцінці. Значення кожного параметра залежить від безлічі ризиків та невизначеностей, які часто важко піддаються кількісній оцінці. Крім того, ці методи не дозволяють негрошовим (якісним) факторам бути врахованими при оцінці інвестиційних варіантів. Ігнорування цих аспектів може призвести до дефолту проєкту, незважаючи на сприятливі фінансові складові.

Слід зазначити, що попри фінансовий стан і кредитоспроможність ініціатора проєкту, позичальником перед банком виступає проєктна компанія, створена реалізації конкретного проєкту «з нуля». Як відомо, проєктне фінансування передбачає відсутність регресу на ініціатора проєкту або частковий регрес на нього (ініціатора). Частковий регрес є для банку позитивним фактором. Але як у першому, так і в другому випадку банк кредитує проєктну компанію (під яким мається на увазі сам проєкт) та у разі некредитоспроможності проєктної компанії (тобто дефолту проєкту), основний принцип проєктного фінансування – цільовий принцип кредитування проєктної компанії – не дозволяє ініціатору проєкту погасити боргові зобов'язання із виручки з чинного бізнесу, який не має до цього проєкту жодного стосунку. Таким чином, в українській практиці відбувається спотворення базових принципів проєктного фінансування і навіть якщо проєкту надається дефолтний рейтинг (D), банк готовий розглянути на Кредитному комітеті проєкт, якщо ініціатор проєкту готовий дати повний регрес за рахунок чинного бізнесу. В Українській практиці ширше застосування отримала модель побудови прогнозного грошового потоку для конкретного проєкту. Це обумовлено насамперед унікальністю кожного проєкту та необхідністю більш детальної оцінки властивих йому ризиків. У той же час, серед просунутих підходів оцінки ризиків проєктного фінансування слід виділити рекомендований Базельським комітетом з

банківського нагляду підхід, заснований на внутрішніх рейтингах (Internal Rating Based approach).

Оцінка ризиків контрагентів.

До контрагентів банку угоді проєктного фінансування входять SPV, інші банки-учасники синдикованого кредитування (синдикату), і навіть різні інвестори. При цьому ініціатором проєкту може бути як фізична (індивідуальний підприємець), так і юридична особа (ТОВ, ПАТ, АТ), що має досвід реалізації аналогічних проєктів (група взаємопов'язаних компаній, диверсифікований холдинг або ін.). Проте, враховуючи, що проєктне фінансування в банках відноситься до підрозділів, які кредитують великий бізнес, то ініціатором проєкту, зазвичай, виступає юридична особа. Аналіз ініціатора проєкту проводиться у сукупності з аналізом самого проєкту, обидва процеси оцінки є частиною подальшого комплексного аналізу та підготовки висновку про доцільність кредитування проєкту.

Подібні методики розробляються підприємствами самостійно на основі найкращих практик. З огляду на, що у структуруванні угоди проєктного фінансування бере участь кілька підрозділів (Кредитний департамент, Департамент контролю ризиків, Служба економічної безпеки, Юридичний департамент, Управління роботи із заставним забезпеченням та інших.), робота над угодою ведеться відповідно до всіма підрозділами. Профільні методики оцінки ризиків проєктного фінансування використовуються на практиці кредитним департаментом та департаментом контролю ризиків. Від досконалості методики оцінки ефективності інвестиційного проєкту кредитного підрозділу банку та методики оцінки супутніх проєктного фінансування ризиків ризик-підрозділу банку залежить результат прийняття рішення про доцільність кредитування угоди та успішність подальшої реалізації кредитованого проєкту.

Однак, вважаємо, що крім оцінки ризиків ініціатора проєкту в українських реаліях проєктного фінансування необхідно враховувати ризики участі в угоді інших банків-кредиторів та інвесторів, оскільки їх дефолт може

реалізувати ризик фондування, внаслідок чого проєкт втратить фінансування на інвестиційній фазі реалізації, що зрушить терміни здачі об'єктів будівництва та призведе до порушення умов кредитної угоди.

Проведений аналіз сформованих в сучасних умовах кількісних і якісних моделей оцінки ризиків показав, що вони, на жаль, не мають універсальності. В основі якісних моделей лежить суб'єктивна оцінка конкретного експерта, що часто виключає можливість повторної перевірки об'єктивності результатів оцінки. У свою чергу, кількісні моделі є громіздкими, дорогими у використанні та потребують встановлення спеціалізованого програмного забезпечення.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ ТА ІНСТРУМЕНТІВ З ОЦІНКИ ТА УПРАВЛІННЯ ЙОГО РИЗИКАМИ

2.1. Сучасний стан розвитку проєктного фінансування

Розглядаючи сучасний стан розвитку проєктного фінансування в Україні, важливо зазначити, що законодавством не передбачено терміну «банківське проєктне фінансування». Проте відповідно до Постанови Правління НБУ від 30.06.2016 р. №351 «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями», поняттю «банківське проєктне фінансування» відповідає термін «кредитування під інвестиційний проєкт».

У даному Положенні зміст цього терміну викладено у наступній редакції: «кредит під інвестиційний проєкт - довгостроковий кредит, цільовим призначенням якого, зокрема є: фінансування спорудження електростанцій, підприємств хімічної, гірничої промисловості, транспортної, телекомунікаційної, природоохоронної інфраструктури, офісних будівель, торгових центрів, багатоквартирних житлових будинків, виробничих та складських приміщень, готелів, що повинно відповідати деяким умовам» [21].

Тому, розглядаючи розвиток проєктного фінансування в Україні, будемо аналізувати в тому числі банківську послугу «фінансування інвестицій». Так, серед основних гравців на ринку надання послуги «проєктного фінансування» виділяємо Укрексімбанк, АТ «ОТП БАНК», АТ «Альфа-Банк», ПАТ «ВТБ Банк» та Райфайзен Банк Аваль.

Аналіз умов фінансування за даним продуктом наведено у табл. 2.1

Таблиця 2.1

**Умови та особливості надання послуги проєктного фінансування
вітчизняними банками за даними станом на 01.02.2022**

Критерій/Банк	Укрексімбанк	ОТП БАНК	Альфа-Банк	Райфайзен Банк Аваль
Назва продукту	Проектне фінансування	Інвестиційне фінансування	Інвестиційне фінансування	Інвестиційне фінансування
Вид кредиту	Невідновлювана кредитна лінія			Невідновлювана кредитна лінія, терміновий кредит
Валюта	Гривня, долар США, євро			
Мінімальний термін	2 роки	-	2 роки	-
Максимальний термін	10 років	5 років	5 років	10 років
Мінімальна сума	500 тис. грн	4 млн. грн.	-	2 млн. грн.
Максимальна сума	10 млн. грн	-	10 млн. грн.	Індивідуально
Забезпечення	Ліквідна застава. Можливість оформлення в забезпечення об'єкту фінансування	Ліквідна застава	Ліквідна застава	Ліквідна застава
Інші умови	Наявність бізнес-плану	Участь позичальника власними коштами в проєкті, що фінансується (не менше 30% від загального бюджету проєкту)	-	-

Джерело: складено автором на основі [18-20]

Проаналізувавши умови фінансування, які пропонують українські банки, маємо такі результати:

- всі аналізовані банки вимагають забезпечення у вигляді ліквідного майна;
- термін фінансування від 2 до 10 років.

- деякі банки вимагають, щоб юридична особа, що фінансується повинна мати мінімальну частку власних коштів у фінансуванні проєкту – 30% від загального бюджету проєкту;

Крім зазначених у таблиці банків, інформацію про можливість надання проєктного фінансування на своїх сайтах декларують також і такі як АТ «Банк Південний» та ін., але, надана банком інформація щодо даного продукту носить загальний характер без мінімальної деталізації умов проєктного фінансування.

Також у якості застави можуть бути наступні забезпечення:

- застава основних засобів (цілісних майнових комплексів, нерухомого майна, обладнання, транспортних засобів, сільськогосподарської техніки);
- застава товарно-матеріальних цінностей в обороті;
- застава майнових прав вимоги за договорами банківського вкладу, розміщеного в Банку, який кредитує;
- застава майнових прав на придбані основні засоби з подальшим заміщенням застави майнових прав запорукою активів;
- банківська гарантія повернення кредиту;
- фінансове поручительство (корпоративна гарантія) компанії, прийнятною для банку;
- фінансове поручительство власників бізнесу.

Щодо вартості такого продукту, то всі банки зазначають, що вартість розраховується індивідуально, враховуючи наступні фактори:

- сума кредитування;
- особливості проєкту;
- рентабельність проєкту відповідно до бізнес-плану;
- термін реалізації проєкту;
- рівень ліквідності забезпечення тощо.

Проте важливо зазначити, що все ж основним фактором при прийнятті рішення щодо фінансування проєкту є саме його перспективність генерувати достатній грошовий потік для обслуговування боргу та досягнення мети проєкту. Надалі схема фінансування та графік обслуговування боргу встановлюється індивідуально для кожного проєкту окремо, в залежності від умов інвестиційного проєкту.

Розглянемо обсяг фінансування банками підприємств за напрямком «проєктне фінансування» або «інвестиційне фінансування» (рис. 2.1).

