

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА
ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ



О. А. Лактіонова

ПРОЕКТНЕ ФІНАНСУВАННЯ

Навчальний посібник
для студентів економічних спеціальностей

Вінниця
2018

УДК 336:330.322(075.8)

Л 19

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Донецького національного університету імені Василя Стуса
(протокол № 2 від 24.09.2018 р.)*

Автор: *О. А. Лактіонова*, д-р екон. наук, доцент, завідувач кафедри фінансів і банківської справи Донецького національного університету імені Василя Стуса

Рецензенти:

С. С. Іонін, д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри обліку, аналізу і аудиту Донецького національного університету імені Василя Стуса

А. В. Сидорова, д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри бізнес-статистики та економічної кібернетики Донецького національного університету імені Василя Стуса

Лактіонова О. А.

Л 19 Проектне фінансування : навчальний посібник для студентів економічних спеціальностей. Вінниця, 2018. 216 с.

ISBN

Навчальний посібник містить лекції, завдання за темами курсу «Проектне фінансування» із визначення спеціальної термінології. У посібнику подано логіко-структурні схеми, тестові завдання, задачі, кейси та творчо-аналітичні завдання.

УДК 336:330.322(075.8)

ISBN

© Лактіонова О. А., 2018

© ДонНУ імені Василя Стуса, 2018

ЗМІСТ

ВСТУП.....	6
------------	---

ТЕМА 1

СУТНІСТЬ ТА ФОРМИ ОРГАНІЗАЦІЇ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1. Сутність і роль проектного фінансування.....	9
2. Форми організації проектного фінансування.....	16
3. Суб'єкти проектного фінансування та види контрактів.....	17
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА.....	19
1. Підготувати глосарій.....	19
2. Скласти логіко-структурні схеми.....	19
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання.....	20
4. Виконати тестові завдання.....	20
5. Кейс-завдання.....	24

ТЕМА 2

ІНСТИТУЦІЙНА ОСНОВА ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ. ОСОБЛИВОСТІ ВЗАЄМОДІЇ ФІНАНСОВИХ І НЕФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ У ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

1. Фінансові установи як учасники проектного фінансування.....	31
2. Функції комерційних банків у проектному фінансуванні.....	36
3. Організація діяльності банку з фінансування інвестиційних проектів.....	39
4. Андеррайтингові послуги банку в проектному фінансуванні.....	43
5. Сутність і особливості реалізації консорціумного фінансування.....	45
6. Особливості реалізації проектного фінансування в рамках фінансово-промислових груп (ФПГ).....	46
7. Особливості реалізації концесійних проектів.....	49
8. Участь міжнародних фінансових інститутів у проектному фінансуванні.....	56
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА.....	58
1. Підготувати глосарій.....	58
2. Скласти логіко-структурні схеми.....	59
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання.....	59
4. Виконати тестові завдання.....	60
5. Кейс-завдання.....	66

ТЕМА 3

ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ І БЮДЖЕТУВАННЯ КАПІТАЛУ

1. Структура інвестиційних ресурсів проектного фінансування, особливості їх використання. Інструменти рефінансування боргу	73
2. Визначення потреби у фінансових ресурсах	77
3. Оцінка вартості інвестиційних ресурсів у проектному фінансуванні	80
4. Фінансова стійкість проекту та коефіцієнти покриття	82
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА	83
1. Підготувати глосарій	83
2. Скласти логіко-структурні схеми	83
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання	83
4. Виконати тестові завдання	84
5. Задачі	89
6. Кейс-завдання	94

ТЕМА 4

ТЕНДЕРНІ ПРОЦЕДУРИ І ДОГОВІРНІ ВІДНОСИНИ В ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

1. Особливості організації підрядних тендерних процедур у проектному фінансуванні	113
2. Методи експертної оцінки, що використовуються під час ухвалення колективних рішень	121
3. Правове регулювання договірних відносин у проектному фінансуванні	127
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА	129
1. Підготувати глосарій	129
2. Скласти логіко-структурні схеми	129
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання	129
4. Виконати тестові завдання	129
5. Задачі	133
6. Кейс-завдання	134

ТЕМА 5

СКЛАД ТА ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ПРОЕКТНО-КОШТОРИСНОЇ ДОКУМЕНТАЦІЇ

1. Сутність і формування проектно-кошторисної документації	138
2. Кошторисні нормативи та порядок складання кошторисів	140
3. Особливості визначення і узгодження договірних цін у будівництві	143

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА.....	143
1. Підготувати глосарій.....	143
2. Скласти логіко-структурні схеми	143
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання	144
4. Виконати тестові завдання	144
5. Кейс-завдання	148

ТЕМА 6

ОРГАНІЗАЦІЯ БОРГОВОГО І ДОЛЬОВОГО ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ НА ОСНОВІ ВИПУСКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1. Організація пайового проектного фінансування на основі випуску акцій	151
2. Організація боргового проектного фінансування на основі випуску облігацій	155
3. Організація розміщення цінних паперів на міжнародних фінансових ринках.....	161
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА.....	164
1. Підготувати глосарій.....	164
2. Скласти логіко-структурні схеми	164
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання	164
4. Виконати тестові завдання	165
5. Задачі	169
6. Кейс-завдання	171

ТЕМА 7

УПРАВЛІННЯ ПРОЕКТНИМИ РИЗИКАМИ

1. Види проектних ризиків. Основні підходи до управління проектними ризиками	186
2. Управління проектними ризиками в інтересах кредитора.....	188
3. Управління проектними ризиками в інтересах замовника	192
ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА.....	195
1. Підготувати глосарій.....	195
2. Скласти логіко-структурні схеми	195
3. Підготувати творчо-аналітичне завдання	195
4. Виконати тестові завдання	196
5. Задачі	199
6. Кейс-завдання	204
ЛІТЕРАТУРА.....	212

ВСТУП

У країнах із розвинутою економікою в практиці фінансування інвестиційних проектів поширеною формою фінансування є проектне фінансування. При цьому сам проект, а саме, ті доходи, які отримують інвестори в результаті його реалізації, є способом обслуговування кредитних зобов'язань.

Останнім часом термін «проектне фінансування» став досить популярним серед банкірів, інвесторів та промисловців. Під час надання довгострокових кредитів банки звертають увагу не тільки на висококласне забезпечення і фінансовий стан позичальника, а все частіше здійснюють ретельний аналіз та всебічну експертизу саме проектів, які пропонуються для фінансування, як це прийнято в практиці зарубіжних кредитних установ.

В Україні здебільшого склалося спрощене уявлення про проектне фінансування як про банківське довгострокове кредитування інвестиційних проектів. У той же час проектне фінансування характеризується особливим способом забезпечення, основою якого є підтвердження реальності одержання запланованих грошових потоків шляхом ідентифікації і розподілу всієї сукупності ризиків, пов'язаних із проектом, між сторонами, які беруть участь у реалізації проекту (підрядні організації, фінансові установи, державні органи, споживачі кінцевої продукції). Його основною особливістю, на відміну від корпоративного та державного фінансування, є виявлення та управління ризиками, розподіл ризиків між учасниками проекту, оцінка затрат і доходів з урахуванням ризиків та їх розподілу.

Істотного значення для розвитку проектного фінансування в Україні набуває вивчення можливостей адаптації досвіду світової практики до вітчизняних умов, аналіз різних схем проектного фінансування, що використовуються у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, можливостей їх застосування в Україні.

Отже, для успішної реалізації інфраструктурних інвестиційних проектів в Україні потрібно, щоб студенти, як майбутні фахівці у сфері інвестиційного бізнесу, мали глибокі економічні знання з теорії і практики організації проектного фінансування, володіли сучасними методами аналізу ефективності інвестиційних процесів, сутності та особливостей консорціумного фінансування, розробки плану грошових потоків, складання кошторису, особливостей боргового і дольового фінансування, зокрема сучасних нових підходів – структурованого, мезонінного фінансування, змішаного концесійного фінансування тощо.

У зв'язку з цим метою вивчення дисципліни «Проектне фінансування» є здобуття теоретичних знань та практичних навичок із організації та реалізації механізму проектного фінансування, що надасть можливість розв'язувати складні спеціалізовані завдання, наукові і прикладні проблеми під час здійснення про-

фесійної діяльності у корпоративному, фінансовому та державному секторах економіки щодо фінансового забезпечення масштабних інвестиційних проєктів, зокрема інфраструктурних. Опанування навчальної дисципліни дає можливість студенту отримати такі результати навчання:

1. Розуміти сутність, роль та види проєктного фінансування, форми його організації та знати склад можливих учасників, мати уявлення про успішний досвід реалізації проєктного фінансування у світі та особливості посткризового розвитку.

2. Знати проєктний цикл та функції фінансових інститутів, які беруть участь у проєктному фінансуванні, зокрема комерційного банку.

3. Знати сутність та особливості фінансування концесійних проєктів, консорціумного фінансування, організацію проєктного фінансування в рамках фінансово-промислових груп, принципи та особливості реалізації та фінансування інфраструктурних проєктів.

4. Знати інструментарій менеджменту інфраструктурних проєктів: виведення їх на ринок та здійснення оплати поставок, особливості цих процесів за умови фінансування за рахунок коштів міжнародних фінансових інститутів.

5. Вміти визначати оптимальну структуру фінансових ресурсів, обсяги потреби у фінансових ресурсах, оцінювати вартість ресурсів та ефективність участі у реалізації проєктного фінансування.

6. Знати особливості організації підрядних тендерних процедур у проєктному фінансуванні, фінансові гарантії їх виконання, вміти використовувати методи експертної оцінки в проєктному фінансуванні.

7. Знати склад проєктно-кошторисної документації, порядок складання кошторису і особливості визначення договірних цін у будівництві.

8. Вміти застосовувати аналітичний інструментарій та знати організацію боргового і дольового фінансування, особливості розміщення цінних паперів на міжнародних фінансових ринках.

9. Знати види проєктних ризиків, вміти використовувати методи та інструменти управління ними в інтересах кредиторів та замовника.

За умови успішного вивчення дисципліни «Проєктне фінансування» студент буде вміти: оцінювати переваги та особливості реалізації різних схем проєктного фінансування; обґрунтовувати вибір способу фінансування проєкту, розробляти схему бізнес- і фінансової моделей проєктного фінансування; використовувати інструментарій управління проєктними ризиками та контролю за виконанням проєкту; аналізувати наявну практику та оцінювати поточну макроекономічну ситуацію та її вплив на результати проєкту; визначати тенденції у розвитку форм, методів, схем проєктного фінансування.

Для вивчення дисципліни «Проєктне фінансування» студент повинен мати достатню теоретичну і практичну підготовку за такими дисциплінами, як «Інвес-

тування», «Корпоративні фінанси», «Фінансовий менеджмент», «Банківські операції», «Управління фінансовими ризиками», «Фінансовий ринок» та ін.

Навчальний посібник написано відповідно до нормативної магістерської програми для студентів економічних спеціальностей.

ТЕМА 1

СУТНІСТЬ ТА ФОРМИ ОРГАНІЗАЦІЇ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ

Методичні вказівки до теми:

1. Сутність і роль проектного фінансування

В Україні, як і на Заході, проектне фінансування знаходиться в початковій стадії свого розвитку, тому немає однозначного трактування цього способу фінансування, а також однозначного підходу до визначення його сутності.

Передумовами розвитку проектної форми фінансування стали:

- необхідність залучення довгострокових фінансових ресурсів у величезних обсягах і, отже, об'єднання коштів багатьох великих інвесторів (що визначило виникнення консорціумного фінансування);
- конкуренція інвесторів за найбільш вигідне вкладення капіталу на довгостроковій основі, у тому числі у ризиковані проекти з необхідністю прийняття на себе певних додаткових ризиків, не характерних для звичайного кредитування;
- впровадження глобальних інвестиційних проектів, складних за своєю структурою і специфікою впровадження, що вимагають надання сукупності найрізноманітніших професійних послуг (у тому числі фінансових);
- активізація діяльності приватного сектору у сфері традиційно державних послуг за допомогою укладання концесійних угод;
- необхідність значних інвестицій у стійкий світовий розвиток, зокрема низько-вуглецеві форми інфраструктури;

За даними ОЕСР, загальна потреба в інфраструктурних інвестиціях до 2030 року у сферах транспорту, виробництва, передачі та розподілу електроенергії, води та телекомунікації, складає 71 трильйонів доларів США. Цей обсяг становить близько 3,5 % річного світового ВВП у період з 2007 по 2030 рр.¹ Аналогічні обсяги показує дослідження McKinsey, яке, спираючись на три альтернативні методології оцінки, кількісно оцінює потреби у сфері інфраструктури до 2030 р. від 57 до 67 трильйонів дол. США, не враховуючи потреби в соціальній інфраструктурі².

За оцінкою Європейської Комісії, до 2020 року Європа потребує від € 1,5 трлн до € 2 трлн інвестицій в інфраструктуру. У період з 2011 по 2020 рр. потрібно близько 500 млрд євро для реалізації програми Транс'європейської транспортної мережі (TEN-T), 400 млрд євро для розподільчих та інтелектуальних мереж, 200 млрд євро на мережі енергопостачання та зберігання і 500 млрд євро на модернізацію та будівництво нових електростанцій. Додаткові капіталовкладення на суму 38–58 млрд євро та 181–268 млрд євро будуть потрібні для досягнення цілей, визначених Європейською комісією для широкосмугового бездротового зв'язку.

Разом із тим, поєднуючи відновлювані джерела енергії із зменшенням інвестицій в органічне паливо, більш компактними містами та більш ефективним управлінням споживанням енергії, низьковуглецева інфраструктура буде збільшувати інвестиційні потреби лише приблизно 270 мільярдів доларів США на рік³.

¹ OECD (2007), *Infrastructure to 2030: Main findings and policy recommendations*.

² McKinsey Global Institute, *Infrastructure Productivity. How to save \$1 trillion a year, January 2013*

³ GCEC (2014), *Better Growth, Better Climate: The New Climate Economy Report, The Global Commission on the Economy and Climate, Washington, DC, October*

– швидка зростаюча урбанізація міст, що потребує значних інвестицій у їх інфраструктуру;

Міське життя продовжує масово приваблювати населення на глобальному рівні, особливо у країнах, що розвиваються. Наприклад, в Карачі (Пакистан) з 2000 по 2010 рр. населення зросло на 80 %, зараз воно становить 13 млн осіб, це приблизно 9 545 осіб на квадратний кілометр. Всі сім найбільших мегаполісів світу, визначені як райони з більш ніж 10 мільйонами жителів, знаходяться в Азії. Найбільша, із 37 млн людей, – це Токіо-Йокогамська область. Для прикладу, Нью-Йорк займає восьме місце серед мегаполісів світу. До 2030 року приблизно 60 % населення планети мешкатимуть у містах, що робить інфраструктуру пріоритетною для містозабудовників¹.

PwC, *Five Global Megatrends*, <http://www.pwc.com/gx/en/annual-review/megatrends/index.jhtml>, accessed on March 25, 2014.

– швидкі темпи зростання економіки країн, що розвиваються, із зростанням частки середнього класу, що потребує розвитку відповідної інфраструктури.

Країни, що розвиваються, особливо Китай та інші регіони Азії, генерують майже половину всіх витрат на інфраструктуру, що на 10 % більше, ніж у 2006 р. На відміну від цього, Західна Європа, яка не очікує досягти докризового рівня до 2018 року або пізніше, генерує лише 12 % загального обсягу витрат. Вони зменшилися з 20 % у 2006 році, і прогнозується, що до 2025 року, будуть становити менше 10 %¹.

PwC, *Capital project and infrastructure spending: Outlook to 2025*. www.pwc.com/cpi-outlook2025

Істотними ознаками (характеристиками) ПФ є:

1) учасниками реалізації інвестиційних проєктів у частині його фінансування, можуть бути не тільки універсальні банки, але й інвестиційні банки, інвестиційні фонди (ІСІ), пенсійні і страхові компанії та інші інституціональні інвестори, лізингові компанії.

2) переважною тенденцією розвитку в економічно розвинених країнах є використання в ПФ усій сукупності джерел і методів фінансування інвестиційних проєктів (банківських кредитів, емісії акцій, пайових внесків в акціонерний капітал, підприємницьких кредитів, фінансового лізингу, облігаційних позик, власних джерел промислових компаній (амортизаційних відрахувань і нерозподіленому прибутку) та ін.

3) єдиним джерелом покриття боргу є дохід (грошові потоки) від інвестиційного проєкту;

4) на відміну від звичайного інвестиційного кредитування (банківського кредиту), банк дає кредит «без регресу» або «з обмеженим регресом» на позичальника;

5) одним з основних методів зниження проєктних ризиків є їхній розподіл між усіма учасниками проєкту;

6) під час реалізації проєктів залежно від їхнього масштабу залучається велика кількість учасників (у тому числі професійних) та їх об'єднань. Форма ж організації реалізації й фінансування має свою специфічну структуру – характер-

на організація *проектної компанії* (компанії, яка реалізує інвестиційний проект і є власником усіх активів, які є результатом реалізації проекту);

7) для ПФ характерні підвищені ризики, які зовні подібні до венчурного фінансування, але відрізняються по своїй суті;

8) розширений набір послуг, надаваних банками в ПФ (банки виступають у ролі банків-гарантів, інвестиційних брокерів, фінансових консультантів, ініціаторів створення банківських консорціумів, інституціональних інвесторів, лізингових інститутів і т. п.);

9) з метою належного виконання договірних зобов'язань і підвищених ризиків, прийнятих банками на себе, останні беруть активну участь у реалізації проекту за допомогою здійснення постійного моніторингу всіх операцій. Часто зазначена функція делегується спеціалізованій компанії;

10) цільовий характер фінансування передбачає те, що основним об'єктом оцінки є саме інвестиційний проект.

Узагальнено виділяються дві точки зору на трактування ПФ:

1) під *проектним фінансуванням* розуміють цільове кредитування позичальника для реалізації інвестиційного проекту «без регресу» або «з обмеженим регресом» кредитора на позичальника. Забезпечення кредитних зобов'язань у такому випадку складають виключно або в основному доходи від проекту, а також активи, що належать інвестиційному проекту;

2) під *проектним фінансуванням* розуміють спосіб мобілізації з різних джерел фінансування інвестиційних ресурсів або комплексне використання різних методів фінансування конкретного інвестиційного проекту та оптимального розподілу пов'язаних із реалізацією проекту фінансових ризиків.

Інфраструктурні проекти є привабливими об'єктами для реалізації проектного фінансування завдяки:

- довгостроковим активам із тривалим життєвим циклом;
- низькому технологічному ризику;
- забезпеченню ключовими суспільними послугами;
- дуже нееластичному попиту;
- природній монополії або майже монополістичному ринку;
- наявності високих бар'єрів для входження конкурентів;
- активам, ринок яких регулюється державою;
- натуральному протиінфляційному хеджу;
- стабільним і прогнозованим операційним грошовим потокам;
- низькій кореляції з традиційними активами та загальним макроекономічним станом.

Глобальна структура проектного фінансування за секторами, 2013, %

Енергетика – 34,9; транспорт – 19,9; нафта та газ – 19,5; хімія – 5,3; нерухомість – 3,8; промисловість – 8,2; водопостачання – 3,2; добувна промисловість – 2,7; телекомунікації – 2,1; збір та переробка сміття – 0,9.

OECD JOURNAL: FINANCIAL MARKET TRENDS – VOLUME 2014

Отже, капіталоємність та довгостроковість визначає більш високі первинні витрати, низьку ліквідність та тривалість життєвого циклу. Крім того, інфраструктурні проекти можуть не генерувати позитивні грошові потоки на ранніх етапах, які можуть характеризуватися високими ризиками та витратами завдяки попередньому тривалому етапу розробки та підготовки до будівництва. Проте вони, як правило, генерують стабільні грошові потоки після того, як інфраструктурний об'єкт переходить в операційну фазу. Деякі об'єкти інфраструктури, де користувачі не платять за послуги, не генерують грошових потоків взагалі, вимагаючи втручання уряду для створення інвестиційної вартості.

Економія на масштабі та екстерналії – інфраструктура часто включає природні монополії, такі як магістралі або водопостачання, які демонструють залежність прибутковості від масштабів проекту і можуть приносити соціальні вигоди. Незважаючи на те, що прямі виплати власнику інфраструктурного проекту можуть бути недостатніми для покриття витрат, непрямі зовнішні впливи (екстерналії) можуть бути корисними для економіки в цілому. Такі соціальні вигоди суттєво важко виміряти. Навіть якщо вони можуть бути виміряні, плата за них може бути неможливою.

Гетерогенність, складність і наявність великої кількості учасників – інфраструктурні об'єкти мають тенденцію бути різноманітними та унікальними за своїм характером із складними правовими механізмами, структурованими для забезпечення належного розподілу виплат та розподілу ризиків, щоб узгодити стимули всіх сторін. Унікальність інфраструктурних проектів з точки зору генерування ними послуг та їх структури та потенційна складність робить інвестиції в інфраструктуру менш ліквідними.

Непрозорість – проекти інфраструктури, як правило, не мають прозорості через непрозорі та різноманітні структури. Це також стосується моделей PPP. Інформації, яку вимагають інвестори для оцінки цих структур ризику та ринку інфраструктури в цілому, бракує, що створює невизначеність. Відсутність чіткого еталону для вимірювання ефективності інвестицій також свідчить про те, що багато інвесторів є одним з основних бар'єрів для інвестування в інфраструктуру. Брак прозорості та адекватних даних підвищує ризики для тих, хто займається фінансуванням інфраструктури.

Альтернативою проектному є *корпоративне фінансування*, яке не передбачає створення спеціальної проектною компанії, а фінансування проекту здійсню-

ється на основі власного балансу корпорації. Деякі відмінності між цими двома типами фінансування містять таке:

- корпоративні фінанси підходять для невеликих проєктів, тоді як проєктне фінансування найкраще підходить для великих проєктів, яке зазвичай перевищує 250 мільйонів доларів;

- корпоративні фінанси є доцільними, коли компанія є сильною та відносно великою у порівнянні з проєктом;

- операції з корпоративним фінансуванням можуть бути організовані значно швидше, ніж проєктне фінансування;

- вартість проєктного фінансування зазвичай є більшою, ніж корпоративного боргу;

- корпоративне кредитування, як правило, має коротший термін, ніж кредитування проєкту;

- контрактна дисципліна фінансування проєктів є більш жорсткою, ніж у корпоративному фінансуванні;

- кредити у проєктному фінансуванні мають меншу вірогідність дефолту (PD) та більш високі показники покриття, ніж корпоративні позики. Історична вірогідність дефолтів кредитів у проєктному фінансуванні дорівнює BBB +.

- інвестиції, джерелом яких є корпоративні фінанси, завдають компанії-спонсору збитків за загальною вартістю проєкту, тоді як інвестиції у проєктному фінансуванні призводять до втрат, які дорівнюють інвестиціям в акціонерний капітал;

- проєктне фінансування вимагає менше регулятивного капіталу для банків;

- проєктна компанія надає можливість створювати нову структуру управління, щоб управляти конфліктами між власністю та контролем, а також між власниками та пов'язаними сторонами;

- одиничність проєкту робить його прозорим. Натомість корпоративні позичальники часто мають різноманітний потік доходів, складні допоміжні структури та бухгалтерські процедури, а також грошові потоки, які важко аналізувати.

Диференціація інструментів фінансування у випадку проєктного і корпоративного фінансування інфраструктурних об'єктів має такий вигляд:

Інструменти фінансування інфраструктурних проєктів

Категорія активів	Інструмент	Проектне фінансування	Корпоративне фінансування	Забезпечувальна інфраструктура фінансового ринку
Боргові інструменти (Fixed Income)	Облігації	Проектні облігації	Корпоративні облігації, Зелені облігації	Фонди облігацій (Bond Funds), Індеси облігацій, ETFs (біржові фонди)
		Муніципальні, Субсуверенні облігації		Боргові фонди (Debt Funds)
		Зелені облігації, Сукук	Субординовані облігації	Кредитні індеси (Loan Indices), Кредитні фонди (Loan Funds)
	Кредити	Прямі / Спільне інвестиційне кредитування (Co-investment lending), Синдиковані проєктні кредити	Прямі / Спільне інвестиційне кредитування, Синдиковані кредити, Сек'юритизовані кредити	
Змішані (гібридні)	Гібридні інструменти	Субординовані кредити / облігації, мезонінне фінансування	Субординовані облігації, Конвертовані облігації, Привілейовані акції	Мезонінні боргові фонди Гібридні боргові фонди (Hybrid Debt Funds)
Дольові інструменти	Лістингові	YieldCos	Лістингові інфраструктурні акції, Closed-end Funds, REITs, MLPs	Лістингові інфраструктурні фонди акцій (Listed Infrastructure Equity Funds), Індеси, трасти, ETFs
	Нелістингові	Прямі / Спільне фінансування інфраструктурних проєктів, PPP	Прямі / Спільне фінансування інфраструктури корпорацій, PPP	Нелістингові інфраструктурні фонди

До нових методів організації проєктного фінансування належать:

– *Yieldcos* – це енергетичні інвестиційні проєкти з багаторічними угодами про закупівлю електроенергії, які реалізуються у новій дочірній компанії корпоративними спонсорами. Акції дочірнього підприємства розміщуються на біржах через IPO, тоді як основний спонсор зберігає пакет акцій. Цей інструмент приваблює стабільністю доходів завдяки довгостроковим контрактам. Застосовується до проєктів з відновлюваної енергії, таких як сонячна енергія та енергія вітру. Завдяки обліку амортизаційних витрат, які можуть перевищити загальний дохід, податки, що підлягають сплаті, можуть бути відкладені на багато років вперед. *Yieldcos* забезпечують інше джерело фінансування через відкриті ринки збуту

поновлюваних джерел енергії, що допомагає зменшити вартість капіталу шляхом розширення бази інвесторів та поліпшення ліквідності. Yieldcos також забезпечують інвестиції у сферу, яка може диверсифікувати традиційний розподіл капіталу в портфелях інституційних та роздрібних інвесторів;

– *Лістингові інфраструктурні фонди* (Listed infrastructure funds) залучають капітал за допомогою публічних ринків шляхом емісії акцій (наприклад, IPO) або шляхом акумулювання інвестиційного капіталу від інвесторів для вкладання капіталу в інфраструктуру. Менеджери фондів несуть відповідальність за відбір активів та управління щоденними операціями від імені інвесторів. Такі фонди є способом роздрібного інвестування в активи інфраструктури (а не через корпоративну структуру). Такі інфраструктурні фонди можуть бути закритими або відкритими, або інвестиційними трастами. Ці продукти подібні до звичайних акцій, оскільки існує ліквідний публічний ринок, де акції можуть купуватися та продаватися на біржах; однак, капітал, залучений такими фондами, розподіляється саме в інфраструктурні активи диверсифіковано або спеціальними фондами залежно від стратегії фонду. Отже, їх можна розглядати як «прямі» інвестиції в інфраструктурні активи, якими володіють та управляють керуючі фонди, а не фінансові інструменти корпорацій. Кошти можуть вкладатися у лістингові проектні компанії або в нелістингові проектні компанії (суб'єкти проектного фінансування). Перелічені інфраструктурні фонди забезпечують швидкий доступ до інвестицій в інфраструктуру, пропонуючи географічну та галузеву диверсифікацію для інвесторів з невеликими обсягами інвестицій. Отже, приватні інвестори є основним каналом інвестування, хоча більші інституційні інвестори можуть також здійснювати інвестиції;

– Кваліфіковане обмежене партнерство (MLP) поєднує податкові пільги товариств з обмеженою відповідальністю з перевагами лістингу на біржі. У Сполучених Штатах, де такі організації вперше з'явилися, застосування MLP обмежувалося лише певними сферами, які дозволені податковим кодексом. Підприємства, які займаються нафтою і газом, природними ресурсами, відповідають вимогам спеціального податкового режиму. MLP мають високі доходи від дивідендів, порівнюючи зі звичайними акціями.

– Інвестиційні фонди нерухомості (REITs) та Інвестиційні фонди інфраструктури (ITs) мають незначну частину фінансування інфраструктури, але заслуговують на увагу. REITs є спеціальними трастами, які інвестують саме у власність, причому акції, які пройшли лістинг на біржах (хоча деякі REITs є приватними та не включені до списку). Довірчі менеджери залучені до операцій та управління конкретними активами, що знаходяться у довірчому управлінні. REITs, як правило, пов'язані з нерухомістю; однак, існують певні сегменти ринку інфраструктури, які кваліфікуються як об'єкти нерухомості для цілей засто-

сування правил REIT. У 1960 році Сполучені Штати вперше прийняли закон, що передбачив акумуляцію фінансових ресурсів для нерухомого майна з використанням модифікованих податкових правил. Багато країн планують такий режим. Залежно від правил країни, REIT повинні сплатити принаймні 90 % свого оподаткованого доходу у вигляді дивідендів.

– Нелістингові фонди інфраструктури інвестування (Unlisted infrastructure equity funds) являють собою канал інвестування в активи інфраструктури (часто у вигляді проектного фінансування) для інституційних інвесторів. Фонди забезпечують диверсифікацію між секторами та географічними областями та дозволяють невеликим інвесторам залучати капітал для прямої інфраструктури. Інституційні інвестори беруть участь у нефіксованих фондах інфраструктури в якості обмежених партнерів («LP»). Фонд знаходиться в управлінні генеральним партнером фонду, часто інвестиційним банком або інвестиційною фірмою. Генеральний партнер відповідає перед фондом за вкладання капіталу у різні інфраструктурні активи від імені LP.

2. *Форми організації проектного фінансування*

Форми проектного фінансування залежно від способу мобілізації фінансових ресурсів:

- 1) ПФ, яке здійснюється за рахунок коштів власне промислового підприємства, організації (компанії-замовника);
- 2) за рахунок банківських кредитів;
- 3) за рахунок залучення коштів за допомогою випуску цінних паперів (акцій і облігацій), пайових внесків;
- 4) за рахунок приватних кредитів;
- 5) шляхом проведення операцій лізингу.

Залежно від способу розподілу ризиків між кредиторами й позичальником:

- 1) кредитування «без регресу» – уся відповідальність за реалізацію інвестиційного проекту покладається на фінансово-кредитну організацію (кредитора);
- 2) кредитування з «частковим регресом» – розподіл ризиків здійснюється на паритетних підставах;
- 3) кредитування «з повним регресом» – кредитор покладає всю відповідальність за реалізацію проекту на позичальника.

Залежно від способу участі банку в емісії цінних паперів з метою фінансування інвестиційного проекту:

- 1) банк виступає дилером (андеррайтинг) – викуповує у емітента цінні папери й потім перепродає їхнім інвесторам;
- 2) банк виступає в ролі агента – бере на себе функції із розповсюдження цінних паперів (з гарантією або без гарантії викупу нерозміщеної частини випуску).

Залежно від структури об'єкта фінансування:

- 1) інвестиційний проект реалізується як єдине ціле;
- 2) розподіл проекту на окремі проекти.

Переваги другої схеми ПФ полягають:

- 1) залучення різних організацій до фінансування окремих проектів, що можуть виявити зацікавленість до окремих об'єктів;
- 2) використання результатів реалізації окремих проектів як об'єктів забезпечення повернення позикових ресурсів на наступних етапах реалізації проекту;
- 3) залучення більш короткострокових кредитів;
- 4) ефективне використання всього спектра позикових інструментів (корпоративних і трастових) з різним ступенем участі у проекті й контролю з боку кредиторів.

За даними Thomson Reuters, ринок ПФ у 2014 році виявився меншим, ніж ринок випуску облігацій та ринки сек'юритизації активів, але сума, інвестована в ПФ, була більшою, ніж суми, отримані через IPO або венчурний капітал. У 2014 році позики проектного фінансування на суму 54,1 млрд дол. США та 60,2 млрд дол. США були розміщені відповідно у Західній Європі та США, а в цілому на загальну суму 260 млрд доларів по всьому світу. ПФ досягнуло максимального значення у 2008 році, скоротилося у 2009 році та знову зросло у 2010 та 2011 роках. У 2014 році ПФ склало 259,9 млрд доларів США, що на 278,5 % більше, ніж у 68,7 млрд доларів США за 2000 рік. Так само рекордний показник становив 3 905,8 доларів США у синдікованих позиках, не пов'язаних з ПФ, у 2014 році був на 101,1 % більше, ніж із 1942,7 млрд доларів США за 2000 рік. Кредитування у ПФ сконцентроване у п'яти ключових галузях промисловості, тоді як загальна чисельність нефінансових операцій показує набагато меншу концентровану галузеву структуру: комунальні послуги (29,8 %), будівництво (13,7 %), виробництво (12,6 %), видобуток корисних копалин (10,7 %) та транспорт (10,7 %) складають 77,3 % усіх кредитів ПФ, але лише 55,2 % нефінансових операцій, пов'язаних із синдікованими кредитами.

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/148569/1/875234275.pdf>

3. Суб'єкти проектного фінансування та види контрактів

Суб'єкти ПФ представлені:

- учасниками, які мають безпосереднє відношення до об'єкта фінансування (основні учасники): ініціатори, замовники, інвестори (спонсори та кредитори), керівник проекту, проектна компанія, участь яких є обов'язковою для ПФ;
- опосередковані учасники (непрямі) – держава й покупці, страхові компанії та ін.

У ролі *спонсорів* або власників можуть виступати: промислові компанії; держава; фінансові інститути.

Характеристики ініціаторів, проекти яких найбільше приваблюють інвесторів (банки):

- ініціатори мають діючий бізнес, і реалізація проекту дозволить досягти синергетичного ефекту;

– ініціатори мають довгостроковий інтерес у реалізації проекту (наприклад, проектна компанія є постачальником або покупцем, переробником у давальницькій схемі щодо ініціаторів);

– ініціатори мають досвід у галузі проекту;

– ініціатори вкладають у проект значні для них кошти, а також одержують значну норму прибутку на вкладений капітал, більшу, ніж норма прибутку існуючого в них бізнесу.

Проектна компанія (SPV – special purpose vehicle) – створюється ініціаторами й замовниками спеціально під проект і займається винятково діяльністю, яка пов’язана з інвестиційним проектом. Можливим є також організація ПФ таким чином, щоб проект реалізовувався на базі декількох компаній, але жодна з них не може здійснювати інші види діяльності, окрім реалізації проекту.

Перевагами організації проекту на базі формування проектної компанії є:

– можливість ефективного контролю над проектом;

– прозорість процесу виконання проекту для кредиторів і ініціаторів і, отже, нижче ризик і вище керованість, нижча вартість залучення ресурсів.

Пріоритетною формою організації Проектної компанії є акціонерна (у цьому випадку спрощується процедура оформлення акцій компанії під заставу). Прийняття рішень за ключовими питаннями має здійснюватися одностайно. Розподіл акцій Проектної компанії повинен давати можливість формувати більшість для прийняття рішень за різними питаннями (уникнення нерівномірності розподілу голосів).

Для реалізації ПФ укладається велика кількість різноманітних *контрактів*, основними серед них є:

1) на передексплуатаційній стадії: договір із надання інжинірингових та будівельних послуг (*Engineering Producing Construction Contract*);

2) на стадії експлуатації: договір на експлуатаційне і технічне обслуговування (*Operational and Maintenance Contract*); договір постачання (*Supply Agreement*); договір продажів (*Sales Agreement*); концесійний договір (*Concession Contract*).

Договір із надання інжинірингових та будівельних послуг має такі особливості:

– контрактор є компанією (або консорціумом компаній), що здійснює дизайн та будівництво об’єкта на основі фіксованої ціни (*turnkey contract*);

– контрактні зобов’язання покладаються на головного контрактора, який може підписувати угоди із субпідрядниками;

– основний контрактор, як правило, відповідає за реалізацію контракту у відповідний термін та, відповідно, збитки від порушення термінів;

– контрактор зобов’язаний сплатити штраф в разі невідповідності об’єкта технічним вимогам під час введення його в експлуатацію.

Відповідно до договору на експлуатаційне і технічне обслуговування:

- оператор є стороною контракту, що після будівництва об'єкта здійснює його експлуатацію та технічне обслуговування протягом визначеного періоду часу, гарантуючи SPV ефективність та відповідність встановленим параметрам;
- грає ключову роль в ПФ;
- оператором може бути один зі спонсорів або інвесторів проекту.

Відповідно до договору постачання:

- довгостроковий контракт постачання сировини та матеріалів;
- контракт підписується із невеликою кількістю постачальників, які як правило є інвесторами (спонсорами) проекту.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Інвестиційний проект, Greenfield projects, Brownfield projects, проектне фінансування «з повним регресом» на позичальника, проектне фінансування «з частковим регресом», проектне фінансування «без регресу» (non-recourse financing), Blended finance, Blended Concessional Finance, YieldCos, Listed infrastructure funds, Real Estate Investment Trusts, Unlisted infrastructure equity funds, Equity Contribution Agreement, концесійна угода, державна гарантія, інвестиційний брокер, проектне фінансування з паралельним фінансуванням, проектне фінансування з послідовним фінансуванням, банківський кредит, синдикований кредит, проектна компанія (SPV), промислово-фінансова група, ініціатор інвестиційного проекту, замовник інвестиційного проекту, інвестор інвестиційного проекту, керівник інвестиційного проекту, команда інвестиційного проекту, Engineering Producing Construction Contract, Operational and Maintenance Contract, Supply Agreement, Sales Agreement, «tokenisation» of infrastructure assets.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Відмінні і спільні характеристики банківського кредитування і проектного фінансування.
2. Відмінні і спільні характеристики корпоративного і проектного фінансування.
3. Взаємодія основних учасників та види контрактів у проекті «Milan metro line 4» (<http://docs.trb.org/prp/16-0504.pdf>).
4. Схеми паралельного і послідовного проектного фінансування.
5. Суб'єкти проектного фінансування.

3. Підготувати творчо-аналітичне завдання:

1. Проаналізувати участь українських банків у проектному фінансуванні.
2. Узагальнити досвід світових банків-лідерів у сфері проектного фінансування.
3. Відповідно до глобальних звітів, визначити основні тенденції та драйвери розвитку проектного фінансування у майбутньому (*Capital project and infrastructure spending: Outlook to 2025. – Електронний ресурс: www.pwc.com/cpi-outlook2025*).
4. Визначити проблеми розвитку проектного фінансування в світі та окремо – в умовах фаз циклічного розвитку економіки.
5. Проаналізувати стан світового ринку проектного фінансування (географія, галузева структура).
6. Відповідно до резолюцій G20 та OECD, визначити принципи довгострокового фінансування інвестицій інституційними інвесторами та необхідні заходи для їх розвитку (*OECD (2013), G20/OECD High-level Principles of Longterm Investment Financing by Institutional Investors, endorsed by G20 leaders in 2013*).
7. Використання блокчейн-технологій в інфраструктурних проектах (*Basden, James and Michael Cottrell (2017), «How Utilities are Using Blockchain to Modernize the Grid» Harvard Business Review, March 23, 2017*).
8. Визначити сутність, принципи та драйвери використання змішаного концесійного фінансування (Blended concessional finance) (*DFI Working Group (2017), Blended Concessional Finance for Private Sector Projects, Summary Report*).

4. Виконати тестові завдання:

1. Передумовою розвитку проектної форми фінансування не є:
 - а) конкуренція інвесторів за найбільш вигідне вкладення капіталу на довгостроковій основі, в тому числі і в ризикові проекти;
 - б) активізація діяльності приватного сектора у сфері традиційно-державних послуг за допомогою укладення концесійних угод;
 - в) необхідність залучення довгострокових фінансових ресурсів у величезних обсягах та об'єднання великих інвесторів;
 - г) відмова держави від участі у фінансуванні високоризикових проектів.
2. Відмінною характеристикою проектного фінансування є:
 - а) зниження ризику досягається здебільшого шляхом залучення в якості учасника страхової компанії;
 - б) банк здійснює вкладення коштів на умовах кредитування «з повним регресом» на позичальника;
 - в) основним об'єктом оцінки є кредитоспроможність інвесторів;
 - г) єдиним джерелом покриття боргу за кредитом є дохід від інвестиційного проекту.

3. Проектне фінансування з послідовним фінансуванням передбачає:

- а) участь кількох кредиторів у наданні позикових коштів для реалізації інвестиційного проекту;
- б) створення консорціуму банків для фінансування інвестиційного проекту;
- в) продаж кредитором своїх вимог щодо погашення боргу за кредит іншому кредитору;
- г) поетапне фінансування банком реалізації інвестиційного проекту у міру виконання будівельно-монтажних робіт.

4. Єдиним джерелом покриття боргу у проектній формі фінансування є:

- а) банківський кредит;
- б) страхове відшкодування;
- в) дохід від реалізації інвестиційного проекту;
- г) дотації держави.

5. Спосіб мобілізації з різних джерел фінансування інвестиційних ресурсів або комплексне використання різних методів фінансування конкретного проекту й оптимального розподілу пов'язаних з ним ризиків – це:

- а) концесійна угода;
- б) проектне фінансування;
- в) банківський кредит;
- г) тендери.

6. До способів мобілізації фінансових ресурсів для проектної форми фінансування не належать:

- а) кошти власне підприємства;
- б) випуск цінних паперів;
- в) пайові внески;
- г) страхове відшкодування.

7. Залежно від способу залучення позикових ресурсів виділяють такі форми організації проектного фінансування:

- а) паралельне і послідовне;
- б) незалежне і спільне;
- в) паралельне і спільне;
- г) незалежне і послідовне.

8. Яку назву має спосіб організації проектного фінансування із залученням позикових коштів, відповідно до якого кожен банк укладає з позичальником окрему кредитну угоду:

- а) паралельне;
- б) незалежне;

- в) спільне;
- г) послідовне.

9. Спосіб залучення позикових коштів, відповідно до якого вся відповідальність покладається на фінансово-кредитну організацію, називається:

- а) «з повним регресом»;
- б) «з частковим регресом»;
- в) «без регресу»;
- г) незалежне.

10. Якщо банк бере участь в емісії цінних паперів і виступає в ролі дилера, то в його обов'язки входить:

- а) розповсюдження цінних паперів;
- б) надання послуги андеррайтингу;
- в) покупка цінних паперів у емітента;
- г) фінансування випуску цінних паперів.

11. Непрямими учасниками проектного фінансування виступають:

- а) держава, страхові компанії, покупці;
- б) ініціатор, замовник, інвестор;
- в) керівник проекту, команда проекту, керівник компанії;
- г) держава, замовник, керівник проекту.

12. Автором головної ідеї бізнес-проекту, попереднього обґрунтування пропозицій щодо реалізації є:

- а) інвестор;
- б) замовник;
- в) керівник проекту;
- г) ініціатор.

13. Основний учасник, для якого здійснюється проект, зацікавлений у реалізації проекту та досягненні результатів, який є власником, користувачем результатів проекту – це:

- а) замовник;
- б) ініціатор;
- в) проектна компанія;
- г) інвестор.

14. Учасником, який надає кошти у користування або гарантує надходження від третіх осіб і не бере активної участі у реалізації проекту, є:

- а) банк;
- б) проектна компанія;

- в) замовник;
- г) інвестор.

15. Вкажіть основного учасника проекту, який має безпосереднє відношення до об'єкта фінансування:

- а) держава;
- б) покупець;
- в) страхова компанія;
- г) ініціатор.

16. Залежно від способу розподілу ризиків між кредитором і позичальником виділяють такі види кредитів:

- а) паралельні, послідовні, спільні;
- б) «без регресу», «з регресом», «з повним регресом»;
- в) довгострокові, середньострокові, короткострокові;
- г) стандартні, нестандартні.

17. Для послідовного проектного фінансування характерним є:

- а) кожен банк укладає з позичальником окрему кредитну угоду, виділяється один банк, який виконує функції координації фінансування проекту;
- б) кожен банк укладає з позичальником окрему кредитну угоду і фінансує кожен свою частину інвестиційного проекту;
- в) кожен банк укладає з банком агентом певну угоду з фінансування проекту, виділяється один банк, який виконує функції кредитора;
- г) один банк ухвалює рішення про вибір проекту і є ініціатором кредитних відносин, після видачі позики він передає свої вимоги іншому кредитору.

18. Відмінною характеристикою проектного фінансування не є:

- а) дохід від інвестиційного проекту є єдиним джерелом покриття боргу за кредитом;
- б) банк здійснює вкладення коштів на умовах кредитування «без регресу» на позичальника;
- в) зниження ризику досягається здебільшого шляхом залучення страхової компанії в якості учасника;
- г) використовується вся сукупність джерел і методів фінансування проектів.

19. Об'єктом оцінки за умови проектного фінансування є:

- а) сам проект;
- б) техніко-економічне обґрунтування;
- в) грошові потоки за проектом;
- г) сума доходу під час реалізації проекту.

20. Переважною тенденцією розвитку проектного фінансування в розвинених країнах є:

- а) великий досвід зарубіжних банків у цій сфері;
- б) розвинений фондовий ринок;
- в) використання і розуміння проектного фінансування як усієї сукупності джерел і методів фінансування інвестиційних проектів;
- г) участь держави в проектному фінансуванні.

21. Проект може розподілятися на окремі проекти для:

- а) залучення більш довгострокових кредитів;
- б) ослаблення контролю за реалізацією всього проекту;
- в) ефективного використання всього спектру позикових інструментів з різним ступенем участі в ньому контролю з боку кредиторів;
- г) посилення контролю з боку держави.

22. Вкуп банком у емітента цінних паперів і передача їх інвестору – це:

- а) андеррайтинг;
- б) сек'юритизація;
- в) проектне фінансування;
- г) диверсифікація ризиків за проектом.

23. Проект браунфілд – це:

- а) проект, який передбачає проектування та побудову активу у місці, де раніше не існувало інфраструктури чи будівлі;
- б) проект, який базується на існуючому активі, що потребує вдосконалення, ремонту чи розширення (наприклад, територія, де вже існує будівля або споруда);
- в) проект, який потребує суттєвого доопрацювання;
- г) проект, який не пройшов експертизу.

5. Кейс-завдання

1. «Infrastructure investments in GCC countries»

Unlike in Europe – where most of these projects are developed on a public-private-partnership basis – in the GCC, PPP has not really taken off yet. «Governments have tended not to choose PPP and have just written a check,» says Hinch. «Part of the reason for that is access to funds. Why borrow [at] 250bps above Libor when you can write a check from your own balance sheet?»

Risbridger says that for PPP to be attractive to investors, there have to be reliable revenue streams. «[GCC] governments have reviewed the

value of using the PPP model for highways, but it is difficult to financially justify this approach when they have direct access to cheap capital. There isn't currently the appetite in the region for toll roads, so revenue can only be generated through operational efficiency KPI [key performance indicator] mechanisms paid for by the government, at what is often seen as a premium price.»

However, in the utilities sector, where there is revenue generation, PPP is taking hold. «There are some examples where PPP is working and has worked for a number of years now», says Risbridger, «but in transportation it is probably some way off.» GCC governments may have the capital to finance large-scale infrastructure projects, but Hinch says they should get the experience and operating benefits (risk mitigation) of PPP and use their own capital to finance the more difficult ones (toll roads, schools hospitals).

«Nobody really asks about the feasibility of these projects,» says Saidi, adding that reaching into their pockets every time a piece of infrastructure needs financing doesn't subject these projects to a true market test. «Financing infrastructure projects, petrochemical, water, ports, airports through bonds or sukuk – that gives you a market test as to their viability.» Saidi believes the Middle East is at the start of a major shift in terms of how public finances are handled. «If you want to finance electricity and water, turn to the markets. I am encouraged by the UAE, where the Dubai Electricity and Water Authority used sukuk markets,» he notes.