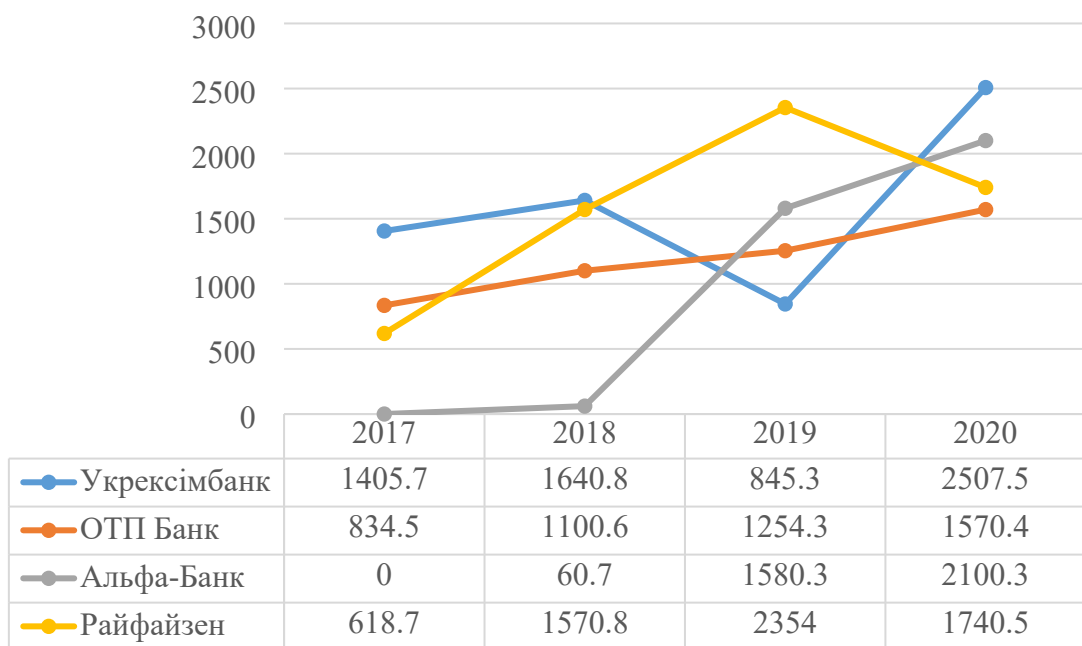


Рис. 2.1. Обсяг фінансування вітчизняними банками кредиту за напрямком проєктне фінансування/ інвестиційне фінансування за 2017-2020 рр., млн. грн.

Джерело: [18-20]

Таким чином бачимо, що чіткої тенденції даний вид кредитування за аналізованими банками немає. При цьому зазначимо, що за останні 4 роки, обсяг кредитування збільшився у 2-2,5 рази. Це свідчить про те, що компанії все більше використовують кредитування при вирішенні питання реалізації проєкту.

Розглянемо динаміку та структуру міжнародної практики проєктного фінансування (рис. 2.2).

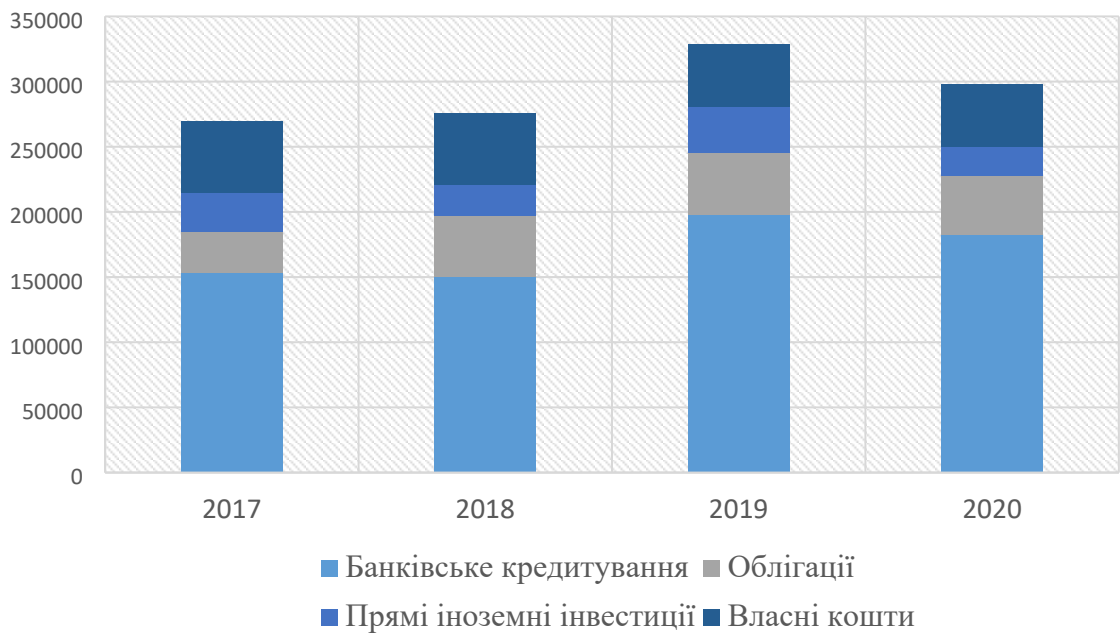


Рис. 2.2. Обсяг та структура світового проєктного фінансування у розрізі джерел за 2017-2020 рр., млн. дол. США

Джерело: [36]

Так, відповідно за даними IJ Global, проєктне фінансування має 4 основних джерела: банківське кредитування, облігації, прямі іноземні інвестиції та власні кошти осіб, що зацікавлені в реалізації проєкту. Обсяги фінансування за останні 4 роки коливаються у межах 269500 млн. дол. США – 329000 млн. дол. США.

Розглянемо структуру джерел проєктного фінансування за 2020 р. (рис. 2.3).

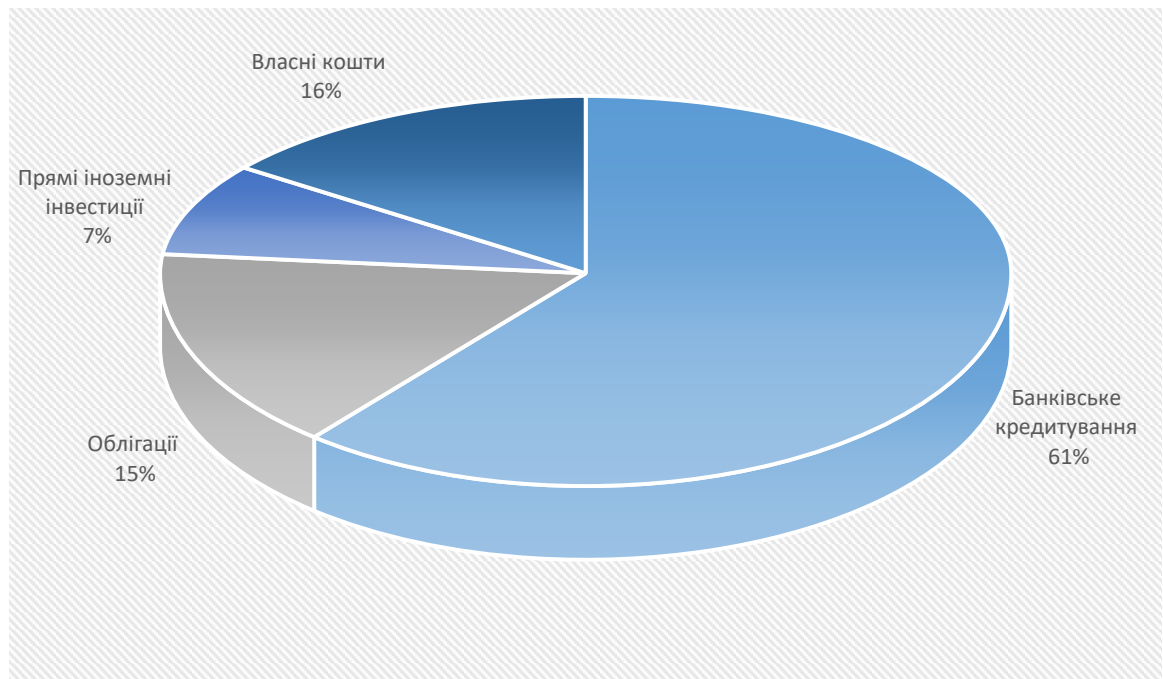


Рис. 2.3. Структура джерел світового проєктного фінансування за 2020 р., %

Джерело: [36]

Таким чином бачимо, що у 2020 р. обсяг банківського кредитування склав майже дві третини (61%) від загального обсягу проєктного фінансування, далі – облігації та власні кошти (по 16%) та 7% іноземні інвестиції.

Серед недоліків української практики здійснення проєктного фінансування можемо виділити:

- фінансування тільки банківськими установами;
- відсутність даного продукту у більшості банківських установ;
- обмеженість у терміні кредитування до 5-10 років;
- немає чіткого підходу до оцінки вартості фінансування;
- відсутність державних програм з надання пільгових відсоткових ставок на здійснення проєктного фінансування;
- вимога більшості банків, щоб власник фінансував від 30% обсягу бюджету проєкту.

На сьогодні у зв'язку з військовим станом в Україні та погіршенням кон'юнктури фінансових ринків ситуація в країна змінилася також у гірший

бік: багато банків або обмежили, або просто закрили ліміти на фінансування на невизначений термін. Ті ж, хто продовжує кредитувати проекти нерухомості, стали обережнішими у виборі об'єкта інвестування і, звичайно ж, змінили умови. Цілком змінили свою стратегію у плані інвестування й іноземні банки.

Тоні Хоррелл, голова європейського департаменту з фінансових ринків та інвестицій компанії Jones Lang LaSalle, прокоментував ці результати так: «Дефіцит ліквідності, що триває, на ринках боргових зобов'язань обмежує кількість великих угод і розмір інвестиційних портфелів [40]. Внаслідок цього ми очікуємо, що загальний обсяг угод у Європі знизиться у 2022 році приблизно на 45%, у порівнянні з минулим роком. З іншого боку, у процесі адаптації до змін у ринковій кон'юнктурі у регіоні періодично з'являються окремі можливості для інвестицій. Ці процеси ще не набули транскордонного характеру; вони виникають унаслідок потреби інвесторів у рефінансуванні чи рекапіталізації холдингів під впливом фінансових факторів. Очікується, що у другій половині 2022 року кількість таких угод зросте».

Проте, як коментує Вікторія Войцицька, начальник відділу ринки капіталу компанії Cushman & Wakefield в Україні: «За останні роки у сфері проектного фінансування ми відзначаємо суттєві зміни ситуації та її посилення у порівнянні з попередніми роками у зв'язку з тим, що кредитна криза 2014-2016 рр. вже відійшла».