Iqbal Khan, chief executive of Fajr Capital, an investment firm based in the DIFC, says there is a growing realization that the region's infrastructure needs cannot be met by the public sector alone. «The development of PPPs, therefore, is leading to opportunities for the private sector to contribute towards infrastructure development to enhance the provision of services and facilities and create enduring value through synergies between public authorities and private companies.»

Mark Lemmon, CEO of Fajr Capital's MENA Infrastructure, a private equity infrastructure investor, says there are several experienced international developers prepared to invest in companies within the GCC that are responsible for the construction, operation and ownership of key infrastructure assets such as power and water utilities. In addition, he says development agencies, sovereign wealth funds, pension funds

and other sources of capital also have an appetite for investment in infrastructure in the GCC. The strongest appetite, he says, comes from Asian countries.

[<http://www.gfmag.com/archives/178-september-2013/12645-gcc-infrastructure-investment.html>]

Завдання:

1. Які фінансові інститути беруть участь у фінансуванні інфраструктурних об'єктів?
2. Яку вигоду має державно-приватне партнерство для інвестиційних проєктів? Та які ще форми організації проєктного фінансування ви вважаєте ефективними?
3. У яких галузях економіки використовується державно-приватне партнерство в країнах Перської затоки та в Україні?
4. Реалізацію яких інвестиційних проєктів передбачає уряд нашої держави в рамках Програми розвитку інвестиційної діяльності в Україні?

2. «Lower leverage drives Adriana CLO restructuring»

NIBC Bank has closed a restructuring of its Adriana project finance collateralised loan obligation. The restructuring of the CLO involved the placement of £477.8 million (\$768 million) of class A bonds to Aviva at a coupon of 120bp over six-month Libor. The notes have a 10-year weighted average life, and the restructuring and placement closed over 23 and 24 September.

NIBC created the Adriana Infrastructure CLO 2008 in April 2008 in order to use the notes as collateral in secured funding transactions. The notes, like many other securitisations from that period, were eligible for inclusion in the European Central Bank's repo programme. In January 2008, Kaupthing ended an attempt to buy NIBC from its JC Flowers-led shareholders.

The new notes benefit from an underlying NIBC-originated portfolio of £620.6 million in long-dated debt commitments to UK PFI projects. The bulk of the underlying loans are to schools (45.37 %) and hospitals (19.91 %) projects, and the underlying loans have a 12.7-year weighted average life.

The original financing consisted of Eu963 million (\$1.3 billion) in class A1 notes due 2044, which carried pricing of 50bp over Libor, and an A3 rating; £10,000 in class A2 notes, with the same pricing and rating; and

a £55 million equity piece. In 2010, NIBC restructured the deal to change the currency from Euros to Sterling, in effect unwinding the original's cross-currency swap, and changing the deal's redemption provisions.

The biggest changes to the deal, aside from the presence of Aviva as an outside investor, are the increase in the deal's subordinated component. The new deal's equity component, at £141.8 million, is equivalent to 23 % equity (the A2 notes are now £75,000). NIBC, which is also collateral manager, retains this component. After the restructuring, Moody's upgraded the senior A1 bonds from A3 to Aaa.

The restructuring also entailed changes to the deal's eligibility criteria, which now allow only operational UK PPP/PFI. Also, the theoretical conditions under which the deal can be replenished have changed, though the portfolio is static. The original deal, designed for NIBC's internal use, provided more flexibility while the changes make the deal more palatable to an institutional investor like Aviva, according to Christian Kepel, an associate director for structuring at NIBC.

Banks looking to move loans with pre-2008 pricing off their balance sheet have often struggled to find buyers, given subsequent increases in pricing. But Niek Allon, an associate director in NIBC's treasury and investment portfolios department, stresses that Adriana is a funding transaction for NIBC and that both Aviva and NIBC are quite happy with the transaction. Freshfields was legal adviser to NIBC on the restructuring.

[<http://www.projectfinancemagazine.com/Article/3264340/>]

Завдання:

1. Опишіть схему проектного фінансування, проведеного банком NIBC?
2. У чому сутність забезпечених боргових зобов'язань (CLO)?
3. Які інструменти фінансування були застосовані в цій схемі проектного фінансування?

3. «Adjaristsqali hydro sponsors approach multilaterals»

The sponsors of the Adjaristsqali hydroelectric plant in Georgia are looking to assemble a \$300 million debt financing for the \$427 million project. The proposed financing package consists of an \$80 million loan from the International Finance Corporation, a \$90 million loan from the Asian Development Bank, \$90 million from the European Bank for Re-

construction and Development, and \$40 million in B loans from commercial lenders.

The project sponsors are Clean Energy Invest (40 %), Tata Power (40 %) and the IFC, which would make a \$25 million equity investment for a 20 % stake. The project's total equity requirement is \$127 million, with the IFC acting as both a sponsor and lead arranger of the financing. Norsk Mineral owns 70 % of Clean Energy Invest, and management the rest.

The Adjaristsqali project has a capital cost \$367 million and involves building a on the Adjaristsqali river in the Adjara Autonomous Republic in south-western Georgia. It involves building the 178MW Shuakhevi plant and 6MW Skhaltva plant. The plant would form part of a larger 400MW cascade of projects on the river, and would sell power into the Turkish market, except for three months in Georgia's winter, when it would dispatch domestically.

[<http://www.projectfinancemagazine.com/Article/3265913/>]

Завдання:

1. Опишіть схему проектного фінансування в цій ситуації та зробіть її графічне представлення.
2. Визначте форми проектного фінансування.

4. «Freeport LNG Liquefaction Project»

Macquarie applied its depth and breadth of project finance and industry experience as Financial Advisor to close the \$11 billion Freeport LNG financing, the largest ever fully non-recourse construction project financing.

Freeport LNG is constructing a liquefied natural gas export terminal at its pre-existing LNG import terminal site located on Quintana Island, near Freeport, Texas.

• 20-year Liquefaction Tolling Agreements for each of the three trains:

- Osaka Gas and Chubu Electric are the off-takers for Train 1
- BP Energy, a subsidiary of BP North America, is the off-taker for Train 2
- SK E&S and Toshiba are the off-takers for Train 3

- Freeport LNG successfully reached financial close on the equity and debt financings for the construction of the first two trains on November 25th, 2014.
- The two trains were financed separately, allowing for a simultaneous commercial bank financing and ECA financing with Japanese ECAs.
- Combined, this is the largest financing of 2014 and the largest ever fully non-recourse construction project financing globally.

	Train 1	Train 1
Annual Capacity	5.0 MTPA	5.0 MTPA
Expected COD	August 2018	Jan 2018
Off-Takers	Chubu Electric (2.2 MTPA) and Osaka Gas (2.2 MTPA)	BP Energy (4.4 MTPA)
Capital Raised	\$5.65bn	\$5.3bn
Equity Financing	Osaka Gas (\$0.6bn), Chubu Electric (\$0.6bn)	IFM Investors (\$1.3bn)
Debt Financing	JBIC (\$2.7bn), NEXI Covered Banks (\$1.2bn), (\$0.45bn) commercial bank SBLC	25 Bank Club TLA (\$4.0bn)
OPERATOR	Freeport LNG	
EPC Contractor	CB&I and Zachry	

DEDICATION:

- i. Supported all aspects of the development of the project with a fully embedded, dedicated team.
- ii. Involved from the earliest stages, demonstrating an unwavering long-term commitment.

PROJECT DEVELOPMENT

Worked with the sponsor and the offtakers to craft the liquefaction tolling agreements from scratch, ensuring contracts were financeable and provided maximum operational flexibility and equity value.

- Worked from whiteboard to a sophisticated, all-encompassing suite of project documents that enabled separate project financings across a mutualized operation.
- Provided advice and support to the regulatory process based on our experiences as a project developer.

PROJECT STRUCTURING

Developed an innovative financing plan separating the project financings for the two trains; this enabled maximum flexibility over a long and complicated project development.

- Worked to develop a first-in-kind credit support mechanism to mitigate the project on project risk of the two concurrent project financings.
- Worked with the sponsor to ensure that all financing and project documents pre-wired the sponsor's intended near-term facility expansion.

CAPITAL STRUCTURE

Led the arrangement of equity across Train 1 and Train 2, facilitating attractively priced, long-term capital with investment partners that matched FLNG's objectives.

- Structured the project to ensure its attractiveness to infrastructure investors, helping bring lower cost capital to the LNG business for the Train 2 cash equity financing.
- Arranged \$3.9 billion in Export Credit Agency financing from JBIC and NEXI for Train 1, representing JBIC and NEXI's first-ever LNG project financing without a completion guarantee from the sponsors.
- Structured and advised the sponsor on their negotiation of a 3-times + over-subscribed commercial loan financing that included multiple reverse-flexes.
- Advised Freeport on the structuring and execution of nearly \$3 billion of first-in-kind deal contingent hedges for the Train 2 financing, locking in interest rates for Freeport with no recourse to the sponsors months before financial close.

<http://www.macquarie.com/dafiles/Internet/mgl/shared/maccap/dealannouncements/infrastructure/external-freeport/freeport.pdf>

Завдання:

1. Яка схема фінансування передбачена для цього проекту та в чому особливість фінансування без регресу (non-recourse construction project financing)?
2. У чому інновативність фінансування цього проекту?
3. Що означає толлінговий договір (Liquefaction Tolling Agreements) та яка його функція?
4. Який обсяг боргового фінансування передбачено проектом та хто є кредиторами?

ТЕМА 2

ІНСТИТУЦІЙНА ОСНОВА ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ. ОСОБЛИВОСТІ ВЗАЄМОДІЇ ФІНАНСОВИХ І НЕФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ У ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

Методичні вказівки до теми:

1. Фінансові установи як учасники проектного фінансування

До фінансових установ належать банки, кредитні союзи, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інститути спільного інвестування й інші юридичні особи, винятковим видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

Фінансовими установами, які безпосередньо беруть участь у проектному фінансуванні, вважають:

- банки;
- лізингові компанії;
- страхові компанії;
- інститути спільного інвестування;
- довірчі товариства;
- установи накопичувального пенсійного забезпечення.

Лізингові компанії – суб'єкти інвестиційної діяльності, які виконують посередницькі функції в проектному фінансуванні. Сторонами лізингових угод є: підприємство – виробник устаткування; лізингова компанія; підприємство, яке використовує це устаткування (лізингоотримувач).

Перевагами лізингу є: кредитування без первісного внеску; більш проста процедура висновку лізингової угоди; не потрібне додаткове забезпечення; більш гнучкі умови лізингової угоди (вибір зручної схеми виплати орендної плати).

За характером діяльності лізингові компанії, задіяні у проектному фінансуванні, поділяються на:

- вузькоспеціалізовані – займаються орендою одного типу товару або групи однорідних товарів;
- універсальні – надають в оренду різні види устаткування й надають право вибору лізингоотримувачу постачальника – виробника устаткування.

Залежно від компанії, що є ініціатором створення лізингової компанії (материнської компанії):

- лізингові компанії, створені банками (є їхніми дочірніми підприємствами) – орієнтуються на надання стандартних послуг широкому колу клієнтів (і переважно клієнтів банку). У такому випадку, банк повинен враховувати нормативи НБУ щодо вкладень капіталу в дочірні підприємства;

– лізингові компанії, створені при іноземних банках – як правило мають доступ до довгострокового й відносно дешевого іноземного фінансування (ЄБРР, міжнародні фінансові агентства, постачальники устаткування й т. п.). На відміну від простого комерційного кредитування, ця схема дозволяє розділити ризики між лізинговою компанією й постачальником;

– лізингові компанії, створені місцевими органами влади, а також муніципальними структурами – жорстко орієнтовані на надання послуг певним клієнтам, часто використовують пільгове бюджетне фінансування, орієнтовані на державні підприємства;

– галузеві лізингові компанії (створені, як правило, торговими домами, підприємствами-виробниками, а також приватними особами) – орієнтуються на надання послуг підприємствам певної галузі; як правило, не мають достатніх фінансових ресурсів, надають обмежений набір лізингових послуг;

– лізингові компанії при виробниках – лізингова компанія в цьому випадку одержує такі переваги: надання постачальником їй комерційного кредиту, зобов'язання зворотного викупу поставленого об'єкта постачальником або його продаж на вторинному ринку, сервісне обслуговування й т. п. Частіше в якості таких постачальників виступають іноземні компанії («Даймлер Крайслер Лізинг Автомобілі», «Вольво Трак Файненс», «Катерпілер» та ін.) У Росії такі компанії утворюються частіше при виробниках літаків;

– лізингові компанії, створені ФПП – зазвичай спеціалізовані, що дозволяє значно знизити ризики за рахунок більш глибокого знання специфіки галузі, часто створюються з метою одержання податкових пільг.

У світі третя частина інвестицій в основні фонди здійснюється з використанням механізму лізингу. У США – 50 %. В Україні цей показник дуже низький.

Страхові компанії – беруть активну участь у ПФ, надають такі види послуг:

- страхування власного й орендованого майна;
- страхування відповідальності перед третіми особами під час експлуатації приміщень;
- страхування сировини й готової продукції на складах;
- страхування автотранспорту;
- страхування цивільної відповідальності перед третіми особами;
- страхування підприємницьких ризиків (страхування від невиконання зобов'язань контрагентом, страхування перерв у проведенні);
- страхування застави під кредит банку;
- обов'язкове страхування цивільної відповідальності перед третіми особами під час експлуатації небезпечних об'єктів;
- страхування лізингу – усі ризики фізичного знищення об'єкта, а також ризики несвоєчасної оплати лізингових платежів;

- страхування професійної відповідальності виробників за якість продукції;
- страхування будівельно-монтажних ризиків.

Але не менш значна роль страхових компаній у ПФ – виступати їх інвесторами. Серед особливостей участі у таких проектах такі:

- відбувається природний метчінг (збалансування) між тривалістю контрактів довгострокового характеру у ПФ і зобов'язань зі страхування життя та пенсій. Складність договорів вимагає розробки оптимальної стратегії оперативного управління;

- стабільність та довгострокова передбачуваність робить ПФ інфраструктури потенційно привабливою пропозицією для страховиків, особливо, якщо такі активи відповідають своїм зобов'язанням. Грошові потоки заборгованості часто не пов'язані з інфляцією через невисоку кореляцію між переважною інфляцією та безризиковими ставками (наприклад, Лондонською міжбанківською ставкою (LIBOR)). Якщо грошові потоки залежать від інфляції, то можливим є застосування відповідних деривативів;

- довгостроковий характер контрактів збільшує ймовірність виникнення суттєвих змін у регулюванні. Страховики повинні належним чином розглянути питання щодо пом'якшення таких ризиків шляхом ретельної підготовки контрактів, перш ніж взяти на себе зобов'язання інвестувати;

- варіації в бізнес-циклі завдяки квазі-монополізованому ринку не повинні істотно впливати на очікувану віддачу від інвестицій;

Європейський орган влади зі страхування та професійних пенсій (ЕІОРА) запропонував ряд характеристик та критеріїв, яким повинні відповідати борг та капітал для інфраструктурних проектів. За даними ЕІОРА, резерв капіталу під ризик для капітальних інвестицій в інфраструктуру для страхових компаній повинен становити 30–39 % для добре диверсифікованих портфельів кваліфікованих інфраструктурних капіталовкладень. Для інших довгострокових інвестицій в акції, таких як приватний капітал або венчурний капітал, ЕІОРА запропонував стягнути плату за ризик на рівні 49 % (± 10 %).

Британські страховики мають намір інвестувати приблизно 25 млрд фунтів стерлінгів в інфраструктурні інвестиції в період з 2013 по 2018 рр. Компанія Rothesay Life нещодавно придбала облігації, прив'язані до індексу споживчих цін, на суму 200 млн фунтів стерлінгів у емітента – Великого Лондонського органу влади (Greater London Authority), який перший у Великобританії випустив облігації, пов'язані із індексом споживчих цін. Ця угода демонструє, як інвестиції в інфраструктуру можуть забезпечувати природний хедж інфляції, що може бути привабливим для страховиків¹.

¹ «Greater London authority raises £200m via UK's first CPI bond.» Professional Pensions, <http://www.professional-pensions.com/professional-pensions/news/2407934/greater-london-authority-raises-gbp200m-via-uk-s-first-cpi-bond>, accessed 17 April 2015

Інститути спільного інвестування (ІСІ) – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який здійснює діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) коштів інвесторів з метою одержання прибутку від вкладення їх у цінні папери емітентів, корпоративні права й нерухомість.

ІСІ можуть запропонувати клієнтам у ПФ розробку бізнес-планів, консалтингові послуги, надання юридичної допомоги, підготовку інформаційного меморандуму для продажу об'єктів, організацію венчурного фінансування, кредитування придбання цінних паперів і т. п.

Основною функцією участі ІСІ в ПФ є вкладення коштів в акції й облигації підприємства – учасника ПФ (наприклад, проектної компанії).

Разом з тим, можливості участі ІСІ в ПФ залежать від виду й типу ІСІ:

1) найменші можливості вкладення коштів мають *диверсифіковані ІСІ* (можуть здійснювати вкладення тільки в цінні папери). Крім того особливостями таких вкладень є:

- такі цінні папери переважно повинні бути допущені до торгів на фондовій біржі або торгово-інформаційної системи (не менше 80 % активів такого ІСІ);

- кількість цінних паперів одного емітента не повинна перевищувати 10 % обсягу їх емісії (до того ж, загальна вартість цінних паперів, які становлять більше 5 % загального обсягу їх емісії, на момент їх придбання не повинна перевищувати 40 % вартості чистих активів ІСІ);

- загальний обсяг вкладень одного емітента не повинен перевищувати 5 % загальної вартості активів ІСІ;

- загальний обсяг вкладень в облигації підприємств – резидентів України не має бути більше 20 % активів ІСІ;

- загальний обсяг вкладень в акції підприємств – резидентів України не має бути більше 40 % активів ІСІ;

- не мають права робити вкладення у цінні папери, емітентами яких є пов'язані (асоційовані) особи.

2) для *недиверсифікованого фонду* є такі обмеження:

- вартість цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі або торгово-інформаційної системи не може становити більше 50 % загальної вартості активів такого ІСІ.

У випадку порушення цієї умови, а також, якщо таким ІСІ здійснюється переважно приватне розміщення своїх цінних паперів, він вважається венчурним фондом.

3) для *венчурного фонду* (як і для всіх інших видів ІСІ) встановлюються такі обмеження:

- не можуть здійснювати вкладення в цінні папери іноземних держав або юридичних осіб-нерезидентів у випадку, якщо вони допущені до торгів менш, чим на двох провідних іноземних біржах або торгово-інформаційних системах;

– можуть здійснювати вкладення у векселі й ощадні сертифікати на суму не більше 10 % активів ІСІ.

Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з корпоративних прав і цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі або ТІС.

До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання (оформлені у вигляді векселів, облігацій і договорів позики) емітентів, частка в корпоративних правах яких входить до складу активів цього фонду. Надання позик третім особам не допускається.

Необхідно відзначити, що пайові ІСІ не є юридичними особами.

Довірчі товариства (трасти) – здійснюють представницьку діяльність із довіреном майном щодо реалізації прав власності довіритель (бенефіціарів).

У США від 30 до 40 % американського національного багатства перебуває в руках трастових компаній.

Порядок створення й функціонування довірчих товариств в Україні визначається Декретом Кабміну України від 17 березня 1993 р. «Про довірчі товариства».

У ПФ вони можуть розпоряджатися й управляти активами учасників проекту:

- здійснювати агентські послуги;
- вести рахунки для власників цінних паперів;
- брати участь у роботі загальних зборів АТ і т. п.

У 1995 р. була прийнята Постанова «Про ліквідацію зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності коштів населення», відповідно до якого трастам не дозволяється залучати кошти населення, а також забороняється реєстрація нових трастових структур. Закон «Про довірче управління майном» так і не був прийнятий. Зараз питання довірчого управління регулюються також Цивільним Кодексом, Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і механізми управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р.

Недержавні пенсійні фонди здійснюють вкладення в різні види активів. До основних обмежень щодо формування активів зазначених фондів зараховують (зазначена тільки та частина, яка може використовуватися під час здійснення ПФ):

- цінні папери одного емітента (крім цінних паперів, гарантованих Кабміном) – не більше 5 % активів фонду;
- цінні папери, доходи за якими гарантовані Кабміном – не більше 50 %;
- облігації підприємств – резидентів України – не більше 40 %;
- акції український емітентів – не більше 40 %;
- цінні папери іноземних емітентів – не більше 20 %;
- іпотечні цінні папери – не більше 40 %;
- об'єкти нерухомості – не більше 10 %.

2. Функції комерційних банків у проектному фінансуванні

Вирішальну роль у ПФ відіграють банки. У процесі здійснення ПФ, банки надають клієнтам комплекс послуг (зазвичай це є основною умовою участі банку):

1) банк здійснює комплексне фінансування проекту – організація фінансування всіх потреб проекту за допомогою:

- боргового фінансування (надання інвестиційного кредиту або придбання облигацій Проектної компанії; надання гарантії банком; викуп зобов'язань Проектної компанії в постачальників і підрядників (за допомогою механізму факторингу));
- пайового фінансування (придбання акцій або паїв Проектної компанії);
- надання лізингових послуг банком Проектної компанії (в Україні можуть надаватися такі послуги тільки за рахунок власного капіталу банку).

Крім фінансування самої Проектної компанії, банк використовує такі способи фінансування: кредитування лізингової компанії для передачі основних коштів Проектної компанії; кредитування покупців для придбання продукції, що виготовляється в рамках проекту; кредитування постачальників (підрядників) на виготовлення й поставку продукції, виконання послуг для Проектної компанії; проведення документарних операцій з покупцями / постачальниками.

2) комплексне обслуговування проекту – означає обслуговування всіх фінансових потоків, пов'язаних із реалізацією проекту (розрахунково-касове обслуговування, операції купівлі-продажу іноземної валюти, організація випуску цінних паперів, факторинг). Крім того, банк може надавати консалтингові послуги, послуги зі складання бізнес-плану проекту, здійснювати підготовку проектно-кошторисної документації, розробки схеми фінансування проекту т. п.

Одним з найважливіших питань у залученні фінансових ресурсів для реалізації проекту є видача *гарантій банком*: прямих та непрямих.

Прямі гарантії надаються:

а) на користь кредитора:

– необмежені (на весь термін кредитного договору й на повну суму платіжних зобов'язань за договором);

– обмежені за часом і обсягом зобов'язань;

б) гарантії на користь замовника проекту:

– гарантія повернення авансу (потрібна від підрядника);

– тендерна гарантія (потрібна від учасників тендера);

– гарантія митного оформлення будівельної техніки, ввезеної з-за кордону (потрібна від підрядника);

– гарантія належного виконання контракту.

Непрямі гарантії, як правило, надаються банками у формі довгострокових контрактів:

– контракти на реалізацію продукції (не проектної), що випускається як забезпечення банківського кредиту для фінансування проекту;

– додаткові контракти на реалізацію проектного продукту (типу «бери й плати», «бери або плати») як забезпечення банківського кредиту для фінансування проекту;

– довгострокові контракти на поставку виробничих ресурсів для забезпечення об'єкта інвестиційної діяльності (сировина, напівфабрикати, енергоносії й т. п.).

Мобілізація банком фінансових ресурсів для реалізації ПФ може здійснюватися шляхом *сек'юритизації* – операції з надання банком інвестиційного кредиту для фінансування проекту з наступним продажем відповідних активів (зобов'язань позичальника по кредиту) іншому кредиторі. При цьому новий кредитор може випустити цінні папери, забезпечені заставою компанії і які погашаються за рахунок коштів, що надходять за кредитним договором.

Таким чином, *функціями банку в ПФ є:*

– *мобілізаційна* – вибір найбільш ефективних джерел і способів мобілізації інвестиційних ресурсів, залучення коштів на внутрішньому й зовнішньому ринках;

– *експертна* – вибір і експертиза інвестиційних проектів, розробка методик і критеріїв оцінки їх з позиції інвестиційної привабливості, а також вибір банків учасників;

– *стимулююча* – розробка й здійснення комплексу заходів щодо реалізації ефективних схем консолідованого кредитування, у яких банк виступає в ролі головного реалізатора або кредитора;

– *платіжна* – організація проходження фінансових ресурсів, установлення кореспондентських відносин, розрахунково-касове обслуговування клієнтів, здійснення міжнародних розрахунків;

– *контрольна* – контроль над ефективним і цільовим використанням притягнутих ресурсів, а також контроль над окупністю проектів і своєчасним погашенням зобов'язань із боку позичальників.

Учасники синдикованого займу:

1. Позичальник – особа, що залучає кошти на умовах контракту, яка обирає керуючий банк.

2. Керуючий банк (*Lead Arranger*) – відповідає за формування (наповнення) та організацію фонду, координує всі операції, пов'язані з кредитуванням. Крім того, формує схему кредитування та встановлює відповідні параметри, готує інформаційний меморандум, складає план залучення необхідних ресурсів.

3. Банк – агент (*Agent*):

– здійснює адміністративні та моніторингові операції;

– виступає у ролі агента для банків (не позичальника), а також координує та керує всіма аспектами кредитної справи після складання відповідної документації.

– здійснює діяльність зі сплати коштів, збору грошей, наприклад комісії за зобов'язання, сплати передплати, відсотків та погашення основної суми боргу;

– відповідальний за передачу будь-яких поправок, що вимагаються позичальником, та ведення переговорів з банками, що входять до синдикату;

– повідомляє банки-учасники про хід проекту;

– перевіряє фінансову звітність.

Збори та платежі за синдикованою позицією:

– плата за процесинг (*Loan Processing Fee (Flat)*) – сплата однією сумою платежу за процесинг керуючому банку;

– плата за організацію (*Arranger's Fee*) – сума коштів, яка сплачується Керуючому банку за підписання контракту та організацію синдикованого кредиту;

– агентський платіж (*Agency Fee (Flat)*) – плата банкам-агентам за проведення регулярного аналізу, адміністрування, моніторинг активів;

– плата учасникам синдикату (*Participant Fee*) – платіж, що нараховується на суму участі окремого банку у синдикованому кредиті;

– щорічна плата за менеджмент (*Management Fee*) – платіж, що нараховується на залишок боргу щорічно банкам-учасникам;

– обов'язковий платіж (*Commitment Fee*) (щоквартально) – плата за невикористану частину ліміту кредиту.

Типи синдикованих кредитів:

1) угода з андеррайтингом – організатор (керуючий банк) гарантує надання позики до пошуку учасників синдикату. На суму незадоволеної пропозиції банк повинен надати позичальнику всю погоджену суму позики. За несприятливих умов на ринку, банк змушений продавати цю частку зі знижкою, що може принести йому збитки. За умови успішної реалізації угоди, банк отримує суттєву премію.

2) угода за найкращих умов – якщо всю суму кредиту не буде забезпечено кредиторами, необхідним є коригування відсоткової ставки, кредитного рейтингу, або виконання умов за наявної суми.

Синдиковане кредитування у світі у 2017 р. становило 4,6 трлн доларів США із 9 887 трансакцій, таким чином надходження збільшилось на 12 % та кількість залучених кредитів на 3 % у порівнянні з минулим роком. Запозичення в США склали 58 % світового кредитування, досягнувши 2,7 трлн доларів США, що на 25 % більше, ніж рік тому. Другою стала Канада з величиною ринку кредитів 235,2 млрд дол. США. Європейське синдиковане кредитування становило 816 млрд доларів США, або 18 % ринку, скоротилося на 1 % порівняно з минулим роком. В Азії таке кредитування становило 493,3 млрд доларів США, що на 3 % менше порівняно з минулим роком. Проктне фінансування у синдикованих кредитах складає від 2 % (США) до 6 % (Європа).

Банк Merrill Lynch зайняв найвищий рейтинг для світових bookrunners, витіснивши JP Morgan у 2017 році, і зафіксував 10 % світового ринку синдикованих позик з 398,2 млрд доларів із 1404 трансакціями. Citi і Wells Fargo зайняли третє і четверте місце. Barclays зафіксував п'яте місце. Goldman Sachs піднявся до 6-го рангу¹.

<https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2017/loan-4q-2017-e.pdf>

3. Організація діяльності банку з фінансування інвестиційних проектів. Утримування проектного циклу в банку

У випадку виконання банком функції кредитора проектний цикл банку в ПФ здійснюється в такій послідовності:

1. Попередня співбесіда з ініціаторами й підписання листа про наміри:

1) попередню співбесіду з представниками ініціаторів проводить менеджер по роботі з клієнтами. У випадку, якщо проектна компанія на момент первісної співбесіди не створена, то менеджер рекомендує ініціаторам заснувати таку компанію у формі АТ;

2) за результатами співбесіди менеджер організує передачу ініціаторам листа про наміри, у якому підтверджується зацікавленість банку в прийнятті участі в ПФ, перелічуються послуги, які банк готовий надати, й умови, на яких банк здійснює фінансування. Такий лист підписується керівником установи банку або заступником керівника (наприклад, куратором корпоративного бізнесу). Лист про наміри не включає ніяких зобов'язань банку щодо надання кредиту.

2. *Кредитне інтерв'ю* – проводиться за участю кредитного менеджера, менеджера по роботі з клієнтами й ініціаторів проекту. При цьому:

1) менеджер по роботі з клієнтами:

– проводить детальну презентацію умов банку по ПФ, а також порядку подальших спільних дій банку й ініціаторів;

– погоджує з ініціаторами кредитний продукт (набір кредитних продуктів), найбільш придатний для фінансування проекту;

– надає представникам ініціаторів список документів і форми банку, а також консулює представників ініціаторів щодо підготовки пакета документів, необхідних для одержання кредиту;

2) кредитний експерт:

– уточнює й доповнює інформацію, отриману від менеджера по роботі із клієнтами перед інтерв'ю.

3. *Експертиза, фінансове моделювання (формування плану грошових потоків компанії), проведення переговорів і підготовка проектних документів.*

Після проведення кредитного інтерв'ю проводиться підготовка Проекту з фінансування за такими етапами:

1) експертиза проекту:

– вивчення умов проекту;

– порівняння умов проекту з умовами банку відносно ПФ;

– розрахунки коефіцієнтів покриття заборгованості по ПФ і порівняння значень коефіцієнтів з їхніми оптимальними значеннями;

– проведення аналізу чутливості;

2) попереднє узгодження умов проекту з керівництвом банку;

3) участь у розробці схеми фінансування (фінансової моделі) та інформаційного меморандуму.

Фінансова модель відображає всі операції Проектної компанії.

Вона використовується на всіх етапах розвитку проекту. Цілями використання фінансової моделі на етапі розробки є:

- попередня оцінка й переоцінка фінансових аспектів проекту для ініціаторів;
- формулювання фінансових умов проектних контрактів;
- структурування проектного фінансування, розрахунки прибутку для ініціаторів.

Інформаційний меморандум разом із Фінансовою моделлю є описом проекту (по суті, її бізнес-планом). Попередній інформаційний меморандум становлять ініціатори проекту, надалі він коректується з урахуванням результатів переговорів з банком і контрагентами проекту. Підсумкова версія меморандуму передається банку в складі пакета документів для ухвалення остаточного рішення.

4) формування схеми фінансування (структурування фінансування проекту);

5) попереднє узгодження фінансування проекту з керівництвом банку. Узгодження графіка організації проекту.

Після попереднього узгодження Графіка організації проекту ініціатори надають у банк проект Графіка банку для узгодження. Менеджер по роботі з клієнтами організує надання банком листа – підтвердження графіка організації проекту. Такий лист не несе зобов'язань по кредитуванню проекту з боку банку, але може бути наданий банком тільки за умови виконання таких умов:

- попередня структура ПФ відповідає умовам попереднього узгодження;
- результати аналізу чутливості вказують на те, що зміна вхідних даних, за яких проект не зможе генерувати достатні грошові потоки для погашення кредитної заборгованості, є малоімовірною;
- менеджер по роботі з клієнтами не має інформації, яка б заважала ухваленню позитивного рішення щодо надання кредиту.

У випадку, якщо один або кілька коефіцієнтів не відповідають оптимальним значенням, то менеджер повинен визначити фактори (заходу), які можуть знизити ці ризики.

б) організація підготовки проектів документації – відповідно до інформаційного меморандуму, фінансової моделі й результатів переговорів менеджер готує проекти документів з боку банку й погоджує їх з юридичною службою:

- кредитний договір;
- договір застави;
- прямі угоди між банком та іншими сторонами проекту) і т. п.

4. Структурування ПФ:

Основними елементами структури ПФ із погляду банку є:

а) леверидж (оптимальне значення визначається кредитним комітетом з урахуванням характеристик проекту). Варто зазначити, що невідповідність левериджу оптимальним значенням не є підставою для автоматичного відхилення проекту. Оптимальні значення левериджу залежно від ступеня ризику проекту:

- для інфраструктурних проектів із укладеною проектною угодою «бери-або-плати» (така угода передбачає, що покупець повинен придбати товар або заплатити за нього замість покупки – інакше кажучи, покупець повинен заплатити за товар незалежно від того, чи одержав він товар або відмовився від нього. Звичайно такі угоди укладаються у випадку, якщо покупцем є держава й умовами проекту передбачається передача активів проектної компанії державі через певний період часу. Таким чином, така угода гарантує дохід ініціаторам проекту) – оптимальним є леверидж 85/15;

- для інфраструктурних проектів з укладеною проектною угодою, яка характеризується ризиком непередбаченого недовикористання ресурсів проекту – оптимальне значення левериджу 70/30;

- для проектів з видобутку й продажу природних ресурсів, а також проектів будівництва й продажу (експлуатації) нерухомості – 70/30;

- для проектів, які використовують ексклюзивне місце розташування й продають продукцію на відкритому ринку, – 50/50.

б) коефіцієнти покриття – характеризують достатність покриття видатків по обслуговуванню боргу операційними грошовими вступами від проекту:

– *коефіцієнт річного покриття видатків по обслуговуванню боргу* – відношення чистого операційного грошового потоку до видатків по обслуговуванню боргу. Чистий операційний потік розраховується як різниця між усіма операційними доходами й операційними видатками (при цьому операційний дохід не знижується на амортизацію). Оптимальні значення для цього коефіцієнта:

- для інфраструктурних проектів з укладеною проектною угодою «бери-або-плати» – 1.3/1;

- для інфраструктурних проектів із укладеною проектною угодою, яка характеризується ризиком непередбаченого недовикористання ресурсів проекту, – 1,4/1;

- для проектів з видобутку й продажу природних ресурсів, а також проектів будівництва й продажу (експлуатації) нерухомості – 1,5/1;

- для проектів, які використовують ексклюзивне місце розташування й продають продукцію на відкритому ринку, – 2/1.

Середня величина цього коефіцієнта розраховується як середньоарифметична.

– коефіцієнт покриття впродовж всього періоду кредиту – розраховується як відношення ЧДД за весь період експлуатації проекту до заборгованості за кредитом на початок експлуатації проекту. При цьому враховуються показники за весь період проекту, але не пізніше повного терміну погашення заборгованості по ПФ. У якості ставки дисконтування пропонується використовувати ефективну ставку по кредиту. Оптимальні значення показника вище коефіцієнта річного покриття видатків по обслуговуванню боргу на 10 %.

в) коефіцієнти повернення інвестицій ініціаторів проекту (ЧДД, ЧДД_{СК}, ВВД і т. п.)

г) термін кредитування і графік повернення кредиту (обслуговування боргу);

д) графік одержання кредиту, співвідношення із графіком інвестування ініціаторами власного капіталу;

е) процентна ставка і комісія;

ж) контроль над коштами;

з) список необхідних документів для одержання коштів за підписаними договорами;

и) забезпечення, яке надається проектною компанією.

5. Підготовка запиту на згоду фінансування проекту для відповідного колегіального органу банку. У запит включаються результати експертизи проекту:

– попередня структура ПФ, характеристика її відповідності умовам по ПФ, установленим колегіальним органом банку;

– значення коефіцієнтів левериджу й покриття по ПФ, порівняння з оптимальними величинами;

– результати аналізу чутливості.

6. Організація кредитування – спеціальні умови Кредитного договору містять такі моменти:

– перерахування грошових інвестицій ініціаторів (інвесторів) у проект можливе тільки на рахунок проектною компанії, відкритої у цьому банку (банку-кредиторові);

– кредит надається тільки після надання банку запиту на одержання чергового траншу в межах договору (запит надається за 2 робочих дні до дати одержання коштів);

– із запитом надаються рахунки або інші документи одержувача коштів, які є підставою для їхнього одержання;

– надаються платіжні доручення або розпорядження проектною компанією на перерахування коштів зі свого поточного рахунку по цільовому призначенню;

– запит містить мету, на яку планується витратити кошти.

При цьому проектна компанія зобов'язується виконувати такі дії:

- здійснювати безперервну господарську діяльність відповідно до установчих документів;
- інформувати банк про будь-яку зміну персоналу проектної компанії на посадах, перерахованих у договорі;
- організувати створення об'єкта відповідно до проектної документації й договору на будівництво;
- надавати в банк і певним стороннім організаціям, зазначеним у договорі, усю необхідну документацію щодо своєї діяльності;
- здійснювати страхування певних об'єктів, зазначених у договорі, у певній страховій компанії;
- щомісяця надавати банку звіт про будівництво об'єкта;
- підтримувати встановлені договором граничні значення коефіцієнта левриджу і покриття по ПФ;
- направляти всі надходження на певні поточні рахунки, відкриті в банку та ін.

Фахівці служби моніторингу впродовж встановленого терміну кредитного договору щомісяця проводять перевірку виконання Проектною компанією:

- умов кредитного договору;
- графіків погашення кредиту;
- кошторису видатків на будівництво проекту;
- графіка грошових вступів.

Оцінка виконання базового сценарію фінансової моделі й оцінка фінансового стану проектної компанії здійснюється фахівцями один раз у квартал.

Фахівці кредитного відділу щомісяця перевіряють наявність і стан майна й виконання проектною компанією договорів застави з виїздом на місце.

4. Андеррайтингові послуги банку в проектному фінансуванні

Андеррайтинг – це покупка або гарантування покупки цінних паперів за умови їхнього первинного розміщення на ринку. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», андеррайтинг – це розміщення (підписка, продаж) цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента.

При цьому юридична особа – фінансовий посередник (у тому числі, банк), що здійснює первинне розміщення цінних паперів на ринку на погоджених з емітентом (проектною компанією) умовах за винагороду, називається *андеррайтером*.

Між андеррайтером і емітентом укладається договір, у якому, у числі інших умов, оговорюється захід відповідальності торговця цінними паперами за результати розміщення акцій на первинному ринку. Можливі два варіанти такої відповідальності:

1) перший варіант передбачає повноваження андеррайтера по пошукові потенційних покупців цінних паперів і розміщенню їх серед потенційних інвесторів. Нерозміщена частина випуску вертається емітенту. Такий спосіб розміщення називається розміщенням «за принципом додатка всіх зусиль» або «розміщення за принципом найкращих умов на ринку»;

2) другий варіант передбачає повну відповідальність андеррайтера по організації й результатам розміщення цінних паперів на первинному ринку. Це може забезпечуватися або:

- шляхом викупу андеррайтером усього випуску цінних паперів в емітента з наступним їхнім розміщенням на ринку за ціною, трохи вищою за ціну викупу в емітента;

- андеррайтер бере на себе організацію розміщення випуску цінних паперів, забезпечує їхній продаж, а нерозміщену частину випуску викуповує в емітента («що очікує адеррайтинг»).

Такий спосіб називається «за принципом твердого зобов'язання» і можливий тільки за умови публічного розміщення цінних паперів.

У якості таких цінних паперів можуть виступати:

- акції проектної компанії;
- облігації проектної компанії.

При цьому облігації можуть випускати вже функціонуючі підприємства (зі сформованим статутним фондом). Внаслідок цього, для проектної компанії такий спосіб залучення коштів може використовуватися тільки як додатковий. При цьому обсяг облігацій, що випускаються, не повинен перевищувати трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, яке надається підприємству (проектної компанії) з даною метою третіми особами.

Андеррайтингові послуги можуть надаватися як за первинного розміщення акцій (під час формування проектної компанії), так і в процесі її функціонування – під час додаткових випусків акцій і облігацій.

Максимальний термін розміщення цінних паперів, встановлений законодавством, за публічної підписки – 1 рік, за приватної – 2 місяця.

У випадку організації публічного розміщення цінних паперів андеррайтери можуть укладати між собою угоди про спільну діяльність. За умови більших випусків цінних паперів часто створюється консорціум (синдикат) андеррайтерів. У такий консорціум зазвичай входять:

1) *фінансовий консультант* – визначає потребу у фінансуванні й готує проєкт емісії цінних паперів, визначає обсяг і структуру емісії, прибутковість цінних паперів, готує інвестиційний меморандум про емісію для ГКЦБиФР, оформлює звіт про результати погашення цінних паперів;

2) *андеррайтер* – організовує проведення рекламної компанії й презентації цінних паперів для потенційних інвесторів, організовує проходження лістингу

цінних паперів на фондових біржах і ПФТС, здійснює первинне розміщення цінних паперів серед інвесторів (резидентів і нерезидентів);

3) *маркет-мейкер* – забезпечує організацію вторинного ринку цінних паперів шляхом підтримки ліквідності цінних паперів на біржовому й позабіржовому ринку шляхом установаження котирувань на їхню покупку й продаж;

4) *платіжний агент* – несе зобов'язання щодо виплати доходів по цінних паперах і їх погашенню.

У процесі вибору банку – генерального менеджера під час емісії цінних паперів, доцільно керуватися такими критеріями:

- під час планування розміщення значних обсягів емісії на внутрішньому ринку генеральним менеджером доцільно вибирати великий вітчизняний банк. У випадку, якщо частина випуску розміщується серед іноземних інвесторів, то цей банк повинен мати з ними тісні ділові зв'язки;

- у процесі планування розміщення єврооблігацій на роль генерального менеджера слід вибирати закордонний інвестиційний банк із солідною репутацією й високим рейтингом;

- під час планування невеликих по обсягах емісій в регіоні (5–8 млн грн) у ролі генерального менеджера може виступати регіональний банк.

5. Сутність і особливості реалізації консорціумного фінансування

Одним з найбільш ефективних методів фінансування інвестиційних проєктів є консорціумне фінансування – це спосіб об'єднання капіталів декількох інвесторів на основі створення стратегічних альянсів, консорціумів, картелів, синдикатів, пулів, асоціацій, конгломератів, трестів, концернів, промислових холдингів і т. п.

У світовій практиці функціонують безліч видів інтеграції капіталу, що різняться залежно від цілей співробітництва, характеру господарських відносин між учасниками, ступені самостійності підприємств, що входять в об'єднання. Усі види такої інтеграції в цілому ділять на:

- «м'які» (асоціація, консорціум, стратегічний альянс);
- «тверді» (концерн, трест).

«М'які» форми організації насамперед використовуються для міжнародних об'єднань – вони дають можливість вести спільну діяльність в умовах збереження засновниками юридичної й господарської самостійності.

Особливостями консорціумів є:

- організація консорціуму оформляється угодою;
- консорціум може бути організований зі створенням і без створення юридичної особи (АТ та ін. види товариств);
- як правило, в межах консорціуму учасники не формують ніяких організаційних структур, крім невеликого апарата (наприклад, директорів консорціуму);

- підприємства, що входять у консорціум повністю зберігають свою економічну і юридичну самостійність, за винятком тієї частини діяльності, яка пов'язана з досягненням цілей консорціуму;
- найчастіше консорціуми є неприбутковими організаціями;
- метою створення консорціуму є об'єднання зусиль для реалізації якого-небудь проекту;
- компанії можуть входити одночасно в кілька консорціумів і брати участь у декількох інвестиційних проектах.

Таким чином, поза консорціумом учасники зберігають повну незалежність, що відповідно обмежує проект від впливу ризиків (негативних факторів) діяльності кожного конкретного учасника.

В Україні об'єднання підприємств функціонують із урахуванням таких моментів:

- об'єднання підприємств створюються на невизначений термін або як тимчасові об'єднання;
- об'єднання підприємств є юридичними особами;
- господарські об'єднання функціонують на основі установчого договору й / або статуту, який затверджується її засновниками;
- об'єднання створюються у формі асоціацій, корпорацій, консорціумів, концернів і інших форм об'єднань, передбачених законом.

6. Особливості реалізації проектного фінансування в рамках фінансово-промислових груп (ФПГ)

Інтеграція грошового капіталу, здійснювана фінансово-промисловими групами, забезпечує конкурентні переваги у сфері технологічного розвитку, що є джерелом стратегічних вигід для всіх учасників ФПГ. З'єднання ресурсів фінансово-промислової групи виступає необхідним коштом у розробці або придбанні нової технології, організації нових галузей, подоланні бар'єрів входження у вже існуючі, освоєнні закордонних ринків збуту.

На відміну від інших видів об'єднання капіталу ФПГ включає участь банку як основного елемента цієї структури. Крім банку у ролі учасників можуть виступати й інші фінансові установи (страхові компанії, лізингові компанії і т. д.). Крім того, об'єднання капіталів тут проводиться переважно не на тимчасовій, а постійній основі змішаних холдингових структур.

Саме банк має можливість залучення дешевих ресурсів для реалізації великомасштабних програм.

Цілями ж створення ФПГ частіше є:

- одержання переваг від ведення спільної інвестиційної діяльності, що досягається, насамперед, за рахунок спільного використання загальних матеріаль-

них і фінансових ресурсів групи. Можливість перерозподілу ресурсів за часом виконання інвестиційних проєктів і між різними проєктами представляє значний резерв для одержання додаткової вигоди шляхом зниження вартості й часу виконання окремих проєктів. Крім того, такі групи можуть мати більший доступ до державних пільгових кредитів, а також до кредитів банків;

- розширення кола інвесторів, поліпшення відносин із кредитно-фінансовими установами;
- зниження ризиків інвестицій;
- зниження податкових платежів;
- створення загальної інфраструктури (інформаційної, банківської, страхової, транспортної, консалтингової, маркетингової, соціальної, кадрової);
- полегшення захисту групових інтересів у державних інстанціях, ріст результативності взаємодії з органами державної влади й керування, з партнерами й конкурентами;
- створення додаткових виробничих потужностей;
- концентрація проведення, що дозволяє одержати максимальну віддачу на вкладений капітал;
- усунення конкуренції й підпорядкування підприємств групи єдиним стратегічним цілям;
- забезпечення контролю над цінами на кінцеву продукцію;
- об'єднання інтелектуального потенціалу й технічних можливостей;
- зниження сумарних витрат проведення;
- мінімізацію рівня підприємницьких ризиків;
- забезпечення ефективного управління структурою.

Особливості створення й функціонування ПФГ в Україні:

1) створюється за рішенням Кабінету Міністрів України на певний термін з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей проведення й структурної перебудови економіки України, включаючи програми відповідно до міждержавних договорів, а також проведення кінцевої продукції;

2) у складі ПФГ виділяються:

- головне підприємство – підприємство, яке виробляє кінцеву продукцію, що є метою створення ПФГ. ПФГ і офіційно представляє інтереси ПФГ;
- учасники ПФГ – підприємство, банк або інша наукова або проєктна організація (резиденти й нерезиденти), які входять до складу ПФГ і провадять проміжну продукцію ПФГ або надають банківські або інші послуги учасникам і головному підприємству ПФГ, і мають своєю метою одержання прибутку.

3) ПФГ не має статусу юридичної особи; право діяти від імені ПФГ має тільки головне підприємство;

4) головне підприємство й учасники ПФГ укладають Генеральну угоду про спільну діяльність щодо проведення кінцевої продукції ПФГ, яке підлягає затвердженню постановою Кабміном України;

5) головне підприємство або підприємства-учасники ПФГ можуть входити до складу тільки однієї ПФГ;

6) у складі ПФГ може бути тільки один банк;

7) головним підприємством не може бути торговельне підприємство, транспортне підприємство, у сфері побутового обслуговування, матеріально-технічного забезпечення, банк, фінансово-кредитна установа;

8) створення ПФГ забороняється у сфері торгівлі, транспорту, побутового обслуговування, МТО;

9) Кабмін ухвалює проекти створення ПФГ за умови, якщо обсяг реалізації кінцевої продукції ПФГ буде еквівалентним 100 млн дол. США в рік;

10) оподаткування проміжної й кінцевої продукції ПФГ здійснюється звичайним способом. Головне ж підприємство й учасники ПФГ звільняються від оплати вивізного (експортного) мита й митних зборів у випадку експорту проміжної продукції, а також від ввізного мита й митних зборів у випадку експорту проміжної продукції;

11) на банки – учасники ПФГ не поширюються обмеження щодо внесків банків у статутні фонди інших підприємств і організацій, установлені Законом України «Про банки й банківську діяльність» у частині інвестування коштів у розробку або розвиток і модернізацію проведення кінцевої й проміжної продукції ПФГ.

Як і в усьому світі, дані ФПГ мають характер холдингу. При цьому в Україні холдинговою компанією відповідно до Господарського кодексу називають суб'єкт господарювання, який володіє контрольним пакетом акцій дочірнього підприємства (підприємств). Це один з видів асоційованих підприємств (підприємств із вирішальною залежністю).

Механізм володіння контрольним пакетом дозволяє холдинговій компанії проводити єдину політику й здійснювати єдиний контроль відносно компаній групи. При цьому розміри холдингової компанії в багато разів менше контрольованих фірм.

Формування таких ФПГ добровільне або за допомогою консолідації пакетів акцій здійснюється шляхом:

1) установи учасниками групи АТ відкритого типу;

2) передача учасниками пакетів акцій у довірче керування одному з учасників;

3) придбання одним з учасників групи пакетів акцій інших підприємств, які стають учасниками холдингу.

Розрізняють два види холдингу: чистий і змішаний:

- *чистий холдинг* здійснює керування й контроль шляхом консолідації пакетів акцій у рамках однієї компанії;

- *змішаний холдинг* створюється у зв'язку з підставою промисловими й іншими компаніями дочірніх структур або поглинанням ними інших компаній. Крім управлінської й контрольної функції змішаний холдинг припускає ведення підприємницької діяльності. Окремим випадком формування змішаного холдингу є придбання торговельним або промисловим підприємством контрольних пакетів акцій фінансово-кредитних установ. Цілями створення таких холдингів є: забезпечення підконтрольними фінансовими ресурсами; одержання вільного доступу до грошових ресурсів; можливість маневрування більшими кредитами.

Основна перевага холдингових компаній – підвищення конкурентоспроможності групи взаємозалежних підприємств. Це стає можливим, насамперед, за рахунок концентрації й швидкої мобілізації значних ресурсів на необхідних напрямках і оптимізації використання притягнутих капіталів для всієї групи підприємств. У діяльності холдингової структури одночасно бере участь безліч промислових, наукових, будівельних, торговельних, проектно-технологічних, транспортних, фінансових організацій.

У структурі холдингового об'єднання звичайно виокремлюють:

- головне підприємство (здійснює тільки керування дочірніми підприємствами за допомогою участі в капіталі – чистий холдинг; може здійснювати також виробничу, торговельну й фінансово-кредитну діяльність – змішаний холдинг);

- дочірні підприємства, контрольними пакетами акцій яких володіє головне підприємство;

- асоційовані підприємства, вкладення в які не перевищують контрольного пакета;

- підприємства, вкладення в які мають портфельний характер.

7. Особливості реалізації концесійних проектів

Проекти державної інфраструктури завжди відрізняються своєю капіталомісткістю, невисокою комерційною ефективністю, і в той же час мають стратегічне значення для економіки. Фінансування таких проектів здійснюється переважно за рахунок коштів державного бюджету, яких часто не вистачає. З іншого боку комерційні банки, випробовуючи суттєву конкуренцію у сфері довгострокового фінансування інвестиційних проектів, шукають нові ніші на ринку проектного фінансування. Вирішенням цього питання є концесійні інвестиційні проекти, реалізація яких заснована на концесійній угоді.

Потенційно в Україні концесійна схема розвитку може бути використана для транспортної й соціальної інфраструктури, видобутку вугілля, енергетики, видобутку корисних копалин у шельфі Чорного й Азовського морів.

Концесія – це договір про передачу на певних умовах державою своїх майнових прав на окремі види господарської діяльності приватним компаніям.

З позиції використання в господарській діяльності активів концесії можуть мати такі форми:

1) концесія з використанням існуючих активів концесіонера (використання наявної частини збутової структури для реалізації продукції й т. п.);

2) концесія для використання приватними структурами наявних у державі активів (об'єктів);

3) створення за кошти приватних структур (концесіонерів) нових активів (об'єктів) з подальшою експлуатацією їх цими структурами – *інвестиційна концесія*.

На практиці ж найчастіше існують змішані концесії.

Інвестиційні проекти, які реалізуються в рамках концесійних угод, називають *концесійними*.

Основними учасниками концесійних проектів є:

а) держава (принципал або концесіодавець, концедент) – в особі виконавчого органа влади або виконавчий орган самоврядування, уповноважений Кабміном або органом місцевого самоврядування на висновок концесійних договорів;

б) компанія-концесіонер (у коло обов'язків зазвичай входять: забезпечення необхідного фінансування, реалізація концесійного договору, передача об'єкта концесії державі після закінчення терміну концесії);

в) інвестори – серед них виділяють:

– інвестори, чия участь не обмежується тільки вкладенням коштів (підрядні організації, компанія-оператор – займається керуванням і експлуатацією об'єкта);

– інвестори, які зацікавлені в концесійному проекті тільки як в об'єкті вкладення коштів (зазвичай придбають акції компанії-концесіонера);

г) кредитори.

В Україні процес розвитку концесійних відносин почався з 1999 р. із прийняттям закону України «Про концесію», відповідно до якого концесія – це надання з метою задоволення цивільних потреб уповноваженим органом виконавчої влади або органом місцевого самоврядування на основі концесійного договору на платній і терміновій основі юридичній або фізичній особі (суб'єктові підприємницької діяльності) права на створення (будівництво) і (або) керування (експлуатацію) об'єктом концесії (термінове платне володіння), за умови узяття суб'єктом підприємницької діяльності (концесіонером) на себе зобов'язань щодо створення (будівництва) і (або) керування (експлуатації) об'єктом концесії, майнової відповідальності й можливого підприємницького ризику.

В Україні в концесію можуть надаватися об'єкти права державної або комунальної власності, які використовуються для здійснення діяльності в таких

сферах господарської діяльності: водопостачання, відведення й очищення стічних вод, надання послуг цивільним транспортом, збір і утилізація сміття, надання послуг, пов'язаних з поставкою тепла, будівництво й експлуатація автомобільних доріг, об'єктів дорожнього господарства, будівництво й експлуатація аеропортів, надання послуг у сфері кабельного телебачення, транспортування й розподілу газу, електроенергії, суспільного харчування, надання послуг у сфері ЖКГ, використання об'єктів соціально-культурного призначення, створення комунальних служб паркування автомобілів і т. п.

Особливостями концесії є:

- державне регулювання концесійної діяльності й контроль над її здійсненням;
- вибір концесіонерів переважно на конкурсній основі;
- взаємовигода сторін;
- платне використання об'єкта концесії;
- розподіл ризиків між сторонами концесійної угоди;
- участь держави, органів місцевого самоврядування в частковому фінансуванні об'єктів концесії, що мають соціальне призначення;
- відповідні державні активи й права передаються приватним структурам на певний термін з наступним поверненням державі;
- переважно учасниками таких договорів є фінансово-кредитні установи;
- держава одержує доходи від реалізації концесійних проектів у вигляді: разових платежів (бонусів), орендної плати (ренталз); платежів із продукції або послуг (роялті); податків.

Особливостями реалізації концесійних інвестиційних проектів у сфері інфраструктури є:

- більшості таких проектів властива висока капіталомісткість і порівняно невисокий рівень поточних витрат, пов'язаних з експлуатацією об'єкта (будівництво мостів, доріг, тунелів);
- термін окупності таких проектів більший, ніж у проектів у секторі матеріального проведення;
- внаслідок невисокої прибутковості проектів у сфері інфраструктури, державою часто надаються пільги, державні гарантії по надаваним банками кредитами, держава може безпосередньо брати участь у фінансуванні проектів;
- у таких проектах неможливо заздалегідь укласти договори на поставку проектної продукції (на відміну від проектів нафто-, газовидобутку). Внаслідок цього такі проекти є високоризикованими;
- інфраструктурні проекти переважно реалізуються на основі підрядних договорів з будівельними компаніями, а не контрактах на поставку тільки машин і устаткування;

– внаслідок цього домінують роль у реалізації таких проектів відіграють підрядники (будівельники й проектні компанії), кредитно-фінансові інститути.

– як правило, для успішного виконання проекту використовуються різні комбінації видів боргового й пайового, зовнішнього й внутрішнього фінансування, гарантій і організаційних структур, а також різні стандартні форми й схеми фінансування більших проектів;

– у якості ініціаторів таких проектів найчастіше (в 60 % випадків) виступають підрядні організації й банки (фінансово-будівельні або будівельно-фінансові групи), які фактично лобюють формування відповідної державної потреби.

Консолідація банківських і підрядних (будівельних) структур приводить до утворення фінансово-будівельних груп (ФСГ), які одночасно є ініціаторами й реалізаторами концесійних проектів.

Функції банків у рамках реалізації концесійних договорів:

– банк проводить попередню фінансово-економічну оцінку проектної ідеї, що ініціюється будівельною компанією;

– готує фінансовий пакет, який є складовою частиною проектної пропозиції, адресованої урядовому відомству, фінансовий план проекту;

– є основним кредитором проекту;

– формує банківський синдикат (консорціум), залучає інвесторів у проектну (концесійну) компанію;

– здійснює емісію боргових зобов'язань і акцій;

– залучає гарантій і страховиків.

До різних видів механізмів реалізації концесійних проектів відносять:

1) угода по типу «будуй – володій – експлуатуй» (BOO = «Build, Own and Operate»);

2) «будуй – експлуатуй – передай право власності» (BOT = Build, Operate and Transfer);

3) «будуй – володій – передай право власності й одержуй дивіденди» (BOT = Build, Own and Transfer)

4) комбіновані схеми «будівництво – придбання прав власності – експлуатація – передача прав власності й одержання дивідендів» (BOOT = Build, Own, Operate and Transfer);

5) «проекування – будівництво – експлуатація – фінансування – передача» (DBOFT – design – build – operate – finance – transfer);

6) ROT = модернізація – управління – передача.

Особливості проектів BOT:

– зазвичай дискретний, greenfield – новий проект будівництва;

– концесіонер фінансує, володіє, будує об'єкт та експлуатує його впродовж певного періоду часу, після чого об'єкт передається органу влади;

- BOT є типовою структурою для проектного фінансування;
- оскільки новий об'єкт спочатку не приносить доходи, кредитори зацікавлені в тому, щоб активи проекту виокремлювалися в межах операційної компанії та всі ризики, пов'язані з проектом, передавалися відповідному акторові. Концесіонеру також заборонено здійснювати інші види діяльності. Тому оператор зазвичай є проектною компанією (SPV);
- доходи часто отримуються від одного покупця, який купує продукцію у проектною компанією (на відміну від чистої концесії, коли продукція продається безпосередньо споживачам або кінцевим споживачам). В енергетичному секторі це розповсюджено у формі угоди про закупівлю електроенергії. Найчастіше, встановлюється мінімальний платіж, який повинен сплатити покупець, за умови, що оператор може доставити цю послугу (оплата доступності);
- проектною компанією є SPV, а в якості її власників часто залучаються з досвідом будівництва та / або експлуатації, а також з можливостями постачання сировини та матеріалів. Також необхідним є залучення акціонерів, які мають досвід управління відповідним типом проектів.

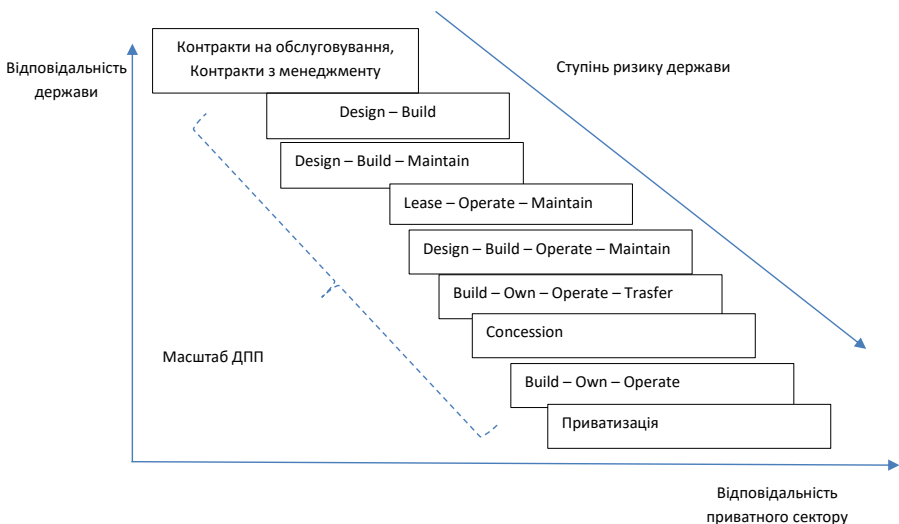


Рис. 1 – Залежність ступеня відповідальності держави і приватних учасників від виду ДПП

Різновиди контрактів для реалізації проектів із ДПП

Вид контракту	Опис	Тип активів	Трансферт функцій	Джерело платежу
<p>Дизайн – будуй – фінансуй – підтримуй (DBFM)</p> <p>Дизайн – будуй – фінансуй – експлуатуй – підтримуй (DBFOM)</p> <p>Дизайн – будуй – фінансуй – експлуатуй (DBFO)</p> <p>Дизайн – конструй – управляй – фінансуй (DCMF)</p>	<p>За цією номенклатурою діапазон типів контрактів з ДПП описують функціями, які передано приватному сектору. Функція підтримання може залишатися поза описом (таким чином, замість DBFOM, контракт, що передає всі ці функції, може бути просто описаний як DBFO, відповідає за технічне обслуговування, передбачене як частина операцій). Подібним альтернативним описом є Design–Construct–Manage–Finance (DCMF), що є еквівалентом до контракту DBFOM</p>	Нова інфраструктура	Залежно від контракту	Може бути як держава, так і користувачі
<p>Будуй – експлуатуй – передавай (BOT)</p> <p>Будуй – володій – експлуатуй – передавай (BOOT)</p> <p>Будуй – передавай – експлуатуй (BTO)</p>	<p>Цей підхід до ДПП для нових активів охоплює законну власність та контроль над активами проекту. Відповідно до проекту BOT приватна компанія володіє активами проекту, доки вони не будуть передані в кінці контракту. BOOT часто використовується взаємозамінно з BOT. На відміну від контракту Build–Transfer–Operate (BTO), володіння активами передається, коли будівництво завершено. Права власності в основному впливають на те, яким чином передача активів здійснюється наприкінці контракту</p>	Нова інфраструктура	<p>Як правило, проектування, побудова, фінанси, обслуговування, а також деякі або всі операції. За деякими винятками, BOT або BTO може не включати приватне фінансування, тоді як BOOT завжди його містить</p>	Може бути як держава, так і користувачі
<p>Реабілітація (реконструкція) – експлуатація – передавання (ROT)</p>	<p>Реабілітація може замінити будівництво, де приватна сторона несе відповідальність за реабілітацію, модернізацію чи розширення існуючих активів</p>	Нова інфраструктура	Як і по інших, але реабілітація заміняє будівництво	Може бути як держава, так і користувачі

Приватна фінансова ініціатива (PFI)	Зазвичай використовуються для реалізації PPP як спосіб фінансування, створення та управління новою інфраструктурою	Нова інфраструктура	Проектування, будівництво, фінансування, обслуговування – може містити деякі операції, але часто не надає послуги користувачам	Держава
Експлуатація та обслуговування (O&M)	O&M контракти для існуючих активів можуть потрапляти під визначення PPP, якщо вони чітко визначають результати або необхідний стан об'єкта, є довгостроковими та застосовують значні приватні інвестиції	Існуюча інфраструктура	Експлуатація та обслуговування	Держава
Аффермаж (Affermage)	Контракт, що стосується до концесії, але уряд, як правило, залишається відповідальним за капітальні витрати. Такі контракти можуть або не підпадають під визначення PPP залежно від тривалості дії контракту	Існуюча інфраструктура	Експлуатація та обслуговування	Приватна сторона зазвичай віддає частину комісійних зборів уряду для покриття капітальних видатків

Проблеми, що стримують розвиток концесійних відносин в Україні:

- відсутність ефективної фінансової підтримки проектів державою, сприяння передачі концесіонером діючих об'єктів, видачі гарантій, підтримки в одержанні ліцензій, землевідводу й т. п.;
- відсутність належного досвіду й кваліфікації в прогнозуванні завантаженості об'єктів інвестиційної діяльності;
- відсутність достатніх стимулів у залученні інвестиційного капіталу в проектну компанію на основі використання різних джерел;
- відсутність розвинених ринків капіталу;
- регулятивні і правові обмеження, а також відсутність діючого та стимулюючого концесійного законодавства;
- відсутність навіть у великих підрядних компаніях, банках, консультативних фірмах достатньої кількості кваліфікованих фахівців для розробки проектних пропозицій і проектів;
- високі початкові витрати на підготовку проектних пропозицій, проектів і концесійних угод, формування консорціуму, які в деяких випадках можуть ста-

новити 10 % загальної вартості проекту. Це не дозволяє багатьом компаніям брати участь у тендерах, знижує конкуренцію;

– відсутність стандартизованих процедур і форм проведення тендерів, подачі проектних пропозицій, їх порівняльного оцінювання.

–

8. Участь міжнародних фінансових інститутів у проектному фінансуванні

Із великої кількості створених на міжнародному рівні МФІ (міжнародних фінансових інститутів) тільки деякі з них беруть участь у ПФ. До таких належать МБРР (Міжнародний банк реконструкції та розвитку), МФК (Міжнародна фінансова корпорація) і Багатостороння агенція з гарантування інвестицій (БАГІ), які входять у групу Світового банку, а також ЄБРР (Європейський банк реконструкції та розвитку).

Основною метою діяльності *МБРР* є сприяння розвитку економіки країн – членів МБРР шляхом надання довгострокових кредитів і гарантування приватних інвестицій.

Кредитування МБРР здійснюється за двома напрямками:

– системні позики – надаються урядам окремих країн під програми макро-економічної стабілізації й інституціональні зміни (кошти надходять у бюджет);

– інвестиційні кредити.

Отже, позики *МБРР* використовуються переважно для реалізації державних інвестиційних програм і проектів, а також для фінансування структурної перебудови економіки країн-позичальників або їх окремих галузей. У той же час інвестування в промислові проекти не є першочерговим завданням для МБРР, тому що банк вважає промисловість об'єктом вкладення переважно приватного капіталу, з яким він за Статутом не повинен конкурувати. У цілому, можна говорити здебільшого про непрямий вплив МБРР на розвиток ПФ – фахівці МБРР роблять значний внесок у розробку методів і методик проектного аналізу.

Для *МФК*, на відміну від МБРР, участь у промислових проектах є пріоритетним напрямом діяльності. МФК надає кредити високорентабельним підприємствам країн, що розвиваються, причому без гарантій їх урядів. Це дає можливість певним чином відмежувати приватні фірми від державного контролю й служить інтересам залучення іноземного капіталу в економіку країн, що розвиваються. Особливістю діяльності МФК є те, що вона має право інвестувати в акціонерний капітал споруджуваних або реконструйованих підприємств, і далі перепродавати їхні акції приватним інвесторам.

В Україні діяльність МФК сьогодні спрямована на фінансування спільних підприємств зі значною часткою іноземного капіталу.

Зазвичай МФК покриває не більше 25 % загальної суми проектних витрат, для того, щоб проект фінансувався переважно приватними кредиторами й інвесторами. Оскільки МФК не одержує урядових гарантій – вона ділить ризики з усіма своїми партнерами. Найпоширеніший метод залучення комерційних банків до кредитування проектів – організація синдікованих позик. Як спонсор проектів МФК може надавати позики на випадок непередбачених обставин, а також видавати повні або часткові гарантії іншим учасникам фінансування проектів. Крім того, МФК часто заохочує створення інвестиційних банків і страхових компаній із розрахунком, що надалі вони будуть залучатися до реалізації інвестиційних проектів, фінансованих МФК.

БАГІ – займається страхуванням інвесторів від таких специфічних ризиків як війна, націоналізація (експропріація), страхування від неконвертованості валюти; страхування від порушення договору (про інвестиції). Максимальна межа страхового покриття становить 50 млн дол. на проект.

ЄБРР – метою діяльності ЄБРР є інвестування в економічний прогрес і реконструкцію, сприяння переходу до відкритої економіки, орієнтації на ринок, а також розвиток підприємницької ініціативи в країнах Центральної й Західної Європи. ЄБРР допомагає країнам-членам банку здійснювати структурні і галузеві реформи, включаючи монополізацію, децентралізацію й приватизацію.

Кредитні ресурси ЄБРР діляться на:

- звичайні – за рахунок звичайних ресурсів надаються кредити під ефективні й надійні проекти розвитку;
- кошти спеціальних фондів – використовуються для пільгового кредитування в низькорентабельних галузях соціальної інфраструктури й для надання технічної допомоги.

За методами своєї діяльності ЄБРР має найбільшу подібність із МФК. Як і для МФК, інструментами фінансування ЄБРР є не тільки кредити, а також інвестиції в акціонерний капітал, гарантії кредитів і гарантоване розміщення цінних паперів (облігацій і акцій). Серед його умов немає вимоги страхування від політичних ризиків і ризику неконвертованості місцевої валюти.

На додаток до страхування (від звичайних ризиків) ЄБРР вимагає забезпечення кредиту активами проекту (заставна на рухоме / нерухоме майно, переуступка виторгу компанії у твердій і внутрішній валютах, застава акцій компанії і т. д.).

Видатки, які несе ЄБРР у зв'язку з підготовкою проекту для фінансування (оцінка ТЕО і його доробка, підготовка всієї необхідної документації), можуть бути досить більшими, у зв'язку з чим банк вимагає від компанії їх компенсації. Терміновість кредитів становить від 5–10 років з пільговим терміном.

Під час відбору проектів МФІ і ЄБРР установлюють значні для інвесторів вимоги:

- проекти повинні бути детально пророблені з техніко-економічних позицій; генерувати достатні обсяги коштів для обслуговування зобов'язань по кредиту, мати надійних спонсорів і партнерів;

- такі проекти повинні мати значний соціальний ефект, сприяти передачі технологій, виробничого й управлінського досвіду й передбачати заходи щодо захисту навколишнього середовища.

Перевагами участі МФІ в ПФ є:

- ці організації створені як спеціальний інструмент інвестування в країни, що розвиваються. Тому вони здійснюють вкладення в проекти без гарантій (без страхування від странових ризиків);

- МФІ забезпечують висококваліфіковану експертизу проекту й затверджують його до фінансування;

- як спонсори проекту МФІ забезпечують ефективне управління реалізацією проекту;

- МФІ знімають із приватного інвестора (кредитора) ризик неплатежів з боку позичальника (шляхом застосування, наприклад, застереження «крос-дефолту»);

- МФІ пропонують досить пільгові умови надання ресурсів з позиції термінів і процентних ставок;

- МФІ часто надають аванси або допомагають у пошуку грантів для підготовки проектів за західними стандартами;

- участь МФІ в проектах стимулює інших потенційних інвесторів.

Недоліками роботи із МФІ є:

- тривала бюрократична процедура аналізу й узгодження проекту (як правило не менше року);

- складна процедура організації закупівель товарів, робіт і послуг за рахунок коштів, надаваних МФІ, а також твердий контроль і узгодження відбору й висновку угод з постачальниками, підрядниками; тривалі й не завжди ефективні механізми оплати контрактів;

- фінансування переважно тільки інфраструктурних проектів.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Проектний цикл банку, схема фінансування, леверидж проекту, андеррайтинг, лізингові компанії, фінансові послуги, інститути спільного інвестування, корпорація, консорціум, асоціація, концерн, холдингова компанія, угода за типом ВОО,

угода за типом BOOT, угода за типом BOT, угода за типом DBOFT, угода за типом ROT, державно-приватне партнерство, CPI-linked sterling bond, arranging bank, agent, trustee, Private Finance Initiative, Blended Finance.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Можливості, переваги та недоліки проектного фінансування із залучення різних фінансово-кредитних інститутів.

2. Схема надання та обслуговування синдикованого кредиту у проектному фінансуванні.

3. Схема доходів банку в розрізі операцій та послуг, які надаються ним у проектному фінансуванні.

4. Класифікація банківського проектного фінансування.

5. Система управління проектним фінансуванням у банку.

6. Учасники та функції державно-приватного партнерства.

3. Підготувати творчо-аналітичні завдання:

1. На основі Закону України «Про банки і банківську діяльність», Інструкції «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» визначте, які обмеження мають вітчизняні банки, коли беруть участь у проектному фінансуванні.

2. Проаналізувати структуру інвестиційних портфелів страхових компаній у різних регіонах світу та частку у них проектного фінансування (The evolution of insurer portfolio investment strategies for long-term investing, 2016. <http://www.oecd.org/investment/Evolution-insurer-strategies-long-term-investing.pdf>)

3. Проаналізувати структуру інвестиційних портфелів пенсійних фондів у різних регіонах світу та частку у них проектного фінансування (OECD (2018), Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2016 www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm)

4. Розрахувати та проаналізувати потенціал участі вітчизняних банків у проектному фінансуванні на основі їх наявної ресурсної бази.

5. Проаналізувати потенціал участі вітчизняних небанківських фінансово-кредитних установ у проектному фінансуванні.

6. Проаналізувати досвід реалізації концесійних проектів за кордоном.

7. Узагальнити умови міжнародних фінансових інститутів для проектів – потенційних об'єктів фінансування.

8. Узагальнити вимоги та практику фінансування інвестиційних проектів фінансовими інститутами, які входять в групу Світового банку.

9. Узагальнити вимоги та практику фінансування інвестиційних проектів ЄБРР.

10. Аналіз реалізації державно-приватного партнерства в Україні та виконання на цій основі інвестиційних проектів.

11. На основі інформації про фінансування проекту Світовим банком в Україні (обрати один із проектів на сайті Світового банку), визначити: предмет, вартість та схему фінансування проекту; ризики, які враховуються Світовим банком; кількість створених робочих місць у короткостроковій і довгостроковій перспективі; кінцевих бенефіціарів проекту.

4. Виконати тестові завдання:

1. До фінансових установ, які беруть участь у проектному фінансуванні можна віднести:

- а) банки;
- б) лізингові компанії;
- в) страхові компанії;
- г) усі відповіді правильні.

2. Лізингові компанії – це:

а) суб'єкти інвестиційної діяльності, які виконують посередницькі функції в проектному фінансуванні;

б) суб'єкти інвестиційної діяльності, які надають страхові послуги;

в) суб'єкти інвестиційної діяльності, які здійснюють діяльність, пов'язану з об'єднанням грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку;

г) суб'єкти інвестиційної діяльності, які здійснюють вкладення коштів у різні види активів.

3. Залежно від характеру діяльності лізингові компанії поділяються на:

а) галузеві та універсальні;

б) утворені банками і при іноземних банках;

в) утворені місцевими органами влади та іншими муніципальними структурами;

г) утворені при виробниках обладнання і при ФПП.

4. Перевагами консорціумного (синдиковано) кредитування є:

а) диверсифікація (розподіл) ризиків, можливість взаємовідносин тільки з одним банком;

б) забезпечує використання альтернатив фінансових можливостей, більша кооперація для позичальника;

в) додаткова експертиза проекту, зокрема після надання фінансування;

г) низька ціна кредитування.

5. До видів ІСІ залежно від ризиків не належать:

а) диверсифіковані;

б) недиверсифіковані;

- в) венчурні;
- г) трастові.

6. До функцій комерційних банків у проектному фінансуванні не належить:

- а) мобілізаційна;
- б) експертна;
- в) регулююча;
- г) контрольна.

7. Операція, в результаті якої під інвестиційний кредит здійснюється випуск цінних паперів, називається:

- а) андеррайтинг;
- б) сек'юритизація;
- в) лізинг;
- г) факторинг.

8. Сек'юритизація – це:

а) операції з надання банком інвестиційного кредиту для фінансування проекту з наступною реалізацією активів іншому кредитору;

б) обслуговування усіх фінансових потоків, пов'язаних із реалізацією проекту;

в) покупка або гарантування покупки цінних паперів за умови розміщення на ринку;

г) об'єднання капіталів декількома інвесторами на основі стратегічних альянсів, консорціумів, картелів та синдикатів.

9. У процесі аналізу проекту не розраховується такий коефіцієнт:

- а) леверидж;
- б) коефіцієнт покриття терміну кредиту;
- в) коефіцієнт ефективності процентної ставки за залученими коштами;
- г) коефіцієнт ефективності проекту.

10. Купівля або гарантування покупки цінних паперів за їх первинного розміщення – це:

- а) андеррайтинг;
- б) сек'юритизація;
- в) форфейтинг;
- г) факторинг.

11. Спосіб об'єднання капіталів кількох інвесторів на основі створення стратегічних альянсів, консорціумів, картелів, синдикатів, трестів і т. п. – це:

- а) злиття;
- б) поглинання;
- в) консорціумне фінансування;
- г) спільне фінансування.

12. У світовій практиці до жорстких видів інтеграції капіталу належить:

- а) трест;
- б) асоціація;
- в) консорціум;
- г) стратегічний альянс.

13. У світовій практиці до м'яких видів інтеграції капіталу не належить:

- а) концерн;
- б) асоціація;
- в) консорціум;
- г) стратегічний альянс.

14. До особливостей об'єднання підприємств в Україні не зараховують:

- а) об'єднання підприємств – юридичних осіб;
- б) об'єднання підприємств – фізичних осіб;
- в) підприємства функціонують на основі установчого договору та статуту;
- г) підприємства створюються у формі асоціацій, корпорацій та інших форм об'єднань, передбачених законодавством України.

15. Суб'єкт господарювання, який володіє контрольним пакетом акцій дочірнього підприємств (а) – це

- а) холдингова компанія;
- б) корпорація;
- в) материнська компанія;
- г) асоціація.

16. У чистому холдингу головна компанія здійснює лише:

- а) функції контролю;
- б) функції регулювання;
- в) функції планування;
- г) функції управління.

17. У рамках ФПГ банк може виконувати роль:

- а) фінансового центру;
- б) розрахункового центру;
- в) консалтингового центру;
- г) центру для здійснення довірчого управління.

18. Поступка державою на певних умовах своїх майнових прав на окремі види господарської діяльності приватним компаніям – це:

- а) урядові пільги;
- б) концесія;
- в) націоналізація;
- г) приватизація.

19. До основних учасників концесійних проектів не належить:

- а) держава;
- б) інвестор (інвестори);
- в) кредитор (кредитори);
- г) проектна компанія.

20. Особливостями концесії є:

- а) державне регулювання діяльності та контроль за її здійсненням;
- б) платне використання об'єкту концесії;
- в) взаємовигоди сторін;
- г) усі відповіді правильні;

21. До різновидів механізмів реалізації концесійних проектів не належить:

- а) WOOT;
- б) BOT;
- в) ROT;
- г) BOO.

22. З міжнародних фінансових інститутів не бере участь у проектному фінансуванні:

- а) Міжнародний банк реконструкції та розвитку;
- б) Міжнародна фінансова корпорація;
- в) ЄБРР;
- г) фонд «Євразія».

23. Займається страхуванням від специфічних ризиків (війна, націоналізація, експропріація):

- а) МБРР;
- б) ЄБРР;
- в) БАГІ;
- г) міжнародна фінансова компанія.

24. Надає кредити високорентабельним підприємствам країн, що розвиваються, без гарантії уряду:

- а) МБРР;
- б) ЄБРР;
- в) БАГІ;
- г) міжнародна фінансова компанія.

25. Який міжнародний фінансовий інститут здійснює кредитування із використанням системних позик та інвестиційних кредитів:

- а) МБРР;
- б) ЄБРР;

- в) БАГІ;
- г) міжнародна фінансова компанія.

26. Ознакою державно-приватного партнерства не є:

- а) забезпечення вищих техніко-економічних показників ефективності діяльності, ніж у разі здійснення такої діяльності державним партнером без залучення приватного партнера;
- б) середньо- і довготривалість відносин;
- в) передача приватному партнеру частини ризиків;
- г) внесення приватним партнером інвестицій в об'єкти партнерства.

27. До основних принципів здійснення державно-приватного партнерства не належать:

- а) перевага державних інтересів над приватними;
- б) незмінність протягом усього терміну дії договору, укладеного в рамках державно-приватного партнерства, цільового призначення та форми власності об'єктів, що перебувають у державній або комунальній власності чи належать Автономній Республіці Крим, переданих приватному партнеру;
- в) справедливий розподіл між державним та приватним партнерами ризиків, пов'язаних із виконанням договорів, укладених у рамках державно-приватного партнерства;
- г) визначення приватного партнера на конкурсних засадах.

28. Об'єктами державно-приватного партнерства не можуть бути:

- а) об'єкти, що перебувають у державній або комунальній власності чи належать Автономній Республіці Крим;
- б) існуючі, зокрема відтворювані (шляхом реконструкції, модернізації, технічного переоснащення) об'єкти, у тому числі ділянки надр;
- в) створювані чи придбані об'єкти;
- г) об'єкти, що перебувають у приватній власності.

29. Державно-приватне партнерство не застосовується в таких сферах:

- а) пошук, розвідка родовищ корисних копалин та їх видобування, крім таких, що здійснюються на умовах угод про розподіл продукції;
- б) машинобудування;
- в) охорона здоров'я;
- г) оптова торгівля.

30. Державно-приватне партнерство не застосовується в таких сферах:

- а) збір, очищення та розподілення води;
- б) оброблення відходів;
- в) управління нерухомістю;
- г) металургійна галузь.

31. Рішення про здійснення державно-приватного партнерства щодо об'єктів державної власності, проведення конкурсу та затвердження результатів конкурсу з визначення приватного партнера ухвалюються:

- а) Кабінетом Міністрів України;
- б) Верховною Радою України;
- в) відомчими органами;
- г) місцевими органами влади.

32. Фінансування державно-приватного партнерства може здійснюватися за рахунок:

- а) фінансових ресурсів приватного партнера;
- б) фінансових ресурсів, запозичених в установленому порядку;
- в) коштів державного та місцевих бюджетів;
- г) усі відповіді правильні.

33. Державна підтримка здійснення державно-приватного партнерства може надаватися:

а) шляхом надання державних гарантій, гарантій Автономної Республіки Крим та місцевого самоврядування, шляхом фінансування за рахунок коштів державного чи місцевих бюджетів та в інших формах, передбачених законом;

б) шляхом надання державних гарантій, гарантій Автономної Республіки Крим та місцевого самоврядування, шляхом фінансування за рахунок коштів державного чи місцевих бюджетів;

- в) шляхом надання державних гарантій;
- г) шляхом надання податкових преференцій.

34. Обґрунтування соціально-економічних та екологічних наслідків здійснення державно-приватного партнерства проводиться за результатами аналізу:

а) економічних та фінансових показників реалізації партнерства;

б) соціальних наслідків реалізації партнерства, включаючи поліпшення якості послуг та рівень забезпечення попиту товарами (роботами і послугами);

в) ризиків, пов'язаних із реалізацією партнерства, з урахуванням різних засобів їх розподілу між державним та приватним партнерами і впливу відповідного розподілу ризиків на фінансові зобов'язання державного партнера;

- г) усі відповіді правильні.

5. Кейс-завдання

1. «Фінансування будівництва четвертої лінії столичного метрополітену на Троєщину»

Будівництво четвертої лінії столичного метрополітену на Троєщину найімовірніше фінансуватиме консорціум банків. Про це повідомив заступник голови Київської міськдержадміністрації М. Костюк. Костюк не вбачає загрози для реалізації цього проекту після того, як із переговорного процесу з питання фінансування зазначеного будівництва може вийти Зовнішекономбанк (ЗЕБ, Москва, РФ), як про це писали ЗМІ.

«Нині триває процес пошуку кредиторів. Це буде дуже великий кредит. Буде консорціум банків – не думаю, що один банк фінансуватиме цей проект. Після всіх процедур щодо погодження буде оголошено конкурс, мінімізовано ризики, збалансовано фінансове навантаження», – сказав він.

Водночас у прес-службі Зовнішекономбанку повідомили, що банк може розглянути можливість фінансування проекту будівництва четвертої лінії Київського метрополітену на Троєщину за умови отримання статусу міжнародної фінансової організації (МФО) на території України.

«ЗЕБ звернувся до Адміністрації президента України і до російсько-української міжурядової комісії з економічного співробітництва із запитом щодо можливості надання банку такого статусу відповідно до законодавства України та наявних прецедентів – німецький банк KfW отримав статус МФО в Україні», – сказав представник прес-служби.

За його словами, статус МФО дасть змогу забезпечити необхідний рівень довгострокової підтримки кредитоспроможності фінансування КМДА з бюджету України для реалізації проекту та врахувати вимоги нормативно-правової бази ЗЕБ у частині фінансування інвестиційних проектів за межами Росії, що передбачає можливість відбору конкурсантів на право реалізації проекту за правилами фінансуючої організації.

У липні 2012 року дочірнє товариство російського Зовнішекономбанку – ВАТ «Федеральний центр проектного фінансування» (ФЦПФ) виграло конкурс, організований комунальним підприємством вико-

навчого органу Київської міськради «Київсистемоменеджмент», на послуги інвестиційного консультування з формування проекту будівництва четвертої лінії метро Києва на умовах державно-приватного партнерства. У серпні відповідно до результатів конкурсу було погоджено і підписано контракт між «Київсистемоменеджмент» та ФЦПФ.

До складу консорціуму на чолі з ФЦПФ входить ЗЕБ, французька юридична компанія з офісом у Києві, українська юридична фірма, міжнародна інжинірингова компанія, а також «Український центр сприяння розвитку публічно-приватного партнерства».

Як повідомили в прес-службі ЗЕБ, на сьогодні консультанти завершили перший етап робіт, який передбачає розроблення індикативних параметрів та основних планованих результатів реалізації проекту, проведення попередніх фінансових розрахунків, а також формування пропозиції за умовами реалізації проекту для обговорення їх прийнятності для замовника.

Участь ЗЕБ у фінансуванні проекту може бути розглянуто після звернення потенційного позичальника, що має необхідні юридичні права з реалізації проекту. При цьому необхідно враховувати, що Зовнішекономбанк як російський банк розвитку підтримує експорт російських товарів, продукції та послуги.

[<http://kiev.ppravda.com.ua/news/5256cb5c8fa97/>]

Завдання:

1. Які переваги надає статус міжнародної фінансової організації на території України?
2. Які переваги надає реалізація проектного фінансування в рамках державно-приватного партнерства?
3. Проаналізувати переваги участі в цьому проекті українських, зарубіжних банків та консорціуму банків?

2. «MDB private finance operations: lenders or mobilisers?»

Much is expected of the multilateral development banks (MDBs) as the international community confronts the daunting challenge of financing the Sustainable Development Goals (SDGs). The MDBs, especially their private sector windows (PSWs), are rightly regarded as essential actors in the challenge of moving from billions to the trillions of dollars of private finance necessary to fill yawning SDG finance gaps.

These institutions – the original impact investors – have an array of tools needed to address the many obstacles that block the flow of private finance for development. They are also good investments for their shareholders, as they are broadly sustainable, and they multiply and leverage the capital contributions of member countries. Yet we observe a marked disconnect between these aspirations and actual outcomes for mobilisation of private finance by PSWs. A report just released by the Blended Finance Taskforce on «Better Finance Better World» puts 2016 mobilisation ratios for MDB PSWs at 1:1.5 for total mobilisation: that is, for every US\$1 of PSW resources, US\$1.5 of private finance is mobilized. The total magnitude of annual private financing mobilized by MDB PSWs, at about US\$60 billion, falls far short of a meaningful contribution to addressing annual SDG financing gaps in the trillions. Current mobilisation ratios reflect PSW business models and internal incentives that favor profitable investments for their own account. PSW shareholders expect market returns, maintenance of AAA institutional ratings, significant profits, and avoidance of distortive subsidies. This set of objectives understandably constrains the risk tolerance of PSWs. For better mobilisation, PSWs should be provided scope to take more risk, increase their operations in difficult countries and sectors, and target key gaps in capital markets that block the flow of private finance.

Two pervasive gaps play a central role in impeding the mobilisation of private finance in developing countries. Enhancing the ability of PSWs to fill these gaps would do much for strengthening both their mobilisation and development impact.

1. The scarcity of investors willing to take on the riskiest project tranches, such as first loss or junior equity;

2. Very limited early stage finance – for early stage firms, early stages of local capital market development, and pre-operational greenfield infrastructure projects.

A proposal for capitalizing special vehicles within PSWs A solution for addressing these gaps, while maintaining the AAA rating and profitability of core PSW balance sheets, is to add special purpose vehicles (SPVs) with separate balance sheets to PSWs – purpose built for taking on additional risk. These SPVs would not be expected to achieve market returns. In fact, their financial goal could be defined simply as preserva-

tion of shareholder equity in real terms at the entity level. They would focus on the two capital market gaps identified above.

The first – increasing the amount of finance for high-risk tranches of projects – would likely deliver an early boost to mobilisation ratios, especially in middle income countries. The second – more early-stage finance – should increase mobilisation ratios over time by building stronger bankable project pipelines. The SPV toolkit would be comprised principally of equity, quasi-equity, first loss guarantees, junior debt, outcomes payments, and grants. Grants would help address pipeline problems through support for project preparation, product or business model innovation, and seeding startups. Outcomes payments would incentivise private investment with high development impact by increasing or securing returns. The basic idea is for the two parts of the PSW – the SPV and core operations – to offer a seamless continuum of products and services to clients. In some cases, this would make deals bankable that otherwise would not pass credit committees. In others, it would make scale and much larger deals possible. And in still others, it would mean a smooth handoff from the SPV to the core PSW operations when clients or markets are ready for commercial finance and growth. A critical additional success factor would be the extent to which the two parts of the PSW would be able to rely on support from the MDB sovereign lending side – for promoting well-targeted policy and institutional reforms to make projects financially viable and for helping to finance the public share of public-private partnerships (PPPs). Capitalizing such SPVs offers certain attractive features to MDB / PSW shareholders. The amounts of capital needed would be relatively small, as the amount of finance needed for risky tranches and for early stage capital is small relative to senior and growth capital needs. Moreover, because they would be new entities, the SPV shareholder structure and governance arrangements could be established *de novo*, avoiding concerns about dilution from countries which do not wish to participate.

How does this proposal differ from existing special purpose vehicles? PSWs currently raise bespoke risk-sharing funds from individual donors, which are often limited with respect to sectors and financial instruments. An important exception is the new \$2.5 billion IDA Private Sector Window which is an IFC-managed SPV with broad-based donor support and flexibility regarding both sectors and blended finance tools. But this

proposal would not be restricted to operations in the poorest (IDA) countries and has some important financial and governance advantages:

1. It would address critical capital market gaps and take on more risk in middle income countries (MICs) as well as in low income countries (LICs). Even with improved capital market access, MICs continue to face major challenges in mobilizing private finance for sectors that are risky but critical for growth.

2. Retaining a focus on MICs as well as LICs would support a substantial improvement in mobilisation ratios and would help manage risk through diversification.

3. The resources funding the SPV would take the form of shareholder capital rather than one-time donor contributions. This financing model would establish a basis for periodic assessments of SPV capital adequacy and possible capital increases, as in the case of PSW core capital.

4. A SPV capitalisation of this nature in the IFC case would reduce future diversion of scarce IDA replenishment resources from massive public investment needs to fund private investment.

5. Under this proposal, shareholders would have the chance to create a new, fit-for-purpose governance mechanism to assess SPV performance at the portfolio level against agreed criteria for risk tolerance, returns, and development impact.

6. And finally, shareholders would be deploying their new capital in a way that incentivizes and facilitates the institutional change they seek more openness to innovation and a greater focus on mobilization and areas and projects with greater development impact.

ECDPM's Great Insights, VOL 7 - ISSUE 2 SPRING 2018, <http://ecdpm.org/great-insights/leveraging-private-investment-for-sustainable-development/>

Завдання:

1. У чому полягає сутність «вікна для приватного сектору» (private sector windows) з боку міжнародних банків розвитку у досягненні Цілей стійкого розвитку?

2. Що означає леверидж фінансування коштів таких інститутів за рахунок залучення приватних коштів?

3. Які складнощі фінансування у деяких секторах і країнах дозволяє подолати використання «вікна для приватного сектору» з боку міжнародних банків розвитку?

4. Які інструменти, запропоновані для використання міжнародними банками розвитку, дозволяють знизити ризики проектного фінансування?

3. «Infrastructure Finance Companies in India»

Investment in Indian infrastructure grew from 4.5 % of GDP in 2004 to 6 % in 2006 (Moody's 2011b). Much of this was achieved through a model of PPPs for greenfield projects rather than public utilities. Despite more recent problems in the performance and pipeline of PPPs, USD 225bn was invested in private-sector infrastructure between 2007 and 2012, with 758 PPP projects financed in roads, ports and power (The Economist, 2012).

A significant feature of the Indian market has been the role of non-banking financial institutions in providing debt and equity for projects. The Reserve Bank of India authorizes «Infrastructure Finance Companies» as those with a minimum of 75 % of total assets deployed in infrastructure loans, with a credit rating of «A» or better. Infrastructure Finance Companies are often quasi-public or formerly quasi-public entities or sponsored by large conglomerates. They include:

- Power Finance Corporation
- Housing and Urban Development Corp (Hudco)
- Life Insurance Corporation of India
- Industrial Credit and Investment Corporation of India (ICICI)
- Industrial Development Bank of India (IDBI)
- Infrastructure Development Finance Company (IDFC)
- India Infrastructure Finance Company Limited (IIFCL)
- L&T Infrastructure Finance Company
- Industrial Finance Corporation of India
- Rural Electrification Corporation

The corporate bond market in India is not as developed as the equities market and far behind that of comparable emerging markets. In 2010, the Government launched an Infrastructure Bond Tax Exemption Program to increase bond market participation in infrastructure finance. The program allows Infrastructure Finance Companies to issue bonds with certain tax incentives. These bonds must be of more than 10 years maturity. Individual investors are allowed to invest up to INR 20,000 deductible against their tax liability and are locked-in to the security for at least five years. Yields are capped at those of the Government 10 year benchmark each month. So far, several entities are participating in the Program.

[HTTPS://WWW.AFDB.ORG/FILEADMIN/UPLOADS/AFDB/DOCUMENTS/PROJECT-AND-OPERATIONS/ STRUCTURED_FINANCE_-_CONDITIONS_FOR_INFRASTRUCTURE_PROJECT_BONDS_IN_AFRICAN_ MARKETS.PDF](https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/documents/project-and-operations/structured-finance_-_conditions_for_infrastructure_project_bonds_in_african_markets.pdf)

Завдання:

1. У чому є особливості фінансування за допомогою Компаній фінансування інфраструктури (Infrastructure Finance Companies), їх переваги та можливості у проектному фінансуванні?
2. Які інструменти стимулювання застосовує держава, в якій використовуються такі схеми фінансування?
3. Наведіть приклади застосування аналогічних схем та фінансових інституцій в інших державах.