Причиною є те, що основними кредиторами українських проектів виступали західні банки, які могли дозволити взяти на баланс кредити, що видаються у вигляді проектного фінансування. Потім ці кредити пакетувалися і сек'юритизувалися, що дозволяло банкам прибрати їх зі своїх балансів. Сьогодні ж сек'юритизація як така призупинилася в першу чергу через те, що банки призупинили видачу кредитів один одному, що призвело до кризи ліквідності та обмежило можливість сек'юритизації. Банки змушені залишати кредити у своїх балансах. Враховуючи вимоги до співвідношення кредитного портфеля та власного капіталу, ця ситуація істотно організовує можливості

банків для видачі нових кредитів. Таким чином, обсяг вільних для інвестування ресурсів у кілька разів знизився.

Отже, сучасний стан розвитку проєктного фінансування демонструє низьку проникність на ринок фінансування, що відображається у невеликій кількості банківських установ, які надають дану послугу, а також обмеженість надання послуги тільки банками. Обсяги фінансування клієнтів за даним направленням демонструє підвищення у 2-2,5 рази за останні роки, проте у більшості установ відсутня чітка динаміка до зростання, це вказує на те, що банківські установи не ефективно користуються даним продуктом, та не розглядають його як основний продукт при залученні нових клієнтів корпоративного бізнесу.

2.2. Аналіз сучасної практики оцінки управління ризиками проєктного фінансування

Аналіз сучасної практики оцінки ризиків свідчить, що у більшості підприємств, на жаль, не створено сучасні системи оцінки ризиків, що відповідають міжнародним стандартам. Це стосується й оцінки ризиків інвестиційних проєктів, реалізованих з урахуванням проєктного фінансування, що звужує можливість отримати об'єктивну оцінку рівня ризиків, і навіть сформувані достатні резерви покриття втрат у разі реалізації ризиків.

У зв'язку з необхідністю вдосконалення методик оцінки ризиків проєктного фінансування банки та підприємства створюють власні методики оцінки ризиків. Аналіз дисертацій з оцінки ризиків проєктного фінансування показав, що крім профільних підрозділів найбільших системотворчих банків – учасників ринку проєктного фінансування, поряд авторів у дисертаційних дослідженнях здійснено спроби розробки сучасних моделей оцінки ризиків проєктного фінансування на основі IRB підходу (internal ratings based approach – підхід) присудження внутрішніх рейтингів). Одним з таких моделей є оцінка

ймовірності дефолту проєктів з використанням моделі бінарного та множинного вибору. Дана модель є кількісною оцінкою очікуваних і неочікуваних втрат, ймовірності дефолту, частки втрат при дефолті та залишку заборгованості при дефолті.

Крім того, враховуючи довгострокову природу проєктного фінансування, а також участь державних органів та іноземних інвесторів як одну зі сторін угод, багато дослідників звертають особливу увагу на політичні, ризики країни та правові ризики проєктного фінансування. Оцінка даних видів ризиків, а також розробка методики, що охоплює всі аспекти окремої державної політики, стан окремої національної економіки, особливості її монетарного та фіскального регулювання, є дуже трудомістким завданням, яке у багатьох випадках доцільно вирішувати з використанням суб'єктивних комерційних рейтингів, таких як International Country Risk Guide (ICRG), Business Environment Risk Intelligence (BERI) або World Bank Governance Indicators (WGI).

Процес оцінки ризиків проєкту починається з окремого вивчення проєктної компанії визначення її попереднього незалежного балу чи рейтингу. Після цього попередній бал може (за потреби) змінюватись в залежності від аналізу зовнішніх факторів (наприклад, ризику, пов'язаного з певною країною, ризику обмеження переказу коштів з країни в країну, ризику виникнення обставин непереборної сили, а також можливостей для підвищення надійності кредиту).

Незалежний бал проєктної компанії розбивається на цілу низку категорій ризику, що стосуються конкретних аспектів сильних та слабких сторін проєкту:

- договірний профіль;
- конкурентний профіль;
- фінансовий профіль;
- будівельний профіль;
- операційний профіль;

- захист проєкту, який надається Ініціатором;
- профіль забезпечення та додаткового забезпечення;
- структура проєктного кредитування.

У свою чергу, кожна категорія ризиків поділяється на цілу низку факторів ризику.

Дана методика дозволяє отримати бали (за шкалою від «0 до 10»), які потім отримують свій еквівалент за рейтинговою шкалою одного з кредитно-рейтингових агентств (S&P, Fitch, Moody's або національною шкалою) та диференціальну частоту дефолтів, що спостерігається. року.

Слід зазначити, що всі угоди з проєктного фінансування засновані на якості проєктних активів, що створюють дохід. Проєктні активи знаходяться у безпосередній власності не ініціатора проєкту, а проєктної компанії (SPV), яка володіє виробничими активами (і будь-якими супутніми активами – контрактами, пов'язаними з розвитком, будівництвом, завершенням та експлуатацією виробничих активів). Фінансування надається SPV та забезпечується активами, що належать SPV. Регрес на ініціаторів є обмеженим (або відсутнім).

Ключовою метою ініціаторів щодо визначення структури проєктного фінансування є обмеження своєї відповідальності з тим, щоб зобов'язання з обслуговування фінансування, наданого для проєкту, покладалися лише на SPV. Аналогічно, кредитори зазвичай прагнуть захистити SPV від ініціатора проєкту, щоб жодні інші сторони не мали права пред'явлення вимог до SPV (або її активів) у разі виникнення фінансових труднощів у ініціатора проєкту.

Паралельно кредитором оцінюються договори про закупівлю обладнання, товарів та послуг. Договори про закупівлю регламентують потік доходів, що надходять у SPV, і можуть забезпечувати визначеність і передбачуваність потоків доходів, що надходять (часто щодо підлягає купівлі обсягу та підлягає сплаті ціни одиниці). Угоди про закупівлю повинні, як правило, укладатися на більший термін, ніж очікуваний термін обслуговування боргу, оскільки необхідно забезпечити SPV відповідну

дохідність на капітал, пропорційну ризикам, що приймаються він власниками SPV. Як альтернатива угода може містити положення про дострокове розірвання покупцем в обмін на придбання одержувачем SPV на умовах повного погашення всієї заборгованості та забезпечення відповідного доходу власникам SPV. Термін дії угоди про закупівлю необхідно привести у відповідність до строків дії інших документів, включаючи будь-які договори постачання. Довгострокова угода забезпечує захист SPV від несприятливої волатильності цін на ринку, але водночас не дає SPV можливості користуватися будь-яким зростанням ринкових цін. Критерії, що висувуються до покупців проєктної продукції:

- фінансова стійкість;
- довгострокова угода, термін дії якої закінчується задовго після закінчення очікуваного терміну обслуговування боргу;
- точно визначені зобов'язання з купівлі та продажу, із зазначенням ціни та обсягів, із забезпеченням певних доходів для SPV;
- величина заздалегідь оцінених збитків повинна, як мінімум, бути рівною сумі, необхідної для покриття постійних операційних витрат, витрат на фінансування та компенсацію власникам SPV за ризик;
- приведення у відповідність з іншими проєктними документами (включаючи Договори поставки та Договори на проєктування, закупівлю та будівництво);
- будь-які умови реалізації, які повинні дотримуватися для набуття чинності угоди про закупівлю;
- зобов'язання SPV щодо будівництва, експлуатації, техобслуговування, введення в експлуатацію, випробувань та дотримання стандартів охорони навколишнього середовища, що повністю відповідають положенням договору купівлі-продажу та Договору на проєктування, закупівлю та будівництво;
- чіткі механізми коригування цін у разі зміни законодавства;
- положення про міжнародний арбітраж.

Як і в будь-якій діяльності, SPV необхідна ліквідність для виконання: вимог про готівкові витрати, які повинні виконуватися до отримання належних доходів; змін величини операційних витрат та витрат на обслуговування; погашення непередбачених витрат; адаптації до несприятливих змін грошових потоків без припинення виконання зобов'язань щодо обслуговування боргу.

Операційна ліквідність є перевищення припливу коштів над відпливом коштів (вже оціненим у межах аналізу DSCR). Серед додаткових джерел ліквідності можна назвати:

- передоплачені резерви (для підтримуючих резервів, резервів капітальних витрат та обслуговування боргу);
- страхові надходження;
- гарантії;
- заздалегідь оцінені збитки (наприклад, від одержувачів, постачальників чи підрядників);
- можливості отримання зовнішньої ліквідності (від спонсорів чи інших сторін);
- надлишкове забезпечення дебіторської заборгованості (або продажу активів);
- транші субординованої заборгованості.

Чутливість та волатильність грошових потоків (відсоткові ставки, ринковий ризик та інші).

Даний фактор дозволяє вивчити чутливість реалістичного основного сценарію (після врахування зобов'язань, закладених у договірному профілі, наприклад договір про закупівлю та договір постачання) стійких несприятливих змін відсоткових ставок, ринкових ставок, потоків будівельних сировинних матеріалів та (якщо застосовно) валютних змін. Необхідно враховувати очікувану волатильність таких елементів, а також додаткові засоби зниження ризиків, наприклад хеджування, існуючі резервні рахунки обслуговування боргу та зафіксовані зовнішні джерела короткострокової

ліквідності. Ціль полягає в оцінці ймовірності того, що стресовий (реалістичний) основний сценарій призведе до дефолту (тобто до того, що мінімальний DSCR впаде нижче 1,0x).

Важливим етапом при оцінці проєкту є розрахування фінансових коефіцієнтів.

LTV (Loan-to-Value Ratio – коефіцієнт «кредит-застава») є відношенням заборгованості до поточної вартості майна. Для будівельних угод LTV зазвичай дорівнює мінімальному з наступних значень:

- Приблизній «оцінці вартості в момент завершення» або
- Вартість землі, збільшеної на будівельні витрати, зазначені в договорі будівництва за фіксованою ціною.

Низький LTV забезпечує додаткову фінансову гнучкість проєкту, яка (за потреби) полегшує отримання додаткового фінансування, реструктуризацію початкових кредитів (без економічних збитків) або оптимізує перспективи рефінансування.