ТЕМА 3

ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ І БЮДЖЕТУВАННЯ КАПІТАЛУ

Методичні вказівки до теми:

1. Структура інвестиційних ресурсів проектного фінансування, особливості їх використання. Інструменти рефінансування боргу

У процесі формування структури інвестиційних ресурсів ураховуються такі фактори:

- 1) організаційно-правова форма підприємства, що створюється;
- 2) галузеві особливості операційної діяльності підприємства – вони визначають структуру активів підприємства і їх ліквідність. Так, підприємства з високим рівнем фондомісткості будуть мати більш низький кредитний рейтинг і повинні орієнтуватися переважно на власні джерела фінансування. Крім того, різні галузеві особливості визначають різну тривалість операційного циклу – чим нижче період операційного циклу, тим більшою мірою можуть бути використані позикові ресурси;
- 3) розмір підприємства;
- 4) вартість капіталу, приваблюваного з різних джерел;
- 5) свобода вибору джерел фінансування;
- 6) кон'юнктура ринку капіталу – впливає на вартість джерел;
- 7) рівень оподаткування прибутку підприємства – можливість використання податкового ефекту;
- 8) прийнятий для засновників ступінь ризику під час формування ними інвестиційних ресурсів (агресивна ризикова політика припускає максимальне використання позикових джерел фінансування);
- 9) рівень концентрації власного капіталу для забезпечення необхідного рівня фінансового контролю (частка засновників та інших акціонерів).

Організація Проектної компанії у *формі акціонерного товариства (АТ)* є найбільш привабливою з погляду залучення власного капіталу з таких причин:

- розподіл статутного капіталу на певну кількість акцій рівної номінальної вартості, яка може бути досить маленькою, що дає можливість залучення як дрібних, так і великих інвесторів;
- високий рівень мобільності корпоративних прав (акцій), особливо якщо вони котируються на біржі, а також мінімальні витрати на зміну прав власності;
- спрощений порядок реалізації права на правонаступництво;
- можливість розміщення емісії серед великої кількості інвесторів, значна частка яких не претендує на контроль над підприємством;
- досить детальне нормативне регулювання діяльності АТ, що створює умови для захисту інтересів акціонерів, у т. ч. від розмивання капіталу;

– акціонери відповідають за зобов'язаннями суспільства тільки в межах приналежних їм акцій;

– оплата вартості акцій може проводитися як у грошовій, так і у майновій формі;

– продаж акцій збільшує капітал підприємства, його стабільність і кредитоспроможність;

– акції забезпечують інвесторів більшим захистом від інфляції, ніж облігації;

– порівняно низький рівень інформаційної асиметрії, тому що АТ повинні публікувати свою звітність у ЗМІ, надавати детальну інформацію під час емісії цінних паперів, що в цілому знижує ризики, обумовлені агентським конфліктом.

Безпосередньо для ПФ ця форма організації має також такі переваги:

– можливість випуску товариством конвертованих облігацій (перетворюються в акції);

– можливість виходу на міжнародний ринок капіталу з випуском згодом АДР;

– можливість участі інституціональних інвесторів у фінансуванні.

Інвестори, що вкладають кошти в акції компанії, умовно діляться на *стратегічних, фінансових (або портфельних) і міноритарних*.

До переваг залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед стратегічних інвесторів належать:

– стратегічний інвестор може передати компанії передовий досвід і ноу-хау;

– стратегічний інвестор націлений на довгострокове співробітництво з компанією;

– компанія може одержати доступ до нових ринків і каналів збуту;

– компанія і її стратегічний інвестор можуть одержати синергетичний ефект у результаті виробничої інтеграції;

– стратегічні інвестори готові платити більш високу ціну за акції компанії, ніж інші компанії.

Негативні сторони залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед стратегічних інвесторів:

– компанія повинна розділяти мету стратегічного інвестора;

– зниження контролю над компанією, можливість зміни керівництва;

– пошук стратегічного інвестора вимагає значних витрат часу й коштів.

Позитивними сторонами залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед фінансових інвесторів є:

– відсутність втручання в оперативне управління компанією;

– є джерелом залучення середньострокового капіталу;

– володіння невеликою часткою акцій, що дозволяє її керівництву зберігати контроль.

Разом із тим, публічна емісія цінних паперів вимагає фінансових витрат, розмір яких залежить від форми розміщення. *Основними витратами, пов'язаними із продажем акцій є:*

- в разі використання андеррайтингу – спред – прямі витрати емітента у вигляді різниці між ціною, отримані за акції емітентом, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;

- інші прямі витрати – витрати, пов'язані з реєстрацією, оплатою праці юристів, аудиторів, податкових платежів, публікацією інформації про емісію;

- непрямі витрати – витрати на організацію нової емісії.

Закордонний досвід свідчить, що витрати на розміщення цінних паперів, у відсотковому вираженні від обсягу емісії, суттєво знижуються, якщо цей обсяг зростає. Наприклад, за умови незначних емісій (до 10 млн дол.) прямі видатки залишають близько 10 % коштів, отриманих під час реалізації акцій. Якщо обсяг емісії від 10–20 млн дол. США – прямі витрати знижуються до 7 %, від 50–100 млн дол. – 4 %.

За даними американських досліджень, середній розмір видатків становить під час продажу акцій: за принципом найкращих умов – 6,17 %; за використання, що очікує андеррайтингу – 6,05 %; по підписці – 2,45 %.

Перевагами використання випуску облігацій як джерела фінансування є:

- можливість залучення великої суми коштів (у порівнянні з банківським кредитом);

- залучення дрібних кредиторів, тому що вартість облігацій, як правило, незначна;

- можливість розтягти або відтермінувати строки погашення позики;

- можливість відтермінувати погашення доходу по облігаціях (за умови випуску дисконтних облігацій);

- витрати на обслуговування боргу знижують оподатковуваний прибуток (у порівнянні з випуском акцій);

- емісія облігацій є дешевшою за випуск акцій;

- облігації мають більшу привабливість для консервативних інвесторів;

- можливість залучення коштів інституціональних інвесторів.

Є свої особливості вибору інструментів фінансування під час *рефінансування боргу* проектною компанією, що є вкрай актуальним під час фінансової кризи.

Найпростішим і разом з тим досить ефективним інструментом рефінансування існуючої заборгованості фінансові директори вважають перекредитування – залучення банківського кредиту для погашення попереднього боргу.

Досить ефективним і вигідним для всіх засобом рефінансування є такий, коли одна велика, раніше залучена позика рефінансується за рахунок коштів декількох кредитних організацій. Таке рішення в діловому співтоваристві отрима-

ло назву «*банківський клуб*». Його основна перевага в тому, що, розбиваючи необхідну для рефінансування суму на кілька складових за кількістю учасників «*банківського клубу*», збиток, який понесуть банки у разі дефолту позичальника, буде набагато меншим, а значить, нижче будуть і ризики, вартість позикових коштів для цілей рефінансування.

Великі компанії можуть скористатися і нестандартними інструментами для залучення коштів на рефінансування. Компанія випускає облігаційну позику, яка повністю викупується банком-організатором і його афілійованими структурами. Придбані цінні папери використовуються як застава по операціях репо. Єдине серйозне обмеження для цього способу рефінансування полягає в тому, що компанія-емітент повинна володіти високим кредитним рейтингом – або B1 від Moody's, або B+ від Standard & Poor's.

Якщо компанія має обмежені можливості успішного розміщення облігацій, експерти радять застосовувати *ковенант (додаткових обмежень)* у проспекті емісії, які знизять ризики інвесторів і підвищать привабливість публічної позики. Прикладом подібних обмежень може служити: добровільне обмеження емітентом його боргового навантаження на період обігу облігацій. Невиконання створених ковенант означатиме, що інвестор має право у будь-який момент часу представити облігації до дострокового погашення. Як правило, ковенанти широко використовуються у процесі емісії єврооблігацій і CLN.

Крім стандартних інструментів рефінансування компанії користуються і досить нетривіальними способами залучити гроші. До них належать випуск конвертованих облігацій, залучення мезонінного фінансування – все те, що так чи інакше дозволяє задіяти акціонерний капітал. Дуже рідко в якості інструментів рефінансування можуть застосовуватися акції.

Сучасні корпорації у складі свого управління мають *Службу по відносинам з інвесторами (IR)*, яка є актуальним інструментом вирішення питання зниження витрат інформаційної асиметрії між інвесторами та компанією.

Єдиного підходу до визначення функціональної підпорядкованості IR-служби в компаніях немає. Варіанти можуть бути дуже різними, а саме:

- пряме підпорядкування главі компанії (генеральному директору);
- в компанії створена посада віце-президента з корпоративних комунікацій, який керує трьома напрямками: IR, PR, GR (Government Relations – взаємовідносини з державними органами та представниками влади). Кожен з напрямків очолює свій керівник;
- IR підпорядковується PR;
- радник генерального директора з питань взаємодії з інвестиційним співтовариством;
- IR організаційно входить в структуру підрозділу, який здійснює управління корпоративними фінансами.

Правильно сформульовані завдання для IR-служби можуть і повинні звучати приблизно таким чином:

- ідентифікація компанії в інвестиційному середовищі перед розміщенням акцій;

- підвищення рівня інформаційної прозорості.

Незважаючи на розпливчате формулювання, результат цієї роботи може бути цілком конкретним, наприклад, отримання високого рейтингу корпоративного управління, присвоєного міжнародними рейтинговими агентствами; збільшення числа аналітиків, які аналізують акції компанії і виставляють по них рекомендації.

IR працює з двома категоріями аналітиків: аналітиками sell-side («сторони, що продають») – це аналітики інвестиційних компаній і банків) і аналітиками buy-side («сторони, що купують») – до них належать аналітики інвестиційних фондів).

Як правило, *IR – служба виконує такі функції:*

- організує обов’язкове розкриття інформації відповідно до вимог регулювання ринку цінних паперів органом виконавчої влади;

- забезпечує взаємодію з фондовими біржами з питань обов’язкового розкриття інформації та підтримки цінних паперів компанії в котирувальних списках;

- бере участь у підготовці проведення річних загальних зборів акціонерів і т. п.;

- організує взаємодію з аналітиками інвестиційних компаній і банків;

- організує взаємодію з інституційними інвесторами;

- взаємодіє з рейтинговими агентствами з питань присвоєння кредитних рейтингів і рейтингів корпоративного управління;

- формує і здійснює моніторинг бази даних по інвестиційним фондам, аналітикам інвестиційних компаній і банків, а також фінансовим засобам масової інформації; бере участь в інвестиційних конференціях і роудшоу.

Традиційно *взаємодія з інвесторами здійснюється за допомогою:*

- IR інтернет-сторінки або окремого сайту для інвестиційного співтовариства;

- інформаційних повідомлень;

- річного звіту для акціонерів та інвесторів;

- презентацій для інвесторів і аналітиків.

2. Визначення потреби у фінансових ресурсах

Розрахунки потреби інвестиційних ресурсів повинні охоплювати всі стадії реалізації інвестиційного проекту:

- на передінвестиційній стадії інвестиційні ресурси формуються з метою забезпечення передстартових витратків – витрат на розробку бізнес-плану, фінансування пов’язаних з ним досліджень, а також необхідних проектних робіт. Ці витатки носять разовий характер;

- на інвестиційній стадії – ресурси формуються для безпосереднього створення капітальних та інших необоротних активів;
- для постінвестиційної стадії ресурси формуються для фінансування оборотних активів, що дозволяють почати підприємству операційну діяльність.

Всі витрати на передексплуатаційній стадії поділяються на: прями і непрямі (Рис. 2).

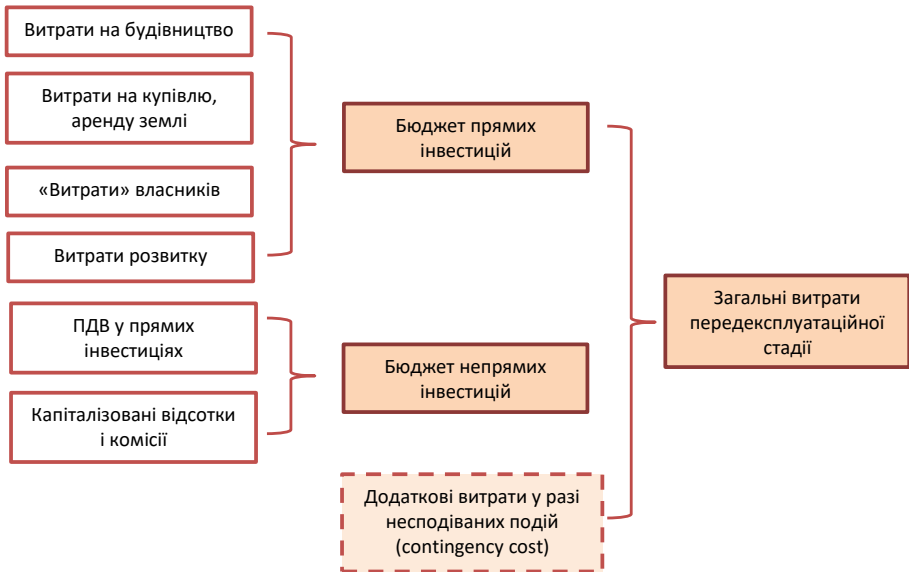


Рис. 2 – Витрати проекту на передексплуатаційній стадії

При цьому витратами власників є страхові платежі, додаткові (допоміжні) витрати на будівництво, початкові витрати, що здійснюються до будівництва. Витрати розвитку – витрати за консультаційні послуги консалтингових компаній та фінансових установ.

Для фінансування додаткових витрат використовується кредит stand-by або кредитна лінія.

Оптимізація загальної потреби в інвестиційних ресурсах являє собою процес розрахунків реально необхідного обсягу фінансових коштів, які можуть бути використані в процесі реалізації інвестиційного проекту на первісній стадії його життєвого циклу.

Визначення загальної потреби в інвестиційних ресурсах здійснюється за допомогою таких методів:

1. *Балансовий метод* – заснований на визначенні необхідної суми активів, що дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність.

Склад активів новостворюваного підприємства має такі особливості:

а) у складі необоротних активів підприємства на стадії його створення практично повністю відсутні довгострокові фінансові вкладення;

б) у складі оборотних активів підприємства практично повністю відсутня дебіторська заборгованість. Короткострокові фінансові інструменти включаються до складу активів тільки у випадку якщо внесок засновників здійснений у вигляді таких активів.

Розрахунки потреби в інвестиційних ресурсах здійснюється в розмірі таких активів:

– основних коштів: виробничі будинки й спорудження; машини й устаткування, які використовуються в технологічному процесі; машини й устаткування, що застосовуються в процесі керування операційною діяльністю.

Потреба в окремих видах машин і устаткування, що використовуються у технологічному процесі визначається:

$$P_{об} = \frac{ОП * C}{PP_e} + Y,$$

де $P_{об}$ – потреба у виробничому устаткуванні конкретного виду;

ОП – планований обсяг виробництва продукції на цьому устаткуванні;

PP_e – експлуатаційна продуктивність цього виду устаткування;

P_e – вартість одиниці цього виду устаткування;

Y – вартість установки устаткування.

– потреба в запасах ТМЦ розраховується диференційовано в розрізі таких їхніх видів: потреба в обіговому капіталі, що вкладається у запаси сировини й матеріалів; аналогічно по готовій продукції; потреба в капіталі, що вкладається у запаси товарів (для торговельних підприємств). При цьому одноденні їх витрати потрібно множити на норму запасу в днях. Для усереднених розрахунків використовуються такі стандартні норми запасів: по сировині й матеріалам – 90 днів; по готовій продукції – 30 днів; по товарах для торговельних підприємств – 60 днів;

– потреба в грошових коштах визначається на основі майбутньої їхньої витрати на розрахунки по оплаті праці; авансовим і податковим платежам; по маркетинговій діяльності (виходячи із тримісячної потреби);

– потреба в інших активах встановлюється за допомогою методу прямого розрахунку за окремими різновидами.

2. *Метод аналогії* – заснований на встановленні обсягу капіталу, що використовується на підприємствах-аналогах. При цьому визначаються його найбільш істотні ознаки (показники), що виявляють вплив на формування обсягу його інвестиційних ресурсів.

3. *Метод питомої капіталомісткості* – є найбільш простим. Заснований на розрахунках показника капіталомісткості продукції (розраховується на одиницю продукції).

3. Оцінка вартості інвестиційних ресурсів у проектному фінансуванні

Рівень прибутковості, що виплачується інвестору в якості плати за наданий капітал, представляє для замовника (ініціаторів) інвестиційного проекту, що одержує цей капітал, величину його *вартості*.

Для інвестора ціна вкладеного капіталу – це *альтернативні витрати*, що виникають через втрату їм можливості використовувати кошти якимось іншим способом, наприклад – направити їх на банківський депозит. Тому в умовах ефективного ринку ціна капіталу для одержувача повинна бути не менше альтернативних витрат інвестора.

Вартість інвестиційних ресурсів – це рівень тих регулярних витрат, які замовники (ініціатори проекту) повинні нести внаслідок залучення інвестиційних ресурсів.

Вартість інвестиційних ресурсів складається з:

– *вартості джерел позикового капіталу*.

Під час розрахунку вартості джерел позикового капіталу необхідно враховувати, що вартість капіталу для позичальника не дорівнює величині прибутковості кредитора – між позичальником і кредитором можуть бути посередники й непрямі учасники; як правило позичальник відносить витрати по виплаті відсотків за кредит у видатки, що знижують оподаткований прибуток, що, відповідно, знижує вартість залучення позикових ресурсів.

Вартість позикових джерел корегується на величину податку на прибуток (h):

$$r'_k = r_k(1-h).$$

Вартість залучення капіталу в результаті випуску облігацій (безвідкличних і з постійним доходом – купонні) розраховується на підставі рівняння, що визначають їхню ринкову вартість:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_{купт}(1-h)}{(1+r'_k)^t} + \frac{N_{ном}}{(1+r'_k)^n},$$

де $CF_{купт}$ – регулярні суми виплат по купонах облігацій (купонні платежі);

$N_{ном}$ – номінальна вартість облігації;

n – термін обігу облігації;

P – вартість придбання облігації (може відрізнятись від номінальної за рахунок видатків по випуску облігацій для емітента або під час випуску дисконтних облігацій).

Спрощений розв'язок наведеного рівняння відносно r_k :

$$r_k = \frac{N_{ном} * q(1-h) + \frac{N_{ном} - P}{n}}{\frac{N_{ном} + P}{2}}.$$

Аналогічним чином розраховується вартість банківського кредитування – ефективна відсоткова ставка.

Незважаючи на те, що західні банки фінансують проекти за нижчими ставками, ніж українські, було б помилково вважати, що кредит в цілому обійдеться дешево. Витрати на підготовчі процедури, оформлення документації, висновків можуть скласти до \$500 тис., що виправдано лише за умови кредиту на суму більше \$50 млн. Тоді, за умови, що будівництво триватиме два роки, ці витрати складуть 0,5 % річних. Їх можна вважати прийнятними, оскільки якщо банк надає фінансування під 9–10 % річних, то ефективна ставка кредитування складе 9,5–10,5 %. Однак якщо ті ж \$500 тис. витратити на отримання дворічного кредиту в розмірі \$10 млн, то збільшення ефективної ставки буде більш значним – на 2,5 %.

– вартості джерел власного капіталу.

Для оцінки вартості цих джерел їх доцільно розділяти на:

• *пайовий капітал у вигляді привілейованих акцій* – по них виплачується фіксований відсоток від номінальної вартості і вартість розраховується:

$$r_{ПА} = \frac{D_{ПА}}{P - Z_p},$$

де $D_{ПА}$ – дивідендні виплати за рік;

P – ринкова ціна акції на момент оцінки.

Z_p – витрати на розміщення на одну акцію.

• *пайовий капітал у вигляді звичайних акцій*:

$$r_A = \frac{D_1}{P - Z_p} + g;$$

У випадку рівноприскороного росту (формула спрощується за рахунок використання рівняння перпетуїтету) дивідендів формула буде мати вигляд:

$$r_A = \frac{D_1}{P(1-g) - Z_p};$$

Внаслідок того, що наведена формула не враховує ризик компанії, доцільно використовувати модель CAPM.

Підприємства, що вперше виходять на фондовий ринок, можуть скористатися наближеним методом визначення очікуваної прибутковості своїх акцій. Для цього можна використовувати фактичне значення коефіцієнта «ціна / прибуток» (P/E ratio) компаній, подібних за своїм основним параметром із зазначеним підприємством, акції яких уже котируються на ринку. Наприклад, фірма, що здійснює розробку програмного забезпечення для управління бізнесом, збирається здійснити публічне розміщення своїх акцій. Аналогічна їй за родом занять, масштабом діяльності й рентабельності компанія вже котирує свої акції на біржі. Ринкова ціна цих фінансових активів перевищує суму річного чистого прибутку на 1 акцію в 4 рази (P/E ratio = 4). Тоді їх прибутковість може бути визначена як величина, зворотна коефіцієнту P/E.

– *реінвестований прибуток* – фактично дорівнює вартості капіталу, що залучається шляхом випуску простих акцій. Для того, щоб акціонери не заперечували проти реінвестування прибутку, очікувана віддача від альтернативних інвестицій повинна мати схожий ступінь ризику. А якщо ні, то власники простих акцій віддадуть перевагу одержати дивіденди й використовувати ці кошти на ринку капіталу. У деякому сенсі реінвестування прибутку рівносильне придбанню ними нових акцій своєї компанії.

4. Фінансова стійкість проекту та коефіцієнти покриття

Доходність проекту та проектного фінансування (його вартість) для її спонсорів та кредиторів не є єдиним критерієм вибору схеми фінансування. Важливим у борговому фінансуванні є визначення ступеня фінансової стійкості проекту за умови тієї чи іншої схеми фінансування, яка перевіряється розрахунком коефіцієнтів покриття (*cover ratios*). Найчастіше у кредитних контрактах використовуються два показники:

1) *показник покриття обслуговування боргу* (*DSCR – Debt Service Cover Ratio*) – щорічний показник покриття вільним грошовим потоком (*FCFF*) поточних зобов'язань із обслуговування боргу:

$$DSCR_t = \frac{FCFF_t}{D_t + PP_t},$$

де $FCFF_t$ – вільний грошовий потік за проектом (*Free Cash Flow to Firm* – без врахування обслуговування боргу);

D_t – погашення боргу і відсотків у періоді t .

Значення показника у кожному році протягом періоду погашення боргу повинно бути не менше 1, але визначається із врахування проектних ризиків та перевищує 1,3.

2) *показник покриття протягом всього періоду кредитування* (*LLCR – Loan Life Cover Ratios*) – враховує грошові потоки за весь період реалізації проекту, що можуть бути спрямовані на обслуговування кредиту:

$$LLCR_t = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+r_k)^t} / D,$$

де r_k – кредитна ставка за договором;

D – обсяг наданого кредитування.

Значення показника повинно бути більше 1.

Середні значення показників покриття залежно від галузі

Галузь економіки	Середній DSCR	Середній LLCR
Енергетика:		
проект без наявності off-take контрактів;	2–2,5	2,25–2,75
проект з tolling agreement;	1,5–1,7	1,5–1,8
бізнес, що суттєво регулюється	1,4–1,45	1,4–1,45
Транспорт	1,35–1,5	1,4–1,6
Телекомунікації	1,35–1,5	1,35–1,5
Водопостачання	1,2–1,3	1,3–1,4
Переробка сміття	1,35–1,4	1,8–1,9

Якщо проектна компанія формує резерв або підтримує ліквідний залишок коштів за вимогою банку, він враховується у формулі розрахунку LLCR та додається до вільних грошових потоків.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА**1. Підготувати глосарій:**

Інформаційна асиметрія, агентські витрати боргу, агентські витрати власного капіталу, агресивна політика фінансування, консервативна політика фінансування, грейс-період, стратегічний інвестор, портфельний інвестор, інструменти рефінансування, «клубний» кредит, бюджет проекту, фінансовий план проекту, бюджетування, financial covenants, cover ratios, take-off agreement, tolling agreement, mezzanine financing, due diligence.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Порівняльна схема характеристик боргового і дольового проектного фінансування.
2. Фінансова модель реалізації проектного фінансування.
3. Переваги і недоліки залучення інвестиційних ресурсів у вигляді емісії цінних паперів.
4. Порівняльна характеристика методів визначення потреби у фінансових ресурсах.

3. Підготувати творчо-аналітичні завдання:

1. Проаналізувати практику застосування боргового проектного фінансування за кордоном.
2. Проаналізувати практику мезонінного фінансування: інструменти, вартість, напрями використання (<https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1004.pdf?sfvrsn=2>).

3. Проаналізувати практику застосування дольового проектного фінансування за кордоном.

4. Проаналізувати практику застосування дольового проектного фінансування в Україні.

5. Проаналізувати світову практику застосування різних методів визначення потреби у фінансових ресурсах.

6. Проаналізувати практику випуску конвертованих облігацій в Україні.

7. Проаналізувати практику рефінансування боргів у період фінансово-економічної кризи в Україні.

4. Виконати тестові завдання:

1. Основним показником фінансової стійкості проекту є:

а) показник IRR;

б) показник NPV;

в) показник покриття боргових зобов'язань;

г) всі вказані вище показники тією чи іншою мірою пов'язані із фінансовою стійкістю.

2. З точки зору залучення власного капіталу найбільш привабливою формою організації проектної компанії є:

а) товариство з обмеженою відповідальністю;

б) повне товариство;

в) акціонерне товариство;

г) товариство з додатковою відповідальністю.

3. Основними видатками, що пов'язані з продажем акцій, є:

а) прямі видатки емітента у вигляді різниці між ціною, отриманою за акції емітентом, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;

б) видатки, що пов'язані з реєстрацією, оплатою праці юристів і аудиторів, податковими платежами, публікацією інформації про емісію;

в) видатки на організацію нової емісії;

г) всі відповіді правильні.

4. Перевагою залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед фінансових інвесторів є:

а) це найбільш дешевий спосіб залучення капіталу;

б) є джерелом залучення середньострокового капіталу;

в) надають можливість залучення великої кількості малих кредиторів;

г) знижують оподаткований прибуток.

5. Не є перевагою залучення інвестиційних ресурсів шляхом випуску облигацій:

а) можливість залучення у якості займу більшої суми грошових коштів у порівнянні з банківським кредитом;

б) можливість відтермінувати погашення доходу по дисконтним облигаціям;

в) більший ступінь захисту інвесторів від інфляції;

г) можливість збільшити термін погашення займу.

6. До переваги залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед стратегічних інвесторів можна віднести:

а) стратегічний інвестор може передати компанії передовий досвід та ноу-хау;

б) стратегічний інвестор налаштований на довгострокове співробітництво з компанією;

в) стратегічний інвестор згодний платити більш високу ціну за акції компанії, ніж інші компанії;

г) всі відповіді правильні.

7. До негативних сторін залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення акцій серед стратегічних інвесторів належать:

а) компанія повинна розділяти мету стратегічного інвестора;

б) неможливість зміни керівництва компанією;

в) пошук стратегічного інвестора потребує значних витрат часу і коштів;

г) компанія не зможе отримати доступ до нових ринків і каналів збуту.

8. Чому іноді рекомендується розрахувати IRR акціонерів на основі дивідендів замість вільних грошових потоків на власний капітал?

а) у такому випадку враховується фінансова стійкість проекту;

б) може враховуватися додаткова маржа, яку може отримати спонсор;

в) це дає більш консервативну оцінку рентабельності проекту;

г) немає правильної відповіді.

9. Яке з нижченаведених тверджень правильне:

а) DSCR більше 0 в кожному році обслуговування кредиту вказує на те, що проект є фінансово стійким;

б) кредитори оцінюють фінансову стійкість у певний момент часу за допомогою DSCR, а для всього періоду обслуговування кредиту – LLCR.

в) обидва показники DSCR більше 0 у кожному році та LLCR більше ніж 0 вказують, що проект є фінансово стійким.

г) LLCR більше 0 показує, що проект фінансово стійкий.

10. Розрахунок потреби у інвестиційних ресурсах повинен охоплювати такі стадії інвестиційного проекту:

- а) тільки інвестиційну;
- б) передінвестиційну, інвестиційну;
- в) інвестиційну, постінвестиційну;
- г) передінвестиційну, інвестиційну, постінвестиційну.

11. Оптимізація загальної потреби в інвестиційних ресурсах – це:

а) процес розрахунку реально необхідного обсягу фінансових коштів, які можуть бути використані в процесі розробки інвестиційного проекту;

б) процес розрахунку реально необхідного обсягу фінансових коштів, які можуть бути використані в процесі реалізації інвестиційного проекту на першій стадії його життєвого циклу;

в) процес розрахунку реально необхідного обсягу фінансових коштів, які можуть бути використані в процесі реалізації інвестиційного проекту на всіх стадіях його життєвого циклу;

г) правильної відповіді немає.

12. У якості особливостей складу активів підприємства на стадії його створення можна виділити:

- а) відсутність довгострокових фінансових вкладень;
- б) наявність дебіторської заборгованості;
- в) відсутність кредиторської заборгованості;
- г) наявність потреби у емісії акцій.

13. Який метод не належить до методів визначення потреби у інвестиційних ресурсах:

- а) балансовий метод;
- б) метод аналогій;
- в) метод питомої капіталомісткості;
- г) позабалансовий метод.

14. За балансовим методом потреба в інвестиційних ресурсах здійснюється виходячи із потреб у:

- а) основних засобах і ТМЦ;
- б) грошових активах;
- в) інших активах;
- г) всі відповіді правильні.

15. Вартість інвестиційних ресурсів – це:

а) рівень перемінних витрат, які замовник повинен нести внаслідок залучення інвестиційних ресурсів;

б) рівень регулярних витрат, які замовник повинен нести внаслідок залучення інвестиційних ресурсів;

в) рівень прямих витрат, які замовник повинен нести внаслідок залучення інвестиційних ресурсів;

г) рівень непрямих витрат, які замовник повинен нести внаслідок залучення інвестиційних ресурсів.

16. Під час оцінки вартості джерел власного капіталу не використовують показник:

а) пайового капіталу у вигляді привілейованих акцій;

б) пайового капіталу у вигляді звичайних акцій;

в) пайового капіталу у вигляді облігацій;

г) реінвестованого прибутку.

17. Процес оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів може здійснюватись за такими критеріями:

а) за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності;

б) за критерієм мінімізації вартості джерел інвестиційних ресурсів;

в) за критерієм мінімізації рівня ризику ліквідності;

г) всі відповіді правильні.

18. За теорією М. Міллера і Ф. Модільяні, структура капіталу корпорації:

а) не впливає на її вартість;

б) впливає на рівень її фінансової стійкості;

в) впливає на її вартість;

г) не впливає на її ліквідність.

19. За теорією Г. Дональдсона у разі виникнення потреби в позикових джерелах їх треба задовольняти у такій послідовності:

а) банківські кредити, випуск нових акцій, випуск конвертованих облігацій;

б) банківські кредити, випуск конвертованих облігацій, випуск нових акцій;

в) випуск нових акцій, банківські кредити, випуск конвертованих облігацій;

г) правильної відповіді немає.

20. За теорією С. Майерса компанія повинна прагнути:

а) перекручення інформації про діяльність для неможливості оцінки її власного капіталу;

б) розширення доступу до публічної і комерційної інформації про неї за допомогою інвестування;

в) розширення доступу до інформації про неї за допомогою виплати дивідендів, що стабільно збільшуються, та інвестицій;

г) обмеження інформації про її власний капітал та надання різних можливостей доступу до цієї інформації.

21. Коефіцієнт фінансового важеля показує:

а) на скільки зміниться чистий прибуток, якщо ставка виплати відсотків за кредит збільшиться на один відсоток;

б) на скільки зміниться чистий прибуток, якщо прибуток до оподаткування зміниться на один відсоток;

в) на скільки відсотків зміниться чистий прибуток, якщо прибуток до оподаткування і виплати відсотків за кредит зменшиться на один відсоток;

г) на скільки відсотків зміниться чистий прибуток, якщо прибуток до оподаткування і виплати відсотків за кредит зміниться на один відсоток.

22. За умови використання методу оптимізації джерел інвестиційних ресурсів за критерієм мінімізації ризику ліквідності активи підприємства розділяють на:

а) необоротні активи; постійна частина оборотних активів, змінна частина оборотних активів;

б) оборотні і необоротні активи;

в) матеріальні активи, нематеріальні активи, фінансові активи;

г) операційні активи та інвестиційні активи.

23. Обсяги вільних грошових потоків FCFF за проектом складають: $y_1 = 57.5$, $y_2 = 58.8$, $y_3 = 61.6$; $y_4 = 88.5$; $y_5 = 89.1$. Визначити рік, в якому DSCR максимальний для загальної суми кредиту 200, за якою встановлено ставку 10 % із погашенням протягом 5 років відповідно до такої схеми: $y_1 = 15\%$; $y_2 = 15\%$; $y_3 = 15\%$; $y_4 = 25\%$; $y_5 = 30\%$, що дає наступні потоки платежів із погашення боргу: $y_1 = 30$; $y_2 = 30$; $y_3 = 30$; $y_4 = 50$; $y_5 = 60$, а також наступні платежі із сплати відсотків: $y_1 = 20$; $y_2 = 17$; $y_3 = 14$; $y_4 = 11$; $y_5 = 6$:

а) 3-й рік;

б) 1-й рік;

в) 4-й рік;

г) 2-й рік.

24. Позика обсягом 200, за якої сплачується річна процентна ставка 10 % і яка погашається через 5 років згідно з наведеним графіком погашення: $y_1 = 10\%$; $y_2 = 15\%$; $y_3 = 20\%$; $y_4 = 25\%$; $y_5 = 30\%$. Позика відповідає середньому рівню ризику, проект передбачає такі FCFF: $y_1 = 57.5$; $y_2 = 58.8$; $y_3 = 61.6$; $y_4 = 88.5$; $y_5 = 89.1$. Як можна оцінити фінансову стійкість проекту з позиції кредитора:

а) проект фінансово стійкий, але рішення про надання кредиту залежить від проектного ризику;

б) проект не є фінансово стійким;

в) не можна визначити, чи є проект фінансово стійким, це залежить від IRR;

г) проект є абсолютно фінансово стійким.

25. Який із наведених показників є необхідним для розрахунку DSCR?

- а) фінансові витрати зі сплати відсотків;
- б) погашення основного боргу;
- в) FCFE;
- г) резервування коштів на рахунку.

26. На який з наведених показників не впливають зміни у схемі погашення боргу:

- а) LLCR;
- б) DSCR;
- в) IRR для власного капіталу;
- г) IRR для позикового капіталу.

27. Яка з наведених схем найменш ризикована для кредитора:

- а) амортизація боргу;
- б) погашення боргу однією сумою в кінці договору (Bullet repayment);
- в) прогресивна схема погашення боргу;
- г) всі вони еквівалентні.

28. Яке з наведених тверджень є правильним:

а) для отримання дольового фінансування необхідно, щоб проект відповідав мінімальному рівню показників покриття, встановлених відповідно до рівня проєктного ризику;

б) якщо $LLCR > 1$, то проєкт генерує грошові потоки, достатні для покриття боргу і відсотків, кожного року;

в) із позиції кредиторів недолік IRRу тому, що він не відбиває фінансову стійкість проєкту;

г) той факт, що на ранніх етапах проєкту кредитори як правило вимагають формування грошового резерву на рахунку, впливає на показник доходності власників IRR.

5. Задачі:

Задача 1

Проєктне фінансування передбачає залучення частини коштів за рахунок випуску облігацій номінальною вартістю 1 000 грн кожна з терміном погашення 10 років і ставкою відсотка 9 %. Витрати з реалізації облігацій в середньому складуть 3 % від номінальної вартості. Для підвищення привабливості облігацій для інвесторів вони реалізовуватимуться на умовах дисконту 2 %. Податок на прибуток – 25 %. Визначити вартість залучення цього джерела для ініціаторів проєкту.

Задача 2

Проектну компанію планується організувати у вигляді акціонерного товариства. При цьому статутний капітал формується за рахунок простих і привілейованих акцій. Всього буде емітовано 200 тис. простих акцій номіналом 10 грн, 45 тис. привілейованих акцій номіналом 50 грн, 10 тис. облігацій номіналом 500 грн. Фіксований дивіденд за привілейованими акціями складе 17 %, ставка купона за облігаціями – 17 %. Прибуток акціонерного товариства після оподаткування планується на рівні 1 млн грн, з якого 30 % буде направлено на розвиток виробництва. Вартість емісії акцій: простих – 100 тис. грн; привілейованих – 30 000 грн; облігацій – 3 % від суми залучених коштів. Визначити середньозважену вартість капіталу, що залучається з наведених джерел.

Задача 3

Проектна компанія планує розмістити трирічні купонні безвідкличні облігації номіналом 5 тис. грн. Купонна ставка складе 20 % річних з виплатою 2 рази на рік. Розміщення облігацій передбачається зробити за курсом 97 % від номіналу, витрати на емісію складуть 3 % від фактично вирученої суми. Усі надходження від продажу облігацій компанія отримає до початку 1-го року (нульовий період); всі виплати за облігаціями будуть проводитися в кінці кожного півріччя. Визначити вартість залучення капіталу компанією в результаті випуску таких облігацій.

Задача 4

Проектна компанія планує продати привілейовані акції за ціною 100 грн за 1 шт. і виплачувати по них щорічні дивіденди в сумі 60 грн. Витрати з емісії складуть 7 % від продажної ціни. Визначити вартість залучення цих ресурсів для компанії.

Задача 5

Визначити вартість залучення капіталу для проектної компанії, якщо:

1) проектна компанія планує продати привілейовані акції за ціною 500 грн за 1 шт. і виплачувати по них щорічні дивіденди в сумі 90 грн. Витрати по емісії становитимуть 5 % від ціни емісії;

2) по акціях, ринкова вартість яких становить 300 грн за шт., очікується виплата річного дивіденду в сумі 70 грн, який щорічно буде збільшуватися на 2 %. Витрати по емісії становлять 5 % від ціни.

Задача 6

У проект інвестується 200 млн євро, з них 100 млн кредит, за яким встановлено ставку 5 %, погашення протягом 5 років. Податок на прибуток – 50 %. Що-

річний прибуток (ЕВІТДА) – 75 млн євро. Амортизація складає щорічно 20 млн євро. Складіть план фінансових результатів (доходів і витрат) по проекту на період погашення боргу; план грошових потоків – визначити показник FCFF та оцінити показники покриття боргу.

Задача 7

Проектна компанія «Арка» розробляє бюджет на наступний рік. Рада директорів компанії встановила, що чистий прибуток компанії не повинен бути менше 15 тис. грн, а перевищення грошових надходжень над виплатами – не менше 6 % від загальної суми надходжень (резерв ліквідності або залишок грошових коштів на кінець періоду). На підставі вхідних залишків по рахунках (баланс на початок року), планового обсягу продажів продукції (5 700 шт. по 50 грн за 1 шт.) і нормативів, що використовуються в компанії (див. Табл. 4), сформований початковий варіант бюджету руху грошових засобів (Табл. 5).

Таблиця 4

<i>Норми витрат ресурсів на од. продукції, грн</i>	
Матеріали	20
Оплата праці	10
Інші прямі витрати	5
<i>Норми, встановлені в компанії по операційній діяльності:</i>	
Середня величина знижки, що надається покупцям на од. продукції, грн	0,5
Норматив дебіторської заборгованості (ДЗ) на кінець періоду, розраховується як додаток середньоденного доходу нетто на норму (ДЗ)	30
Норматив кредиторської заборгованості (КЗ) на кінець періоду, розраховується як добуток середньоденних витрат на норму (КЗ)	20

Наведений варіант (Табл. 2) відповідає заданому рівню прибутковості, але не відповідає встановленим вимогам за величиною грошового потоку.

Таблиця 5

Бюджетний показник	До коригування	Після коригування
1	2	3
Дохід	285 000	285 000
Знижки	2 850	5 700
Всього продажі без знижки	282 150	279 300
Прямі виробничі витрати	199 500	200 213
Сировина та матеріали	114 000	114 570
Пряма з/п з відрахуваннями	57 000	57 000
Інші прямі витрати	28 500	28 643
Загальновиробничі витрати	14 000	14 000
Адміністративні витрати	16 000	16 000
Непрямі комерційні витрати	12 000	12 000
Амортизація	15 550	15 550
Прибуток / збиток до податків	25 100	21 538
Податок на прибуток	6 024	5 169
Чистий прибуток	19 076	16 369

1	2	3
Амортизаційні відрахування	15 550	15 550
Інвестиції в оборотний капітал	15 111	
Зміна ДЗ покупців	33 000	
Зміна КЗ постачальникам сировини та матеріалів	-17 889	-26 917
Грошовий потік від операційної діяльності	19 515	
Збільшення основних засобів	30 000	30 000
Грошовий потік від інвестиційної діяльності	-30 000	-30 000
Сукупний грошовий потік	-10 485	
Залишок коштів на початок періоду	9 000	
Залишок коштів на кінець періоду	-1 485	

Компанія має можливість змінити свою кредитну політику на таких умовах:

– за умови зниження відстрочки оплати постачальникам на 10 днів компанія отримає знижку в розмірі 0,5 % по сировині та іншим прямим витратам і, навпаки, за збільшення відстрочки на кожні 10 днів постачальники збільшують ціну на 0,5 %;

– зниження дебіторської заборгованості на 10 днів за умови збільшення знижки до 1 грн з од. продукції.

Фінансова служба Проектної компанії «Арка» вирішила оцінити, як збільшення нормативу кредиторської заборгованості на 10 днів і одночасне зниження нормативу дебіторської заборгованості на 10 днів позначиться на бюджетних показниках компанії. Розрахунок дебіторської та кредиторської заборгованостей виконаний із розподілом за кварталами і наведений у Табл. 3. У результаті був складений модифікований бюджет руху грошових коштів (Табл. 6).

Таблиця 6

Період	Дебіторська заборгованість				Кредиторська заборгованість			
	Дохід нетто		ДЗ на кінець періоду		Сумарні витрати		КЗ на кінець періоду	
	Вихідний варіант	Варіант з внесеннями змін	Вихідний варіант	Варіант з внесеннями змін	Вихідний варіант	Варіант з внесеннями змін	Вихідний варіант	Варіант з внесеннями змін
I квартал	49 500	49 000	16 500	10 889	45 500	45 625	10 111	15 208
II квартал	59 400	58 800	19 800	13 067	52 500	52 650	11 667	17 550
III квартал	74 250	73 500	24 750	16 333	63 000	63 188	14 000	21 063
IV квартал	99 000	98 000	33 000	21 778	80 500	80 750	17 889	26 917

Розрахуйте до кінця планові бюджетні показники руху коштів, а також визначте, чи відповідають такі результати умовам Ради директорів.

Задача 8

«Союз Карго» це компанія середнього розміру, що є виробником органічної їжі, яка котирується на фондових ринках. Компанія поставляє різноманітний асортимент традиційних продуктів ритейлерам з моменту своєї появи 10 років тому. Хоча, зростання на ринку органічних продуктів не таке швидке, як у сегменті по продажах органічного соку, «Союз Карго» прагне одержати вигоду із цих областей. Вона замовила техніко-економічне обґрунтування для вивчення демографічних прогнозів на найближчі 10 років і ймовірних тенденцій у проведенні дозволя.

Компанія пропонує запустити цілий ряд екзотичних органічних соків, наприклад, буряковий сік. Компанія запускає окремий підрозділ для обробки цього проекту.

Нове обладнання, необхідне для цього проекту, буде коштувати 6 300 000 грн. Додатковий обіговий капітал за проектом складе 1,2 млн грн.

Постійні витрати, пов'язані із проектом, складуть суму в 3 150 000 грн у рік. Після введення в експлуатацію, було спрогнозовано, що підрозділ зможе досягти продажів в 900 000 упакувань органічного соку в рік за ціною в роздрібній торгівлі в розмірі 18 грн за впакування. Було підраховано, що змінні витрати, пов'язані із проектом, будуть на рівні 65 % від продажів. Придбане устаткування буде працювати приблизно 7 років і амортизується на той час до нуля на основі рівномірних відрахувань. Наприкінці 3-го й 5-го років устаткування буде потребувати обслуговування, яке коштує 120 000 грн і здійснюється під час різдвяних свят, тобто випуск товару не губиться. Очікується, що проект завершиться через 7 років, і устаткування буде продано за 450 000 грн. Будівля, яка буде використовуватися належить материнській компанії, у цей час не використовується, і коштує 3 млн грн на відкритому ринку.

Ставка податку становить 18 %, компанія має семирічний 14 % купон облігацій в обігу, який має свою ціну на ринку в 103,25 грн, а також 30 % боргу в структурі капіталу. Бета капіталу – 1,4, безризикова процентна ставка становить 5 %, премія за ризик ринку – 6,25 %.

Завдання:

1) складіть план руху грошових коштів для цього проекту, розрахуйте вартість капіталу, а потім обчисліть NPV проекту;

2) інфляція в цей час менша 1 % в економіці. Але з вашого аналізу випливає, що існує місцевий дефіцит робочої чинності, який призведе до росту витрат на оплату праці на 3 % у рік протягом терміну реалізації проекту. Крім того, цикл товару за прогнозами зросте на 5 % у рік для компанії. Через конкуренцію в секторі, ціни продажів будуть рости тільки на загальний рівень інфляції. Інфляція створює проблему під час аналізу грошового потоку. Опишіть, як би ви провели аналіз, враховуючи інфляцію.

Задача 9

Korsica є компанією-ритейлером Великобританії й на сьогодні розглядає ймовірність проекту в США. Сьогодні не існує американської компанії-аналога Korsica. Бета активів Korsica становить 1,10, а бета боргу – 0,25. Надбавка за фондовий ризик становить 6 % як у Великобританії, так і в США. Korsica прагне до співвідношення власних і позикових коштів банку – 40:60. Вартість боргу компанії до відрахування податків становить 6,00 %. У Великобританії безризикова ставка на один рік становить 4,50 %, у США вона рівна 2,75 %, а тимчасова структура процентних ставок стабільна в обох країнах протягом наступних п'яти років. Ставка податку Korsica становить 30 % (припустимо, що США ставка податку також 30 %).

Завдання:

- 1) визначте необхідну норму прибутковості за проектом в доларах США?
- 2) спот-ставка становить \$1,90/£1. Розрахуйте форвардні ставки для наступних п'яти років;
- 3) компанія підрахувала, що додаткові грошові потоки проекту протягом наступних п'яти років складуть \$30 млн, \$40 млн, \$60 млн, \$70 млн і \$30 млн відповідно. Первісні витрати на проект склали \$135 млн. Який NPV проекту?

6. Кейс-завдання

1. «Ім'я економє кошти – формування репутації гарного позичальника»

«НПРОМ» вперше вийшов на публічний ринок в серпні 2003 року, випустивши в обіг власні векселі. Вже в 2004 році компанія успішно розмістила дебютний випуск облігацій в обсязі 500 млн рубл. Зараз в обігу другий і третій випуски облігацій на загальну суму 2,3 млрд рублів. У 2006 році портал sbonds.ru присвоїв компанії перші місця в номінаціях самого інформаційно відкритого емітента на вексельному і облігаційному ринку.

У 2003 році ми починали з випуску векселів, щоб сформувати первісну кредитну історію і познайомити інвесторів з нашою компанією напередодні першого випуску облігацій. Звичайно, перші гроші під «ім'я» нам давали тільки на 3–6 місяців. Почавши з 300 млн рублів, ми протягом наступних чотирьох років наростили обсяг вексельних зобов'язань до 800 млн рублів, поступово знижуючи процентні ставки за нашими зобов'язаннями – з 20 % в 2003 році до 9 % річних в кінці 2007 року. У 2005 році постало питання: закривати вексельну програму чи ні? На той момент у нас одночасно зверталися на ринок і

векселі, і облігації. Банки-організатори облігаційних позик не бачили сенсу продовжувати вексельну програму, так як деякі інвестори вважали за краще вкладатися в більш дохідні векселі, котрі творили конкуренцію облігаціям. Однак ми розуміли, що вексельний і облігаційний ринок розрізняються. Наприклад, ЦБ обмежує можливість банків інвестувати в векселі, вважаючи їх більш ризикованим активом.

Ці папери, як правило, цікаві інвестиційним компаніям, які представляють інтереси приватних інвесторів, готових йти на великі ризики і отримувати більшу премію. Крім того, векселі – інструмент оперативного залучення коштів, в той час як облігаційні позики призначені для фінансування довгострокових інвестиційних проектів з терміном окупності від трьох і більше років. Ми не хотіли відмовлятися від істотного пласта інвесторів, так і ефективний інструмент поповнення оборотного капіталу не буває зайвим, тому компанія не стала відмовлятися від подальшого випуску вексельних позик.

З того моменту як компанія вийшла на фондовий ринок, одним з ключових завдань стало підвищення ліквідності боргових цінних паперів. Було життєво важливо, щоб ми стали цікаві максимальній кількості інвесторів, а для цього необхідна систематична інформаційна підтримка. Для цього був створений відділ зі зв'язків з інвесторами (IR-служба). Його співробітники сформували базу потенційних інвесторів, збираючи будь-які доступні відомості з відкритих джерел і в ході особистих зустрічей. За створеним пулом контактних осіб стали регулярно розсилатися новини компанії, пропозиції про участь в нових випусках цінних паперів, інформація про виконання зобов'язань перед інвесторами. Ця робота не була марною. Через деякий час про наш бренд дізналися, і ми потрапили в розряд «своїх».

Наступним етапом для нас стало проходження лістингу на біржі. Адже багато інвесторів, приймаючи рішення, керуються формалізованими критеріями оцінки надійності позичальника. Один з таких критеріїв – публічний рейтинг кредитоспроможності (категорія лістингу). Виконавши цю вимогу, ми автоматично отримали б доступ до нових, більш великих інвесторів.

Однак, щоб потрапити в котирувальний список A1, компанії довелося чимало потрудитися: до ради директорів були введені незалежні директори; з 2003 року компанія почала готувати аудировану звітність по МСФО; проведена реструктуризація бізнесу.

Все це вимагало чималих сил і коштів, проте ми домоглися поставленої мети. Підсумок на 8,8 %.

У 2006 році, завдяки притоку нових інвесторів, ліквідність цінних паперів «ІНПРОМу» багаторазово зросла. У свою чергу це дозволило в 2007 році знизити процентні ставки по черговим купонам до рекордних 8,8 % річних (терміном на півтора року). Варто відзначити, що найбільші російські банки не могли знайти кошти на ринку дешевше 10 % річних, та й на менший термін – від 3 до 6 місяців.

[<http://fd.ru/articles/38735>]

Завдання:

1. Які існують способи зниження вартості фінансування?
2. Які дії було здійснено компанією, щоб знизити вартість фінансових ресурсів та які витрати були пов'язані з ними?
3. Яким чином такі способи зниження вартості фінансування можуть застосовуватися в рамках проектного фінансування?

2. «Мезонинное финансирование – альтернатива проектному финансированию»

Компанія «Девелопмент» спеціалізується на будівництві торгово-розважальних центрів. Компанія заснована в 2004 році в рамках консорціуму «ЄвроГруп». За останні роки активи холдингу зросли в десять разів. У 2005 році був проданий один з великих проектів компанії – перша фаза логістичного парку (22,6 га, \$1 10 000 000), зданий в експлуатацію бізнес-центр класу «А» «Плаза» (загальна площа 27 604 кв. м, комерційна площа – 22 144 кв. м), завершено будівництво торгово-розважального центру «Планета».

У 2006 році до складу акціонерів компанії увійшли американський інвестиційний фонд під управлінням Morgan Stanley Real Estate і французька девелоперська компанія Altaera. Обсяг портфеля проектів «РосЄвроДевелопмент» станом на 2008 рік склав близько 2 млн кв. м. Реалізація такої масштабної програми забудови вимагала від компанії серйозних інвестицій (більше \$3 млрд). Проблема в тому, що на початкових етапах реалізації будівельних проектів у компанії не завжди є вся документація, необхідна для отримання кредиту. Будівельні кредити доступні тільки тоді, коли у компанії вже

повністю оформлені всі права на землю, є технічні умови для підключення до інженерних мереж об'єктів, які вводяться в експлуатацію, отримано позитивний висновок Держекспертизи по проектній документації, а також на руках дозвіл на будівництво.

Вже в 2006 році менеджмент компанії почав шукати альтернативи банківським кредитам. Гроші планувалося залучати на рівні холдингу. Як робочий варіант розглядалася можливість випуску кредитних нот (CLN). Переговори велися з банком ING. За твердженням банкірів, в результаті емісії CLN компанії вдалося б залучити близько \$150 млн, максимум \$200 млн. Але цих коштів було недостатньо, портфель проектів постійно зростає, і потрібні були значно більші інвестиції.

На початку 2007 року «Девелопмент» почала активні пошуки альтернативних джерел коштів. У всьому світі для девелоперських компаній залучення мезонінного фінансування – нормальна практика, для Росії цей інвестиційний продукт поки екзотика.

Мезонін – боргове фінансування, заставою за яким служать не активи холдингу, наприклад, права на земельні ділянки або об'єкти нерухомості, а акції материнської компанії. У результаті інвестор поєднує функцію кредитора і акціонера. Також залежно від конкретних умов договору інвестор може отримати опціон на покупку акцій при настанні певних умов. Наприклад, якщо виручка за проектом перевищила якусь заздалегідь обумовлену суму. На додаток до всього інвестор отримує широкі повноваження, пов'язані зі схваленням і коригуванням бізнес-планів проектів, під які залучаються кошти. Іноді практикується призначення в раду директорів незалежного директора, номінованого інвесторами. Найчастіше мезонін залучається материнською компанією холдингу або спеціально створеною під цю угоду компанією (Special Purpose Vehicle, SPV).

Використання мезонінного фінансування обіцяло «Девелопмент» ряд переваг. По-перше, цей інструмент залучення коштів може бути використаний для придбання нових земельних ділянок, а також для фінансування на ранніх етапах їх реалізації, коли у девелопера відсутні належні дозволи. По-друге, мезонінний кредит надається банками не під конкретний проект, а компанії в цілому, що дозволяє гнучко перерозподіляти фінансові потоки. У результаті компанія використовує більш вигідну структуру фінансування, а частка власних

коштів у конкретному проекті може становити всього 5–10 %. У той час як стандартна вимога банків за умови надання проектного фінансування – 30 % інвестицій з боку компанії.

Однак у мезонінного фінансування є свої недоліки. По суті, даний тип інвестицій можна віднести до венчурного фінансування, а значить, це більш високі ризики як для кредитора, так і для компанії. По-перше, істотно збільшується кредитне навантаження компанії, відповідно зростають ризики втрати платоспроможності і банкрутства. По-друге, додаткові ризики кредиторів пов'язані з меншою порівняно з проектним фінансуванням ліквідністю забезпечення. По-третє, виплати кредиторам, які беруть участь в мезонін фінансуванні, в разі банкрутства компанії виробляються після виплат по старшому боргу, але до виплат акціонерам.

Зрозуміло, що банки прагнуть компенсувати ці ризики, закладаючи їх у процентні ставки. Якщо до кризи ліквідності діапазон процентних ставок для фінансування будівництва комерційної нерухомості становив 10–13 % річних по валютних кредитах, то при мезонінному фінансуванні можна було отримати 14–20 %. В умовах світової кризи ліквідності ситуація з відсотковими ставками, звичайно ж, погіршилася. У першому випадку ставки зросли до рівня 11–15 %, у другому до 20–25 %.

Зваживши всі «за» і «проти», керівництво «Девелопмент» прийняло рішення все ж на користь мезонінного фінансування.

Основні аргументи були такими:

– незважаючи на те, що мезонін дорожче звичайних кредитів, витрати на його обслуговування не перевищують вартості власного капіталу компанії. Це дозволяє знизити середньозважену вартість капіталу (WACC) і відповідно збільшити вартість бізнесу. Крім того, банківські кредити все одно недоступні через вищеописані проблеми із забезпеченням; істотний обсяг коштів, який притягається в ході реалізації угоди. За попередніми оцінками, сума повинна була скласти близько \$300–350 млн;

– реалізація угоди за схемою мезонінного кредитування забезпечує компанії стратегічну перевагу, так як доводить відповідність показників діяльності компанії вимогам західних інвесторів.

Після того як рішення було прийняте, компанія почала переговори з інвестиційними гігантами, серед яких був Goldman Sachs. На

ньому компанія і зупинила свій вибір. Цей банк запропонував мінімальний рівень процентної ставки, гнучкі умови по вибірці і погашення кредиту, а також готовність реалізувати операцію в найкоротші терміни. Співорганізатором угоди з російської сторони виступив Газпромбанк. У число учасників синдикату увійшов також Citibank, а в якості агента із забезпечення зобов'язань по мезонінному фінансуванню – ABN Amro. Були узгоджені і підписані попередні умови по угоді (term sheet). Червень практично повністю був присвячений розгляду і схвалення угоди акціонерами «Девелопмент».

П'ять кіл пекла

У кінці червня почалася комплексна, багатоступенева перевірка діяльності компанії (due diligence), яка тривала близько двох місяців. Весь комплекс робіт контролювався лондонським офісом Goldman Sachs і центральним офісом Газпромбанку. Проведений **due diligence** містить такі основні напрями:

1. Financial due diligence. Вивчалася структура активів і пасивів компанії, її доходи, фінансові коефіцієнти, система фінансового планування і контролю, розглядалися основи вартісної оцінки і визнання зобов'язань. Також перевіряючі аналізували правильність ведення бухгалтерського обліку, достовірність звітності та іншої документації компанії. Вивчалися грошові потоки компанії за останні кілька років і фактори, що на них значний вплив. Крім того, «Девелопмент» виніс на суд кредиторам бізнес-план розвитку компанії на три роки.

2. Tax due diligence. У процесі аналізу податкової складової бізнесу перевірялася відповідність діяльності холдингу податковому законодавству, виявлялися і оцінювалися податкові ризики.

3. Legal due diligence. Правова експертиза визначила, чи відповідає діяльність і документація компанії чинному російському законодавству. Перевірялася наявність всіх дозволів і погоджень.

4. Environmental due diligence. У рамках перевірки «Девелопмент» аналізувався вплив проектів компанії на навколишнє середовище. Останнім часом такий аналіз стає нормою. «Девелопмент» знадобилося уявити документи, що доводять відсутність екологічних порушень і повне дотримання діючих стандартів щодо захисту навколишнього середовища.

5. Під час проведення due diligence також ретельно перевірявся професіоналізм менеджменту і система прийняття рішень. Пред-

ставниками кредиторів було проведено кілька інтерв'ю з менеджментом компанії. Оцінка професіоналізму менеджменту та якості корпоративного управління оцінювалася за такими критеріями:

- наявність чіткої і формалізованої стратегії компанії; багаторічний досвід вищого менеджменту у сфері девелопменту нерухомості;
- успішно реалізовані проекти в минулому;
- формалізована процедура і критерії вибору земельних ділянок, якість концепцій об'єктів;
- розуміння ринку, конкурентних переваг його гравців;
- якість процесів: управління проектуванням і будівництвом, фінансового управління, комерційного управління і т. п.

Після закінчення перевірки оціночні дані були представлені на розгляд кредитним комітетам банків – учасників угоди. Для них основними показниками зрілості бізнесу була наявність перспективної стратегії компанії, привабливий портфель проектів, істотні ризики, пов'язані з діяльністю компанії.

По суті, це ще одна важлива відмінність банківського кредиту від мезонінного фінансування. Під час надання кредиту оцінюється конкретний проект, а у випадку з мезонінним фінансуванням – компанія в цілому.

Практично паралельно з due diligence йшла розробка структури угоди. У ході цього процесу вирішувалося питання, яка компанія виступить позичальником, хто буде гарантами угоди, визначалися схеми руху грошових коштів, а також контрольні механізми для захисту інтересів кредиторів. У цій роботі активну участь брали податкові консультанти і представники юридичних компаній.

Через місяць після початку due diligence міжнародні юристи почали підготовку документації по угоді. Основна складність полягала в тому, що всі попередні варіанти договорів та іншої документації доводилося узгоджувати з усіма учасниками угоди.

Завдання:

1. У чому сутність застосування мезонінного фінансування для реалізації проектів?
2. Які компанії можуть застосовувати такий інструмент?
3. Які витрати несе позичальник у випадку мезонінного фінансування?
4. Хто є учасниками мезонінного фінансування?
5. З Вашої точки зору, чи було таке рішення компанії успішним і доцільним?

3. «Standardized Mezzanine Program of the German NRW.BANK»

The NRW.BANK is developing a standardized mezzanine programme for SMEs in the German State of North Rhine-Westphalia targeting the market gap for mezzanine finance for companies with revenues of less than €20 million, financing requirements of less than €2 million and with a sub-investment grade rating. While the minimum rating for individual businesses will be BB-, NRW.BANK aims at a portfolio rating of BB. The standardized mezzanine program will have the following key characteristics:

- ✓ Financing portions provided will range from €250,000 to €1 million, with an average transaction volume of €500,000;
- ✓ No collateral is needed;
- ✓ Mezzanine finance is usually structured as equity capital;
- ✓ Interest costs will follow risk adjusted pricing;
- ✓ Credit investigation is standardized;
- ✓ Standardized agreements are used;
- ✓ The program of NRW.BANK follows the theory of portfolio diversification with respect to the sectors represented in the portfolio.

The market potential for this standardized programme is approximately 9,900 SMEs in NRW with sales between €5 million and €50 million. The programme is expected to be launched by the end of 2007.

Innovation Development Contract in France

The product is implemented in partnership with commercial banks. There are two options both combining a subordinated loan and a guarantee as promotional elements. In the first option OSÉO / BDPME, the SME Development Bank within OSÉO, co-finances up to 50 % of the project costs with a subordinated loan depending on the amount of intangible assets involved in the project costs. The commercial bank and OSEO / BDPME then both benefit from a guarantee provided by OSEO / Sofaris, the guarantee fund within OSÉO, which covers up to 60 % of the risk. In the second option, the project is completely funded by OSEO / BDPME. In turn, OSEO / BDPME shares the risk with Sofaris and a commercial bank. Again, OSEO / Sofaris provides a guarantee of up to 60 % of the project costs, the remaining 40 % of the risk are equally shared between OSEO / BDPME and the commercial bank. The rationale behind OSEO's product is that a company needs working capital in order to get started. Therefore, with public funds provided as a

guarantee and a subordinated loan of up to 80 % of the project costs, public leverage is high.

FIDEME Mezzanine Fund in France

FIDEME is a €45 million public private investment partnership, which provides mezzanine finance to renewable energy companies in France. The French Environment and Energy Management Agency (ADEME) provide subordinated loans. The private investors brought most of the investment into the fund. Their risk is reduced by the more junior position of the public investor. In addition, investing in the fund is attractive for tax purposes. FIDEME grants mezzanine financing to the project companies in order to help them find easier senior debt financing. Financing of projects is always based on proven technologies, verified by ADEME, focussed on improving the environment.

<http://www.ademe.fr>

FILLING THE GAP IN MEZZANINE FINANCE

Features of the KfW Entrepreneur Capital Programme ('Capital for Work and investments')

Capital for Work and Investment is a scheme from KfW Mittelstandsbank offering subordinated loans to established SMEs that have been operating in the market for more than 5 years. The loans granted, carry different interest rates depending on the applicant's credit standing. Businesses with a good credit standing will benefit from low interest rates, whereas weaker companies are still offered access to capital but at risk-adjusted interest rates. The scheme is part of a wider programme offering also subordinated loans to start-ups (ERP Capital for Start-up) and young, expanding companies (ERP Capital for Growth). What all three funds have in common is that banks are relieved from the risks of a possible loss of the subordinated capital.

These risks are assumed either by the German government or by KfW Mittelstandsbank. As shown in the figure, the loan offered to an SME in the Capital for Work and investments scheme consists of 2 tranches of equal size: a classic senior debt provided by KfW through the on-lending bank in which the risk is carried by the on-lending bank and a subordinated loan provided by KfW through the on-lending bank but 100 % secured by KfW.

http://www.kfw-mittelstandsbank.de/EN_Home

Завдання:

1. У чому полягає схема мезонінного фінансування для реалізації проєктів NRW.BANK (Німеччина) поряд із іншими альтернативами?
2. Які особливості програми підтримки проєктів через фонд OSEO / BDPME (Франція)?
3. У чому особливості фінансування за програмою фінансування проєктів «Капітал для робочих місць та інвестицій» (Німеччина)?
4. Якими є основні особливості та схеми розподілу ризиків за умови мезонінного фінансування?

4. «Orbite Aluminae Inc.»

Orbite Aluminae Inc. is a Canadian Corporation with innovative and proprietary processes that are expected to produce alumina and other high-value by-products, such as rare earth and rare metal oxides, at one of the lowest costs in the industry, without generating any wastes. Orbite's processes use feedstocks that include aluminous clay, kaolin, nepheline, bauxite, red mud and fly ash. Orbite is operating and optimizing its first commercial high-purity alumina (HPA) production plant in Cap-Chat, Québec. Orbite has completed the basic engineering for a proposed smelter-grade alumina (SGA) production plant, which would use clay mined from its Grande-Vallée deposit. Orbite signed an exclusive worldwide collaborative agreement with Veolia Environmental Services for the remediation of red mud using the Orbite processes with the intent to begin construction of a Veolia-operated plant. The Corporation has an intellectual property portfolio that contains 14 IP families and owns the intellectual property rights to nine patents and 40 pending patent applications in 10 different countries.

Orbite Aluminae Inc. said that further to today's heavy trading volume and at the request of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC), the corporation confirms that it is currently in discussions with the government of Quebec regarding financing alternatives.

According to the Orbite Aluminae press release, these discussions are at an early stage, remain subject to several conditions, which have yet to be satisfied, and may or may not come to fruition.

In connection with anticipated results of future financings, including the equity offering, management expectations are based on ongoing discussions with its financial advisors and a number of potential third

party investors. The ability of securing any financing will depend on market conditions, investors' financial objectives and tolerance to risk, investors' assessment of the Corporation, including its financial position and prospects, all of which are not within the control of the Corporation. There can be no assurance that the Corporation will be successful in raising any capital and that any capital raised will be in amounts sufficient to complete the construction and optimization of the Corporation's HPA production facility.

[<http://www.stockhouse.com/news/press-releases/2013/10/11/orbite-responds-to-recent-trading>]

Завдання:

1. За допомогою якого методу можна оптимізувати структуру капіталу Orbite Aluminae Inc.?
2. Які фінансові альтернативи могла б запропонувати Orbite Aluminae Inc. уряду в рамках бюджетування?
3. Від яких умов залежить можливість забезпечення фінансування інвестиційних проектів?

5. «Solar and wind projects»

Google is becoming a de facto utility as it signs contracts to buy massive amounts of electricity from wind farms built near its big data centers. But the search giant is also morphing into an investment bank as it takes ownership stakes in renewable energy projects. Today it announced one of its biggest investments, a \$103 million share in the 266-megawatt (MW) Mount Signal photovoltaic power plant under construction in the California desert east of San Diego.

That's good news for renewable energy developers. A 30 % US tax break for solar and wind projects is set to fall to 10 % at the end of 2016, and power plant builders expect Wall Street's appetite for renewable energy to diminish. Over the past three years Google has put more than \$1 billion into wind and solar farms that generate more than 2,000 MW of electricity. That's enough to power about half a million American homes. Even so, Google is not by any means going to replace Goldman Sachs or Morgan Stanley. But corporate financing for big green energy projects will become increasingly crucial to get them online.

«We think that companies like ours can help make it happen,» Kojo Ako-Asare, Google's chief of corporate finance, wrote in a blog post.

«We invest in these projects because they make business sense, because they help put more renewable energy on the grid, and because they have a positive impact on the local economies where they operate.»

The Mount Signal Solar project is part of an 800 MW photovoltaic complex being built by several companies in the Imperial Valley, one of California's poorest regions but one of its richest in sunshine. The electricity generated by Mount Signal will be sold to utility San Diego Gas & Electric under a long-term contract.

Google previously invested \$178 million into BrightSource Energy's 377 MW solar thermal power plant that's coming online in Southern California, but Mount Signal represents its largest investment in a photovoltaic farm. As the prices of solar panels have plummeted in recent years – Mount Signal is deploying First Solar's thin-film modules – such projects have become increasingly attractive for the greenbacks they generate as well as for the green electricity they produce.

Google spokeswoman Kate Hurowitz told Quartz that the company would not disclose the financial terms of the deal and would not comment on whether the investment offered a better rate of return than its other renewable energy deals.

Financing a renewable energy project is complex due to the machinations surrounding US federal tax breaks, but here's how they typically work. Mount Signal is being developed by Silver Ridge Power, a joint venture between private equity firm Riverstone Holdings and AES Solar, a subsidiary of power giant AES. Silver Ridge obtained \$636 million in debt financing from Morgan Stanley and other investors to build the project, which is set to begin generating electricity in 2014. Developers usually seek to replace that debt with equity investment once a project is built and that's where Google comes in.

[<http://qz.com/134099/need-to-finance-a-big-solar-project-the-bank-of-google-can-help/>]

Завдання:

1. Яким чином Google оптимізує свою структуру капіталу?
2. У чому полягають труднощі фінансування великих енергетичних проєктів?
3. Які сучасні галузі економіки є найбільш вигідними для інвестування?
4. Розкрийте інвестиційну політику Google та які види фінансування інвестиційної діяльності використовує компанія? Уявіть, що ви на чолі компанії, запропонуйте оптимальний розподіл її інвестиційних ресурсів.

6. «Рефінансування проектів Приватної фінансової ініціативи (PFI)»

«Ризики в PFI-контракті значно вище на початковому етапі для підрядника, ніж в традиційних контрактах», – говорить Марк Бакстер (Марк Бакстер, заступник директора державного приватного партнерства (PPP) Miller Construction, яке було залучене до реалізації PFI-контрактів на будівництво 60 шкіл загальною вартістю понад мільярд фунтів). Як правило, це проекти на велику суму з фіксованою ціною, і якщо ви неправильно оціните свої можливості, то після того, як ви укладете угоду, для маневрів не залишиться місця.

«Реалізуючи подібні проекти, компанія бере кредит в банку. Якщо ви не встигаєте виплатити відсотки по кредиту, то повинні не тільки погасити заборгованість перед банком, але і виплатити штраф клієнту. Причому цей штраф значно вище, ніж в звичайних договорах на будівництво, так як саме компанія-підрядник обслуговує позику, а не замовник», – пояснює Марк Бакстер.

Інша незвичайна риса приватної фінансової ініціативи – довгостроковість проектів, які можуть тривати більше 25 років, а в деяких випадках – близько 40. «Раніше термін дії контракту визначався позичальниками виходячи з того часу, на який вони готові були позичати кошти. Зазвичай це 25–30 років, таким же був і термін дії договору», – розповідає Марк Бакстер.

Приватні компанії фінансують проект, а понесені ними витрати компенсуються державою на щомісячній основі. Як і з будь-якої «заставної», чим більший термін дії договору, тим дешевше компаніям обходиться фінансування.

Найбільш поширена ситуація на ранніх стадіях розвитку PFI – спроби компаній підвищити свій прибуток за рахунок рефінансування проектів. Коли який-небудь проект вже був запущений і в успіху не виникало сумнівів, підрядникам нескладно було знайти нового «спонсора», який погодився б рефінансувати угоду на більш вигідних умовах: більший термін і менша процентна ставка по кредиту.

Але оскільки виплати від держави залишалися незмінними, зниження витрат після рефінансування значно збільшувало чистий прибуток компанії підрядників.

Такий підхід до ведення бізнесу розлютив замовників з боку держави. Ними це сприймалося як обман, так як розмір виплат багато в чому залежав від заявлених спочатку компанією-підрядником ви-

трат. Відбулося навіть кілька судових розглядів з цього питання. Найвідоміша справа – PFI-проєкт в'язниці Fazakerley в Кілмарноку, коли за рахунок рефінансування зростання прибутків компанії-підрядника склало 81 % (за даними національного фінансово-ревізійного управління).

Однак пізніше Комітет з державного бюджету вирішив, що такий підхід – не фінансова афера, а якісне управлінське рішення за умови, якщо підрядник отримає мінімум 30 % від результату рефінансування.

[<http://fd.ru/articles/38507>]

Завдання:

1. У чому особливості фінансування проєктів Приватної фінансової ініціативи?
2. На які ризики йде компанія-підрядник?
3. Чому в таких проєктах зазвичай доцільним є проведення рефінансування?
4. Які збитки несе держава у випадку рефінансування проєктів?
5. Наведіть розрахунковий приклад схеми рефінансування, вигод та витрат її учасників.

7. «The Marromeu Sugar Project Agri Industrial Sector»

Marromeu is situated in the Sofala province of Mozambique. It was one of the first projects initiated under the multi-sector integrated development program for the Zambezi River Valley. An existing sugar mill was rehabilitated, associated infrastructure was built and 10 270 hectares of sugar cane were replanted. Total project cost was \$118,6 million. A group of Mauritian companies (75 %) and the Government of Mozambique (25 %) are the shareholders in the project company, Companhia de Sena.

The total equity contribution amounted to \$37 million. The shareholders also provided \$10,7 million in shareholder's loans. The lenders include the DBSA, IDC, SCMB, Mauritius Commercial Bank and a consortium of Mozambican banks. They provided senior loans, mezzanine debt and quasi equity of \$65 million. The debt to equity ratio was 65 to 45 per cent.

The DBSA provided a senior loan (\$10 million) as well as a quasiequity / subordinated debt instrument (\$2 million). Pricing (risk margin) took into account the major project risks. The DBSA was also willing to take on political risk and price for it.

Lenders had recourse to the sponsors prior to the completion of the project (under the Sponsors Support and Subordination Agreement). The lenders were able to call on the sponsors to provide additional equity or shareholder loans to cover cost overruns and cash flow shortfalls when necessary. The sponsor's/borrower's technical completion undertaking specified that sufficient sugar cane had to be produced and delivered to enable the project to meet its projections as indicated in the base case model.

<https://www.dbsa.org/EN/About-Us/Publications/Documents/Project%20finance%20and%20obtaining%20sufficient%20funding%20for%20the%20successful%20completion%20of%20your%20project.pdf>

Завдання:

1. Якою є схема проектного фінансування для реалізації цього проекту та наскільки вона є типовою?
2. Яка мета використання мезонінного та інших видів гібридного фінансування цього проекту?

8. «Songo Songo Power»

Project Description:

Name: Songo Songo Gas Project

Year: 2001

Country: Tanzania

Sector: Gas and Electricity

Purpose: Utilize gas resources in the

Songo Songo gas field for gas to power and other gas related industry

Commercial Structure:

Concession Type: Build-Own-Operate (BOO)

Off-take Arrangements: 20 year PPA between Songas and TANESCO (take or pay). TANESCO makes monthly fixed (capacity) and variable (energy) payments to cover O&M, debt service, and target return on equity, cost of fuel and any required build-up of reserves to finance anticipated gas-field development. The government, the sponsor, PAE and two development finance institutions – the Commonwealth Development Corporation (CDC) and the Tanganyika Development Finance Company Limited (TDFL) (via the European Investment Bank, EIB) – have structured a set of contractual agreements with provisions for establishing mechanisms to achieve a steady and secure stream of

revenues from the project. These agreements also prescribe the remedies for dealing with the full range of risks faced by the various parties, and allocate the commercial, technical and political risks to the parties best able to manage them.

The Songas component is structured as a build-down-operate arrangement, underpinned by a 20 year PPA between Songas and TANESCO on a take-or-pay basis. TANESCO make monthly fixed (capacity) and variable (energy) payments to Songas that cover all operation and maintenance (O&M) costs, debt service, a target return on equity, the cost of fuel (gas) and any required build-up of reserves to finance anticipated gas-field development.

An important feature of Songas financial structure is that the return on equity is not guaranteed – it is a target rate of return based on Songas operating the facilities at agreed efficiency targets and O&M budgets.

The major risks borne by the sponsor include: capital cost overruns; delays due to either the contractors or the sponsors failure to properly design the project and adequately manage the construction or commissioning of the project facilities; gas plant, pipeline and power plant performance, including failure to maintain dependable capacity or to maintain the agreed heat rates, or gas quality changes; and operating costs increases exceeding the agreed O&M budget.

Additional serious risks are payment defaults by TANESCO and currency inconvertibility. The Gas Agreement, the Production Sharing Agreement, and the Gas Processing and Transportation Agreement spell out the arrangements for: the use of reserve gas set aside for the Songas project over the 20 year PPA (for the Ubongo Power Plant and the Twiga Cement Plant) at a preferred price; the setting

aside by the government of 100 billion cubic feet of reserve gas for electricity generation in the future; and the production and sale of additional gas for power and industrial use by PAT / TPDC. Under the arrangements, PAT / TPDC is responsible for developing a commercial market for gas. Almost all revenue resulting from incremental sales of gas accrues to: TANESCO, in the form of lower gas transmission

charges (and, thus lower capacity charges to be paid to Songas); the government in additional gas fees; and PAT / TPDC, for the production of gas in accordance with the Production Sharing Agreement.

Despite charging an average retail tariff that should be adequate (around USD0.093 per kWh), TANESCO has been unable to cover its O&M costs and debt service requirements. Revenue shortfalls have been due largely to weak operational performance and poor collection rates. As a consequence, maintenance has been deferred and system reliability has suffered (with losses of around 20 %).

Sponsors:

The project was originally started by a Canadian company and subsequently this company's interest was bought out by AES of the US. Subsequently AES sold its interest to Globaleq (a Subsidiary of CDC / DFID), Pan African Energy Tanzania Limited (PAT) through Pan African Energy Corporation (PAE).

Gas from the Songo Songo gas field, produced by Pan African Energy Tanzania (PAT), is processed at the Songo Songo Islands facility and then transported through a 225 km pipeline to Dar es Salaam, where it is used in Songas Ubungo Power Plant, then the largest gas-fired power station in East Africa (exhibit A). Songas also provides gas transportation services to approximately 30 industrial customers.

The Ubungo power generation facility, operated by Globeleq, generates about one – quarter of Tanzania's electricity (estimated at 700 MW). The electricity is supplied to the national electricity grid and distributes to end users by the Tanzania Electricity Supply Company (TANESCO).

Under the project, a private sector joint venture consortium between Pan African Energy Tanzania Limited (PAT) and the Tanzania Petroleum Development Corporation (TPDC) has been established. It is responsible for developing and marketing gas from the Songo Songo gas field to commercial and industrial users and for exploiting opportunities for export to neighbouring countries. In terms of the projects contractual arrangements, Songas is obliged to transport gas to end-users, applying a transparent transportation pricing mechanism. Songas has prepared environmental and social assessments and a management plan report, which synthesises the environmental and social impacts of the project, and provides a detailed environmental and social management plan (ESMP) for eliminating or mitigating and monitoring these impacts.

In 1993, on the basis of a specified list of criteria, the government contacted 14 oil and gas companies and IPPs requesting the sub-

mission of investment proposals for the Songo Songo project. In 1994, the following an evaluation of proposals, Ocelot Energy and Trans-Canada Pipelines were selected by the government to develop the project. An agreement of intent for the project was signed between the government and Ocelot Energy / TransCanada Pipelines in October 1995. The project negotiation resumed in 1999.

PAE's equity interests in the project were purchased by the private partner, leaving PAT (through PAE) to concentrate on its operational roles and responsibilities in the optimum development of the Songo Songo gas field. In 2003, Globeleq acquired the private equity in the project and became the project's sponsor.

Lenders:

DFI's: The World Bank (through IDA credit to the government and then on-lent from government of Tanzania), EIB, The Commonwealth Development Corporation (CDC), Tanganyika Development Finance Company Limited (TDFL) (via the EIB)

There were two components of this project requiring financing.

1. Gas to electricity: USD273.5 million
 2. Environmental and Social Management Plan USD13.5 million
- World Bank (under IDA credit, provided to the government SDR 120,300,000 and this was on-lent from Government):

Financing:

Most of the funding was by debt financing through the Multilateral sources Security arrangements: The PPA with TANESCO is supported by a liquidity facility provided by the Government of Tanzania, whereby if TANESCO fails to pay within an agreed period Songas can withdraw from the escrow account maintained at Citibank Tanzania Ltd.). Required amount of facility is equal to four months of Non-Subordinated Obligations. The Government is required to replenish the facility immediately if it falls below the required amount. Songas reported the account empty as at 2009 with negotiations to replenish the account.

Alternative financing: An IDA partial risk guarantee, IFC support and backing from the Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) were considered initially, instead of an investment credit. In September 1995, the government and sponsors signed a letter of intent spelling out the principles pertaining to the scope, structure and commercial arrangements of the project.

The effectiveness of a partial risk guarantee was reviewed then, even though this programme only became available for IDA countries in mid-1996. At the time, it was determined that: there was no interest from traditional providers of funds (e.g. export credit agencies) for a project in Tanzania, consequently requiring almost all of the debt to be covered by a partial risk guarantee; and there was little potential for mobilizing large amounts of commercial debt for the project on reasonable terms.

Financing Structure, Government of Tanzania (under IDA credit)
Loan Limit: SDR 120,300,000, Interest: 7.1 % p.a.

Loan principal and Interest during construction repayable in 198 equal monthly installments commencing in the 44th month after the month in which financial close took place (October 2001).

Government of Tanzania (under EIB credit); Loan Limit: Euro 50,000,000, Interest: 6.0 % p.a.

The Loan principal and interest during construction is repayable in 192 monthly instalments commencing on the 50th month following the month in which financial close took place (October 2001).

ABB Loan: Loan Amount: US \$15,592,500, Interest: 7.43 % p.a.

Repayable in equal monthly instalments in amounts sufficient to amortise loan by 31 December 2017; commencing the second month after transfer date occurs. Transfer date was 31 July 2004.

Emergency Power Plan Loan (GE Loan): Loan Amount: US \$22,296,000.

Repayable in equal monthly instalments in amounts sufficient to amortise the entire loan by 31 December 2017; commencing the second month after the month in which Transfer Date occurs. Transfer Date was 31 July 2004.

https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/Structured_Finance_-_Conditions_for_Infrastructure_Project_Bonds_in_African_Markets.pdf

Завдання:

1. Визначити структуру контрактів та бізнес-модель реалізації цього проекту, побудувати їх схему.
2. Визначити структуру фінансування, особливості фінансування та відобразити у схематичному вигляді.

ТЕМА 4

ТЕНДЕРНІ ПРОЦЕДУРИ І ДОГОВІРНІ ВІДНОСИНИ В ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

Методичні вказівки до теми:

1. Особливості організації підрядних тендерних процедур у проектному фінансуванні

Для створення ринку інвестиційних товарів усі замовлення на підрядні роботи доцільно розмішувати за допомогою тендерного механізму (торгів). Основним завданням цього механізму є відомість між собою продавців і покупців, де покупцем є замовник (інвестор), а продавцем – підрядник, який пропонує замовникові свої послуги.

Тендери (торги) – це форма розміщення замовлення на будівництво, закупівлю товарів, за якої вибір підрядника (постачальника) здійснюється шляхом конкурсного відбору кращої тендерної пропозиції (оферти) за критеріями, встановленими замовником.

В Україні правила торгів регулюються Законом України «Про публічні закупівлі» для підрядних контрактів на будівництво нових об'єктів і споруджень, реконструкцію, технічне переозброєння діючих підприємств, капремонт об'єктів, реставрацію пам'яток архітектури, здійснюваних за рахунок коштів Державного бюджету, бюджетних позик, державних позабюджетних фондів, коштів підприємств і організацій, де більше 50 % статутного фонду належить державі, а також іноземним кредитом, який залучаються під гарантії Кабміну України.

При цьому під *об'єктом торгів* – розуміється виробничий або невиробничий об'єкт, до якого ставиться предмет торгів. *Предмет торгів* – конкретні види робіт і послуг, за якими проводяться торги. У якості *предмета торгів звичайно виступають:*

- роботи з будівництва, реконструкції й капітального ремонту підприємств, будинків, спорудження виробничого й невиробничого призначення, у тому числі на умовах «під ключ»;
- виконання комплексів будівельних і монтажних робіт і їх окремих видів;
- виконання комплексів пусконаладжувальних робіт, інженерно-дослідницьких робіт;
- розробка ТЕО;
- проектування;
- керування проектом;
- поставка комплектного технологічного устаткування, у тому числі на умовах «під ключ»;
- інші поставки й послуги, у тому числі послуги консультантів.

Класифікація тендерів:

1. *Залежно від способу проведення попереднього відбору претендентів організатором торгів:*

– з попередньою кваліфікацією – коли тендерні пропозиції мають право подавати тільки ті претенденти, які за результатами попередньої кваліфікації допущені до участі в тендері;

– без попередньої кваліфікації.

2. *Залежно від можливості участі претендентів у тендері:*

– відкриті – усі зацікавлені особи можуть подати тендерні пропозиції;

– закриті – тендерні пропозиції можуть подати тільки ті претенденти, які одержали від замовника запрошення до тендера. Проводяться у випадках: коли кількість учасників, здатних виконати контракт обмежена; коли видатки на проведення відкритих тендерів будуть невиправдано більшими, порівнюючи з вартістю замовлення; за умови крайньої конфіденційності інформації, терміновості робіт і т. п.

3. *Залежно від участі в торгах іноземних оферентів:*

– за участю іноземного оферента;

– без участі іноземного оферента.

Основними учасниками торгів (особами, що мають право брати участь у торгах, у їхній підготовці, проведенні й затвердженні результатів) є:

1. *Замовник* – особа, для якої будується, реконструюється або оснащується об'єкт торгів. Функції замовника: ухвалює рішення щодо проведення торгів; визначає особу, яка буде виконувати функції організатора; контролює роботу організатора й бере участь у роботі тендерного комітету через свого представника; устанавлює остаточні умови договору й укладає його з переможцем торгів.

2. *Організатор торгів* – особа, якій замовник доручив проведення торгів. Функції: готує документи для оголошення торгів, здійснює публікацію оголошення й розсилання запрошень; формує тендерний комітет; направляє й контролює діяльність тендерного комітету й приваблюваних інженерно-консультаційних організацій з підготовки тендерної й іншої необхідної документації; затверджує результати торгів; розглядає апеляції на розв'язки тендерного комітету; ліквідує тендерний комітет; знає всі витрати з підготовки й проведення торгів.

3. *Тендерний комітет* – постійний або тимчасовий орган, створений замовником або організатором для організації проведення торгів. Функції: проводить збір заявок на участь у торгах, на попередню кваліфікацію; виконує попередню кваліфікацію претендентів; організує розробку й поширення тендерної документації й вирішує питання зміни цієї документації й процедур; проводить ознайомлення претендентів із тендерною документацією й дає необхідні роз'яснення; визначає переможця або ухвалює інший розв'язок за результатами торгів і пред-

ставляє їх на затвердження; публікує в засобах масової інформації звіт про результати торгів.

4. *Претендент* – організація, фірма, консорціум (вітчизняний або міжнародний), від імені якої подано заявку. Особа здобуває статус претендента з моменту звернення до тендерного комітету для участі в торгах. Статус претендента втрачається: за бажанням претендента (у будь-який момент підготовчої стадії); внаслідок непроходження попередньої кваліфікації або невнесення першого задатку; внаслідок порушення ним умов торгів. З моменту реєстрації оферти претендент здобуває статус оферента.

5. *Оферент* – претендент, що надіслав тендерну пропозицію (оферту), підкріплену банківською гарантією й утримуючою згодою брати участь у торгах на умовах, викладених у тендерній документації.

6. *Кредитно-фінансова установа* здобуває статус учасника торгів, якщо організатор торгів відкриває спеціальні рахунки для здійснення фінансових операцій, пов'язаних із проведенням торгів, у тому числі по депонуванню гарантійних застав, а також для здійснення різних розрахунків.

Порядок проведення торгів

1. Організаційна підготовка:

1) ухвалення рішення про призначення й час підрядних торгів здійснюється замовником шляхом створення офіційного розпорядчого документа (наказу, постанови, розпорядження й т. п.), де визначається підрозділ своєї організації, якому доручається виконання функцій організатора. У якості організатора торгів може виступати спеціалізована фірма, що має відповідну ліцензію;

2) замовник (організатор торгів) формує тендерний комітет, залучаючи власних фахівців, представників науково-дослідних, проектних, інженерно-консультаційних та інших організацій, окремих експертів на підставі укладених з ними договорів;

3) організатор торгів або з його доручення тендерний комітет готує і публікує оголошення про торги, яке містить: найменування замовника й організатора торгів; найменування виду торгів і предмета торгів; коротка характеристика місця будівництва; орієнтовний обсяг і терміни виконання робіт; умови виконання договору; адреса, терміни, умови придбання й інші відомості, необхідні для одержання тендерної документації; термін надання оферт.

2. Розробка тендерної документації:

Тендерна документація поширюється за певну плату у встановленій валюті платежу. *Тендерна документація містить* такі розділи: запрошення на участь у торгах; загальні відомості про обсяг і предмет торгів; технічна частина (проектна документація) і комерційна частина документації; форма заявки претендента на участь у торгах; умови й порядок проведення торгів; проект договору.

3. Попередня кваліфікація претендентів:

Здійснюється у випадку прийняття замовником рішення про проведення такого виду торгів. Цей спосіб проведення торгів дозволяє забезпечити певні гарантії відбору можливих претендентів, заощадити кошти й час, забезпечити конфіденційність інформації.

Для попередньої кваліфікації може бути створена передкваліфікаційна комісія.

Процедура попередньої кваліфікації складається з таких етапів: підготовка й поширення тендерним комітетом запрошення до участі в попередній кваліфікації й опитувача претендента; збір оформлених опитувачів; оцінка отриманих документів за формальними критеріями; аналіз і оцінка технічної, організаційної, фінансової здатності претендента й складання експертного висновку; винесення висновку про результати попередньої кваліфікації.

4. Розробка оферти претендентом:

Для участі в торгах претендент повинен подати в тендерний комітет такі документи: заявку на участь у підрядних торгах; тимчасову поруку у формі гарантії банку; копію платіжного документа, що підтверджує внесення першого задатку; довідку про договори, укладені за останні 12 місяців, із вказівкою їх основних умов; з переліком субпідрядників, іноземних партнерів; оферту, розроблену відповідно до умов зазначених у тендерній документації.

Оферта містить таку інформацію: загальні відомості про претендента; технічна частина; комерційна частина.

5. Отримання й реєстрація оферт – ухвалення оферт здійснюється секретаріатом тендерного комітету з їхньою реєстрацією в спеціальній книзі. Оферент має право разом з офертою представити альтернативну пропозицію. У процесі ухвалення перевіряється наявність усіх документів, за винятком тих, які зберігаються в запечатаному конверті.

6. Процедура торгів:

Датою відкриття торгів вважається: для відкритих торгів – дата офіційної публікації оголошення в засобах масової інформації; для закритих торгів – дата розсилання офіційних запрошень учасникам торгів поштою. Розкриття оферт і експертиза внутрішніх конвертів проводиться секретаріатом тендерного комітету, при цьому перевіряється склад документів закритих конвертів. Залежно від складності об'єкта й предмета торгів тендерний комітет установлює термін експертизи оферт. Тендерний комітет у процесі розгляду оферт має право запрошувати оферентів для роз'яснень, запитувати в них і з додаткових джерел додаткові відомості, що підтверджують представлену інформацію.

Претенденти не мають права самостійно вносити зміни у свої оферти в процесі торгів і після прийняття оферт для розгляду. У випадку відкликання оферти в процесі розгляду її оферентів, застава не повертається.

Вибір переможця визначається за *критеріями*, що містяться в тендерній документації:

- показники, що характеризують тимчасові параметри виконання оферентом своїх зобов'язань;
- показники, що характеризують організацію виконання робіт з погляду дотримання заходів безпеки, охорони здоров'я й навколишнього середовища;
- показники, що характеризують рівень керування, рівень кваліфікації робітників;
- показники, що характеризують технічний рівень засобів виробництва;
- показники, що характеризують ступінь використання місцевих ресурсів іноземними підрядниками або підрядниками з інших регіонів;
- запропонована оферентом ціна предмета торгів і валюта платежу;
- запропонований метод обліку для здійснення розрахунків за виконані роботи наступних змін рівня цін;
- умови й порядок фінансування й кредитування підрядних робіт.

Переможець визначається простою більшістю голосів від числа членів тендерного комітету.

7. Затвердження результатів торгів:

Результати торгів тендерний комітет у формі протоколу подає організаторові торгів для затвердження в триденний термін після ухвалення рішення. Організатор торгів впродовж тижня розглядає подані документи й ухвалює рішення про затвердження результатів торгів.

8. Завершення торгів:

Оферент, що виграв тендер, повинен внести другий задаток на рахунок замовника в термін, установлений тендерним комітетом. Після внесення такого задатку переможець торгів укладає із замовником договір на умовах, що зазначені в тендерній документації, й оферту переможця торгів.

Особливостями проведення таких тендерів, що регулюються Законом України «Про публічні закупівлі», є:

- закон обов'язково використовується до замовників, за умови, що вартість предмета закупівлі товару (товарів), послуги (послуг) дорівнює або перевищує 200 тисяч гривень, а робіт – 1,5 мільйона гривень. До замовників, які здійснюють діяльність в окремих сферах господарювання, за умови, що вартість предмета закупівлі товару (товарів), послуги (послуг) дорівнює або перевищує 1 мільйон гривень, а робіт – 5 мільйонів гривень;
- вітчизняні та іноземні учасники всіх форм власності та організаційно-правових форм беруть участь у процедурах закупівель на рівних умовах. Закупівля товарів, робіт і послуг за кошти кредитів, позик, що надані відповідно до міжнародних договорів України МБРР, МФК, БАГІ, Міжнародною асоціацією розвитку,

ЄБРР, Європейським інвестиційним банком, Північним інвестиційним банком, а також іншими міжнародними валютно-кредитними організаціями, здійснюється згідно з правилами і процедурами, встановленими цими організаціями;

- закупівля може здійснюватися шляхом застосування однієї з таких процедур: відкриті торги; конкурентний діалог; переговорна процедура закупівлі.