DSCR (Debt Service Coverage Ratio – коефіцієнт обслуговування боргу) – це відношення чистого грошового потоку до зобов'язань щодо погашення основної суми боргу та сплати відсотків. Мінімальний DSCR дорівнює мінімальному відношенню у будь-якому конкретному періоді протягом терміну обслуговування кредиту. Середній DSCR являє собою просте середнє арифметичне всіх значень DSCR протягом терміну обслуговування кредиту та обчислюється згідно з формулою (2.1):

$$DSCR = \frac{FCF}{Debt} \quad (2.1)$$

, де DSCR - коефіцієнт обслуговування боргу,

FCF – чистий грошовий потік проєкту,

Debt – зобов'язання проєкту щодо погашення основної суми боргу та сплати відсотків.

Мінімальний DSCR може представляти найуразливіший період протягом терміну дії кредиту, оскільки будь-яке несприятливе погіршення грошових

потоків протягом такого періоду може завадити своєчасному виконанню SPV вимог до обслуговування боргу, а згодом (якщо невиконання не буде виправлено протягом договірному періоду відстрочення) – призвести до класифікації проєкту як дефолтного. Тільки для процентних кредитів, DSCR є ставлення FCF (чистого грошового потоку) до зобов'язань зі сплати відсотків. Тимчасовий період розрахунку FCF повинен відповідати часовому періоду платежів у рахунок обслуговування боргу.

LLCR (Loan life coverage ratio – коефіцієнт покриття зобов'язань протягом терміну дії кредитів) дозволяє виміряти покриття переважно з метою повного спрямування грошового потоку обслуговування боргу. LLCR в момент T для терміну боргу N являє собою дріб:

– У чисельнику якої: чиста дисконтована вартість усіх грошових потоків, доступних для обслуговування боргу (CFADS) та наявних у рамках проєкту (тобто виручка за вирахуванням готівкових витрат, включаючи податки, але виключаючи будь-які кошти, які, ймовірно, будуть розподілятися назад спонсорам, обслуговування боргу, дисконтоване за процентною ставкою, що включає в маржу частку прибутку за боргом), які будуть отримані починаючи з цього моменту і надалі, до законного терміну погашення боргу N.

– У знаменнику якої непогашена основна сума боргу, яка буде погашатися в момент T (включаючи будь-які очікувані вибірки коштів за кредитом), як описано у формулі (2.2):

$$LLCR_T = \frac{NPV_T^N (CFADS)}{Debt} \quad (2.2)$$

, де $LLCR_T$ - коефіцієнт покриття зобов'язань протягом терміну дії кредитів у момент часу T,

$NPV_T^N (CFADS)$ – чиста дисконтована вартість усіх грошових потоків, доступних для обслуговування боргу,

$Debt$ - непогашена основна сума боргу, яка буде погашатися в момент T.

Також важливими показниками при оцінці безпеки реалізації проєкту є розрахунок ліквідності.

Коефіцієнт поточної ліквідності ($K_{пл}$) – це відношення активів первинної та вторинної ліквідності до суми поточних рахунків для розрахунку нормативу поточної ліквідності та зобов'язань корпорації. Розраховується за наступною формулою:

$$K_{пл} = \frac{А_{пв}}{Р_{п} + З} * 100\% \quad (2.3)$$

, де $A_{пв}$ – активи первинної та вторинної ліквідності;

$R_{п}$ – поточні рахунки;

Z – зобов'язання корпорації.

Коефіцієнт короткострокової ліквідності ($K_{кл}$). Розраховується за наступною формулою:

$$K_{кл} = \frac{А_{л}}{Р_{п} + З_{к}} * 100\% \quad (2.4)$$

, де $A_{л}$ – ліквідні активи;

$R_{п}$ – поточні рахунки;

$Z_{к}$ – короткострокові зобов'язання.

З точки зору «скринінгу» проєкту реконструкції виробництва заводу щодо інвестиційної привабливості у світовій практиці нині найбільш вживані наступні дисконтовані критерії оцінки:

- Чиста поточна вартість (net present value) NPV;
- Індекс прибутковості (Profitability index) PI;
- Відношення вигод до витрат (benefit/cost ratio) B/C ratio;
- Внутрішня норма прибутковості або прибутковість проєкту (internal rate of return) IRR;
- Період окупності (pay back period) PB.

Чиста приведена вартість розраховується за наступною формулою:

$$NPV = -INV + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (2.5)$$

, де

– $t = 1 \dots n$ – роки життя проєкту;

– r – норма дисконту;

– $CF_t = (B_t - C_t)$ - грошові потоки проєкту в рік t .

Індекс прибутковості (PI) показує відносну прибутковість проєкту або дисконтовану вартість грошових надходжень від проєкту в розрахунку на одиницю вкладень:

$$PI = \frac{NPV}{C_0} \quad (2.6)$$

, де C_0 – початкові витрати

Внутрішня норма рентабельності. Розраховується значення відсоткової ставки r_1 , при якій $NPV = 0$. У цієї точки дисконтований потік витрат дорівнює дисконтованому потоку вигод. Якщо капіталовкладення здійснюються тільки за рахунок залучених коштів, причому кредит отриманий за ставкою i , то різниця $(r_1 - i)$ показує ефект інвестиційної діяльності. При $r_1 = i$ дохід тільки окупає інвестиції (інвестиції безприбуткові), при $r_1 < i$ інвестиції збиткові. Точний розрахунок величини IRR можливий тільки за допомогою комп'ютера при наявності спеціальних програм, однак можливий наближений розрахунок IRR, наприклад, з теорії аналітичної геометрії:

$$\frac{IRR - r_1}{r * r^2 - r^1} = \frac{NPV_1}{NPV_2 - NPV_1} \quad (2.7)$$

У свою чергу період окупності проєкту (PB) – це очікуваний період відшкодування початкових вкладень з чистих надходжень розраховується наступним чином:

$$PB = \frac{INV}{CF_t(E)} \quad (2.8)$$

де INV – початкові інвестиції,

$CF_t(E)$ – річна сума чистого прибутку і амортизаційних відрахувань від реалізації проєкту.

Розрахунок простої норми прибутку (Simple rate of return) демонструє, який обсяг інвестиційних витрат відшкодовується у вигляді прибутку протягом одного періоду планування (року). Розраховується за наступною формулою:

$$SRR = \frac{\text{Чистий прибуток (Обсяг мінімізації витрат)}}{\text{Інвестиційні затрати}} \quad (2.9)$$

Таким чином, аналіз сучасної практики оцінки ризиків проектного фінансування в практиці продемонстрував, що на даному етапі розвитку банківської практики в галузі оцінки ризиків в операціях проектного фінансування перевага надається індивідуальним моделям оцінки ризиків, що пов'язано зі специфікою механізму фінансування та проблематичністю розробки універсальної моделі. оцінки ризиків для проектного фінансування. Аналіз окремих моделей оцінки ризиків, запропонованих деякими авторами та експертами галузі дозволяє зробити висновки про суб'єктивність цих моделей і часом неправильним трактуванням концептуальних для проектного фінансування понять. Також слід зазначити, що застосування рейтингових моделей та визначення ймовірності дефолту позичальників найбільш доцільно застосовувати при оборотному фінансуванні та інвестиційному кредитуванні у зв'язку з наявністю достатнього обсягу дефолтної статистики при даній формі фінансування.

У свою чергу концентрований аналіз узагальнених методик оцінки ризиків, що застосовуються сьогодні підприємствами та методик оцінки кредитоспроможності проектних компаній, що пропонуються кредитно-рейтинговими агентствами, показав, що специфіка передбачає комплексний аналіз ризиків проекту, з присудженням рейтингу конкретному позичальнику – проектній компанії, що пов'язано з нормативно-правовим регулюванням угод проектного фінансування та створення банками резервів на можливі втрати з позик на суб'єкта кредитних відносин (проектну компанію), а чи не об'єкта кредитування (проекта). Очевидно, що оцінка ризиків проекту має супроводжуватися інструментами зниження супутніх проектів ризиків.

2.3. Аналіз ризиків проєктного фінансування підприємства на прикладі ТОВ Сільпо

«Сільпо» — одна з найбільших національних мереж продовольчих супермаркетів України.

Супермаркет «Сільпо» — це магазин самообслуговування, асортимент якого нараховує до 20 000 найменувань продуктів харчування і супутніх товарів. Частка продовольчих товарів становить понад 80%. Середня торговельна площа супермаркету – «Сільпо» – 1 469 кв. м., Le Silpo – 1 878 кв. м.

Товариство з обмеженою відповідальністю «СІЛЬПО-ФУД» — флагманський торговельний напрям однієї з найбільших торгово-промислових груп України Fozzy Group, в яку входять:

- національна мережа супермаркетів «Сільпо» – 258 супермаркетів у 62 населених пунктах України (24 обл.)
- у т. ч. 4 делікатес-маркети Le Silpo – у 4 містах України (4 обл.)
- логістика: автопарк, СТО, склади РЦ (розподільчий центр класу А)
- власне виробництво продуктів харчування
- власний імпорт продуктів харчування та супутніх товарів
- фудхоли «Сільпо Resto» — тематичні заклади громадського харчування з відкритою площею, організовані у єдиний гастрономічний простір, на території деяких супермаркетів мережі
- Positano — кафе формату італійської піцерії
- «Кантін» — кафе швидкого харчування

Основним видом діяльності ТОВ «Сільпо-Фуд» є 47.11 Роздрібна торгівля в неспеціалізованих магазинах переважно продуктами харчування, напоями та тютюновими виробами, також [17]:

10.71 Виробництво хліба та хлібобулочних виробів; виробництво борошняних кондитерських виробів, тортів і тістечок нетривалого зберігання;

10.85 Виробництво готової їжі та страв;

10.89 Виробництво інших харчових продуктів, не віднесених до інших угруповань;

46.17 Діяльність посередників у торгівлі продуктами харчування, напоями та тютюновими виробами;

46.19 Діяльність посередників у торгівлі товарами широкого асортименту;

46.21 Оптова торгівля зерном, необробленим тютюном, насінням і кормами для тварин;

46.35 Оптова торгівля тютюновими виробами;

47.25 Роздрібна торгівля напоями в спеціалізованих магазинах;

47.26 Роздрібна торгівля тютюновими виробами в спеціалізованих магазинах;

49.41 Вантажний автомобільний транспорт;

56.10 Діяльність ресторанів, надання послуг мобільного харчування;

68.20 Надання в оренду й експлуатацію власного чи орендованого нерухомого майна.