- замовник установлює один або декілька з таких кваліфікаційних критеріїв: наявність обладнання та матеріально-технічної бази; наявність працівників відповідної кваліфікації, які мають необхідні знання та досвід; наявність документально підтвердженого досвіду виконання аналогічного договору;

- розмір забезпечення тендерної пропозиції у грошовому виразі не може перевищувати 0,5 % очікуваної вартості закупівлі у разі проведення торгів на закупівлю робіт та 3 % – у разі проведення торгів на закупівлю товарів чи послуг на умовах, визначених тендерною документацією;

- критеріями оцінки є: у разі здійснення закупівлі товарів, робіт і послуг, що виробляються, виконуються чи надаються не за окремо розробленою специфікацією (технічним проектом), для яких існує постійно діючий ринок, – ціна; у разі здійснення закупівлі, яка має складний або спеціалізований характер (у тому числі консультаційних послуг, наукових досліджень, експериментів або розробок, дослідно-конструкторських робіт), – ціна разом з іншими критеріями оцінки, зокрема, такими як: умови оплати, термін виконання, гарантійне обслуговування, експлуатаційні витрати, передача технології та підготовка управлінських, наукових і виробничих кадрів;

- у разі, якщо для визначення найбільш економічно вигідної тендерної пропозиції крім ціни застосовуються й інші критерії оцінки, у тендерній документації визначається їх вартісний еквівалент або питома вага цих критеріїв у загальній оцінці тендерних пропозицій. Питома вага цінового критерію не може бути нижчою ніж 70 %, крім випадку застосування процедури конкурентного діалогу. Конкурентний діалог може бути застосовано замовником за таких умов: предметом закупівлі є консультаційні, юридичні послуги, розробка інформаційних систем, програмних продуктів, здійснення наукових досліджень, експериментів або розробок, виконання дослідно-конструкторських, будівельних робіт, визначення вимог до виконання яких потребує переговорів.

Крім цінових і технічних параметрів під час проведення торгів замовники проекту, враховують конкурентну боротьбу, що підсилюється, на світовому ринку інвестиційних товарів і підрядних робіт, беруть до уваги фінансово-кредитні умови пропозицій учасників. Більше того, за багатьма проектами сьогодні центр ваги конкурентної боротьби перенесений саме у фінансово-кредитну область. Мова йде про комерційні кредити постачальників і підрядників у вигляді відстрочки платежів по контрактах. Порівняння фінансово-кредитних умов оферен-

тів здійснюється насамперед за такими параметрами: частка вартості контракту, на яку поширюється відстрочення платежу (обсяг комерційного кредиту); відсоток за комерційним кредитом; термін такого кредитування; пільговий період.

Найчастіше пільговість комерційних кредитів і сама можливість їх надання зумовлена тим, що підрядники й постачальники з розвинених країн мають можливість користуватися підтримкою з боку своїх (національних) державних і напівдержавних агентств експортного кредитування й страхування. У результаті, утворився певний різновид міжнародних торгів, у яких беруть участь тільки оффшори з розвинених країн.

Відповідно до розробленої методики проведення та оцінки закупівель Світовим банком, для виконання принципу «цінність для грошей» (value for money) критерії оцінювання можуть враховувати такі чинники:

а) *Вартість*: оцінка вартості за методологією, яка відповідає характеру закупівлі і містить: а) скореговану ціну пропозиції / ціну пропозиції; або б) скореговану ціну пропозиції / ціну пропозиції, плюс поточні / експлуатаційні витрати протягом періоду корисного використання активу за базовою вартістю (витрати протягом життєвого циклу);

б) *Якість*: оцінка якості із використанням методології для визначення ступеня відповідності або перевищення вимог для товарів, робіт, неконсультаційних або консалтингових послуг;

в) *Ризик*: критерії (чинники), які знижують відповідний оцінений ризик;

г) *Стійкість*: критерії, які враховують зазначені економічні, екологічні та соціальні вигоди, для підтримки цілей проекту, що можуть включати гнучкість пропозиції, адаптовану до можливих змін протягом життєвого циклу; і / або

д) *Інновації*: критерії, що дозволяють оцінювати інновації під час розробки та / або доставки товарів, робіт, неконсультаційних або консультаційних послуг, та які дають учасникам / постачальникам можливість включити, у відповідних випадках, за наявної необхідності, у свої пропозиції рішення, які перевищують вимоги або альтернативні рішення, що могли б підвищити відповідність «цінності для грошей».

У процесі первинного відбору кваліфікаційні вимоги, як правило, оцінюються на основі так / ні (відповідність / невідповідність) за такими критеріями, як:

а) прийнятність або відповідність (Eligibility):

- національність;
- конфлікт інтересів;
- відповідність банку;
- Резолюція Організації Об'єднаних Націй або законодавство країни-позичальника.

б) наявність невиконання контрактів у минулому:

- досвід невиконання договорів;
- досвід порушення декларації забезпечення у тендері (Proposal Securing Declaration);

• очікуваний судовий процес;

• досвід судових тяжб.

в) фінансове становище та ефективність:

- фінансові можливості;
- середньорічний оборот.

г) досвід:

- загальний досвід;
- конкретний (спеціальний) досвід.

д) продуктивність:

- кількість аналогічних договорів;
- своєчасність доставки (виконання).

е) менеджмент (політика, системи, практика):

- управлінський потенціал;
- фінансовий менеджмент;
- управління ризиками;
- управління охороною здоров'я та безпеки;
- інновації;
- сталість бізнесу.

ж) можливості управління контрактом / проектом (політика, системи, практика):

- контракти / управління проектом;
- сфера управління людськими ресурсами та структура, призначена для управління контрактом / проектом;

• бюджет та фінансовий менеджмент;

• ризик менеджмент;

• ціноутворення, постійне вдосконалення.

и) вимоги роботодавця:

- повне розуміння вимог роботодавця;
- практичний та реалістичний попередній підхід та методологія;
- реалістичний попередній термін / графік доставки;
- ефективна ідентифікація ризику.

к) стійкі закупівлі:

• сталий розвиток закупівель (політика та системи);

• відстежування успішних результатів щодо стабільних закупівель (фактичні приклади);

- стала акредитація закупівель з боку визнаного органу;
- забезпечення стабільності закупівлі з боку визнаного органу.

2. Методи експертної оцінки, що використовуються під час ухвалення колективних рішень

Метою експертизи може бути одержання як кількісних, так і якісних експертних оцінок («добре», «краще», «якісніше» тощо). Більш аргументованими є кількісні оцінки об'єктів експертизи.

Для оцінки об'єктів використовуються різні *шкали вимірів*, які дозволяють виміряти певні властивості (характеристики, показники, параметри) об'єкта, тобто поставити їм у відповідність числа або інші символи за деякими заздалегідь визначеними правилами.

На практиці використовують 4 типи шкал вимірювання (перераховані в порядку підвищення складності або інформативності): номінальна шкала (шкала найменувань); порядкова шкала (рангова шкала, ординальна шкала); шкала інтервалів; шкала відносин (пропорційна шкала).

Шкала найменувань (номінальна) – використовується з метою ідентифікації й класифікації об'єктів. Значення показників, що вимірюються у такій шкалі для різних об'єктів, має сенс порівнювати тільки для встановлення тотожності або відмінності цих об'єктів (встановити відношення «більше», «краще» у цій шкалі не можна).

Приклад: найменування автомобіля, устаткування й т. п.

Порядкова шкала (рангова) – показники, вимірювані у цій шкалі прийнято називати якісними. Важлива властивість порядкової шкали – характеристикам об'єктів може бути привласнена будь-яка послідовність чисел з тою умовою, що зберігаються порядкові відношення між цими характеристиками.

Шкала інтервалів (використовується для кількісних показників) – допускає перетворення у формі множення на позитивну константу й додавання довільної константи. Кількісні відмінності між оцінками в інтервальной шкалі позначають такі ж відмінності між відповідними характеристиками об'єктів (можна обчислити на скільки різняться між собою об'єкти за характеристикою, що порівнюється, але не в цей раз, тому що крапка нуля в цій шкалі не фіксована).

Шкала відносин (пропорційна) – у випадку, коли на шкалі інтервалів можна вказати абсолютний нуль (фіксований початок координат або природній початок). Можливе перетворення у формі множення на позитивну константу.

Приклад: вимірювання маси й вартості виробів.

Процедура експертної оцінки – це встановлення відносин між характеристиками об'єктів і числами, що становлять певну числову систему. Тип шкали, яка застосовується для вимірювання характеристик порівнюваних об'єктів, ви-

значає сукупність можливих *способів порівняння* цих характеристик: ранжування; парне порівняння; безпосередня оцінка; послідовне порівняння.

Ранжування – це процедура впорядкування об’єктів, виконувана експертом у випадку, коли показники об’єктів не піддаються безпосередньому виміру. За цим методом характеристики всіх об’єктів рівняються одна з одною. У результаті ранжування експерт розташовує об’єкт у порядку зростання (або спадання) значення оцінюваної характеристики. При цьому у відповідність кожному об’єкту ставиться певне натуральне число, що називається *рангом*, який характеризує порядкове місце оцінюваного об’єкта в розглянутій групі об’єктів (1, 2 і т. д.). Еквівалентні об’єкти одержують рівні ранги, кожний з яких дорівнює середньоарифметичному значенню порядкових місць цих об’єктів.

Цей метод не застосовується за умови великої кількості об’єктів (більше 15–20).

Для того, щоб на основі ранжування декількох експертів було отримане узагальнене ранжування, необхідно, щоб отримані від експертів ранжування були стандартизовані, тобто для N рангів мала виконуватися рівність:

$$\sum_{n=1}^N r_n = \frac{N(N+1)}{2}.$$

Будь-яке ранжування можна звести до стандартизованого за допомогою нескладних алгоритмів, одним з яких є *метод стандартизованого рангу*.

Введемо позначення:

– r_n і r'_n – ранги об’єктів до проведення процедури стандартизації й після неї відповідно ($n = \overline{1; N}$, де N – кількість об’єктів);

– s – лічильник ітерацій (початкове значення s рівне 0);

– P – кількість елементів у безлічі нестандартизованих рангів (початкове значення P рівне N).

Алгоритм методу:

1) присвоєння чергового значення лічильнику ітерацій: $s = s + 1$;

2) формування L – підмножини, які становлять максимальні ранги з безлічі нестандартизованих і підрахунок DO – кількості елементів підмножини L ;

3) стандартизація всіх рангів, що становлять підмножину L :

$$r'_n = P - \frac{(K-1)}{2};$$

4) визначення P – кількості елементів у безлічі нестандартизованих рангів:
 $P := P - DO$;

5) якщо $P = 0$, то всі ранги стандартизовані – кінець алгоритму, якщо $P \neq 0$, то здійснюється перехід до кроку 1.

Парне порівняння – це метод вимірювання, за якого характеристики порівнюються експертами попарно для встановлення більш кращого об’єкта в кожній парі. Переваги методу:

1) наведений метод, на відміну від методу ранжування, що має обмеження за кількістю оцінюваних об’єктів, може застосовуватися для будь якого числа пар об’єктів.

2) порівняння тільки двох об’єктів – більш просте завдання для експерта;

3) він застосовується також у випадку, коли відмінності між об’єктами надто малі, щоб було можливе їхнє пряме ранжування.

Під час використання цього методу результати оцінки записуються в таблицю – *матрицю парних порівнянь*.

Елементи матриці парних порівнянь можуть ухвалювати три значення: якщо і об’єкт переважніше j-го, то значення елемента $a_{ij} = 1$, а значення елемента елемента $a_{ji} = 0$; якщо об’єкти еквіваленти, то $a_{ij} = 0,5$.

Приклад:

Об’єкт	A ₁	A ₂	A ₃
A ₁	0,5	0	0
A ₂	1	0,5	0,5
A ₃	1	0,5	0,5

Будь-яке ранжування легко перетворити в матрицю парних порівнянь:

$$a_{ij} = \begin{cases} 1, \text{если } r_i < r_j \\ 0, \text{если } r_i > r_j \\ 0,5, \text{если } r_i = r_j \end{cases} .$$

Безпосередня оцінка – це метод вимірювання, який являє собою процедуру приписування в шкалі інтервалів. За безпосередньої оцінки експерт ставить у відповідність кожному об’єкту число на безперервній числовій осі або кожний об’єкт, який міститься у певному інтервалі, одержуючи при цьому відповідну кількість балів (у такому випадку кожний діапазон змін характеристики попередньо розбивається на кілька інтервалів, кожному з яких привласнюється певний бал).

Від безпосередніх оцінок легко перейти до ранжування, якщо впорядкувати ці оцінки, наприклад за спаданням, а потім приписати кожній оцінці відповідне натуральне число (ранг).

Найважливішим з етапів в експертній оцінці є розробка способу організації й методики проведення як *опитування експертів*, так і обробки даних експертного опитування.

До форм проведення опитування відносять:

1. *Метод комісій* – полягає у відкритій дискусії за обговорюваною проблемою для вироблення єдиної думки експертів. Колективна думка визначається в результаті відкритого або таємного голосування, можливий варіант без голосу-

вання – виводиться думка в процесі дискусії. Переваги методу: ріст поінформованості експертів за рахунок обговорення обґрунтування експертних оцінок і наявність зворотного зв'язку. Недолік – відсутність анонімності, полеміка найбільш авторитетних експертів; активність може не збігатися з компетентністю.

2. *Експертиза за методом суду* – склад експертів ділиться на дві групи: одна виступає в якості захисту розглянутої альтернативи, інша – оголошується супротивниками й намагається виявити негативні риси. Третя група – регулює хід експертизи й виносить остаточне рішення.

Для вирішення окремих проблем, прогнозування розвитку ситуації застосовуються також метод Дельфі, метод «мозкового штурму», метод прогнозного графа, метод сценаріїв.

Сутність обробки даних експертного опитування полягає в одержанні *узагальненої експертної оцінки* на базі індивідуальних оцінок експертів. До методів одержання результируючих (узагальнених) оцінок зараховують: метод суми рангів; метод середнього арифметичного значення; метод «більшості голосів»; метод нормованих рангів; розрахунки медіани; розрахунки моди; одержання групової оцінки в інтервальной шкалі.

У випадку, якщо оцінки представлені в порядковій шкалі, формули будуть мати такий вигляд:

– метод суми рангів:

$$S_i = \sum_{j=1}^n r_{ij},$$

де r_{ij} – ранг, призначений j -им експертом i -му об'єкту (фактору).

– метод середнього арифметичного значення:

$$M_i = \frac{\sum_{j=1}^n r_{ij}}{n},$$

де n – число експертів.

– метод «більшості голосів» – об'єкт займає те місце, яке віддане йому більшістю голосів;

– метод нормованих рангів:

$$W_{ij} = \frac{r_{ij}}{\sum_{i=1}^m r_{ij}}; \quad R_i = \frac{\sum_{j=1}^n W_{ij}}{n},$$

де m – кількість об'єктів;

W_{ij} – коефіцієнти відносної значимості окремих оцінок об'єктів для кожного експерта;

R_i – нормований ранг для i -го об'єкта (фактора).

Відповідно до Методики Світового банку, якщо покупець у відповідних пропозиціях буде враховувати технічні фактори, окрім факторів витрат, у такому випадку оцінюваний показник пропозиції (B) буде розраховуватися для кожної відповідної пропозиції із використанням формули, яка дозволяє провести комплексну оцінку ціни пропозиції та технічних переваг кожної пропозиції:

$$B = \frac{C_{low}}{C} X + \frac{T}{T_{high}} (1 - X),$$

де C – ціна пропозиції;

C_{low} – найменша із всіх запропонованих в офертах цін;

T – загальна оцінка оферти;

T_{high} – найвища технічна оцінка із всіх запропонованих в офертах;

X – вага для цінового і нецінового (технічного) чинника.

Procurement Guidance <http://pubdocs.worldbank.org/en/201591478724669006/Guidance-Evaluation-Criteria-FINAL.pdf>

Для оцінки погодженості думок експертів можуть використовуватися показники:

1) дисперсійний коефіцієнт конкордації:

$$W(N) = \frac{D}{D_{max}},$$

де $i = \overline{1, m}$ – число досліджуваних факторів;

$j = \overline{1, N}$ – число експертів.

$$D = \frac{1}{m-1} \sum_{i=1}^m (r_i - \bar{r})^2 = \frac{1}{m-1} \sum_{i=1}^m \left(\sum_{j=1}^N z_{ij} - \frac{N(m+1)}{2} \right)^2;$$

$$D_{max} = \frac{N^2(m^3 - m)}{12(m-1)},$$

де r_i – сума рангів по i -му фактору ($r_i = \sum_{j=1}^N z_{ij}$).

z_{ij} – ранг, привласнений i -му фактору j -им експертом;

$$\bar{r} = \frac{N(m+1)}{2}.$$

Зокрема, формула буде мати вигляд: $W'(N) = \frac{12 \sum_{i=1}^m \left(\sum_{j=1}^N z_{ij} - \frac{N(m+1)}{2} \right)^2}{N^2(m^3 - m)}$.

Значення $W(N)$ лежить у межах: $0 \leq W(N) \leq 1$. Якщо $W(N) = 1$ – повний збіг думок експертів; $W(N) = 0$ – повна розбіжність думок експертів.

У випадку, якщо в оцінках є повторювані (зв'язкові) ранги, коефіцієнт конкордації ухвалює модифікований вид:

$$W'(N) = \frac{12 \sum_{i=1}^m \left(\sum_{j=1}^N z_{ij} - \frac{N(m+1)}{2} \right)^2}{N^2(m^3 - m) - N \sum_{j=1}^N T_j},$$

$$\text{де } T_j = \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{m_j} [(n_i^j)^3 - n_i^j],$$

де n_{jt} – кількість елементів у відповідній групі пов'язаних (що повторюються) рангів;

m_j – кількість груп повторюваних рангів.

2) коефіцієнт варіації оцінок:

$$V_j = \frac{\sigma_j}{M_j},$$

де $\sigma_j = \sqrt{D_j}$ – середньоквадратичне відхилення;

$$D_j = \frac{\sum_{i=1}^{m_j} (x_{ij} - M_j)^2}{m_j - 1} \text{ – дисперсія оцінок } D_j,$$

де m_j – кількість експертів, що оцінили j -ий фактор;

m – кількість експертів, що прийняли участь в оцінці, $i = 1, \dots, m$;

n – кількість факторів, запропонованих для оцінки, $j = 1, \dots, n$.

V_j визначається для кожного критерію й характеризує ступінь погодженості думок експертів про відносну важливість j -го фактору. Чим менше V_j , тим вищий ступінь погодженості експертів щодо важливості j -го фактору.

3) коефіцієнт рангової кореляції Спірмена – показує ступінь взаємозв'язку між двома ранжуваннями, представленими j -им і k -им експертами:

$$\chi_{jk}^s = 1 - \frac{6}{m^3 - m} \sum_{i=1}^m (z_{ji} - z_{ki})^2,$$

де z_{ki} – ранг, привласнений i -му фактору k -им експертом;

$i = 1, m$ – кількість досліджуваних факторів;

$j = 1, N$ – число експертів.

Значення χ лежить у межах $-1 \leq \chi_{jk}^s \leq 1$. Якщо його значення дорівнює одиниці – думки експертів повністю збігаються.

Якщо в оцінках є повторювані ранги:

$$\chi_{jk}^{ts} = \frac{\chi_{jk}^s - \frac{6}{m^3 - m} \sum_{i=1}^m (T_j - T_k)}{\sqrt{(1 - \frac{12T_j}{m^3 - m})(1 - \frac{12T_k}{m^3 - m})}},$$

$$\text{де } T_j = \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{m_j} [(n_i^j)^3 - n_i^j].$$

3. Правове регулювання договірних відносин у проектному фінансуванні

Договір – це угода між конкретними особами або організаціями, у якій визначені права й зобов'язання договірних сторін.

Будь-який договір можна розділити на чотири частини:

– преамбула (вступна частина) (найменування договору, дата підписання, місце підписання, повне фірмове найменування контрагента, посади, прізвища й імена осіб, що укладають договір);

– предмет договору (предмет договору, зобов'язання сторін, ціна договору, порядок розрахунків, терміни виконання зобов'язань, терміни дії договору, відповідальність сторін, способи забезпечення зобов'язань);

– додаткові умови договору (підстави для його зміни в односторонньому порядку, умови конфіденційності інформації, порядок розв'язку суперечок);

– інші умови договору (законодавство, особливості узгодження між сторонами, реквізити сторін, банківські реквізити, кількість екземплярів, підписи сторін).

Основними видами договорів, які укладаються в процесі ПФ є: угода про банківське кредитування; договір купівлі-продажу; договір поставки; договір продажу підприємства; договір оренди; договір фінансового лізингу; договір концесії; *договір про розподіл продукції* – регулює відносини, що виникають у процесі виконання пошукових робіт, розвідки й видобутку корисних копалин, розподілу зробленої продукції, а також її транспортування, обробки, зберігання, переробки, використання, реалізації або розпорядження нею іншим способом. Відповідно до цього договору одна сторона – держава – доручає іншій стороні – інвесторові – на певний термін здійснення пошуку, розвідки й видобутку корисних копалин на певній території надр і ведення пов'язаних з угодою робіт, а інвестор зобов'язується виконати доручені роботи за свій рахунок і на свій ризик з подальшою компенсацією витрат і одержання плати (винагороди) у вигляді частини дохідної продукції; консорціумний договір; договір підряду.

У будівництві використовують найбільш відомі форми договорів підряду:

1. *Генеральні угоди (договори)* – укладаються на БМР, а також на поставку й монтаж устаткування, коли генпідрядник бере на себе зобов'язання забезпечити виконання на об'єкті всього комплексу робіт і поставок. Генеральний підрядник за цим договором бере на себе координацію усіх виконавців робіт (субпідрядників) і відповідає за якісне й своєчасне завершення всіх робіт, за введення його в експлуатацію.

Субпідрядні договори укладаються між генеральним підрядником і субпідрядними фірмами на виконання окремих робіт.

2. *Прямі угоди* – укладаються на виконання певних обсягів будівельних або спеціальних робіт, які становлять частину комплексу (об'єкта), з поставкою або без поставки матеріалів і устаткування. Прямі угоди укладаються в тих випад-

ках, коли замовник є автором (власником) технології того проведення, для якого споруджується об'єкт. За цим договором підрядник несе відповідальність тільки за своїми прямими зобов'язаннями, за свої роботи й послуги. За цією згодою відповідальність за своєчасне завершення всього об'єкта покладає на замовника. Для генерального підрядника прямим договором є договір субпідряду із субпідрядною організацією.

3. *Угода «під ключ»* – форма договору схожа на генеральну угоду, що виникла й ефективно використовується у світі – укладається у випадку, коли підрядник (генпідрядник) бере на себе виконання всього комплексу робіт і поставок на певному об'єкті й уведення його в експлуатацію у встановлений термін. Частина робіт і поставок на цьому об'єкті може взяти на себе замовник, але відповідальність за здачу об'єкта покладається на підрядника (генпідрядника).

Договір, як правило, містить прийняття на себе підрядником виконання таких робіт: проектування; виконання СМР; поставка технологічного й іншого устаткування; пуск, налагодження устаткування, здача об'єкта в експлуатацію; підготовка фахівців до експлуатації; гарантійне й післягарантійне обслуговування устаткування; розширення й розвиток об'єктів.

Такий вид договору у вітчизняній практиці, як правило, застосовується для об'єктів малих розмірів і житлових будинків, за типовими і повторними проектами, коли відпрацьовані конструкції, технологічні процеси виготовлення, монтажу, будівництва, з достатньою точністю визначені працезатрати, видатки матеріалів і терміни будівництва.

Генеральний договір «під ключ» може мати дві модифікації: «проектування–будівництво»; «проектування–управління».

В окремих випадках договір «під ключ» може містити умови, відповідно до яких між сторонами укладається угода про створення консорціуму, за якою підрядник зобов'язується перед інвестором не тільки здати об'єкт в експлуатацію, але й забезпечити випуск і реалізацію готової продукції.

Договір підряду на основі переговорів замовника й підрядника може мати два варіанти договірної ціни:

1) видатки підрядника відшкодовуються за кошторисною вартістю плюс оплата обґрунтованого перевищення, плюс сума гарантованому прибутку. За таким варіантом підрядник застрахований від випадку підвищення цін на будматеріали, устаткування, транспортних послуг та ін. Такий варіант використовується для об'єктів з довгим терміном будівництва або коли неможливо з достовірною точністю встановити вартість будівництва, а також в умовах економічної нестабільності, інфляції;

2) відшкодування видатків підрядника за фактичною вартістю плюс гарантований прибуток. Зазначений варіант найбільш вигідний підрядникові в разі укладання угод на будівництво «під ключ».

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Тендер, акцепт, замовлення, замовник, конкурентні переговори, попередня кваліфікація підрядників, тендерне забезпечення, оферта, ціна тендерної пропозиції, відкриті торги, конкурентний діалог, переговорна процедура закупівлі, Bidder, Most Advantageous Bid / Proposal, Prequalification, Procurement, Project Procurement Strategy for Development, Value for Money, Life-cycle Costs.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Етапи проведення тендерної процедури (відкриті торги).
2. Етапи проведення тендерної процедури (конкурентного діалогу).
3. Основні учасники торгів та їхні функції.
4. Види договорів, що укладаються у процесі проектного фінансування.
5. Методи експертної оцінки, що використовуються в процесі ухвалення колективних рішень.

3. Підготувати творчо-аналітичні завдання:

1. Проведення тендерних процедур у світовій практиці проектного фінансування.
2. Проведення тендерних процедур і закупок в разі залучення коштів міжнародних фінансових інститутів.
3. Критерії оцінювання, які застосовуються у тендерних процедурах із залученням коштів Світового банку.
(<http://pubdocs.worldbank.org/en/201591478724669006/Guidance-Evaluation-Criteria-FINAL.pdf>).
4. Проаналізуйте практику використання Нової моделі закупівель Світового банку відповідно до «Project Procurement Strategy for Development».
5. Дайте порівняльну характеристику різних методів експертної оцінки, що використовуються у тендерних процедурах.
6. Подати основні розділи угоди про банківське кредитування та їх зміст, навести приклад угоди про банківське кредитування.

4. Виконати тестові завдання:

1. Форма розміщення замовлення на будівництво, закупівлю товарів постачальника, що здійснюється шляхом конкурсного відбору тендерної пропозиції або оферти за критеріями встановленими замовником. Це визначення:
 - а) об'єкта торгів;
 - б) тендера або торгів;

- в) предмета торгів;
- г) оферти.

2. Залежно від можливості участі претендента тендери бувають:

- а) відкриті й закриті;
- б) за участю іноземного оферента й без участі;
- в) з попередньою кваліфікацією й без попередньої кваліфікації;
- г) довгі й короткі.

3. Основними учасниками торгів не є:

- а) замовник;
- б) організатор;
- в) претендент;
- г) кредитний союз.

4. Який з етапів включає загальні відомості, обсяг і предмет торгів; технічна частина у вигляді проектної документації, комерційна частина; умови участі в тендері, проект договору і т. д.:

- а) організаційна підготовка;
- б) розробка тендерної документації;
- в) попередня кваліфікація;
- г) приймання й реєстрація оферт.

5. До функцій кого з основних учасників торгів входять: виробничий збір заявок на участь у торгах, проведення попередньої кваліфікації, розробка й поширення тендерної документації, визначення переможця і т. д.:

- а) замовника;
- б) організатора;
- в) тендерного комітету;
- г) банку.

6. Яка шкала вимірювання не використовується для оцінки об'єктів торгів:

- а) порядкова або рангова;
- б) шкала відносин;
- в) шкала інтервалів;
- г) шкала порівнянь.

7. Особливістю якої шкали є те, що характеристикам об'єкта може бути привласнена будь-яка послідовність чисел з тією умовою, що зберігається порядкове відношення між цими характеристиками:

- а) шкала інтервалів;
- б) шкала відносин або пропорційна;
- в) порядкова або рангова шкала;
- г) номінальна або шкала найменувань.

8. До форм проведення опитування не належать (2 відповіді):

- а) метод порівнянь;
- б) метод комісій;
- в) експертиза за методом суду;
- г) метод ранжування.

9. Одержання узагальненої експертної оцінки не може бути зроблене за допомогою такого методу:

- а) метод суми рангів;
- б) метод більшості голосів;
- в) метод безпосередньої оцінки;
- г) метод середньоарифметичного значення.

10. Який показник не може використовуватися для оцінки погодженості думок експертів:

- а) середньоквадратичне відхилення;
- б) дисперсійний коефіцієнт конкордації;
- в) коефіцієнт варіації угод;
- г) коефіцієнт рангової кореляції.

11. У якій частині договору вказуються підстави для зміни умов в однібічно-му порядку, умови конфіденційності інформації, порядок розв'язання суперечок:

- а) преамбула;
- б) предмет договору;
- в) додаткові умови договору;
- г) інші умови.

12. Який з договорів регулює відносини, що виникають у процесі виконання пошукових, розвідувальних робіт, видобутку корисних копалин, їхньої переробки й реалізації:

- а) договір про розділ продукції;
- б) договір про переробку продукції;
- в) договір про пошук продукції;
- г) договір про видобуток корисних копалин.

13. Яка з даних угод не використовується в будівництві:

- а) генеральна угода;
- б) пряма угода;
- в) угода «під ключ»;
- г) підрядна угода.

14. Яка з угод містить зобов'язання виконання будівельно-монтажних робіт, проектування, поставки, пуск і налагодження устаткування; здачу об'єкта в експлуатацію, гарантійне й постгарантійне обслуговування і т. д.:

- а) пряма угода;
- б) угода «під ключ»;
- в) генеральна угода;
- г) підрядна угода.

15. Яка шкала вимірювання має абсолютний нуль або фіксований початок координат:

- а) номінальна або шкала найменувань;
- б) порядкова або рангова шкала;
- в) шкала відносин або пропорційна;
- г) шкала інтервалів.

16. Яка шкала застосовується для кількісних показників і допускає перетворення у вигляді множення й додатка похідній const:

- а) шкала інтервалів;
- б) порядкова або рангова шкала;
- в) номінальна шкала;
- г) шкала відносин.

17. Хто з основних учасників торгів ухвалює рішення щодо проведення тендера; визначає особу, яка буде виконувати контролюючі функції; встановлює остаточні умови договору й підписує його з переможцем торгів:

- а) організатор;
- б) замовник;
- в) тендерний комітет;
- г) претендент.

18. За якого виду тендера витрати на проведення тендера перевищують суму предмета тендерної процедури:

- а) з попередньою кваліфікацією;
- б) без попередньої кваліфікації;
- в) відкриті тендери;
- г) закриті тендери.

19. За яких умов кредитно-фінансова установа (банк) є основним учасником торгів:

- а) якщо організатор відкриває спеціальні рахунки, пов'язані із проведенням торгів;
- б) якщо претендент має відкритий банківський рахунок;

- в) якщо замовник депонує свої кошти в банку;
- г) якщо хоча б в одного члена тендерного комітету є поточний рахунок.

20. Ким здійснюється приймання й реєстрація ofert:

- а) головою тендерного комітету;
- б) головою тендерного комітету;
- в) організатором;
- г) секретаріатом тендерного комітету.

5. Задачі:

Задача 1

Експертом наведені такі результати ранжування ofert інвестиційного проекту:

№ офerti (n)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ранг об'єкта (r _n)	12	4	2	12	8	8	0	4	0	6

Привести ранжування до стандартизованого виду.

Задача 2

Наведені два ранжування експертів за чотирма ознаками тендерної оцінки об'єкта.

Експерт	Об'єкт			
	1	2	3	4
1	2	1	3,5	3,5
2	4	1	2	3

На основі розрахунку коефіцієнта рангової кореляції Спірмена визначити ступінь взаємозв'язку між наведеними результатами експертних оцінок.

Задача 3

На основі розрахунку коефіцієнта варіації оцінок експертів визначити ступінь узгодженості висновків експертів стосовно рівня значущості факторів, за якими оцінюється об'єкт.

Фактори (i)	Експерти (j)				
	1	2	3	4	5
1	2	2	2	1	1
2	4	3	1	4	2
3	1	1	3	3	3
4	3	4	4	2	4

Задача 4

На експертизу винесені 4 об'єкти, які оцінюють 3 експерта.

Об'єкти (i)	Експерти (j)			S _i	Розподіл місць	M _i	Розподіл місць	«Більшість голосів»	r _i	Розподіл місць
	1	2	3							
1	3	2	2							
2	1	4	3							
3	2	1	1							
4	4	3	4							

Дати узагальнену експертну оцінку на базі індивідуальних оцінок експертів оферт за інвестиційним проектом, використовуючи методи:

- Метод суми рангів;
- Метод середнього арифметичного значення;
- Метод «більшості голосів»;
- Метод нормованих рангів.

Задача 5

Експертом подані такі результати ранжування оферт:

№ офerti (n)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ранг об'єкта (r _n)	0	4	4	12	6	8	0	4	2	6

Привести ранжування до стандартизованого виду.

6. Кейс-завдання

1. «Ремонт больницы «Феофания» подорожал на 182 млн грн»

Клиническая больница «Феофания» Государственного управления делами 22 марта по результатам тендера заключила соглашение с компанией «ХК «Киевгорстрой» на капитальный ремонт с переоборудованием лечебного корпуса № 3. Стоимость соглашения составила 182,25 млн грн. Об этом сообщается в «Вестнике государственных закупок».

Ремонт предусматривает переоборудование вспомогательных зданий и сетей насосной и кислородной станций, хранилища рентгеновской пленки, здания под установку дизель-генераторной установки, подземных галерей и инженерных сетей, расширение двух лифтовых шахт и переоборудование лифтов, внешние работы по отделке фасадов и ремонту кровли и др. Кроме того, запланировано установление медицинского оборудования: монтаж деталей заведений и элементов магнитно-резонансного томографа,

мультиспирального комп'ютерного томографа, стінних і поточних консолей і стінних прикрватних панелей.

В серпні минулого року «Феофанія» уже замовляла ремонт цього ж корпусу вартістю 38 млн грн. Підприємство також отримало «Київгорстрой», який до кінця 2012 г. повинен був відремонтувати інженерні мережі, комунікації, встановити автономний генератор, замінити чотири ліфти в будівлі їдальні, реконструювати насосну станцію. Однак в конкурсній документації нового тендера повідомляється, що в 2012 г. були виконані роботи лише на 40 тис. грн. Згідно нової тендерної документації, корпус повинен бути завершений до кінця 2015 г. Роботи фінансують з державного бюджету. Ремонт замовляють згідно розпорядження Кабінету міністрів від 5 листопада 2012 г. Згідно поточному документу, загальна сума будівельних робіт по корпусу № 3 «Феофанія» повинна скласти 465,77 млн грн.

Завдання:

1. Які органи державної влади контролюють проведення тендерів на фінансування проєктів за рахунок державного бюджету в Україні?
2. Якими нормативно-правовими актами врегульоване фінансування проєктів за рахунок державного бюджету?
3. У яких випадках можливі зміни обсягів виконаних робіт передбачених проєктом, що фінансується за рахунок коштів держбюджету?

2. «Тендер «Реконструкція нафтобази «ЛУКОЙЛ-Україна»

ІНСТРУКЦІЯ ПРЕТЕНДЕНТУ

1. Інструкція претенденту є складовою частиною тендерної документації.
2. Претендент несе всі витрати, пов'язані з підготовкою і подачею своєї тендерної пропозиції.
3. ПІІ «ЛУКОЙЛ-Україна» (далі – Замовник) не несе відповідальності по витратах, зазначених в п. 2, незалежно від характеру (форми) проведення тендеру і його результатів.
4. Замовник надає Претенденту цю Інструкцію та іншу тендерну документацію, необхідну йому для підготовки тендерної пропозиції відповідно до вимог і умов Замовника, викладених у тендерній документації. ...

Перелік обов'язкових документів тендерної пропозиції: як документальне підтвердження свого бажання щодо участі в тендері і можливостей виконати вимоги Замовника по предмету тендеру, претендент у складі тендерної документації повинен надати свідчення свого технічного потенціалу, необхідної кваліфікації, економічного і фінансового становища. До зазначених свідчень зараховують:

4.1. «Заявка на участь в тендері» за формою згідно з додатком № 1 і, за наявності вимог Замовника, «Кваліфікаційна анкета претендента на відповідність вимогам промислової безпеки, охорони праці та навколишнього середовища» для робіт, пов'язаних з будівництвом, ремонтом і т. п. за формою згідно з додатком № 4.

4.2. «Оферта» за формою згідно з додатком № 2.

4.3. Завірені керівником підприємства та скріплені печаткою копії таких документів: свідоцтво про реєстрацію або оригінал витягу з ЄДРПОУ, установчих документів (надається виписка з Статуту з копіями сторінок, де вказані Засновники, види діяльності та особи, які мають право підпису), форма 4-ОПП, свідоцтво платника ПДВ або свідоцтво платника єдиного податку.

4.4. Завірені керівником підприємства та скріплені печаткою копії: ліцензій на право здійснення видів діяльності, що відповідають предмету тендеру (в разі, якщо відповідно до чинного законодавства цей вид діяльності підлягає ліцензуванню); необхідних сертифікатів на товар; дозволів відповідних наглядових органів (за необхідності).

4.5. Копії бухгалтерських звітів (балансів) за попередній рік і минулий звітний період, завірені головним бухгалтером і скріплені печаткою з позначкою податкового органу про прийняття.

4.6. Довідка про відсутність заборгованості зі сплати податків і обов'язкових платежів (або акти звірки по платежах в бюджетні і позабюджетні фонди, видані податковим органом).

4.7. Відомості про наявність, розмір дебіторської та кредиторської заборгованості на момент подання тендерної пропозиції.

4.8. Відомості про аналогічні за характером і складністю договори, укладені за останні 12 місяців.

Пояснювальна записка з такими відомостями:

а) план реалізації проекту з описом пропонованої програми, схеми організації, технології і календарного плану (графіка) виконання робіт (послуг, поставки), крім тендерів на поставку ТМЦ;

б) склад, кількість (за основними видами) використовуюваного обладнання, машин і механізмів, відповідно до вимог Замовника, з обов'язковим заповненням на кожну одиницю обладнання, машину, механізм зазначеної форми:

Одиниця обладнання (найменування)		
Дані про обладнання	1. Наймування виробника	2. Модель і номінальна потужність
	3. Продуктивність	4. Рік виробництва
Поточний стан	5. Місцезнаходження	
	6. Поточні зобов'язання	
Джерело	7. Вказати джерело обладнання:	
	<ul style="list-style-type: none"> – власне; – взяте на прокат; – орендовано; – обладнання, яке буде виготовлене спеціально 	

в) склад і кількість використовуваних матеріальних ресурсів;

г) загальна кількість працівників, що плануються Претендентом для залучення до виконання зобов'язань по предмету тендеру, із зазначенням кваліфікації керівників і фахівців;

д) наявність власних (орендованих) виробничих баз із зазначенням їх потужностей, структури, місцезнаходження;

е) наявність можливості залучення спеціалізованих субпідрядних організацій, транспортних організацій, постачальників, з описом їх технічних і фінансових можливостей аналогічно до вимог до опису технічних і фінансових можливостей самого Претендента (за необхідності залучення);

ж) режим робочого часу.

<http://www.lukoil.com.ua/rus/business/tender/documentation>]

Завдання:

1. Ви є проектним менеджером ТОВ «Донстрой», що претендує на участь в тендері ПП «ЛУКОЙЛ-Україна» по «Реконструкції нафтобази ПП«ЛУКОЙЛ-Україна» (<http://www.lukoil.ua/user/files/28022013.zip>). Складіть Заявку на участь у цьому тендері.

2. За проектом Реконструкції нафтобази ПП «ЛУКОЙЛ-Україна» необхідно провести реконструкцію будівель і споруд, благоустрій території, реконструкцію залізничної гілки, будівництво естакади наливу нафтопродуктів. Скласти Оферту відповідно до інструкції претендента.

3. За проектом Реконструкції нафтобази ПП «ЛУКОЙЛ-Україна» необхідно скласти пояснювальну записку відповідно до Інструкції претендента.

ТЕМА 5

СКЛАД ТА ОСОБЛИВОСТІ СКЛАДАННЯ ПРОЕКТНО-КОШТОРИСНОЇ ДОКУМЕНТАЦІЇ

Методичні вказівки до теми:

1. Сутність і формування проектно-кошторисної документації

Склад, порядок розробки, узгодження й затвердження проектно-кошторисної документації на будівництво в Україні визначені нормативним актом – Державною будівельною нормою ДБН. Вимоги цього нормативу є обов'язковими для виконання юридичними й фізичними особами – суб'єктами господарської діяльності у сфері будівництва незалежно від форми власності.

Підставою для проектування об'єктів виступає завдання на проектування, що затверджується замовником, а також архітектурно-планове завдання.

Залежно від складності об'єкта проектування здійснюється:

- для технічно й архітектурно нескладних об'єктів – використовується одно-стадійне проектування й розробляється один документ – робочий проект зі зведеним кошторисом;

- для технічно складних об'єктів, обґрунтування інвестицій – здійснюється дво- або трьохстадійне проектування – розробляється, як правило, ескізний проект або ТЕО інвестицій, проект і робоча документація.

Проектна документація складається з:

- *ескізного проекту* – містить обґрунтування відповідності містобудівним, архітектурним, художнім, функціональним, екологічним вимогам, підтверджує принципіву можливість створення об'єкта, визначає його вартість. Ескізний проект після схвалення органами містобудування й архітектури або його затвердження є підставою для подальшої розробки проектно-кошторисної документації;

- *техніко-економічного обґрунтування інвестицій* – обґрунтовує необхідність і доцільність будівництва й реконструкції промислових об'єктів, їх технічну здійсненність і ефективність інвестицій. Обґрунтуванню підлягають розміщення, потужність об'єкта, оцінка впливу проектно-кошторисної діяльності на навколишнє середовище, відповідність архітектурним вимогам і т. п. відповідно до завдання на проектування. ТЕО інвестицій після його затвердження є підставою для подальшої розробки проектно-кошторисної документації;

- *проекту на будівництво* – складається залежно від призначення об'єкта (цивільне або промислове). У разі будівництва промислових об'єктів проект включає наступні розділи: пояснювальна записка, генеральний план на транспорт, технологічна частина, архітектурно-будівельні розв'язки, організація будівництва, кошторисна документація, техніко-економічна частина і т. д.;

- *робочого проекту* – є сполученою стадією проектування, призначений для узгодження, затвердження проектної документації, а також для будівництва;
- *робочої документації*.

ТЕО інвестицій, інша проектна документація на проектування нових промислових підприємств, незалежно від підпорядкування й форми власності, під час вибору майданчика для будівництва підлягає узгодженню з територіальною проектною організацією. Проектні рішення також узгоджуються з інженерними службами.

Проектна документація до її затвердження підлягає також обов'язковій державній експертизі відповідно до законодавства.

Кошторисна документація відображає вартісну оцінку, що здійснюється на кожному етапі роботи над проектом. Загальна сума коштів, необхідних для будівництва відповідно до проектних матеріалів, становить *кошторисну вартість будівництва*.

Для визначення кошторисної вартості будівництва підприємств, будинків, споруджень або їх черг складається *інвесторська кошторисна документація* – сукупність кошторисів (кошторисних розрахунків), відомостей вартості об'єктів, складених на стадії розробки проектної документації.

Підставою для визначення кошторисної вартості будівництва є:

1) проект і робоча документація, у тому числі креслення, відомості про обсяги СМР, специфікації й відомості про устаткування, висновки по організації й черги будівництва, пояснювальні записки щодо проектних матеріалів;

2) кошторисні нормативи, відпускні ціни на устаткування, меблі, реманент.

Кошторисна документація складається в певній послідовності, з послідовним переходом від дрібних до більших елементів будівництва.

У кошторисну документацію входять:

– *Локальні кошториси* – є первинними кошторисними документами, які формуються для окремих видів робіт і витрат по будинках і спорудженням на підставі певних обсягів під час складання робочої документації. Локальні кошторисні розрахунки здійснюють також на окремі види робіт і видатків замість локальних кошторисів у тих випадках, коли обсяги робіт і розміри витрат точно не визначені й підлягають уточненню;

– *Об'єктні кошториси* – поєднують у своєму складі дані з локальних кошторисів. Такі кошториси, як і локальні, складаються в поточних цінах на ресурси. В окремих випадках у якості об'єктного кошторису може використовуватися локальний кошторис. В об'єктних кошторисах обов'язково приводяться показники одиничної вартості (на 1м³ обсягу, 1м² площі будинків і споруджень, 1 пог. м довжини. Можуть замість об'єктних кошторисів розроблятися об'єктні кошторисні розрахунки (у випадку неможливості точного обсягу робіт і витрат на даному етапі);

– *Зведені кошторисні розрахунки вартості будівництва* підприємств, будинків, споруджень – формуються на основі об’єктних кошторисів, об’єктних кошторисних розрахунків і кошторисних розрахунків на окремі види витрат (на ті види витрат, які не враховані в кошторисних нормативах);

– *Звід витрат* – це кошторисний документ, який поєднує зведені кошторисні розрахунки вартості будівництва промислового підприємства (будинку) або його черги й об’єктів іншого галузевого призначення (доріг, шляхопроводів, об’єктів житло-цивільного призначення, профілакторіїв і т. п.);

– *Відомість кошторисної вартості будівництва об’єктів, що входять у пусковий комплекс* – складається в тому випадку, коли введення в експлуатацію підприємства, будинку, спорудження передбачається окремими пусковими комплексами;

– *Відомість кошторисної вартості будівництва об’єктів і робіт з охорони навколишнього середовища* – у випадку, коли передбачаються такі роботи.

Як було відзначено вище, склад інвесторської кошторисної документації визначається залежно від стадійності проектно-кошторисної документації й технічної складності об’єкта:

У складі *проекту* розробляють: звід витрат (за необхідності); зведений кошторисний розрахунок вартості будівництва (розрахунок вартості будівництва); об’єктні й локальні кошторисні розрахунки; кошторисні розрахунки на окремі види витрат; кошторис на проектні й дослідницькі роботи.

У складі *робочого проекту* розробляють: звід витрат (за необхідності); зведений кошторисний розрахунок вартості будівництва; відомість ресурсів до зведеного кошторисного розрахунку вартості будівництва; об’єктні й локальні кошторисні розрахунки; локальні кошториси; відомості ресурсів до локальних кошторисів; об’єктні кошториси; кошторисні розрахунки на окремі види витрат; кошториси на проектні й дослідницькі роботи.

У складі *робочої документації* розробляють: об’єктні й локальні кошторисні розрахунки; відомості ресурсів до локальних кошторисів.

До інвесторської кошторисної документації додається в складі проекту (робочого проекту) *пояснювальна записка*, у якій приводяться: посилання на територіальний регіон, де здійснюється будівництво; відомості про те, з якого року введені норми, а також ціни, у яких складена документація; обґрунтування для складання розрахунків інших видатків; розмір кошторисного прибутку; посилання на документи, відповідно до яких розробляється інвесторська кошторисна документація; розрахунки розподілу коштів за напрямками капвкладень.

2. Кошторисні нормативи й порядок складання кошторисів

Кошторисні нормативи – це назва комплексу кошторисних норм, об’єднаних в окремі збірники, які містять необхідні вимоги й служать для визначення кошторисної вартості будівництва.

Кошторисні нормативи поділяють на:

➤ загальнодержавні будівельні кошторисні нормативи – обов’язкові для використання всіма організаціями незалежно від їхньої відомчої приналежності й форми власності під час будівництва об’єктів, яке здійснюється за рахунок бюджетних коштів або коштів організацій державної форми власності;

➤ відомчі кошторисні нормативи – використовуються в обґрунтованих випадках, коли спеціалізація будівництва відрізняється від прийнятої в загальнодержавних нормах;

➤ кошторисні нормативи для окремих будов;

➤ індивідуальні кошторисні нормативи.