Таким чином бачимо, що підприємство є масштабним та активно розвиває свою мережу. Розглянемо, які проекти реалізовує підприємство.

На сьогодні на підприємстві вже існують інноваційні напрямки інвестування, основними є – розвиток технологічності, економія енергії.

Так, підприємство ефективно використовує енергозберігаючі технології та замінює старе обладнання на нове – більш економічне.

Економія енергоресурсів — одна з умов конкурентоспроможності та одне зі стратегічних завдань компанії для підвищення її ефективності шляхом впровадження енергоефективних рішень.

Серед вже впроваджених заходів:

— Заміна люмінесцентних ламп на LED

— Заміна зовнішнього освітлення на енергоефективне;

- Встановлення рекуперації тепла від холодильного обладнання;
- Встановлення кришок на бонети – сьогодні оснащуються всі нові об'єкти;
- Встановлення дверей на регали – оснащуються всі нові об'єкти, що дає можливість знизити потужність централі та загального споживання електроенергії.

З 2007 року проводиться обстеження систем енергопостачання об'єктів для виявлення місць нераціонального використання енергоресурсів задля подальшої економії.

У 2019 році здійснили обстеження на 7 об'єктах.

Потенційна економія - 1,98 млн грн/рік.

Проведено заміну застарілого неефективного обладнання, поліпшено якість освітлення прилеглої території магазинів, досягнуто ефекту енергозбереження.

- ✓ 1003 прожектори замінено на об'єктах «Сільпо» в 2019 році;
- ✓ 1,76 млн грн/рік – економія «Сільпо»;
- ✓ Економія «Сільпо» 732 732 кВт-год/рік або 1 758 557 грн/рік (з тарифом 2,4 грн/кВт-год).

Триває програма релампінгу системи освітлення всіх супермаркетів мережі.

Оновлення освітлення торгових залів, адміністративно-побутових і технологічних приміщень у 2019 році:

- ✓ 2100 LED-панелей
- ✓ 3100 LED-ламп
- ✓ 1 млн кВт-год – орієнтовна економія електроенергії

Заміна люмінесцентних ламп на LED у світильниках торгових меблів

- ✓ 211 тис. LED-ламп
- ✓ 1,1 млн кВт-год – орієнтовна економія електроенергії
- ✓ 8,1 тис. ламп планується замінити до 01.04.2020

✓ 0,82 млн кВт-год – запланована економія 53,6 тис. шт.

Найбільш помітним останнім часом став один із методів нецінової конкуренції – пошук переваг від способу представлення підприємства громадськості як такого, що піклується про службовців, виробляє екологічно чисту продукцію й у цілому орієнтовано на потреби суспільства. Керівники та менеджери, що орієнтовані на сучасні маркетингові концепції, усвідомлюють, що суспільство вимагає від підприємств усе більшого задоволення неекономічних потреб. Так, ТОВ «Сільпо-Фуд» також використовує даний метод, впровадивши проєкт під назвою «Silporecycling»

Проєкт створення сучасних станцій з прийому вторсировини #Silporecycling стартував у 2018 році. Перша станція відкрилася в травні 2018 року біля «Сільпо» на вул. Калнишевського, 2 (м. Київ).

Нині працюють 8 станцій #Silporecycling у великих містах України (Києві, Харкові, Дніпрі, Львові, Одесі, Запоріжжі).

Всього за 2019 р. ТОВ «Сільпо-Фуд» за даним проєктом прийняло 139,2 т паперу, 52,7 т пластику, 98,3 т скла 10 т металу.

- ✓ Понад 300 т вторресурсів було відправлено на переробку;
- ✓ 55 000 разів відвідали Гості станції #Silporecycling за 2019 рік;
- ✓ 1175 Гостей в середньому приходять на 1 станцію протягом місяця;
- ✓ 2,8 т паперу, 872 кг пластику, 2,6 т скла, 192 кг металу приймає в середньому 1 станція за місяць.

Зазначити чітку ефективність інвестування у даний проєкт, на жаль, не має змоги, проте є припущення щодо низької фінансової окупності даного проєкту, оскільки він не має прямого впливу на рішення клієнта щодо вибору магазину, якому надати перевагу, більше того, більшість обирають супермаркет за зручністю розташування, а не за екологічне позиціонування.

Оскільки важливою позицією ТОВ «Сільпо-Фуд» є технологічність, маркетингова стратегія інноваційного інвестування та розвитку передбачає впровадження новітніх технологій, в тому числі мережа «Сільпо» активно

розвиває в супермаркетах технологію самостійної оплати товарів Self-checkout.

На касах самообслуговування гість може сам сканувати вибрані товари за допомогою вбудованого сканера, упаковувати покупки й оплачувати їх зручним для нього способом. Водночас у зоні з терміналами постійно працює консультант, який готовий детально розповісти про роботу послуги та допомогти гостям.

Так, за результатами 2019 року [17]:

54 супермаркети обладнано «Самокасами»

347 кас самообслуговування встановлено

27% чеків у середньому оплачується через «Самокаси» в мережі

47,3% чеків на місяць — рекорд оплати товарів з використанням «Самокас» (Харків, просп. Гагаріна, 167/1) у 2019 році.

Отже, нами було проаналізовано інвестиційну діяльність підприємства ТОВ «Сільпо-Фуд» та зазначено всі відомі напрямки інвестування, а саме:

❖ Інвестування в акції:

- купівля акцій підприємства ПАТ «ЗНКІФ «Рітейл Еквіті Фонд»

❖ Проектне інвестування:

- проект заміни люмінесцентних ламп на LED
- проект створення сучасних станцій з прийому вторсировини #Silporecycling
- проект впровадження технології самостійної оплати товарів Self-checkout.

Так, інвестиції в акції продемонстрували витрати протягом року у обсязі 106091 тис. грн. У свою чергу проектне інвестування у своїй більшості продемонструвало позитивний ефект від інвестицій у каси самообслуговування, а також заміну освітлення на LED лампи.

Розрахуємо ризики проектного фінансування на життєвому етапі проекту «каси самообслуговування».

Ризики попередньої інвестиційної стадії. Цей ризик проявляється, коли компанія вже почала виробляти відповідну продукцію, проте вважаємо, що даний ризик для ТОВ «Сільпо Фуд» є мінімальними, оскільки проєкт полягає в закупівлі вже готового обладнання, без важливих тривалих змін в ньому.

Таким чином, для мінімізації даного ризику підприємством вжито наступних заходів:

- закупівля вже готового обладнання, яке пропонується в асортименті компанією-продавцем;
- детальна оцінка потреб ринку в даному виді продукції з кваліфікованим техніко-економічним обґрунтуванням;
- аналіз та вибір найбільш прийняттого джерела фінансування – розподілення прибутку.
- аналіз великого обсягу інформації щодо всіх чинників, які можуть призвести до тяжких наслідків — втрати вкладених капіталів, втрати прибутків і майна тощо.

Ризики інвестиційної стадії. Розглянуті чинники ризиків на попередній стадії продовжують діяти і на інвестиційній стадії, але до цих ризиків уже можуть додатися, наприклад, ризик постачальника, що пов'язаний із несвоєчасними поставками необхідних матеріалів, сировини, обладнання або із якістю поставок; ризик підрядника через некваліфіковане і неякісне проєктування і будівництво об'єкта за проєктом, а також через несвоєчасне введення об'єкта в експлуатацію.

Розглянемо заходи, для мінімізації зазначених вище ризиків як можливих під час проєктного інвестування ТОВ «Сільпо Фуд»:

- поступове виведення персоналу – працівників кас, що забезпечує покриття непередбачуваних обставин, серед яких – несвоєчасне постачання кас самообслуговування або неналежний їх стан;
- аналіз репутації обраного постачальника;

- передбачення у контракті про закупівлю обладнання, необхідність постачання у терміни, в іншому випадку – виплата компенсації за отриманні збитки/недоотриманий прибуток підприємством ТОВ «Сільпо-Фуд».

Важливим ризиком є валютний ризик, оскільки закупівля відбувається у валюті, проте аналіз коливань валюти за останні роки, не свідчить про значні загрози даному проєкту.

Важливим у проєктному фінансуванні є фінансовий ризик. Розрахуємо точку беззбитковості для проєкту закупівлі кас самообслуговування. Метод розрахунку критичних точок, як правило, полягає у розрахунку так званої точки беззбитковості і використовується щодо обсягів виробництва або реалізації продукції.

Оцінимо ризики управління проєктним фінансуванням на прикладі встановлення кас самообслуговування за показниками, які були наведені у попередніх підрозділах (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Оцінка ризиків управління проєктним фінансуванням ТОВ «Сільпо-Фуд» на прикладі встановлення кас самообслуговування за 2020 р.

Показник	Формула	Значення	Нормальне значення
Коефіцієнт обслуговування боргу	$\frac{FCF}{Debt}$	1,31	Більше 1
Коефіцієнт покриття зобов'язань (протягом року)	$\frac{NPV_T^N(CFADS)}{Debt}$	0,3	1
Коефіцієнт поточної ліквідності	$\frac{АПВ}{РП + З}$		
Чиста поточна вартість	$-INV + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2}$	0,35	Більше 0
Індекс прибутковості	$\frac{NPV}{C_0}$	1,32	Більше 1

Продовження табл. 2.2

Період окупності проєкту	$\frac{INV}{CF_t(E)}$	1,6	Чим нижче, тим краще
--------------------------	-----------------------	-----	----------------------

Проста норма прибутку	$\frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Інвестиційні затрати}}$	2,83	Більше 1
-----------------------	--	------	----------

Джерело: розроблено автором

Зобразимо графічно точку безбитковості. Аналітичний спосіб розрахунку точки безбитковості виглядає наступним чином:

$$BEP = FC / (SR - VC)$$

, де BEP — точка безбитковості в натуральному вираженні; FC — умовно-постійні витрати (fixed costs);

SR — виручка від реалізації (sales revenues);

VC — умовно-змінні витрати (variable costs)

Тобто точка безбитковості відповідає обсягу виробництва, за якого виручка від реалізації дорівнює сумі умовно-постійних і змінних витрат. Тримач проєкту компенсує тільки свої витрати і прибуток дорівнює нулю.