Усі кошторисні нормативи за ступенем укрупнення поділяють на:

– елементні кошторисні нормативи (ресурсні кошторисні нормативи на будівельні роботи; на монтаж устаткування; на ремонтно-будівельні роботи; на реставраційно-відбудовні роботи; норми експлуатації будівельних машин і механізмів);

– укрупнені кошторисні нормативи (на будинки й спорудження в цілому; на частини будинків і споруджень, конструкції й види робіт).

Кошторисною нормою називають сукупність ресурсів (трудових, часу роботи будівельної техніки, витратків матеріалів, виробів і конструкцій) на одиницю виміру СМР у фізичних або відносних одиницях.

Головна функція кошторисних норм і нормативів полягає у визначенні нормативної кількості ресурсів, необхідних для здійснення певних видів робіт, як основи для подальшого переходу до вартісних показників.

Нормативними показниками є ресурсні кошторисні норми, на їх підставі, а також поточних цін на трудові й матеріально-технічні ресурси визначаються *прямі витрати* у вартості будівництва.

Нормативно-розрахунковою базою для визначення прямих витрат є: кошторисні норми часу роботи будівельних машин і механізмів, норми ресурсів; кошторисні норми ресурсів, необхідні для роботи будівельних машин і механізмів; поточні ціни машино-годин, розраховані на основі ресурсних кошторисних норм експлуатації будівельних машин.

Інші видатки, що враховуються у вартості будівництва, визначають не за нормами, а розрахунковим шляхом.

До інших видатків зараховують:

– загальновиробничі видатки;

– додаткові видатки на виконання БМР у зимовий період;

– додаткові видатки на виконання БМР у літній період за температури більше 27 градусів;

– інші видатки замовника, підрядника, пов’язані зі здійсненням БМР;

– видатки на утримання служби замовника й авторських нагляд;

- видатки на підготовку експлуатаційного персоналу;
- видатки на проектно-дослідницькі роботи;
- кошторисний прибуток;
- видатки на покриття ризиків усіх учасників проекту;
- видатки на покриття додаткових витрат, пов'язаних з інфляцією.

Кошторисна вартість кожного об'єкта, передбаченого проектом, розподіляється за графами, які визначають вартість: будівельних робіт; монтажних робіт; устаткування, меблів і реманенту; інших видатків; загальну кошторисну вартість.

У зведених кошторисних розрахунках вартості будівництва кошти розподіляються за такими статтями:

Розділ 1. Підготовка території будівництва.

Розділ 2. Основні об'єкти будівництва.

Розділ 3. Об'єкти підсобного й обслуговуючого призначення.

Розділ 4. Об'єкти енергетичного господарства.

Розділ 5. Об'єкти транспортного господарства й зв'язку.

Розділ 6. Зовнішні мережі й будинки водопостачання, каналізації, тепло- і газозабезпечення.

Розділ 7. Благоустрій і озеленення території.

Розділ 8. Тимчасові будинки й спорудження.

Розділ 9. Інші роботи й витрати.

Розділ 10. Утримування служби замовника й авторський нагляд.

Розділ 11. Підготовка кадрів до експлуатації.

Розділ 12. Проектні й розшукові роботи.

Після підсумовування цих статей ураховують кошторисний прибуток, а також кошти на покриття адміністративних видатків будівельно-монтажних організацій.

Вартість будівництва при цьому умовно розподіляється на:

– безпосередні видатки – кошти, що витрачаються на розробку проектно-кошторисної документації й на спорудження об'єкта будівництва (як прями, так і загальновиробничі);

– супутні видатки (кошти, необхідні для будівництва в цілому, які витрачає як замовник, так і підрядник);

– прибуток;

– кошти на покриття адміністративних видатків будівельно-монтажних організацій;

– кошти на покриття ризику всіх учасників будівництва;

– податки, збори, обов'язкові платежі;

– збори;

– кошти на покриття додаткових видатків, пов'язаних з інфляцією.

3. Особливості визначення й узгодження договірних цін у будівництві

Договірна ціна – це вартість підрядних робіт, за яку підрядна організація, згодна виконати об'єкт замовлення.

Договірну ціну на будівництво формує претендент на виконання робіт і погоджує із замовником. У результаті такої взаємодії оформлюється протокол узгодження договірної ціни на будівництво.

Договірні ціни можуть встановлюватися: тверді – зазвичай встановлюються для будівництва тривалістю не більше 1,5 року; динамічні; періодичні.

Тверді ціни – залишаються незмінними на весь обсяг будівництва й не уточнюються, за винятком випадків:

- а) замовник змінює в процесі будівництва проектні рішення;
- б) у процесі будівництва в проектній документації виявляються помилки, а підрядник не є виконавцем проектно-кошторисної документації;
- в) виникають обставини непереборної чинності – надзвичайні обставини, які не можуть бути передбачені сторонами під час укладання договору.

Динамічні договірні ціни – є відкритими і їх можна уточнювати протягом усього терміну будівництва. При цьому сума прибутку, врахована в договірній ціні, не уточнюється, крім окремих випадків.

Уточнення динамічних договірних цін проводиться, виходячи з регіональних рівнів цін матеріально-технічних ресурсів, під час узгодження договірної ціни, середнього їхнього відхилення на момент уточнення й цін ресурсів, поданих підрядником.

Періодичні договірні ціни є відкритими й можуть мати як елементи динамічної, так і твердої договірної ціни. За такої ціни періодично переглядаються фіксовані складові ціни.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Ескізний проект, техніко-економічне обґрунтування проекту, робочий проект, кошторисна документація, кошторисний норматив, локальні кошториси, об'єктні кошториси, зведені кошторисні розрахунки вартості.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Класифікація проектно-кошторисної документації.
2. Класифікація витрат на будівництво, які застосовуються в кошторисі.
3. Класифікація кошторисних нормативів.
4. Класифікація договірних цін у будівництві.
5. Види проектування і їх відповідність до складності об'єкта проектування.

3. Підготувати творчо-аналітичні завдання:

1. Відповідно до нормативного акту – Державної будівельної норми ДБН А.2.2-3-2014, визначити склад, порядок розробки, узгодження й затвердження проектної документації на будівництво в Україні.

2. Скласти таблицю «Склад та призначення проектно-кошторисної документації залежно від категорії складності об'єктів» у вигляді:

Складова проектно-кошторисної документації	Характеристика об'єктів за категорією складності

3. Проаналізувати існуючі методи визначення кошторисної вартості інвестиційних проектів.

4. Навести Типову форму ТЕО в розгорнутому вигляді, що рекомендована ДБН А.2.2-3-2014 та є обов'язковою у разі інвестування у будівництво нових об'єктів та реконструкції діючих.

4. Виконати тестові завдання:

1. Склад, порядок розробки, узгодження й затвердження проектної документації на будівництво в Україні визначене нормативним актом:

- а) ДБН А.2.2-3-2014;
- б) Закон України «Про банки та банківську діяльність»;
- в) Закон України «Про проектну документацію»;
- г) Положення «Про проведення тендерів (торгів) у будівництві».

2. Яке з наведених тверджень є правильним: «Ескізний проект ...

а) містить рішення містобудівних, архітектурних, художніх, функціональних, екологічних вимог, підтверджує принципову можливість створення об'єкта, визначає його вартість»;

б) обґрунтовує необхідність і доцільність будівництва й реконструкції промислових об'єктів, їх технічну здійсненність і ефективність інвестицій»;

в) є сполученою стадією проектування, призначений для узгодження, затвердження проектної документації, а також для будівництва»;

г) показує вартісну оцінку, здійснювану на кожному етапі роботи над проектом».

3. До складу кошторисної документації входить:

- а) звід витрат;
- б) локальні кошториси;
- в) об'єктні кошториси;
- г) усі відповіді правильні.

4. Склад інвесторської кошторисної документації визначається залежно від:
а) стадійності проектно-кошторисної документації й технічної складності об'єкта;

- б) суб'єкта, що складає проектно-кошторисну документацію;
- в) вартості об'єкта фінансування;
- г) терміну реалізації проекту.

5. Посилання на територіальний регіон, де здійснюється будівництво, відомості про те, з якого року введені норми, а також ціни, у яких складена документація, розмір кошторисного прибутку визначаються в:

- а) ескізному проекті;
- б) пояснювальній записці до інвесторської кошторисної документації;
- в) локальному кошторисі;
- г) ТЕО.

6. До видатків, що враховуються у вартість будівництва, належать:

- а) безпосередні та супутні витрати;
- б) прибуток;
- в) податки, збори, обов'язкові платежі;
- г) усі відповіді правильні.

7. Яке з наведених тверджень є правильним: «Техніко-економічне обґрунтування інвестицій ...

а) містить рішення містобудівних, архітектурних, художніх, функціональних, екологічних вимог, підтверджує принципову можливість створення об'єкта, визначає його вартість»;

б) обґрунтовує необхідність і доцільність будівництва й реконструкції промислових об'єктів, їх технічну здійсненність і ефективність інвестицій»;

в) є сполученою стадією проектування, призначене для узгодження, затвердження проектною документації, а також для будівництва»;

г) показує вартісну оцінку, здійснювану на кожному етапі роботи над проектом».

8. Загальнодержавні будівельні кошторисні нормативи є:

а) обов'язковими для всіх організацій незалежно від їх відомчої приналежності;

б) обов'язковими для всіх організацій під час будівництва об'єктів, що здійснюється за рахунок бюджетних коштів або коштів організацій державної форми власності;

в) відповіді а) та б) правильні;

г) обов'язковими для використання в обґрунтованих випадках, коли спеціалізація будівництва відрізняється від прийнятої в індивідуальних нормах.

9. Сукупність ресурсів (трудових, часу роботи будівельної техніки, витрат матеріалів, виробів і конструкцій) на одиницю виміру СМР у фізичних або відносних одиницях – це:

- а) прямі видатки;
- б) кошторисна норма;
- в) накладні видатки;
- г) норматив.

10. Тверді договірні ціни зазвичай встановлюються на будівництво тривалістю:

- а) не більше 10 років;
- б) не більше 5 років;
- в) менше 6 місяців;
- г) не більше 1,5 років.

11. Яке з наведених тверджень є правильним: «Кошторисна документація ...

а) містить рішення містобудівних, архітектурних, художніх, функціональних, екологічних вимог, підтверджує принципову можливість створення об'єкта, визначає його вартість»;

б) обґрунтовує необхідність і доцільність будівництва й реконструкції промислових об'єктів, їх технічну здійсненність і ефективність інвестицій»;

в) є сполученою стадією проектування, що призначена для узгодження, затвердження проектної документації, а також для будівництва»;

г) показує вартісну оцінку, здійснювану на кожному етапі роботи над проектом».

12. Відомість кошторисної вартості будівництва об'єктів, що входять у пусковий комплекс – складається у випадку:

а) будівництва доріг, шляхопроводів, об'єктів житлово-цивільного призначення, профілакторіїв;

б) будівництва об'єктів і проведення робіт з охорони навколишнього середовища;

в) введення в експлуатацію підприємства, будинку, споруди передбачається окремими пусковими комплексами;

г) відповіді а) та б) є правильними.

13. Ескізний проект зазвичай розробляється для будівництва:

а) технічно й архітектурно нескладних об'єктів;

б) приватних об'єктів;

в) технічно й архітектурно складних об'єктів;

г) об'єктів державної форми власності.

14. Первинні кошторисні документи, які складають на окремі види робіт і витрат по будинкам і спорудженням на підставі обсягів, визначених під час складання робочої документації – це:

- а) локальні кошториси;
- б) об'єктні кошториси;
- в) зведені кошториси;
- г) відомчі кошториси.

15. Які з наведених видів договірних цін можна уточнювати впродовж усього терміну реалізації проекту:

- а) тверді ціни;
- б) динамічні ціни;
- в) періодичні ціни;
- г) відповіді а) та б) правильні.

16. Інвесторська кошторисна документація – це:

а) первинні кошторисні документи, які складають на окремі види робіт і витрат по будинкам і спорудженням на підставі обсягів, визначених під час складання робочої документації;

б) сукупність ресурсів (трудових, часу роботи будівельної техніки, витрат матеріалів, виробів і конструкцій) на одиницю виміру СМР у фізичних або відносних одиницях;

в) сукупність кошторисів (кошторисних розрахунків), відомостей вартості об'єктів, складених на стадії розробки проектної документації;

- г) відповіді а) та в) правильні.

17. Відповідно до законодавства, проектна документація до її затвердження:

- а) підлягає незалежній приватній експертизі;
- б) може бути направлена на державну експертизу;
- в) не підлягає обов'язковій державній експертизі;
- г) підлягає обов'язковій державній експертизі.

18. Право на розробку проектної документації або її окремих розділів надається:

а) юридичним і фізичним особам – суб'єктам господарської діяльності незалежно від форм власності, які мають ліцензію на цей вид діяльності згідно із законодавством України;

б) фізичним особам – суб'єктам господарської діяльності незалежно від форм власності, які мають ліцензію на цей вид діяльності згідно із законодавством України;

в) юридичним особам незалежно від форм власності;

г) юридичним і фізичним особам – суб'єктам господарської діяльності незалежно від форм власності.

19. Робочий проект використовується для:

- а) технічно складних об'єктів;
- б) об'єктів з використанням проектів масового застосування;
- в) технічно нескладних об'єктів;
- г) правильні відповіді б) та в).

20. Визначте кількість категорій складності об'єктів цивільного призначення залежно від їхньої архітектурної й технічної характеристики:

- а) 2;
- б) 3;
- в) 4;
- г) 5.

5. Кейс-завдання

1. «EUROS PASS, ARENAS STAY»

June 8 will mark one year since the day of the beginning of EURO 2012, which was brilliantly organized by Ukraine and Poland. A year later, however, a number of arenas built specifically for the championship became subjects of scandals.

Opening match lost to Madonna

Two events happened practically simultaneously: two arenas of EURO 2012 in Kyiv and Lviv were conveyed to the management of the Youth and Sports Ministry of Ukraine, while in Poland the Minister of Sports and Tourism was accused of non-targeted use of a large amount of money allocated for EURO 2012.

The Supreme Controlling Chamber of Poland accused Sports and Tourism Minister Joanna Mucha of misspending 5.8 mn zloty (around US \$1.9 mn) for Madonna's concert held at the Narodowy last August. This was the first non-sports event held at the arena after EURO 2012. The organizers the gig will be attended by at least 50,000 but only 35,000 fans so the ministry ended up in the black. Mucha rejected accusations saying she had the go ahead for the Finance Ministry for each event held on the Narodowy. «These funds were allocated for the whole 2012 for holding of test events at the National Stadium. We are not going to turn the lights off and close the National Stadium on four locks after EURO 2012 is over», said Mucha.

Although there is some politics in this situation (oppositional Law and Justice Party demands dismissal of the minister), it clearly reflects the problem of rational use of sports facilities built for a major event.

There is nothing surprising that new large arenas are being built in countries for such events as Olympic Games or world or European championships. And it is no surprise that after the events some of these arenas undergo change of their targeted use or are loaded with commercial activity. Stadiums and sport arenas are excellent venues for mass events. Famous stadiums have regular excursions for sport fans. There is both positive and negative experience in this issue.

Portugal precedent

The total expenses of Portugal on preparations for EURO 2004 amounted to EUR 4 bn. Within the framework of the project, seven new stadiums were built and three were reconstructed, which cost EUR 800 mn, of which football clubs covered half, local authorities – 40 % and EU and the state budget – 5 % each.

Further use of the stadiums was the main problem after the end of the championship. Local authorities and football clubs are still paying interest on loans taken out for the construction of the arenas, while the majority of them have turned into so-called «white elephants», meaning useless facilities the proper maintenance of which costs much more than the benefits inured.

In fact, it could not have been any other way, because Portugal only has a population of 10 mn, while the aggregate number of seats at the stadiums built for EURO 2004 amounted to 390,000. The arena around Faro for 30,000 people is the most vivid example, since the city's population is 40,000. For several years, this stadium at the cost of EUR 50 mn has been empty since the local clubs playing in the second division of the Portugal Championship do not have the funds for maintenance of such a venue.

As a result, the Portuguese government proposed a radical solution – to bring down six of the ten new arenas, though it could not find the funds and investors for this purpose. Then, the world financial crisis set in due to which the plans for the profitable use of stadiums were postponed until better times.

Portuguese can only envy looking at the experience of South Korea, where they built 10 arenas for the World Cup 2002 having spent EUR 2 mn and then redesigned these stadiums into trade and exhibition complexes, which allowed the country to return the invested money.

White elephants Last month, the Cabinet conveyed the companies National Sport Complex Olimpiyskiy, Sports Palace (Kyiv) and Arena Lviv to the management of Youth and Sports Ministry. In response, the minister Ravil Safiullin complained about poor demand of the stadiums in Lviv and Kyiv and called the decision of the reconstruction of Olimpiyskiy a mistake. As a reminder, preparation of the stadium in Kyiv for EURO 2012 (it hosted five matches of the tournament) cost UAH 5 bn, in Lviv (three matches) – UAH 2.5 bn. «It must be busy at least 290 days a year to generate profit», Safiullin told reporters.

Olimpiyskiy with a seating capacity of 70,000 reached its self-sufficiency level in 2012 having received UAH 1.5 mn in net profit. However, over half of the amount came from the rent from the Dynamo Kyiv team. When reconstruction of the team's stadium Dynamo is completed and the team returns to its home arena, Olimpiyskiy will have to struggle to survive.

Arena Lviv stadium, the maintenance of which costs UAH 11 mn a year, is not in demand at all. When it was built it was expected that it would become a home arena for one of the local teams – Karpaty or Lviv. However, Lviv FC went bankrupt and Karpaty demanded from the city's authorities too much (land for construction of commercial objects to cover the maintenance of the stadium). As a result, Karpaty play their home matches at the old Ukraine Stadium and the new arena is idle.

Conveyance of Ukrainian stadiums into the management of the sports ministry means that the state budget will be allocating funds for their maintenance. So it looks like Kyiv and Lviv, unfortunately, are following Portugal's path.

[<http://kyivweekly.com.ua/pulse/finance%20&markets/2013/05/31/103645.html>]

Завдання:

1. Назвіть чинники, що призвели до збитковості проектів фінансування будівництва інфраструктури до Чемпіонату Європи з футболу?
2. Як ви вважаєте, в яких проектних документах були припущені помилки, що призвели до проблем збитковості проектів фінансування будівництва інфраструктури до Чемпіонату Європи з футболу?
3. Запропонувати фінансово-економічні заходи щодо забезпечення окупності об'єктів, побудованих до Євро-2012 в Україні.
4. Проаналізуйте зарубіжний досвід щодо забезпечення окупності проектів фінансування об'єктів соціального призначення.

ТЕМА 6

ОРГАНІЗАЦІЯ БОРГОВОГО І ДОЛЬОВОГО ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ НА ОСНОВІ ВИПУСКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Методичні вказівки до теми:

1. Організація пайового проектного фінансування на основі випуску акцій

Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акція – іменний цінний документ, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права.

Випуск акцій в Україні має такі особливості під час його заснування:

1) для створення акціонерного товариства засновники повинні провести закрите (приватне) розміщення його акцій, установчі збори та здійснити державну реєстрацію акціонерного товариства. У разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню виключно серед його засновників шляхом приватного розміщення. Публічне розміщення акцій товариства може здійснюватися після отримання свідоцтва про реєстрацію першого випуску акцій;

2) кожний засновник акціонерного товариства повинен оплатити повну вартість придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій. У разі неоплати (неповної оплати) вартості придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій акціонерне товариство вважається не заснованим. До оплати 50 відсотків статутного капіталу товариство не має права здійснювати операції, не пов'язані з його заснуванням;

3) мінімальний розмір статутного капіталу акціонерного товариства становить 1 250 мінімальних заробітних плат, виходячи із ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення (реєстрації) акціонерного товариства. Статутний капітал товариства визначає мінімальний розмір майна товариства, який гарантує інтереси його кредиторів;

4) у разі розміщення акціонерним товариством цінних паперів їх оплата здійснюється грошовими коштами або за згодою між товариством та інвестором – майновими правами, немайновими правами, що мають грошову вартість, цінними паперами (крім боргових емісійних цінних паперів, емітентом яких є набувач, та векселів, за винятком державних облігацій, які обмінюються на акції Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України» та акціонерного товариства «Укргідроенерго» у випадках, передбачених законом), іншим майном.

Особливості випуску акцій АТ:

1) укладення договорів з першими власниками у процесі публічного розміщення цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андерайте-

ра, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг. У разі публічного розміщення цінних паперів договори з першими власниками укладаються до дати, визначеної проспектом їх емісії, але не пізніше одного року з дати початку укладення таких договорів;

2) публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснювати публічне розміщення акцій додаткових емісій лише на фондовій біржі;

3) укладення договорів з першими власниками під час приватного розміщення цінних паперів здійснюється емітентом самостійно або через андерайтера, що уклав з емітентом договір про андеррайтинг. Під час приватного розміщення цінних паперів договори з першими власниками укладаються до дати, визначеної проспектом емісії цінних паперів, але не довше двох місяців з дати початку їх укладення;

4) кількість цінних паперів, розміщених приватним шляхом не може перевищувати кількості цінних паперів, яку визначено у проспекті їх емісії, але може бути меншою, ніж кількість цінних паперів, визначена у проспекті їх емісії.

5) АТ можуть випускати тільки іменні акції;

6) АТ можуть випускати акції двох типів: прості й привілейовані (не більше 25 % статутного фонду);

7) прості акції не підлягають конвертації в прості або будь-які інші цінні папери;

8) АТ розміщає привілейовані акції різних класів (із різним обсягом прав), якщо така можливість передбачена статутом (черговість виплати дивідендів або прав за умови ліквідації АТ). Привілейовані акції можуть бути конвертованими в прості акції або привілейовані акції інших класів;

9) акції не можуть продаватися за ціною нижче номінальної;

10) українські емітенти можуть розміщувати цінні папери за межами України виключно на підставі дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, крім облігацій зовнішніх державних позик України та державних деривативів, що розміщуються без такого дозволу. Дозвіл на розміщення за межами України цінних паперів українських емітентів видається за умови виконання таких вимог: проведення реєстрації випуску цінних паперів; допущення цінних паперів до біржових торгів на одній з українських фондових бірж; відповідність кількості цінних паперів, які розміщуються за межами України, нормативу, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Проектне фінансування на початку реалізації інвестиційного проекту зазвичай не пов'язане із публічним розміщенням акцій. Але в процесі його реалізації проектна компанія може організувати IPO, або провести приватне розміщення.

Основною перевагою приватного розміщення є більш гнучкий і менш формалізований графік підготовки порівняно з IPO, що дозволяє оперативнo вноси-

ти зміни у формат і терміни реалізації угоди у разі зміни зовнішніх факторів (ринкових умов, термінів роботи аудиторів і т. д.). Немає жорстких вимог до корпоративного управління, історії звітності, змісту проспекту емісії і т. д. Компанія може більш вільно оперувати прогнозними даними, що є важливим для організацій, які працюють на ринку не так давно, але володіють хорошим потенціалом зростання. У порівнянні з IPO за приватного розміщення компанія самостійно визначає всі ключові умови: склад учасників, кількість і ціну акцій. Основний недолік приватного розміщення акцій – ймовірність того, що нові акціонери захочуть «поліпшити» роботу компанії і почнуть втручатися не тільки в стратегічні питання управління бізнесом, а й в поточну діяльність. Саме тому, багато хто з них прагне придбати блокуючий пакет акцій.

Важлива перевага приватного розміщення акцій – мінімальна кількість посередників між емітентом та інвестором і відповідно менші витрати на його організацію. Накладні витрати на приватне розміщення в кілька разів нижче в порівнянні з IPO. Немає формальних вимог до інформаційного меморандуму і, відповідно, можна заощадити на юристах та винагороді аудиторів. Відсутня така стаття витрат, як оплата лістингу та послуг друкарень. На підготовку до приватного розміщення в середньому йде від 1,5 до 3 місяців. Підготовка до приватного розміщення акцій компанії багато в чому повторює кроки бізнесу на шляху до IPO, а успіх подібного заходу буде залежати від інвестиційного банку, керуючого усіма роботами.

Якщо великим корпораціям зі світовим ім'ям залучити кошти інвесторів не складає труднощів, то для підприємств з малою (до 2 млрд грн) і середньою (до 8 млрд грн) капіталізацією – це непросте випробування. Інвестори вимагають від них більшої інформаційної відкритості, більш пильно вивчають фінансові та операційні показники. До того ж невеликі компанії, як правило, орієнтуються на венчурні фонди, а ті у свою чергу жадають додаткової дохідності (венчурні фонди, як правило, набувають акції за ціною значно нижчою їхньої справедливої вартості) за ризик інвестування коштів у малий бізнес.

Історія IPO в Україні налічує 11 років з дня першого українського розміщення, що відбулося 11 лютого 2005 на Альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (AIM LSE).

Внаслідок цього українська компанія «Укрпродукт», із сектору FMCG, залучила \$11 млн, розмістивши 27,2 % акцій компанії (тікер компанії на біржі UKR). Найуспішніше українське IPO було проведене ПАТ «Миронівський хлібопродукт» в 2008 р, на суму \$322 млн на Main market of London Stock Exchange. Під час IPO компанія була оцінена в \$1,7 млрд і стала першою українською аграрною компанією, що проводила розміщення акцій на основному майданчику Лондонської біржі.

Загалом було проведено до 40 IPO, основними майданчиками яких стали: LSE, WSE, WSE Catalyst, LSE AIM, Toronto SE, Frankfurter Wertpapierbörse, NASDAQ OMX – Стокгольмська фондова біржа і Euronext – Паризька фондова біржа.

Бум IPO на українському ринку спостерігався з 2005 по 2011 рр. з піками в 2 етапи: 2005–2007 рр. і 2010–2011 рр.

<http://agroportal.ua/ua/views/blogs/ukrainskie-ipo-vzglyad-v-proshloe-i-budushchee/>

Етапи проведення приватного розміщення акцій:

1. Створення інформаційного меморандуму, що описує форму і структуру запропонованого розміщення інвесторам.

2. Формування списку потенційних інвесторів та визначення параметрів розміщення. Кожну з цих функцій виконує консультант. Він формує команду аналітиків та «продавців», які спілкуються з потенційними покупцями. Вважається, що інвестиційний банк краще знає ринок і оптимально обирає баланс між різними інвесторами, але на практиці справа обмежується 20–30 великими клієнтами.

3. Road-show, в рамках якого проводиться презентація компанії і ведуться переговори з потенційними інвесторами. *Маркетинг розміщення* – в принципі основоположна річ, але саме road-show скоріше данина традиції. Послухати керівництво компанії-емітента приходять або керівники фондів, або інвестори, що не прийняли остаточного рішення. Як правило, найбільш зацікавлені учасники, наприклад, керуючі фондами, проводять особисті зустрічі і вирішують основні питання до початку road-show ще на етапі премаркетинг. Витрати на проведення road-show складають до 10 % від загальних витрат на розміщення.

Основними видатками під час випуску акцій є:

– спред – прямі видатки емітента як різниця між ціною, яку одержує емітент, і ціною, за якою андеррайтер продає акції;

– інші прямі видатки емітента (не пов'язані з компенсацією послуг андеррайтерів) = видатки на реєстрацію, оплату роботи юристів, аудиторів, податкові платежі, публікацію інформації про емісію;

– непрямі – видатки керівництва компанії на організацію нової емісії;

– зниження цін розміщення (якщо акції продаються за ціною нижче номінальної – але в Україні це заборонено).

Форми фінансової звітності для АТ аналогічні, як і для інших підприємств, за винятком окремих статей:

– у формі № 2 (Звіт про фінансові результати) – дається інформація про середньозважену кількість простих акцій, що перебувають в обігу протягом звітного періоду; аналогічний показник, скоректований на кількість простих акцій, які можуть бути випущені в обігу відповідно до укладених договорів (опціон, ф'ючерсний контракт і т. п.); показник чистого прибутку на одну акцію, сума дивідендів на одну акцію;

– у формі № 3 (рух грошових коштів) ОТ відображають інформацію про виплачені дивіденди;

– у формі № 4 (звіт про власний капітал) – статті про зниження власного капіталу за рахунок викупу акцій, анулювання викуплених акцій, зниження номінальної вартості, інформація про перепродаж викуплених акцій.

Крім того, аналізу з боку інвесторів зазнають такі *коефіцієнти*:

- рівень віддачі акціонерного капіталу – характеризує рівень чистого прибутку на акціонерний капітал;
- балансова вартість однієї акції – характеризує розмір акціонерного капіталу й резервного фонду АТ, який припадає на одну акцію;
- коефіцієнт дивідендних виплат – характеризує частку чистого прибутку АТ, виплачену у вигляді дивідендів;
- коефіцієнт забезпеченості привілейованих акцій чистими активами;
- коефіцієнт покриття дивідендів за привілейованими акціями;
- рівень виплати дивідендів – відношення суми дивідендів до котирувальної ціни акції;
- коефіцієнт співвідношення ціни й доходу по акції;
- коефіцієнт ліквідності акції на фондовому ринку – відношення загального обсягу продажів акцій на торгах до загального обсягу пропозиції акцій на торгах;
- коефіцієнт обігу акцій – відношення загального обсягу продажів акцій на торгах за певний період до добутку загальної кількості акцій і середньої ціни продажу однієї акції в періоді.

2. Організація боргового проектного фінансування на основі випуску облігацій

Облігації – це цінні папери, які свідчать про внесення власником коштів, визначають відносини позики між власником облігації й емітентом, підтверджують зобов'язання емітента повернути власникові її номінальну вартість у передбачений термін і виплатити дохід по облігації, якщо інше не передбачене умовами розміщення.

Випуск облігацій підприємствами в Україні має такі особливості:

- 1) облігації випускаються емітентом тільки після повної оплати ним статутного капіталу;
- 2) емітент може випустити облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру його статутного капіталу й величини додаткового забезпечення третіх осіб;
- 3) емітенти можуть випускати процентні, дисконтні й цільові (виконання зобов'язань за ними дозволяється товарами або послугами) облігації. Дозволяється також випуск іменних облігацій і на пред'явника;
- 4) дозволяється дострокове погашення облігацій у випадку, якщо це передбачене емісією (з ініціативи емітента – відкличні облігації або облігації з колл-опціоном; з ініціативи інвестора – пут-опціонні облігації);

Такі облігації несуть у собі ризик для інвестора, тому емітент установлює премію за відкликання (різниця між ціною відкликання й номіналом). Із кожним роком така премія встановлюється нижче, ніж за попередній період.

Як правило, емітент відзиває облігацію у двох випадках:

– у випадку зниження рівня процентних ставок на фінансових ринках – для рефінансування боргу;

– у випадку стрімкого зростання рівня процентних ставок – для страхування від більших видатків на обслуговування боргу (у випадку плаваючої процентної ставки).

5) дозволяється випускати конвертовані облігації, які можуть перетворюватися в прості акції емітента (при цьому повинні бути зазначені коефіцієнт конвертації, термін конвертації, необхідність, порядок і розмір доплат (облігації, не конвертовані до певного терміну, погашаються звичайним способом));

Право на конвертацію є привілеєм для інвестора, тому за ним виплачуються менші відсотки. Ухвалюючи рішення про конвертацію, власник керується біржовим курсом акцій – конвертація буде для нього вигідною тоді, коли курс акції перевищить ціну облігації.

6) випуск облігацій може здійснюватися шляхом проведення публічного і приватного продажу. При цьому облігації на пред'явника можуть продаватися тільки шляхом проведення відкритого продажу;

7) емісія облігацій шляхом їхнього закритого продажу може здійснюватися тільки у випадку, якщо кількість потенційних інвесторів не перевищує 50 осіб;

8) емітенти можуть випускати облігації з додатковим забезпеченням у випадку, якщо зобов'язання емітента повністю або частково забезпечуються страховою компанією або поручителем;

9) облігації можуть мати одночасний або різні терміни погашення за окремими серіями у певні періоди;

10) випуск облігацій може здійснюватися шляхом відкритих продажів (публічних) або закритого продажу.

Випуск проектною компанією конвертованих облігацій є більш привабливим для інвесторів. Для типового інвестора перевагами конвертованих облігацій є:

➤ інвестор на першому етапі розраховує на одержання фіксованого доходу, а у випадку ухвалення відповідного рішення має можливість погасити облігацію, відмовившись від права конверсії;

➤ якщо ринкова ціна акцій емітента зростає, збільшується й ринкова ціна облігацій, що дозволяє інвесторові одержати дохід, залишивши нереалізованим своє право конвертації, за рахунок продажу облігацій на ринку;

➤ конвертовані облігації дозволяють інвесторові уникнути значних втрат у тому випадку, якщо в діяльності емітента відбудуться негативні зміни, і, навпаки, розділити успіх у тому випадку, якщо компанія розбудовується динамічно;

➤ за конвертованими облігаціями емітент зазвичай пропонує інвесторові більш високу прибутковість, порівнюючи з рівнем дивідендних виплат. За не-

змінної ринкової вартості акцій привабливість конвертації знижується, тому що дохід на вкладені кошти по облігаціях вище, чим по акціях (однак для емітента доцільним стає дострокове відкликання конвертованих цінних паперів).

➤ покупців конвертованих цінних паперів умовно можна розділити на осіб, що орієнтовані на акції, на облігації з фіксованим доходом, і на тих, що спеціалізуються на конвертованих цінних паперах. Відповідно інвесторам, що належать до першої групи, будуть цікаві конвертовані облігації з високою вартістю опціону;

➤ порівняно з неконвертованими конвертовані облігації більш ліквідні (зокрема, це стосується паперів, випущених емітентами, що функціонують на ринках, які розвиваються, оскільки їх базисні акції, як правило, недооцінені).

Як і будь-який інший інструмент, конвертовані облігації мають свої мінуси для інвесторів. Це, по-перше, більш низька, ніж за звичайними облігаціями емітента, прибутковість; по-друге, низький статус порівняно з іншими борговими зобов'язаннями емітента, а також (в окремому випадку) можливість їх відкликання.

У процесі ухвалення рішення про випуск конвертованих облігацій емітент установлює параметри й конструює оптимальну модель випуску. Маніпулюючи вихідними даними й істотними умовами, а також, враховуючи інтереси потенційних інвесторів, емітент виводить інструмент, що здобуває відмінний від традиційної форми вигляд.

У Європі конвертованими цінними паперами торгують на Лондонській і Люксембурзькій біржах, а також на позабіржовому ринку через системи OTC і мережу Reuters. Відповідно до правил Лондонської фондової біржі базисні акції або облігації не обов'язково повинні бути включені в лістинг. Не потрібно й повного розкриття інформації, якщо емітент досить відомий серед інвесторів.

Американські економісти схиляються до думки, що конвертовані облігації використовуються як засіб залучення капіталу тими компаніями, корпоративна політика яких сприймається на ринку як ризикована, ризик не піддається оцінці та інвестиційні заходи є непередбаченими.

У проектному фінансуванні можуть застосовуватися не тільки корпоративні облігації, а й муніципальні або такі, що випускаються владою (державні).

Кваліфіковані облігації державної інфраструктури (QPIB). У рамках таксономії QPIB є інноваційним розвитком на ринках державних інфраструктурних облігацій у Сполучених Штатах. У січні 2015 р. Уряд США запропонував інноваційний клас муніципальних облігацій (які отримують вигоду від існуючих податкових пільг) для стимулювання приватних інвестицій в інфраструктуру. По суті, QPIB будуть розширяти переваги фінансування муніципальних облігацій для державно-приватного партнерства (ДПП), надаючи сприятливе фінансування у сферах транспорту, в аеропортах, портах, каналізації та водопостачанні. По суті, це відкриває нові канали фінансування (а саме оподатковуваних інвесторів) для ДПП та може допомогти зменшити вартість фінансування. Щоб мати право на отримання QPIB, проекти мають належати державним або місцевим органам влади та бути доступними для публічного загального використання.

White House Factsheet: Increasing Investment in U.S. Roads, Ports, Drinking Water Systems Through Innovative Financing

Нещодавні дослідження показують, що інфраструктура починає розглядатися як окремий клас капіталу, і очікується, що вплив цього класу інвестицій значно збільшиться. Проте світова фінансова криза призвела до більш жорсткого регулювання банків та їх вимог до кредитування, що означає, що інфраструктурні проекти більше не можуть бути профінансовані за рахунок традиційної заборгованості, та відповідно, інші інноваційні шляхи фінансування потребують розгляду та реалізації.

Проектні облигації відкривають альтернативне джерело фінансування проектів, пов'язаних з інфраструктурою. Традиційно, угоди фінансуються через банки, однак реалізація нормативних актів Базеля III вимагає більш жорсткого моніторингу та розкриття інформації, що в кінцевому підсумку призводить до підвищення витрат та вимог до капіталу. Ці більш високі витрати будуть передані розробникам проекту, що призведе до зниження IRR проекту (внутрішньої норми прибутку). Отримавши доступ до інституційного ринку облигацій, компанії потенційно можуть зменшити вартість фінансування проекту.

Проектні облигації надають інституціональним інвесторам можливість брати участь в інфраструктурних проектах за допомогою цінних паперів, що підлягають обігу, які можуть забезпечити вищу норму прибутку з урахуванням ризиків.

З іншого боку, використання проектних облигацій як механізму фінансування може бути непривабливим для інвесторів з меншою схильністю до ризику, який за своєю природою вище у будівельній галузі. Перед фінансовою кризою ринки капіталу були менш стабільними, ніж боргові ринки, які зараз змінилися з огляду на скорочення світової ліквідності. Інвестори місцевих інституційних облигацій, які згодні взяти на себе ризики щодо ефективності, в цілому не готові брати на себе жодної форми будівельного ризику.

Випуск проектних облигацій країнами у 2013 р., млн дол. США

Америка (вкл. США) – 3 667; США – 13 506; Канада – 2 064; Бразилія – 3 452; Мексика – 3 874; Західна Європа – 10 552; Великобританія – 4 214; Центральна Європа – 2 007; Середня Азія та Північна Африка – 2 882; Малайзія – 542; Південна Африка – 111; Таїланд і Індонезія – 500; Австралія – 1 994.

Adapted From Project Finance International 2008–2014 various issues

Найважливішим етапом в організації випуску облигацій є *одержання кредитного рейтингу* для них.

Кредитний рейтинг боргового інструмента характеризує рівень здатності емітента вчасно й у повному обсязі виконати зобов'язання за цим інструментом. Кредитний рейтинг боргового інструмента може бути як вище, так і нижче кредитного рейтингу позичальника внаслідок наявності обставин, що впливають на кредитний ризик інструмента: наявності застави, гарантії й т. п.

Функціями кредитного рейтингу є:

- спрощення й зниження вартості процедури аналізу для інвесторів;
- можливість зрівняти кредитні ризики різних емітентів у єдиній шкалі (облігації підприємств, банків, державних й місцевих органів влади);
- зниження витрат інвестором внаслідок зниження ризику завдяки більш повному розкриттю інформації;
- підвищення ліквідності облігацій на фондовому ринку.

В Україні концепція створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей економіки, суб'єктів господарювання була схвалена тільки 1 квітня 2004 р.

Відповідно до концепції кредитні рейтинги можуть бути: довгостроковими (більше 1 року); короткостроковими (до року).

Значення кредитних рейтингів вимірюються в межах:

- для довгострокових рейтингів – від значення uаааа (найвища кредитоспроможність) до значення uаd (дефолт);
- для короткострокових рейтингів – від значення uаk1 (найвища кредитоспроможність) до значення uаkd (дефолт);

Якщо рейтинг визначається тільки на основі публічної інформації про об'єкт оцінки, то до його значення додається позначення рі.

Національна шкала кредитних рейтингів містить такі довгострокові кредитні рейтинги:

- інвестиційний рівень uаааа – винятковий (найвищий) рівень здатності позичальника вчасно й у повному обсязі виплачувати відсотки й основну суму за борговими зобов'язаннями;
- uааа – дуже високий рівень здатності позичальника;
- uаа – високий рівень здатності позичальника вчасно й у повному обсязі виплачувати відсотки й основну суму за борговими зобов'язаннями. Однак такий позичальник чутливий до несприятливих змін комерційних, фінансових і економічних умов порівняно з позичальниками з більш високим рейтингом;
- uаvвv – достатня кредитоспроможність, але такий позичальник чутливий до несприятливих змін комерційних, фінансових і економічних умов порівняно з позичальниками з більш високим рейтингом;
- uаvв – спекулятивний рівень – боргові зобов'язання позичальника в найменшому ступені зазнають ризику неплатежу. Однак можуть виникнути труднощі зі своєчасною виплатою відсотків і основної суми боргу, але ймовірність цього дуже незначна;
- uав – позичальник здатний обслуговувати борг, але має більш високу ймовірність дефолту за борговими зобов'язаннями. Позичальник перебуває під впливом несприятливих факторів макросередовища, що може послабити його платоспроможність;

- *uaсс* – існує ймовірність дефолту за борговими зобов'язаннями. Платоспроможність позичальника значною мірою залежить від факторів макросередовища;
- *uaсс* – існує висока ймовірність дефолту;
- *uaс* – найближчим часом очікується дефолт за борговими зобов'язаннями позичальника (через банкрутство, анулювання ліцензії, винесення рішення суду про накладення арешту на майно);
- *uaд* – виплата відсотків і основної суми боргу припинена без згоди кредиторів щодо реструктуризації боргу.

Під час придбання облігацій інвестори оцінюють:

- *купонну прибутковість* (нараховується на номінальну вартість облігації);
- *поточна прибутковість* – визначає відсоток доходу, який щорічно одержує інвестор на фактично інвестований капітал (вартість придбання облігації);
- *прибутковість до погашення* – це прибутковість, яка враховує не тільки купонний дохід і вартість придбання облігації, але й період часу до погашення, а також знижку або премія щодо номіналу. Зазначена прибутковість виводиться з формули вартості купонної облігації:

$$P_{обл} = PVC + PV_N = \sum_{t=1}^T \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T},$$

де *PVC* – теперішня вартість купонних виплат;

PV_N – теперішня вартість номіналу облігації, що погашається;

C – купонний платіж у періоді *t*;

N – номінал облігації;

R – прибутковість до погашення.

Спрощений розв'язок рівняння:

$$r = \frac{\frac{(N-P)}{T} + C}{\frac{N-P}{2}},$$

P – ціна придбання облігації (або поточна вартість на момент оцінки).

У випадку, якщо розв'язок визначається на основі методу підбору:

$$r = r_1 + (r_2 - r_1) \frac{P_2 - P_1}{P_1 - P_2}.$$

Рівномірні виплати купонного доходу являють собою анuitет, теперішня вартість якого підсумується з теперішньою вартістю разової виплати номінальної вартості облігації наприкінці терміну. У випадку незмінної величини купонного доходу й процентної ставки *r*, перший доданок формули може бути презентовано в більш зручному для використання виді:

$$PVC = C * \frac{1 - (1+r)^{-T}}{r}.$$

Якщо купонний дохід виплачується два рази на рік (що є загальноприйнятою практикою), формула трохи зміниться:

$$P_{\text{обл}} = \sum_{t=1}^{2T} \frac{\frac{C}{2}}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+\frac{r}{2})^{2T}} \quad \text{або} \quad PV_C = C * \frac{1-(1+\frac{r}{2})^{-2T}}{r},$$

де t – номер півріччя, у якому проводиться виплата.

У випадку емісії облігацій з нульовим купоном грошовий потік характеризується лише однією сумою – номіналом облігації, який буде виплачений власникові після закінчення її терміну. Отже, формула визначення внутрішньої вартості облігації спрощується:

$$P_{\text{обл}} = \frac{N}{(1+r)^T}.$$

Тоді прибутковість до погашення дисконтної облігації визначається за формулою:

$$r = \sqrt[T]{\frac{N}{P}} - 1.$$

3. Організація розміщення цінних паперів на міжнародних фінансових ринках

Єврооблігації – це облігації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення й призначені для розміщення серед міжнародних інвесторів.

Їхніми особливостями є:

- зазвичай єврооблігації (євробонди) – це довгострокові (від 10 років і більше) цінні папери на пред'явника з фіксованою процентною ставкою.
- їхній випуск переважно здійснюють емітенти з високим рейтингом платоспроможності, внаслідок чого відсотки за ними – невисокі (частіше навіть нижчі, ніж за державними цінними паперами). Вартість залучення капіталу таким способом невисока – 8,3–12,5 % річних;
- внаслідок високих накладних видатків випуск таких облігацій можливий тільки для великих корпорацій (близько 2 %);
- у вартість розміщення входять: видатки на здійснення аудиту за міжнародними стандартами; витрати на висновок контракту з відомою фірмою – консультантом, яка готує проспект емісії; видатки на висновок угод з інвестиційним банком і платіжним агентом; видатки на одержання кредитного рейтингу в одному із провідних рейтингових агентств; витрати на реєстрацію емісії; витрати на проведення рекламної компанії;
- розміщення частіше здійснюється андеррайтинговим синдикатом.

Розміщення єврооблігацій складається в трьох етапів:

– на першому етапі – відбирають рейтингові агентства, визначають доцільність одержання кредитного рейтингу (присвоєння компанії-емітенту кредитного рейтингу непривабливе, але бажане для одержання коштів на більш вигідних умовах);

– на другому етапі – формують пакет документів, що регулюють угоду; готують проспект емісії; визначають емісійний синдикат;

– третій етап – передбачає розміщення облігацій і розрахунки між учасниками угод. Зазвичай такі облігації розміщують в декількох країнах емісійний синдикат, який іноді складається з декількох десятків фінансових інститутів. Домінуючою формою розміщення є андеррайтинг (тобто викуп усіх облігацій членами синдикату з подальшим перепродажем кінцевим інвесторам).

Депозитарна розписка – це цінний папір, який формується на ринку й підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії. У законодавстві України немає визначення депозитарних розписок як цінних паперів.

В Україні більше 15 інвестиційно привабливих підприємств («Азот», «Азовсталь», «Укрнафта», «Дніпроенерго» та ін.) почали програму продажу державної частини акцій за допомогою механізму депозитарних розписок.

Необхідність випуску й розміщення депозитарних розписок виникає тоді, коли безпосереднє розміщення первинної або додаткової емісії акцій компанії серед повного кола потенційних прямих інвесторів неможливе з таких причин:

– внаслідок наявності в юрисдикції країни прямого інвестора законодавчих обмежень на вивіз капіталу;

– якщо в потенційного інвестора немає дочірньої компанії, яка функціонує в країні емітента, яка б змогла виступити покупцем акцій;

– наявність істотних ризиків, пов'язаних з відповідальним зберіганням цінних паперів, що є власністю прямого інвестора;

– неоптимальний механізм розрахунків і конвертації дивідендів та інших виплат прямому інвесторові від участі в капіталі.

Розрізняють депозитарні розписки:

– *американські (АДР)* – укладаються на ринку США й мають доларовий номінал (найпоширеніші, тому що по законодавству США цінні папери іноземних емітентів, випущені у відмінній від АДР формі, не допускаються в обіг на фондовий ринок США);

– *глобальні (ГДР)* – крім американського ринку можуть укладатися на ринках країн Західної Європи.

АДР являють собою сертифікат, який підтверджує право власності на певну кількість американських депозитарних акцій або глобальних депозитарних ак-

цій, які, у свою чергу, надають право власності на певну кількість цінних паперів іноземного емітента.