Розрахуємо точку безбитковості однієї одиниці автомату самообслуговування та зобразимо на рис. 2.4.

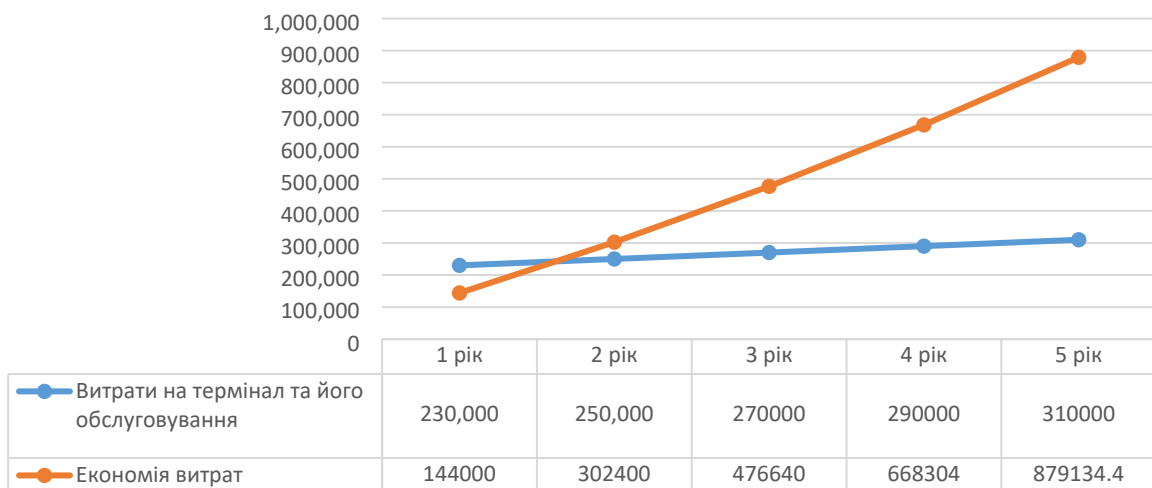


Рис. 2.4. Динаміка окупності однієї одиниці каси самообслуговування ТОВ «Сільпо-Фуд» протягом 5-и перших років після введення в експлуатацію

Джерело: розроблено автором на основі даних ТОВ «Сільпо-Фуд»

Таким чином ми бачимо, що за умови, що одиниця інвестування коштує 230 тис. грн та обходиться в обслуговуванні у 20 тис. грн. на рік та замінює

одного співробітника із зарплатою в середньому 12 тис. грн на місяць (144 тис. грн. на рік) з щорічним підвищенням на 10%, термін окупності 1 повний рік.

Враховуючи середній термін експлуатації 5 років, ТОВ «Сільпо-Фуд» забезпечує прибуток за даним видом інвестицій у розмірі 569,1 тис. грн. протягом всього періоду без врахування інфляції.

Отже, аналіз ризиків проєктного фінансування ТОВ «Сільпо-Фуд» продемонстрував, що підприємство займається реалізацією прибуткових проєктів, направлених на економію коштів, шляхом зниження постійних та змінних витрат. Так, оцінка проєкту встановлення терміналів самообслуговування продемонструвала, забезпечення прибутку за даним видом інвестицій у розмірі 569,1 тис. грн. протягом всього періоду (5 років) без врахування інфляції. Підприємство приймає можливих заходів для мінімізації ризиків, а наші розрахунки продемонстрували інвестиції у проєктне фінансування як доречні та економічно вигідні.

РОЗДІЛ 3.

ШЛЯХИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

3.1. Методи обмеження ризиків проєктного фінансування

Під механізмом проєктного фінансування розуміється комплексна система взаємодії основних учасників інвестиційного проєкту, і навіть принципи структурування схеми фінансування проєкту.

За проєктного фінансування кредитор несе підвищені ризики, оскільки він видає незабезпечений чи повною мірою забезпечений кредит. Погашення наданих позикових коштів передбачається здійснювати рахунок майбутніх грошових потоків, що утворюються під час експлуатації об'єкта інвестиційної діяльності.

Акцентуємо увагу на таких ключових відмінних рисах проєктного фінансування порівняно з іншими технологіями фінансування, які впливатимуть на систему управління ризиками:

- можливість залучення обсягів інвестиційних ресурсів, що істотно перевищують готівкові активи здобувача інвестицій;
- можливість мінімізації проєктних ризиків для учасників за рахунок їхнього розподілу між ними, формалізованого укладанням юридично зобов'язуючих угод;
- відсутність жорстких вимог до фінансового стану компанії-позичальника, у ролі якої виступає компанія спеціального призначення (KCN/SPV), що створюється для реалізації проєкту;
- можливість застосування практики «відсоткових канікул» (відстрочення виплат за основним боргом та відсотками на кілька років) та/або запровадження мораторію на обслуговування

інтересів інвесторів та повернення основного боргу на час освоєння капітальних витрат та виведення виробництва на проектну потужність.

Це дозволяє більш ефективно управляти кредитним ризиком проектного фінансування.

На основі цього можна зробити висновок, що виключно механізм проектного фінансування одночасно має всі описані вище риси, які дозволяють забезпечити фінансування великомасштабних інвестиційних проектів вартістю в десятки мільярдів.

В рамках проектного фінансування пропонуємо класифікувати ризики на основі критерію їхнього впливу на ключові параметри реалізації інвестиційного проекту, такі як:

- формування та рух грошових потоків у рамках реалізації проекту;
- техніко-технологічні показники виробничої діяльності у рамках реалізації проекту;
- загальні аспекти ведення бізнесу компанією спеціального призначення як комерційної організації та господарюючого суб'єкта.

Виходячи з прийнятого нами методу класифікації, при аналізі ризиків у рамках проектного фінансування можна виділити чотири основні категорії ризиків:

I. Фінансові ризики – ймовірність грошових втрат у зв'язку з тим, що потоки готівки у межах реалізації проекту виявляться недостатніми виконання фінансових зобов'язань учасниками проектного фінансування.

II. Операційні ризики – ризики прямого або непрямого збитку проектною діяльністю внаслідок настання несприятливих подій, пов'язаних із виробничою діяльністю.

III. Загальноекономічні ризики – ризики у межах проектного фінансування, які відносяться до загальних аспектів ведення проектною

діяльності компанією спеціального призначення, як комерційної організації та суб'єкта господарювання.

IV. Ризик форс-мажору - ризик непереборної сили, який включає такі природні явища, як землетруси, пожежі, повені, урагани, цунамі та ін.

Зазначені категорії ризиків взаємопов'язані та мають області перетину інформаційних потоків, особливо на рівні аналізу окремих ризиків, однак у цілому вони мають різну природу виникнення ризиків, а отже, мають різну стратегію в галузі управління.

Незважаючи на великий спектр різних ризиків, з якими стикаються учасники проєктного фінансування, можна виділити групи ризиків, що є характерними для більшості проєктів.

Залежно від специфіки проєкту, реалізованого з урахуванням застосування механізму проєктного фінансування, суттєвість тієї чи іншої групи ризиків буде змінюватися, але склад ризиків буде схожим.

Нижче наведемо таблицю, що містить основні ризики проєктної діяльності, що згруповані на основі запропонованої класифікації, а також можливі способи їх мінімізації.

Таблиця 3.1

Методи зниження ризиків в залежності від їх класифікації

Категорія ризиків	Групи ризиків	Приклад	Методи обмеження ризиків
Фінансові ризики	1. Кредитний ризик 2. Ризик ліквідності 3. Ринковий ризик: -ціновий ризик; -Процентний ризик; -валютний ризик	Непогашення чи неповне погашення зобов'язань перед кредиторами; зміна цін на проєктну продукцію / основна сировина; зростання відсоткових ставок; зміна валютного курсу	- страхування цінкових ризиків (хеджування); - страхування валютних ризиків - довгострокові договори постачання; - укладання довгострокових контрактів на постачання проєктної продукції та інше

Продовження табл. 3.1

Операційні ризики	1. Виробничі ризики; 2. Екологічні ризики; 3. Транспортні ризики; 4. Управлінські ризики - затримка введення об'єкта експлуатацію;	- закриття виробництва з екологічних причин; - недостатня кваліфікація управлінського персоналу	- штрафні санкції підрядникам; - Проведення додаткової технічної експертизи; - Створення резервного фонду; - погодження з кредиторами штату керуючого персоналу
Загальноекономічні ризики	1. Стратегічні ризики; 2. Правові ризики; 3. Ризик дефолту; 4. Ризики країни; 5. Податковий ризик	- юридичне забезпечення контрактів; - експортно-імпортні обмеження, зміна законодавства; - Неприятливі зміни у податковому законодавстві	- державні гарантії; - Страхування експортно-імпортними агентствами; - структурування юридично зобов'язуючих угод з використанням іноземного права
Форс-мажорні ризики		- війна; - стихійні лиха тощо.	- страхування

Джерело: розроблено автором

Для побудови ефективної системи управління ризиками в рамках проектного фінансування важливо не лише їх класифікувати та побудувати карту ризиків, але й виробити метод та інструментарій, що найкраще дозволяє мінімізувати виявлені ризики.

При цьому необхідно звернути увагу на такі особливості проектної діяльності, як

- множинність учасників;
- значна розтягнутість у часі;
- складний (комбінований) характер – проектна діяльність як поєднання найпростіших форм діяльності: науково-технічної, комерційної, фінансової, будівельної, виробничої тощо;

— міжнародний характер.

Аналіз ризиків має місце на передінвестиційній фазі. У той самий час об'єктом цього аналізу є ризики на інвестиційної і виробничої фазах, і навіть на фазі закриття проєкту. Віддаленість у часі цих фаз від моменту проведення аналізу (кілька років або навіть десятиліть) означає, що:

- деякі ризики можуть взагалі не враховані на етапі ідентифікації;
- оцінка деяких ризиків може бути неточною через зміни зовнішніх умов реалізації проєкту.

Виявлені особливості проєктної діяльності дозволили нам сформулювати наступний висновок: аналіз ризиків проєктної діяльності має бути не окремим етапом управління ризиками проєктної діяльності, яке постійною функцією, присутньою на всіх фазах і етапах проєктного циклу.

Проте важливо зазначити, що для уникнення виникнення ризику проєктного фінансування насамперед необхідно оцінити ризиковість самого проєкту під який буде проведено фінансування.

3.2. Шляхи покращення методів управління оцінкою проєктного фінансування

Покращення методів управління проєктним фінансуванням передбачає розробку додаткового методу оцінки наскільки реалістичним є плани реалізації проєкту та привабливості бізнесу загалом. Для визначення того, що не вистачає у проєкті, можна заповнити запропоновану нижче таблицю (3.2). Вона не претендує на повноту (наприклад, значимість окремих пунктів у ній насправді неоднакова), але дозволить оцінити потенційні перспективи розробки.

Таблиця 3.2

Критерії оцінки проєкту при його фінансуванні

Критерій	Підкритерій/Опис
Фінансовий стан підприємства	<ol style="list-style-type: none"> 1. Частка на ринку 2. Аналіз фінансових показників діяльності підприємства 3. Стрес-аналіз 4. Оцінка конкурентів
Фінансова структура	<ol style="list-style-type: none"> 1. Термін погашення фінансування (кредитування) по відношенню до запланованого терміну реалізації проєкту та отримання запланованих прибутків; 2. Співвідношення графіку погашення до фінансових можливостей забезпечувати його обслуговування
Політична та правова середа	<ol style="list-style-type: none"> 1. Аналіз законопроектів, що стосуються проєктного фінансування, в тому числі тих, які тільки висунулись радою/президентом 2. Аналіз стану економіки в країні за останні 5-10 років 3. Аналіз політичного стану та оцінка, чи не загрожує країні напад країни-сусіда, аналіз подальшого впливу на економіку та діяльність підприємства за позитивного та негативного сценарію
Ризик будівництва	<ol style="list-style-type: none"> 1. Наявність відповідних документів на дозвіл будування 2. Тип будівлі за контрактом 3. Гарантії завершення 4. Досвід реалізації аналогічних проєктів
Оцінка інвестора	Досвід інвестора фінансування проєктів даної сфери
Забезпечення	<ol style="list-style-type: none"> 1. Оцінка забезпечення, його актуальній ринковій ціні та ліквідності 2. Прогноз тенденцій до зміни вартості та ліквідності забезпечення 3. Ковенанти за договором (обов'язкові пренумерандо платежі, відстрочення платежів, послідовність платежів, обмеження на дивіденди тощо).

Джерело: розроблено автором

Таким чином, зазначена оцінка має включати наступні критерії:

- Фінансовий стан підприємства;
- Фінансова структура;
- Політична та правова середа;
- Ризик будівництва;

- Оцінка інвестора;
- Забезпечення.

Зазвичай оцінка обмежується фінансовими показниками діяльності підприємства, ми ж вважаємо, що важливо оцінити особливості самого проєкту, кон'юнктури ринку, економічного та правового стану в країні, оскільки дані критерії безпосередньо впливають на діяльність підприємства та можуть бути причиною тих чи інших ризиків проєктного фінансування.

Так, аналіз ринку конкурентів підприємства/проєкту аналізується з точки зору декількох факторів:

- Наявність конкуруючих проєктів. Даний фактор дозволяє визначити, чи існують альтернативні конкуруючі фірми, що пропонують аналогічні стандарти продукції та послуг, які могли б потенційно підірвати (шляхом встановлення нижчих цін) становище фірми, що оцінюється на ринку.

- Ступінь переваги перед конкурентами. Цей фактор ризику визначає рівень переваги (відсутності переваги) у проєкту з урахуванням існуючих (або потенційних майбутніх) конкуруючих фірм.

- Оцінка втручання з боку регулюючих органів. Цей фактор ризику дозволяє оцінити ступінь втручання з боку регулюючих органів у діяльність за проєктом (для тих проєктів, у яких регулюючий орган може встановлювати, контролювати чи впливати на тарифи, що нараховуються SPV за свою продукцію або послуги).

- Ринок для продукції та послуг проєкту. Цей фактор ризику дозволяє визначити розмір та диверсифікацію ринку, на якому продаються продукти та послуги SPV.

- Економічна ефективність. Даний фактор ризику дозволяє визначити очікувану довгострокову ефективність SPV по відношенню до конкурентів, і бал, що привласнюється, залежить від вартісних показників SPV по відношенню до конкуруючих фірм.

– Аспекти попиту та пропозиції для проєкту (коротко- та середньострокового). Цей фактор оцінюється на основі проведених ринкових досліджень та висновків про співвідношення попиту та пропозиції для продукції або послуг за проєктом. Короткострокова тимчасова перспектива у контексті поточної ринкової позиції з проєкту.

– Більш довгострокові перспективи для проєкту. Цей фактор стосується довгострокових перспектив розвитку проєкту, з урахуванням очікуваних тенденцій розвитку ринку та стійкості існуючих порівняльних переваг, що є у проєкту, у довгостроковій перспективі.

Отже, шляхи покращення методів управління оцінки проєктного фінансування повинні включати розробку кожним окремим підприємством/кредитором/інвестором комплексної оцінки підприємства та проєкту, фінансування якого планується. Так, окрім обов'язкової оцінки фінансового стану підприємства та бізнес-плану проєкту, методи оцінки мають включати наступні критерії: фінансова структура; політична та правова середовище; ризик будівництва; оцінка інвестора; забезпечення.

ВИСНОВКИ

При уточненні понятійного апарату проєктного фінансування, визначили проєктне фінансування як вид фінансування (як позикове, і через продаж пакетів акцій), необхідний розвитку конкретного проєкту материнської компанії (спонсора). Виплати відсотків та основної частини боргу здійснюються з грошових потоків цього проєкту. На сьогодні проєктне фінансування майже завжди застосовується при будівництві великого промислового об'єкта/реалізації масштабної задачі. У той самий час реконструкція, розширення, модернізація великого промислового підприємства може здійснюватися як у принципах проєктного фінансування, і на засадах інвестиційного і комерційного кредитування. У всьому світі роль проєктного фінансування стає чільною у фінансуванні, будівництві та управлінні великими виробничими об'єктами та об'єктами інфраструктури.

Аналіз широковідомих західних та українських підходів до класифікації ризиків проєктного фінансування дозволить виробити виважені критерії ідентифікації ризиків проєктного фінансування. У свою чергу, повноцінна ідентифікація ризиків є основою побудови адекватних моделей оцінки ризиків проєктного фінансування, що відповідають українській специфіці функціонування ринку проєктного фінансування, що має особливості свого розвитку. Моделі оцінки ризиків, що мають гнучкість, є гарною передумовою для вироблення заходів щодо зниження ризиків. Спільно, ідентифікація, оцінка та зниження ризиків є найважливішими елементами процедури управління ризиками проєктного фінансування, про яке йтиметься у наступному параграфі.

Розглянуті методичні підходи оцінки ризиків проєктного фінансування дають змогу констатувати, що в сучасних умовах кількісних і якісних моделей оцінки ризиків методичні підходи не мають універсальності. В основі якісних моделей лежить суб'єктивна оцінка конкретного експерта, що часто виключає можливість повторної перевірки об'єктивності результатів оцінки. У свою

чергу, кількісні моделі є громіздкими, дорогими у використанні та потребують встановлення спеціалізованого програмного забезпечення. Також вважаємо, що крім оцінки ризиків ініціатора проєкту в українських реаліях проєктного фінансування необхідно враховувати ризики участі в угоді інших банків-кредиторів та інвесторів, оскільки їх дефолт може реалізувати ризик фондування, внаслідок чого проєкт втратить фінансування на інвестиційній фазі реалізації, що зрушить терміни здачі проєктів/об'єктів інвестування та призведе до порушення умов кредитної угоди.

У свою чергу сучасний стан розвитку проєктного фінансування демонструє низьку проникність на ринок фінансування, що відображається у невеликій кількості банківських установ, які надають дану послугу, а також обмеженість надання послуги тільки банками, у той час як світова практика демонструє щонайменше 3 інструменти: банківське кредитування, облігації, прямі інвестиції. Обсяги фінансування клієнтів банками за даним направленням демонструє підвищення у 2-2,5 рази за останні роки, проте у більшості установ відсутня чітка динаміка до зростання, це вказує на те, що банківські установи не ефективно користуються даним продуктом, та не розглядають його як основний продукт при залученні нових клієнтів корпоративного бізнесу.

Нами було проаналізовано стан сучасної практики оцінки управління ризиками проєктного фінансування, та визначено основні показники, які розраховуються в рамках методик, серед них: коефіцієнт обслуговування боргу; коефіцієнт покриття зобов'язань протягом терміну дії кредитів; коефіцієнт поточної ліквідності; чиста приведена вартість; індекс прибутковості; період окупності проєкту; норма прибутку. Також важливо зазначити, що концентрований аналіз узагальнених методик оцінки ризиків, що застосовуються сьогодні підприємствами та методик оцінки кредитоспроможності проєктних компаній, що пропонуються кредитно-рейтинговими агентствами, показав, що специфіка передбачає комплексний аналіз ризиків проєкту, з присудженням рейтингу конкретному позичальнику

– проєктній компанії, що пов'язано з нормативно-правовим регулюванням угод проєктного фінансування та створення банками резервів на можливі втрати з позик на суб'єкта кредитних відносин (проєктну компанію), а чи не об'єкта кредитування (проєкта).

Аналіз ризиків проєктного фінансування ТОВ «Сільпо-Фуд» продемонстрував, що підприємство займається реалізацією прибуткових проєктів, направлених на економію коштів, шляхом зниження постійних та змінних витрат. Так, оцінка проєкту встановлення терміналів самообслуговування продемонструвала, забезпечення прибутку за даним видом інвестицій у розмірі 569,1 тис. грн. протягом всього періоду (5 років) без врахування інфляції. Також нами було розглянуто заходи, які вживає підприємство на шляху зниження ризиків, які продемонстрували відсутність певного скорингу, проте направлення заходів на зниження можливих «типових» ризиків.

Нами були наведено методи обмеження ризиків в залежності від типу ризику. Так, можемо стверджувати, що аналіз ризиків проєктної діяльності має бути не окремим етапом управління ризиками проєктної діяльності, яке постійною функцією, присутньою на всіх фазах і етапах проєктного циклу.

Зазначили, що шляхи покращення методів управління оцінки проєктного фінансування повинні включати розробку кожним окремим підприємством/кредитором/інвестором комплексної оцінки підприємства та проєкту, фінансування якого планується. Так, окрім обов'язкової оцінки фінансового стану підприємства та бізнес-плану проєкту, методи оцінки мають включати наступні критерії: фінансова структура; політична та правова середа; ризик будівництва; оцінка інвестора; забезпечення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Базель I, II, III: розвиток підходів для зміцнення регуляторної основи / С.В. Науменкова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2015. – № 12(177) – С. 39–48.
2. Бруссер П. Проектное финансирование. Подборка статей и материалов для лекций МГИМО / П. Бруссер. – М.: МГИМО, 2014. – 153 с
3. Великий економічний словник / Під ред. А. Н. Азріліяна. - М.: Інститут нової економіки, 2009. - з. 1140.
4. Йескомб Э.Р. Принципы проектного финансирования / Э.Р. Йескомб. – М.: Альпина Паблицер, 2015. – 408 с
5. Катасонов, В.Ю. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование / В.Ю. Катасонов, Д.С. Морозов. – Анкил, 2014. – 270 с. – ISBN: 5-86476-145-1.
6. Лютий І.О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І.О. Лютий, В.І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21–31.
7. Міщенко С.В. Стимулирование кредитования как фактор экономического роста / С.В. Міщенко // Вестник Финансового университета. – 2013. – № 1. – С. 35–45.
8. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Поняття системного ризику та підходи до визначення системно значущих банків. Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. 2014. № 1(105). С. 186–196.
9. Міщенко С. Вдосконалення інституційної структури нагляду за сектором / С. Міщенко // Банківська справа. – 2007. – № 1. – С. 41–56.
10. Науменкова С. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С. Науменкова, Т. Буй // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89–101.
11. Науменкова С. Особливості оцінювання ефективності проектів публічно-приватного партнерства: зарубіжний досвід та українська практика /

С. Науменкова, Я. Овсянникова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2013. – № 134. – С. 47–51.

12. Науменкова С. Проблеми розвитку інститутів спільного інвестування / С. Науменкова, С. Міщенко // Економіка та держава. – 2009. – № 11. – С. 46–48.

13. Науменкова С. Фінансові інструменти забезпечення від політичних ризиків у проєктному фінансуванні / С. Науменкова, С. Міщенко, Є. Тищенко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2016. – № 10 (187). – С. 6–17

14. Науменкова С.В. Макропруденційні інструменти в механізмі забезпечення фінансової стабільності / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко // Фінанси України. – 2015. – № 10. – С. 53–76.

15. Науменкова С.В. Особливості та інструменти проєктного фінансування в Україні / С.В. Науменкова, Л.Ю. Гавриш // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2013. – № 1 (14). – С. 214–222.

16. Обґрунтування методичних підходів до оцінки стійкості фінансової системи: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 6 / С.В. Науменкова [та ін.]. – К. : НБУ ; Центр наукових досліджень, 2006. – 162 с

17. Офіційний сайт мережі «Сільпо». – URL: <https://silpo.ua/>

18. Офіційний сайт ОТП Банк. – URL: <https://www.otpbank.com.ua/big-corporate/products-financing/investment-financing/>

19. Офіційний сайт Райффайзен Банк Аваль. – URL: <https://raiffeisen.ua/ru/korporativnim-kliiyentam/finansuvannya/investicijne-finansuvannya/investyciyniy-kredit>

20. Офіційний сайт Укрексімбанк. – URL: <https://www.eximb.com/ua/business/corporate/corporate-kredyty/corporate-finansuvannya-investycijnyh-proektiv/corporate-finansuvannya-investycijnyh-proektiv-proektne-finansuvannya.html>

21. Постанова Правління Національного банку України від 30.06.2016 р. №351 «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями». — URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16>
22. Проектне фінансування : навчальний посібник для студентів економічних спеціальностей. - Донецький національний університет. Донецьк : «Цифрова типографія», 2013. 152 с.
23. Фінансовий ринок та інвестиції / С.В. Науменкова, А.В. Андрєєв, Ф.О. Журавка. – К. : Знання, 2000. – 214 с.
24. Чеберкус Д. Перспективи проектного фінансування наукової і науковотехнічної діяльності в Україні. Наука та інновації. 2013. № 3. С. 73–83.
25. Шумило І. Теоретичні і практичні аспекти аналізу стану фінансової системи економіки / І. Шумило, В. Міщенко, Р. Лисенко // Вісник НБУ. – 2006. – № 3. – С. 6–11.
26. Arnold, G. Corporate Financial Management, 3 edn., Harlow, Essex: FT Prentice Hal, 2015. – 350 p.
27. Bob Ryan. Corporate Finance and Valuation, Thomson Learning, 2017. – 195 p.
28. Buljevich, E.C. Project financing and the international financial markets / E.C. Buljevich, Y.S. Park. - Boston: Kluwer Academic, 2019. – 302 p.
29. Della Croce, R. and J. Yermo (2019), «Institutional Investors and Infrastructure Financing», OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions. No. 36, OECD.
30. Edward Farquharson Clemencia Torres de Mästle and E. R. Yescombe with Javier Encinas. How to Engage with the Private Sector in Public-Private Partnerships in Emerging Markets, 2018 The International Bank for Reconstruction and Development
31. Esty, B.C. An Overview of Project Finance / B.C. Esty. – Boston: Harvard Business School, 2014. – 30 p.

32. Fight, A. Introduction to project finance / A. Fight. - Oxford : Butterworth-Heinemann. - 2015. – 208 p.
33. Financing infrastructure – International trends. - URL: <https://www.oecd.org/finance/Financing-infrastructure-international-trends2014.pdf#page=6&zoom=auto,-107,513>
34. Finnerty, J.D. Project Financing: Asset-Based Financial Engineering. Third Edition / J.D. Finnerty. - London : John Wiley & Sons, 2013. – 560 p. - ISBN: 978-1118394106.
35. From Global Savings Glut to Financing Infrastructure: The Advent of Investment Platforms. Prepared by Rabah Arezki, Patrick Bolton, Sanjay Peters, Frederic Samama, and Joseph Stiglitz Authorized for distribution by Prakash Loungani. February 2016, - URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1618.pdf>
36. Full Year 2020 Infrastructure and Project Finance League Table Report. – Текст : электронный // IJ Global : official website. – 2020. - URL: <https://ijglobal.com>
37. Gatti, S. Project Finance in Theory and Practice / S. Gatti. – Cambridge : Academic Press. – 2018. – 634 p. - ISBN: 9780128114018.
38. Gregory Fisher Suman, Babbar Private. Financing of Toll Roads Building State Infrastructure Privately: The Emergence and Diffusion of Public Private Partnerships in Canada, the United Kingdom and the United States of America by Christian Bordeleau, B. Sc. (Montréal), M. Sc. (Montréal), April 2019.
39. John Finnerty, Project Financing: Asset Based Financial Engineering, Wiley Finance, 2018. – URL: <https://www.wiley.com/en-us/Project+Financing%3A+Asset+Based+Financial+Engineering%2C+3rd+Edition-p-9781118394106>
40. Jones Lang LaSalle. – URL: <https://www.us.jll.com/en/newsroom>
41. Kurowski L., Sussman D. Investment project design – A guide to financial and economic analysis with constraints. New Jersey : John Wiley & Sons, 2019. – URL: <https://www.wiley.com/en->

us/Investment+Project+Design%3A+A+Guide+to+Financial+and+Economic+Analysis+with+Constraints-p-9781118267103

42. Mapping of instruments and incentives for infrastructure financing: a taxonomy. OECD Report to G20 Finance ministers and central banks governors. – URL: <https://www.github.org/resources/publications/mapping-of-instruments-and-incentivesfor-infrastructure-financing-a-taxonomy/>

43. Nevitt, P. Project Financing / P. Nevitt, F. Fabozzi. – London: Euromoney Books, 2010. – 498 p.

44. Sammut J. Project Finance: Fundamental Elements and Critical Issues. Z. :SMC University, 2018. 29 p. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1918693

45. Stefano Gatti, Project Finance in Theory and Practice, Academic Press, 2019. – URL: https://books.google.com.ua/books?id=viuMXcWMtZ4C&printsec=frontcover&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

46. The role of banks, equity markets and institutional investors in long-term financing for growth and development. Report for G20 Leaders (OECD, 2013).- URL: www.oecd.org/finance/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthPresidency2013.pdf

47. Tinsley, R. Advanced project financing: structuring risk / R. Tinsley. – London : Euromoney Institutional Investor, 2014. – 436 p. – ISBN: 9781781372647.

48. Vinter, G.D. Project finance: a legal guide / G.D. Vinter, G. Price. – London : Sweet & Maxwell, 2013. – 575 p.

49. Weber B. & Alfen. H. W. Infrastructure as an asset class – Investment strategies, project finance and PPP. West Sussex : John Wiley & Sons, 2020. – URL: <https://www.worldcat.org/title/infrastructure-as-an-asset-class-investment-strategies-project-finance-and-ppp/oclc/440116599>

50. Yescombe, E.R. Principles of Project Finance / E.R. Yescombe. – London : Academic Press, 2013. – 578 p. - ISBN: 978-0-123910585.