Існує кілька *рівнів АДР*, якими можуть скористатися закордонні емітенти:

1) *першого рівня* – для висновку цінних паперів закордонного емітента в обіг на позабіржовому ринку США. Ця програма не є залученням нового капіталу емітентом і має своєю метою підвищення ліквідності й ринкової вартості акцій за рахунок збільшення кількості інвесторів на американському фондовому ринку. Програма передбачає мінімальні витрати коштів і часу на організацію. У ній існують мінімальні вимоги до розкриття інформації емітентом;

2) *другого рівня* – АДР можуть бути включені в лістинг NASDAQ, а також котируватися на американських фондових біржах. Ця програма не дає можливості розміщати додаткову емісію цінних паперів на фондовому ринку США, але висуває більші вимоги до розкриття інформації емітентом, подачі в SEC різних форм фінансової звітності у відповідності до стандартів б/у GAAP;

3) *третього рівня* – це випуск АДР, які розміщаються публічно, вони котируються як на фондових ринках США, так і в системі NASDAQ. Немає ніяких обмежень на їхні покупки – їх можуть здобувати будь-які зацікавлені інвестори. Ця програма є основною для розміщення додаткового капіталу від розміщення АДР, випущених на задепоновані акції емітента. Вона оптимальна для залучення прямого фінансування;

4) *четвертого рівня* – випуск АДР приватного розміщення (серед обмеженого кола інвесторів). Ця програма дає можливість залучити пряме фінансування з максимальним спрощенням для закордонного емітента офіційних процедур надання інформації й реєстрації в SEC. Такі АДР підлягають розміщенню й торгівлі тільки серед кваліфікованих інституціональних покупців, які торгують розписками за допомогою комп'ютерної мережі PORTAL.

У більшості випадків емісія АДР не залежить від базової корпорації. Ініціаторами випуску є американські фінансові інститути, що відрізняють зростаючий інтерес до тієї або іншої іноземної корпорації. Однак останнім часом усе більш популярними стають АДР, що спонсоруються саме іноземними емітентами, які в такий спосіб мобілізують додатковий власний капітал на ринку США.

Порядок придбання АДР на акції українського емітента:

- закордонний інвестор повинен дати замовлення своєму брокерові;
- американський брокер намагається придбати АДР на вторинному ринку США;
- у випадку успішної угоди операцію реєструють у депозитарному банку, який є емітентом АДР;
- у випадку неуспішності такого підходу, брокер зв'язується із брокерською конторою в Україні й робить замовлення на придбання;

- брокери купують акції в Україні й реєструють у місцевому кастодіальному банку, який виступає номінальним власником українських акцій;
- акції перереєструються в реєстрі акціонерів українського АТ на кастодіальний банк на номінального власника;
- кастодіальний банк інформує депозитарний банк про те, що акції перереєстровані на нього в реєстрі АТ;
- депозитарний банк випускає депозитарні розписки на ці акції й передає їх американському брокерові.

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Дольове фінансування, домінуючий контрольний пакет акцій, значний контрольний пакет акцій, значний пакет акцій, контрольний пакет акцій, публічне розміщення цінних паперів, боргове фінансування, кредитний рейтинг боргового інструмента, інвестиційний рівень, спекулятивний рівень, конвертовані облигації, єврооблігації (євробонди), депозитарна розписка, брокер, депозитарний банк, кастодіальний банк, Commissions, Professional Fees, Expenses and fees associated with filing, deductible expenses.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Етапи розміщення єврооблігацій.
2. Етапи випуску акцій на умовах публічного розміщення.
3. Вимоги до інформації, яка необхідна під час випуску облигацій.
4. Порівняння характеристик (та відповідних коефіцієнтів), які оцінюються інвесторами боргових і дольових фінансових струменів.
5. Класифікація депозитарних розписок.

3. Підготувати творчо-аналітичні завдання:

1. Проаналізувати практику випуску єврооблігацій вітчизняними компаніями.
2. Проаналізувати зарубіжний досвід використання боргових цінних паперів для проектного фінансування.
3. Проаналізувати як кредитні рейтинги впливають на оцінку кредитного ризику.
4. Проаналізувати міжнародний досвід розкриття інформації емітентами цінних паперів.
5. Проаналізувати привабливість цінних паперів українських компаній на міжнародному ринку.

6. Проаналізуйте можливості та потенціал використання в Україні проектних облигацій для фінансування проектів інфраструктури за такими чинниками:

- ✓ Issuers face acceptable local market interest rates?
- ✓ Government has international credit rating?
- ✓ Is it possible for an SPV to issue bonds?
- ✓ Tax incentives for infrastructure bonds?
- ✓ Are pension sector assets large (~50 % GDP or more)?
- ✓ Is the pension sector growing?
- ✓ Have pension reforms (professional management, compulsory contributions)

been enacted?

- ✓ Does Sovereign issue long-dated bonds (>=10yrs)?
- ✓ Active corporate bond market?
- ✓ Municipalities are issuers in local market?
- ✓ Utilities / Infra Cos are issuers in the local market?
- ✓ Are utilities operated as independent entities with professional management?
- ✓ Have IPPs been successfully executed?
- ✓ Established PPP legal framework?
- ✓ Private projects debt financed in local currency?
- ✓ Pension funds participate in private project finance?

4. Виконати тестові завдання:

1. Емітент акцій повинен закінчити їх публічне розміщення:

- а) не пізніше терміну, передбаченого розміщенням;
- б) не пізніше двох років;
- в) не пізніше року;
- г) не пізніше терміну, передбаченого розміщенням, але не пізніше року.

2. Під час придбання акцій інвестор повинен до скликання установчих зборів сплатити:

- а) не менше 10 % їх вартості;
- б) не менше 20 % їх вартості;
- в) не менше 30 % їх вартості;
- г) всю вартість.

3. Якою часткою статутного капіталу протягом періоду не менше двох років за первинного розміщення акцій повинні володіти засновники:

- а) 25 %;
- б) 20 %;
- в) 50 %;
- г) 100 %.

4. Акціонерне товариство може випускати акції прості та привілейовані, частка яких у статутному капіталі не може перевищувати:

- а) 10 %;
- б) 25 %;
- в) 30 %;
- г) 40 %.

5. Прості акції можуть бути конвертовані:

- а) у привілейовані акції;
- б) в облігації;
- в) у будь-які цінні папери;
- г) не підлягають конвертації.

6. Під час публічної або приватної підписки акції не можуть продаватися:

- а) за ціною нижче номінальної;
- б) за ціною – одна копійка;
- в) за ціною нижче номінальної і не менше однієї копійки;
- г) за ціною вище номінальної.

7. Вид акцій, які видаються на конкретну особу, операції з якими фіксуються в книзі реєстрації акцій:

- а) іменні;
- б) на пред'явника;
- в) прості;
- г) привілейовані.

8. Вид акції, дохід за якою не залежить від результатів діяльності акціонерного товариства і заздалегідь під час емісії не фіксується:

- а) привілейована;
- б) проста;
- в) на пред'явника;
- г) іменна.

9. Облігації випускаються емітентом:

- а) тільки після оплати ним статутного капіталу в розмірі 25 %;
- б) тільки після оплати ним статутного капіталу в розмірі не менше 75 %;
- в) тільки після оплати ним статутного капіталу в розмірі не менше 50 %;
- г) тільки після повної оплати ним статутного капіталу.

10. Випуск облігації повинен здійснюватися тільки шляхом відкритого продажу, якщо число потенційних інвесторів становить:

- а) 30 осіб;
- б) понад 50 осіб;

- в) понад 40 осіб;
- г) понад 30 осіб.

11. Випуск єврооблігацій можливий для:

- а) всіх акціонерних товариств;
- б) підприємств усіх форм власності;
- в) великих корпорацій;
- г) підприємств з іноземним капіталом.

12. Цінний папір, який обертається на ринку і підтверджує право власності на певну кількість цінних паперів, депонованих депозитарієм:

- а) єврооблігація;
- б) облігація;
- в) опціон;
- г) депозитарна розписка.

13. До якого рівня належить американська депозитарна розписка, що підлягає розміщенню і торгівлі тільки серед кваліфікованих інституційних інвесторів, які торгують розписками за допомогою комп'ютерної мережі PORTAL:

- а) 1;
- б) 2;
- в) 3;
- г) 4.

14. Американські депозитарні розписки першого рівня:

- а) є способом виведення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США;
- б) можуть бути включені в лістинг;
- в) можуть котируватися на американських фондових біржах;
- г) передбачають максимальне розкриття інформації емітента.

15. Американські депозитарні розписки другого рівня:

- а) передбачають мінімальне розкриття інформації емітента;
- б) можуть котируватися на американських фондових біржах;
- в) передбачають додатковий випуск цінних паперів;
- г) не можуть котируватися на американських фондових біржах.

16. До функцій кредитного рейтингу не належить:

- а) зниження витрат інвестора з причини зниження ризику внаслідок більш повного розкриття інформації;
- б) підвищення ліквідності облігацій на фондовому ринку;
- в) ускладнення процедури аналізу для інвесторів;
- г) можливість порівняння кредитних ризиків різних емітентів в єдиній шкалі.

17. Якою часткою статутного капіталу повинен володіти емітент, щоб відомості про нього додали до інформації про випуск облігацій:

- а) 5 %;
- б) 10 %;
- в) 15 %;
- г) 20 %.

18. До особливостей єврооблігацій не належать:

- а) довгострокові облігації;
- б) їх випуск можливий тільки для великих корпорацій;
- в) відсоток за ними досить високий;
- г) їх випуск переважно здійснюють емітенти з високим кредитним рейтингом.

19. Залежно від порядку володіння облігації бувають:

- а) цільові, звичайні;
- б) короткострокові, середньострокові, довгострокові;
- в) корпоративні, муніципальні;
- г) іменні, на пред'явника.

20. Дострокове погашення облігації:

- а) заборонене;
- б) дозволене;
- в) можливе, якщо це передбачено емісією;
- г) дозволене з ініціативи інвестора.

21. До основних цілей проведення первинної публічної пропозиції (IPO) можна віднести:

- а) залучення капіталу в компанію: проведення IPO дозволяє компанії отримати доступ до капіталу набагато більшому колу інвесторів;
- б) акціонери компанії отримують можливість продати всі або частину своїх акцій таким чином капіталізувати очікувані майбутні доходи компанії;
- в) наявність акцій, якими торгують на ринку капіталу, дає найбільш об'єктивну оцінку вартості компанії;
- г) усі відповіді правильні.

22. Які етапи містить первинна публічна пропозиція (IPO):

- а) основний етап;
- б) етап становлення;
- в) етап стабілізації;
- г) усі відповіді правильні.

23. На якому етапі важлива адекватна оцінка вартості компанії, щоб уникнути переоцінки активів зацікавленою стороною:

- а) підготовчий етап;
- б) заключний етап;
- в) попередній етап;
- г) основний етап.

24. Первинне розміщення акцій проводиться із залученням:

- а) інвестиційних банків або інвестиційних компаній;
- б) аудиторських компаній;
- в) юридичних компаній у якості консультантів організаторів та / або емітентів;
- г) усі відповіді правильні.

25. До найбільш поширених методів проведення IPO можна віднести:

- а) метод фіксованої ціни;
- б) метод аукціону;
- в) метод формування книги заявок;
- г) усі відповіді правильні.

5. Задачі:

Задача 1

Інвесторам пропонується придбати облігації проектної компанії за 970 грн, їх номінал – 1 000 грн, купонна ставка – 10 %, до погашення залишається 5 років. У інвесторів є можливість інвестувати дохід за купонами під 15 % річних.

Визначити: 1) загальну суму коштів, яку інвестори отримають по облігації, якщо утримають їх до погашення; 2) отриманий відсоток прибутковості за вказаний період; 3) показник дюрації цих облігацій та відповідний відсотковий ризик.

Задача 2

Проектна компанія планує розмістити шестирічні купонні облігації номіналом 5 тис. грн. Купонна ставка складе 20 % річних із виплатою 2 рази на рік. Розміщення облігацій передбачається здійснити за курсом 97 % від номіналу, витрати на емісію складуть 3 % від фактично вирученої суми. Всі надходження від продажу облігацій компанія отримає до початку 1-го року (нульовий період); всі виплати за облігаціями будуть проводитися в кінці кожного півріччя. Визначити вартість залучення капіталу проектною компанією в результаті випуску таких облігацій. Визначити показник дюрації та відповідного відсоткового ризику за облігаціями для інвесторів.

Задача 3

Номинал безкупонної облигації (дисконтної) проектної компанії, до погашення якої залишилось 6 років, складає 1 000 грн. Визначити вартість облигації, яка забезпечувала б банку прибутковість до погашення у розмірі 30 % річних.

Задача 4

Проектна компанія планує продати привілейовані акції за ціною 300 грн за 1 шт. і виплачувати по них щорічні дивіденди в сумі 70 грн. Витрати з емісії складуть 5 % від продажної ціни. Визначити вартість залучення цих ресурсів для компанії.

Задача 5

Розрахувати реалізовану прибутковість облигації проектної компанії з такими характеристиками: номінальна вартість дорівнює 10 000 грн, купон у розмірі 350 грн виплачується щокварталу (через 91 день), дата випуску 1 січня 2017 р., дата погашення – 31 грудня 2020 р. Таким чином, проміжні купонні виплати мають бути 2 квітня, 2 липня і 1 жовтня. Сьогодні: 1 березня 2018 року, плановий горизонт інвестора – 1 вересня 2018 року. Обчислити загальний обсяг доходу, який принесе інвестору ця облигація до дати погашення, за умови, що її сьогоднішня ринкова ціна становить 10 500 гривень. Розрахувати ціну, за якою облигація може бути продана 1 вересня 2018 р., якщо згідно з прогнозами інвестора, процентні ставки за аналогічними облигаціями на 1 вересня 2018 р. становитимуть 14 % річних.

Задача 6

Номинал безкупонної облигації (дисконтної) проектної компанії дорівнює 1 000 грн, вартість 800 грн, до погашення залишилося 5 років. Визначити прибутковість до погашення облигації.

Задача 7

По акції, ринкова вартість якої 200 грн, очікується виплата річного дивіденду в сумі 50 грн, який щорічно буде збільшуватися на 2 %. Витрати з емісії складають 5 % від фактичної ціни. Визначити вартість залучення капіталу для компанії.

6. Кейс-завдання

1. «Емісія гривневих облігацій МФО»

Регулятор фондового ринку розробив механізм вибору українських бірж для розміщення облігацій міжнародних фінансових організацій. Ключовими критеріями відбору стануть кількість цінних паперів у біржовому реєстрі та укладених угод, а також обсяг торгів. Пройти конкурс вже можуть три організатори торгів.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦБФР) приступила до реалізації закону, що дозволяє міжнародним фінансовим організаціям (МФО) випускати гривневі облігації.

Комісія оприлюднила проект положення, яким має намір встановити порядок проведення конкурсу з відбору фондових бірж для розміщення таких цінних паперів, а також вимоги до організаторів торгів. До проведення конкурсу будуть допущені всі десять бірж, що мають ліцензію. Конкурсна комісія в складі семи осіб під час ухвалення рішення буде спиратися на три ключові показники: кількість цінних паперів у біржовому списку, обсяг торгів, а також кількість укладених і виконаних угод за останній квартал. На рішення також будуть впливати число членів біржі і середньомісячна кількість емітентів, з цінними паперами яких укладалися угоди і за якими розраховувався біржовий курс. Конкурс буде проводитися не частіше одного разу на рік, але в разі подачі двох і більше заявок може бути призначений екстраординарний відбір майданчика.

Як повідомляв «Комерсант», влітку 2013 року Верховна рада внесла поправки в закон «Про цінні папери та фондовий ринок», дозволивши МФО емісію гривневих облігацій для кредитування різних проектів. Планується, що термін обігу паперів складе 2–5 років, обсягом 800 млн грн на рік.

Виходячи з основних вимог регулятора, розраховувати на проходження конкурсу можуть як мінімум три організатори торгів. Біржа «Перспектива» лідирує за обсягом торгів – за січень–вересень 229 млрд грн (на другому місці біржа ПФТС – 88,6 млрд грн, на третьому – Придніпровська фондова біржа – 9,5 млрд грн). Біржа ПФТС є фаворитом за показником цінних паперів в списку. У звіті НКЦБФР за 2012 рік вказується, що реєстровий майданчик налічував 1 290 паперів, на другому місці «Українська біржа» (УБ) – 478, на третьому

«Перспектива» – 380. Зведених даних про кількість укладених угод на кожній з бірж немає, але, за словами співрозмовника в НКЦПФР, в цій категорії лідером є УБ «за рахунок великої кількості дрібних трансакцій». Керівники ПФТС, «Української біржі» і «Перспективи» висловили в розмові з газетою «Комерсант» намір брати участь в конкурсі. За словами директора біржі «Перспектива» Станіслава Шишкова, в ході обговорення документа до нього будуть запропоновані зауваження в частині обліку критерію ліквідності бірж, пов'язаних з борговими інструментами, що викликано специфікою ринків акцій і облігацій.

[<http://www.kommersant.ua/doc/2310077>]

Завдання:

1. Чи отримують на Ваш погляд міжнародні фінансові організації право кредитувати в гривні українських позичальників? Кому вигідна така ініціатива?
2. Постанова НБУ фіксує максимальну вартість гривневого ресурсу для кінцевого позичальника на рівні 10 % річних. На ваш погляд, чи відповідає ринковим принципам ціноутворення фіксування відсоткової ставки?

2. «2 Innovation is the Requirement for Project Finance Structures in 2016»

The Netherlands' approach is a further exception to the European approach. First, innovation was clearly demonstrated in the Pebble Model from ING and Allen & Overy; and now innovation is clearly seen in the N33 project, which indicates a welcome new approach to financing.

The N33 project is a «design-build-finance-maintain» (DBFM) project for the widening and improvement of the existing N33 road in the Netherlands, with a capital value of €120 m (approximately \$169 m) and a 20-year concession period.

A combination of construction of new infrastructure and improvement of the existing structures, the project's scope consists of the expansion of an existing 38 km road (from single to dual carriageway), the construction of a moveable bridge over the *Winschoterdiep*, and improvements of intersections including viaducts and underpasses.

It is an exceptional project because of its interesting financial structure. The Dutch government designed it to be a pilot project for institu-

tional investors to provide debt financing for an infrastructure project. This project is of particular interest because pension funds participate as equity providers and as debt providers.

In November 2010, the *Rijkswaterstaat* (agency responsible for roads and waterways in the Netherlands) announced the procurement of the project and, in parallel, talked to several Dutch pension funds to define terms that would incentivise them to provide the debt.

APG (a Dutch pension fund asset manager) submitted a proposal that that they would lend 70 % of total budget debt to a winning consortium, leaving 30 % to be financed by banks. Terms included: that refinancing must take place once construction was completed; that the inflation-linked debt should be *pari passu* with the bank debt; and that the cost of early loan repayment should be comparable to the break-even formula of a bond (i.e. an inflation-linked government bond).

As long as these conditions were met, APG would offer a loan to any consortia bidding on the project. In April 2011, the formal request for bidders was published and the government agency received nine bids. The low rate proposed by APG was very attractive and all bidders proposed a budget including the loan contracted from APG.

In August 2012, the joint venture between BAM PPP (a Dutch construction company) and PGGM (a Dutch pension fund) was awarded the project. The concession agreement was signed in October 2012 and the project reached financial close in November 2012. The project achieved a debt-to-equity gearing ratio of 91:9, with equity of 50 % from PGGM (the pension fund). Three commercial banks (Rabobank, KfW and Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BMTU)) equally provided the €120 m construction loan. The banks also provided an equity bridge loan and 30 % of the long-term project loan.

After three years, when construction was completed and conditions laid down by APG were met, the construction loan was refinanced, with the Dutch pension fund buying 70 % of the debt for up to €80 m and the three banks holding 30 % of it.

The N33 marks a key moment in financing by pension funds. The Dutch government designed the project to be a pilot for institutional investors to provide senior debt financing. As a result, the N33 project is considered a historic milestone because it is the first time the Dutch government intervened directly in the financial structure of a PPP project.

The pension funds participated not only as investors in a PPP Company or SPV, but also as providers of a large amount of debt: direct investment by PGGM was undertaken through a strategic partnership with BAM. Thus, the joint venture gives PGGM exclusive and direct access to a greenfield growth-stage project, while protecting the pension fund from most construction risks. Acquiring debt by a pension fund was the consequence of the introduction of an innovative financing mechanism by the Dutch government: inflation-linked debt funding. However, this new mechanism meant that the Dutch government bore the inflation risk. The N33 reflects the clear intention of a government to encourage the participation of pension funds in PPP projects.

In 2016, IPFA will extend its activities in Latin America (in particular Chile, Peru and Colombia), and in Africa it will support PPP activity in Kenya, Uganda and Rwanda. In Asia, increased PPP activity during 2015 in Indonesia and in the Philippines promises further growth and opportunities in 2016. Bangladesh, India and China are also expected to develop their project finance markets during 2016. North America remains a buoyant market, with an emphasis on roads and energy transactions; however, over the next five years, water projects are expected to increase in importance.

<https://olc.worldbank.org/content/infrastructure-project-finance-2016-0>

Завдання:

1. У чому специфіка фінансової моделі цього проекту та яку роль виконує Пенсійний фонд Данії в реалізації проекту?
2. Які тенденції участі інституційних інвесторів у фінансуванні інфраструктурних проектів спостерігаються у світі?
3. Чи є можливим такий тип фінансування та участь інституційних інвесторів в Україні?
4. Які контракти є основою побудови бізнес-моделі цього проекту?

3. «Вітчизняні компанії та IPO»

У 2014–2015 рр., незважаючи на великі плани і наявність значної кількості проанонсованих IPO, жодна вітчизняна компанія не здійснила первинне розміщення акцій на зарубіжних біржах. І причин цього кілька.

По-перше, Україна сьогодні залишається непопулярною юрисдикцією для портфельних інвестицій в Європі. Країна має низькі кре-

дитні рейтинги та не найкращий клімат для ведення бізнесу. Для більшості іноземних інвесторів незрозумілою є звітність наших компаній. В останні роки ситуація погіршилась і до вже існуючих проблем додалися величезні політичні ризики.

По-друге, за винятком двох компаній на Варшавській фондовій біржі, складно відшукати українських емітентів, IPO яких можна назвати успішними. Відсутність так званих Happy story для інвесторів, коли б портфельні інвестори наочно заробляли на інвестиціях в папери наших компаній, створює останнім спекулятивний імідж. І, очевидно, що саме це є основною причиною низької популярності акцій українських компаній за кордоном.

Аналіз доходності інвестицій в акції компаній з бізнесом в Україні, які розміщували свої акції та депозитарні розписки на Лондонській фондовій біржі (LSE) та її альтернативному ринку AIM, на Франкфуртській фондовій біржі Deutsche Borse та на Варшавській фондовій біржі (WSE), в тому числі на її альтернативному сегменті New Connect, свідчить:

- найбільш популярними для IPO українських компаній у Європі були Варшавська та Лондонська фондові біржі;

- більшість емітентів випускали акції від імені холдингової компанії, яка зареєстрована в юрисдикції з м'яким податковим кліматом або, простіше кажучи, в офшорній зоні. Найбільш популярними країнами реєстрації для компаній з бізнесом в Україні були Кіпр, Люксембург та Нідерланди;

- акції п'ятьох компаній було виключено з лістингу бірж, чи торги ними було призупинено;

- переважна більшість інвесторів в акції компаній з бізнесом в Україні втратили капітал або отримали значні збитки.

Зупинимось на двох останніх пунктах детальніше. Як бачимо, на жаль, не всі наші компанії, які проводили IPO, залишились на ринку. Так, найпершою з дистанції зійшла Cardinal Resources. Офіційною причиною делістингу стало те, що номінований радник компанії, який несе відповідальність за емітента перед біржею (номад), припинив існування, а з новим номадом компанія не уклала договір.

У 2012 р. припинила своє існування британська агрокомпанія Landkom International з основними активами в Україні. Акціонери схвалили об'єднання зі шведською агрокомпанією Alpcot Agro з ак-

тивами в Російській Федерації. Згідно з офертою, кожні 22,16 акції Landkom обміняли на одну нову акцію Alrcot Agro. Таким чином, угоду оцінили в 11,42 млн фунтів стерлінгів. Фактично це означає, що через п'ять років після IPO компанія була оцінена майже в 9 разів дешевше, ніж у період розміщення акцій, і гіпотетичний інвестор, який купив би акції Alrcot Agro в момент IPO, втратив би за період володіння понад 88 % своїх інвестицій.

У квітні 2012 р. були припинені торги акціями девелоперської компанії KDD Group на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі. За інформацією компанії, це пов'язано з нестачею обігових коштів у зв'язку з важким станом українського ринку нерухомості. У жовтні 2012 р. біржа виключила акції KDD Group із лістингу.

У вересні 2013 р. через погіршення фінансового стану було призупинено торги на AIM, а в грудні проведено делістинг українського девелопера «XXI Століття». Торги акціями «XXI Століття» в 2009 р. вже призупинялись на кілька місяців, оскільки компанія не надала інвесторам річний і проміжний фінансові звіти.

Проблеми зі звітністю також призвели до того, що в серпні 2015 р. Варшавська фондова біржа призупинила обіг акцій компанії Sadova Group, оскільки вона не оприлюднила річний звіт за 2014 рік. Згідно з рішенням біржі, торги акціями Sadova Group будуть відновлені на наступний день після того, як компанія оприлюднить звіт за 2014 рік, проте на 16.02.2016 р. цього зроблено не було.

Звичайно, делістинг компанії приносить мало задоволення її інвесторам, особливо, якщо йдеться про інституційних інвесторів, оскільки нарахування резервів за акціями, які не мають лістингу на біржі, є вищим. Але значно більшою проблемою є суттєве зниження вартості акцій компаній, які здійснили IPO за кордоном. Із 18 компаній, акції чи депозитарні розписки яких і досі представлені на європейських біржах, 8 показали падіння вартості за період їх обігу на біржі більш ніж на 90 %. Тотальне зниження капіталізації стало причиною того, що часи великої любові до вітчизняних компаній з боку польських і британських інвесторів залишилися в минулому.

http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=905-906&pub=7438

Завдання:

1. Назвіть основні причини низької активності вітчизняних компаній з IPO та їх низьку результативність і нетривалість обертання акцій на зовнішніх ринках?
2. З чим були пов'язані основні мотиви виходу вітчизняних компаній з IPO на зовнішні ринки?
3. Ознайомтесь із повним аналізом IPO українських компаній (посилання надано вище), зазначте ключові напрями підвищення ефективності їх реалізації у майбутньому.

4. «Підготовка до IPO»

План підготовки до IPO:

1. Визначення ключових параметрів майбутнього розміщення. Власники компанії повинні прийняти рішення щодо структури розміщення (частка у статутному капіталі, яка буде продаватися.) Визначення місця (вітчизняні / зарубіжні біржі) та обсяг розміщення. Термін дії: 1–2 місяця.
2. Проведення юридичного (due diligence) та фінансового нагляду компанії. Задача – визначити юридичні та фінансові ризики діяльності компанії; отримати введені дані для побудови моделі оцінки бізнесу компанії та написання проспекту акцій та інформаційного меморандуму; виявити необхідність зміни юридичної структури бізнесу компанії. Термін: 2–4 місяці.
3. Внесення змін в юридичну структуру бізнесу та систему корпоративного управління (за необхідністю). Завдання – оптимізувати юридичну структуру бізнесу так, щоб вона була зрозумілою для інвестиційної спільноти; підвищити керованість бізнесу з урахуванням попередніх змін у структурі акціонерів компанії; мінімізувати ризики, виявлені на етапі юридичного нагляду; вдосконалити систему корпоративного управління компанії, щоб вона відповідала загально визнаним стандартам і вимогам регулюючих органів та бірж. Термін: від пів години до двох років.
4. Вибір аудитора, фінансового консультанта, юридичного консультанта. Задача – вибрати партнерів, які допоможуть на наступних етапах. Термін: 2–3 місяця.
5. Підготовка аудиту звітності за МСФО, щонайменше за останній фінансовий рік. Завдання – надати інвестиційному співтовариству

прозору та зрозумілу інформацію про результати діяльності компанії; власники та менеджмент компанії отримують вид на реальний стан справ; отримати дані, на основі яких буде побудована модель оцінки вартості компанії. Термін: 3–6 місяців.

6. Привабливість кредитів крупних міжнародних банків, синдикованих кредитів, розміщення корпоративних боргових інструментів (за необхідністю). Завдання – профінансувати розвиток компанії для досягнення «критичної вартості» бізнесу, достатньої для IPO; сформулювати позитивну «кредитну історію» компаній; підвищити рівень публічності компанії з точки зору інформування інвестиційної спільноти про її діяльність. Термін: 1–3 роки.

Завдання:

1. Яка приблизна кількість часу потрібна для процедури підготовки до IPO?
2. На що спрямована процедура підготовки IPO?
3. Які переваги надає формування репутації «гарного» позичальника або позитивної кредитної історії компанії?

5. «UPDATE 1-Ukrainian agribusiness Kernel in \$500 mln Eurobond deal»

KIEV, Jan 25 (Reuters) – Agribusiness Kernel has sold Eurobonds worth \$500 million of 8.875 percent Eurobonds in Ukraine's first corporate issue since a 2013–14 uprising and separatist conflict plunged the country into economic crisis. The Warsaw-listed Ukrainian company, the world's largest producer and exporter of sunflower oil, said the placement represented a new chapter for Ukraine's debt market. «This is a landmark transaction for Kernel and Ukraine as we have once more opened the external debt market of the country after three years of stagnation,» it said in a statement.

The last bond from a Ukrainian corporate that wasn't a part of a debt restructuring was in June 2013, when UkrLandFarming issued a March 2018 bond for \$75 million. Many Ukrainian companies, including steel giant Metinvest, have been forced to restructure their debt after the conflict slowed operations and caused two years of economic recession.

Ukrainian agricultural companies have suffered less than the industrial sector, much of which is based in eastern regions where fighting has damaged infrastructure and severed supply routes. Kernel's fortunes

have recovered since it posted a net loss of more than \$98 million for 2014. The company reported profit of close to \$107 million for 2015 and \$225 million for 2016.

Money raised through Kernel's Eurobond will be used to increase capacity at its Black Sea grain terminal to 8 million tonnes from 4 million tonnes and to buy an oil processing plant with production capacity of up to 1.5 million tonnes. The company will also increase its land holdings to 200,000 hectares, its press service said in emailed comments. (Reporting by Gdynia Newsroom and Natalia Zinets in Kiev; Writing by Alessandra Prentice; Editing by David Goodman).

Завдання:

1. Які чинники сприяли випуску євробондів Kernel?
2. Наскільки вищою (нижчою) є купонна ставка по облігаціях Kernel, порівнюючи з випуском державних єврооблігацій України?
3. Як кредитний рейтинг Kernel впливає на вартість їх ресурсів?
4. Які причини і наслідки реструктуризації євробондів для їх емітентів?

6. «Amendments to CIT Act: key changes affecting capital group entities. Act signed by the President of Poland. Comparing with USA»

Poland

Fifty-percent tax deductible expenses

With respect to creative individuals, the cap amount allowing tax deductible expenses, equal to fifty percent of the generated income, has been increased. Effective from January 2018, the annual tax deductible cap shall equal PLN 85,528, i.e. twice as much as under the current regulations.

Limited deductibility of debt financing expenses: The Act limits the deductibility of debt financing expenses (including arrangements with unrelated parties) introducing a 30 % threshold on the EBITDA-like ratio. The limitation applies to all types of debt financing (including interest, commissions, fees, bonuses, interest portion of lease installments).

The above limit does not apply to the so-called excess debt financing expenses up to PLN 3,000,000 per fiscal year. Debt financing expenses excepted in a given fiscal year can be classified as tax deductible in the subsequent fiscal years (under the limit).

The deductibility limit does not apply to finance sector enterprises. The Act provides a closed list of entities classified as finance sector enterprises (among others, domestic banks and credit institutions as determined by the banking law, credit unions, open-ended investment funds and alternative investment funds incorporated pursuant to the Act on Investment Funds).

Further, pursuant to the Act, if the debt financing costs exceed the financing amount a taxpayer could obtain in the form of such financing by unrelated parties (the so-called market creditworthiness), tax authorities may assess a higher income or a lower loss than declared by a taxpayer.

Debt push-down: Under the Act, costs of debt financing obtained to purchase company's shares to the extent reducing its tax base that includes revenue from its continuing operations are not tax-deductible. Consequently, potential operating income of an acquiree cannot be reduced by expenses (interest) related to the purchase of its shares.

USA

IPO And Other Stock Issuance Costs Still Not Deductible

In a recently issued technical advice memorandum, the IRS puts an old spin on yet another attempt to deduct the costs of an initial public offering. The taxpayer had filed a claim for a refund, asking that the costs it incurred in investigating its IPO be allowed as a deduction. In a new twist, the company had taken an aggressive stand, deducting legal, accounting, and investment banking fees. In fact, the deduction covered all the costs incurred prior to the board approving the public offering. The company based its argument on a similar case in which a taxpayer deducted some costs of investigating a new business and amortized others. When a company investigates a new business that is similar to its existing one, editor-in-chief Robert Wood explains, those costs are generally deductible. On the other hand, startup costs are amortized, usually over five years.

The IRS apparently did not have to think too long or hard about its response: No.

Timing of costs crucial for determining treatment. The IRS distinguishes between costs paid while searching for a business to buy and those incurred in deciding whether to invest in a particular operation. This whether-or-which test – whether to purchase something and which

one to buy – determines how the costs are treated. The «whether costs» in the particular case included travel, advertising, and audit expenses the taxpayer incurred to decide whether to invest in a new business. These searching costs, the author indicates, were not deductible because the company was not already in a similar business; expenses that helped the company decide not to acquire a specific business were deductible.

In a 2000 decision, the Eighth Circuit Court of Appeals applied similar reasoning. The tax court had concluded that a target's investigatory costs before a corporate consolidation, even though they preceded the decision, were connected with a significant long-term benefit and must be capitalized.

Distinguish between stock issuance and investigation. Costs must be allocated when they apply to more than one activity. The IRS also distinguishes between investigation costs and stock issuance expenses. The latter are not related to any asset and do not provide the company with any operational benefit; thus they are not capitalized, expensed, or amortized. The costs simply reduce the proceeds from the stock issue (normally through a reduction in additional paid-in capital). Unlike with the investigational costs, timing is not a concern for stock issuance fees. Whether the company incurs such costs before or after the stock issue is irrelevant in determining their treatment. This rule is time-tested, the author notes, and the IRS memo cites numerous authorities in drawing the distinction. The company might try to link certain costs with the investigation phase, but if those expenses support an equity issuance or an IPO, they will not be allowed as a deduction.

<http://www.woodllp.com/Publications/Articles/pdf/BowneReviewDec2005.pdf>

Завдання:

1. Які особливості врахування витрат на емісію корпоративних цінних паперів під час оподаткування компаній у США?
2. Які особливості врахування фінансових витрат у оподаткування компаній у Польщі?

7. «Project Bonds.

An alternative source of financing infrastructure projects»

Project bonds have been successfully utilised in Europe and America to fund infrastructure projects. In Europe, corporate bond markets continue to grow in spite of the increase in market volatility and it is anticipated that the use of corporate bonds to fund infrastructure projects in Europe will play a significant role in boosting the Economy.

In Africa, both Kenya and Nigeria are examples of where project bonds have successfully been implemented. Both countries have a growing institutional investor base. In Nigeria, corporate bonds are tax exempt while Kenya has specific exemptions for infrastructure bonds which encourage the use thereof as an alternative funding mechanism.

The rest of Africa is still in the early stage of development of project bonds, and while the need for infrastructure development is clear, it will require investors to collect more funds, borrowers to gain a higher confidence in the bond market and governments to create an environment which will encourage the issuance of project bonds.

South Africa's first listed project bond by a corporate: CPV1

April 2013 saw the first listing and investment-grade rated infrastructure project bond, held entirely by institutional investors. The bond was listed on the Johannesburg Stock Exchange in June 2013. Professional services firm Deloitte & Touche, in association with Trident Capital, were the lead transaction advisors with Standard Bank acting as lead arranger, book runner and debt sponsor. The bond was issued by CPV Power Plant No.1 Bond SPV (RF) Ltd, a Soitec Solar GmbH affiliate. The proceeds were used to finance the construction of a 44 MWp Concentrated Photo Voltaic Plant. The plant, located in Touwsrivier in the Western Cape, will be the largest CPV plant in the world. Soitec, a French company listed on Euronext Paris, is a global leader in the manufacture of semiconductor material for electronics and more recently energy.

The Touwsrivier Solar Project, that the bond proceeds were used to fund, is one of the 28 round 1 projects which were awarded preferred bidder status under the Department of Energy's REFIT Program on renewable energy on 5 November 2012. Renewable energy project developers will enter into 20 year Power Purchase Agreements with Eskom, backed by the Department of Energy.

The plant is to be built in the impoverished town of Touwsrivier, which is situated along the N1 highway in the Western Cape. The community suffers from an unemployment rate of over 65 % and is affected by a high percentage of alcoholism. Although Soitec would have benefitted from a higher solar resource in the Northern Cape, being fully committed to social and economic upliftment, they chose to erect their plant in Touwsrivier, which is still a high solar resource region.

The bond's attractiveness lies in its design. The bond has been assigned a long-term Baa2.za South African national scale rating by Moody's Investor Service.

The bond's most impressive feature is its repayment terms. It offers an attractive fixed coupon rate of 11 % over a 15 year period, based on an amortizing profile as opposed to a bullet structure. This effectively gives the bond a modified duration of 7 years. This structure allows for both the principal and interest to be repaid at the same time in contrast to a conventional bond where investors receive the capital repayment at maturity. This makes it comparable to a 7 year swap instrument. The yield of 11% is 450 basis points above that of a 7 year swap.

The project is housed in special purpose vehicle called CPV Power plant 1. The SPV is 60 % held by Soitec, 35 % by empowerment partner Pele Green Energy and 5 % is held by the Touwsrivier Community Trust.

To be able to successfully deliver a bond of this nature affirms the sophistication of the South African bond market especially given technology is still untested on a utility-scale. The successful issue of the bond opens up an alternative debt funding avenue to source financing for infrastructure-related projects.

<https://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/project-bonds-an-alternative-to-financing-infrastructure-projects.html>

Завдання:

1. У чому особливості застосування проектних облігацій?
2. Якою у цьому проекті є основна мета випуску облігацій?

8. «Evolution of Ras Laffan LNG Project Bond, Qatar»

Ras Laffan in Qatar was one of the first large-scale emerging markets project financing where a significant part of the financing package was done through the international bond markets rather than the traditional loan market. This was ground breaking and stimulated a series of other project bond financings in the Middle East. Background Ras Laffan Liquefied Natural Gas Company (Ras Laffan) was seeking to raise funds to construct a single train LNG facility in- Qatar. The sponsors of the project were Mobil Corporation, a 'AA' rated US energy company, and Qatar General Petroleum Company (QGPC), the national energy company of the State of Qatar and rated 'BBB'. Kogas, owned jointly by the Republic of Korea and Korea Electric Power Company, provided a 25 year off-take.

Structure The financial advisers proposed that a portion of the financing package be raised in the capital markets rather than the traditional loan markets. The purpose was to increase the pool of capital available to Ras Laffan but also to raise longer dated funds (beyond 10 years). For maturities beyond what the bank market had to offer, it was critical to access the US investors where insurance companies and pension funds are natural buyers on longer dated assets. These investors, however, traditionally have a strong preference to buy securities with investment grade ratings.

Based on the following key strengths of the project the bonds were rated BBB+ (one notch higher than the country in which the project was based):

a) the strategic importance of the project to Qatar, QGPC, Mobil Corporation and to Kogas

b) an off-take agreement with Kogas that paid the higher of a crude oil linked LNG price or a minimum floor price that sufficiently ensures debt service

c) high quality construction team with unconditional completion guarantees from the sponsors

d) use of proven technology

e) proven gas reserves to supply the project

The key challenges with the credit story were the fact that the project is located in a politically volatile part of the world and that the

Qatari legal system was seen lacking in such critical areas as contract enforcement, dispute resolution and the award of remedies.

The financing was marketed through a roadshow targeting the main global financial centers. This was the first major international financing from Qatar and at the time was the largest bond offering from Qatar. Ultimately the major US investors were convinced by the credit quality of the project and two long dated tranches (USD 400 million 10 years and \$800 million 18 years) were both successfully launched and placed. This provided the framework for billions of dollars of follow on financing for Ras Laffan and its subsequent incarnation Rasgas. The borrower is well accepted in the international capital markets and the ratings of the project have moved up over the years in line with the sponsors (Qatar and ExxonMobil).

https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Project-and-Operations/Structured_Finance_Conditions_for_Infrastructure_Project_Bonds_in_African_Markets.pdf

Завдання:

1. Які причини та переваги фінансування через випуск облігацій на міжнародному фінансовому ринку для Ras Laffan (Катар)?
2. Яка структура власності в цьому проекті та переваги залучення саме таких власників?
3. Які фактори впливали на зниження кредитного ризику кредиторів?

ТЕМА 7 УПРАВЛІННЯ ПРОЕКТНИМИ РИЗИКАМИ

Методичні вказівки до теми:

1. Види проектних ризиків. Основні підходи до управління проектними ризиками

До типових ризиків проектного фінансування належать:

1) *ризик учасників проекту* – це ризик свідомого чи вимушеного невиконання учасником своїх зобов'язань в рамках проектної діяльності. Такі ризики можуть бути викликані непрофесіоналізмом, недобросовісністю, нестійким фінансовим становищем, недостатнім страхуванням учасників, зміною керівництва організації і т. д. Засобами їх зниження є: ретельний відбір учасників; наявність в договорах з учасниками штрафних санкцій за порушення ними своїх зобов'язань; наявність права оперативної заміни учасника в разі істотного порушення ним зобов'язань за проектом або у разі появи ознак можливості виникнення такого істотного порушення; безперервний моніторинг фінансового стану, юридичного положення та інших аспектів діяльності учасника; зобов'язати учасників проекту провести страхування від значущих для проектів ризиків; застосування гарантій за зобов'язаннями учасника з боку керівної структури.

2) *ризик перевищення кошторисної вартості проекту* – внаслідок помилок під час проектування, нездатності підрядника забезпечити ефективне використання ресурсів, зміни умов реалізації проекту;

3) *ризик несвоєчасного завершення будівництва*;

4) *ризик низької якості робіт та об'єкта*;

5) *конструкційний і технологічний ризики*. Конструкційний ризик – це ризик технічної нездійсненності проекту на стадії будівництва; технологічний ризик – це ризик відхилення в режимі експлуатації об'єкта від заданих техніко-економічних параметрів у результаті використання неапробованих виробничих технологій;

6) *виробничий ризик* – ризик виникнення збоїв у виробничому процесі – порушення ритмічності, повна зупинка виробництва, невихід об'єкта на виробничу потужність, підвищений відсоток браку;

7) *управлінський ризик*;

8) *збутовий ризик* (маркетинговий або ціновий) – зниження обсягів реалізації продукту і цін на цей продукт;

9) *фінансовий ризик* – кредитний; валютний; процентний; фінансової стійкості; платоспроможності; кредитний.

10) *ризик країни*.

Перевищення кошторисної вартості проєктів у світовій практиці

Проект	Країна	% перевитрачання коштів
Великий Бостонський тунель	США (2007)	196
Мост Хамбер	Великобританія (1981)	175
Залізнична дорога Бостон – Вашингтон – Нью-Йорк	США (2000)	130
Залізничний тунель Великий Бельт	Данія (1997)	110
Автострада А6 Чапен-Ен-Ле-Фріт	Великобританія (1981)	100
Залізнична лінія «Сінкансен» Йоесту	Японія (2010)	100
Вашингтонський метрополітен	США (2004)	85
Тунель під Ла-Маншем	Великобританія, Франція (1994)	80

У практиці управління проєктними ризиками використовуються такі підходи:

- *нейтралізація ризику* – відмова від цього виду діяльності або така радикальна трансформація діяльності, після якої об'єкт не перебуває під впливом ризику;
- *запобігання та контроль ризику* – вплив на фактори ризику і зниження ймовірності настання несприятливої події;
- *контроль ризику* – включає комплекс заходів, спрямованих на обмеження (локалізацію) втрат;
- *страхування ризику* – це метод, що дозволяє знизити збиток, що виникає в ході діяльності, за рахунок компенсації зі страхових фондів;
- *поглинання ризику* – це спосіб ведення діяльності, за якого збитки у разі реалізації ризику покладаються на його учасника.

До інструментів запобігання ризиків належать заходи з профілактики ризикових подій: створення систем моніторингу; навчання персоналу; закупівля і установка спеціалізованого обладнання, контроль за технологічними процесами; сервісне обслуговування технологічного обладнання компанією-виробником; передача об'єкта інвестиційної діяльності професійної компанії-оператору; перевірка обладнання у виробника.

До інструментів поглинання ризиків зараховують: створення резервних фондів (самострахування і взаємне страхування); розширення кола учасників для зниження величини ризику на кожного учасника; гарантії.

За сферою діяльності, що вживаються учасниками виділяють:

- організаційні заходи – наприклад, створення в рамках проєктної компанії служби управління ризиками; створення аварійно-рятувальної бригади;
- технічні – впровадження спеціальних систем контролю;
- кадрові – навчання та підвищення кваліфікації персоналу, який здійснює експлуатацію об'єкта;
- інформаційно-аналітичні – створення системи збору та аналізу інформації;

- договірно-правові – заходи з підготовки договорів (статутів, гарантійних листів), які б забезпечували оптимальний розподіл ризиків;
- фінансові – резервні фонди, застави, резервні кредити, страхування, хеджування;
- комерційні контракти гарантування збуту;
- політичні.

2. Управління проектними ризиками в інтересах кредитора

Основний ризик банку – кредитора – ризик непогашення заборгованості позичальником.

Основними заходами з управління проектними ризиками з боку кредитора є:

1) Забезпечення взаємозв'язку ризиків за проектом з умовами та структурою його фінансування, а саме:

- розміри фінансування визначаються не тільки виходячи з потреби даного проекту, а й на основі структури кредитного портфеля банку;
- рівень процентної ставки повинен знаходитися в прямій залежності від рівня ризиків, які бере на себе банк;
- частка фінансової участі банку в проекті обернено пропорційна рівню ризику, які бере на себе банк;
- чим вище рівень ризику, тим більш гнучкими мають бути умови кредитної угоди (банк може передбачити гнучкий графік погашення, за яким темпи і розміри погашень залежатимуть від фінансово-економічних показників проекту; можливість конвертації боргу в акції).

2) З метою зниження кредитного ризику банк повинен прагнути оптимізувати структуру фінансування проекту. У зв'язку з цим він може бути зацікавлений у залученні проектною компанією субординованих кредитів (із загальною і специфічною субординацією).

3) У випадках, коли для фінансування проекту використовується велика кількість кредитів різних категорій, з різними умовами і застереженнями в кредитних угодах, можуть виникати досить складні ситуації, що стають додатковим фактором ризику. Внаслідок цього банк повинен керуватися системою правил: стабільне і достатнє фінансування проекту з боку банку; серед старших кредитів за можливості повинні бути рівні умови забезпечення; наявність застереження «крос-дефолт» – воно дає право на санкції щодо позичальника всім старшим кредиторам, якщо позичальник порушив умови хоча б однієї угоди (за старшими кредитами); для врегулювання можливих конфліктів між кредиторами щодо задоволення їх вимог бажаним кроком є укладання спеціальної угоди із призначенням банку-агента.

4) Максимальна гнучкість кредитної угоди – зв'язок між фінансовими умовами кредиту зі змінами «зовнішнього середовища» проекту і показників самого

проекту: використання плаваючої процентної ставки; обмеження на виплату дивідендів проектною компанією; відмова від жорсткого графіка зворотних платежів по кредиту.

5) На інвестиційній фазі банк часто вимагає від позичальника гарантію завершення робіт по проекту.

В основі ринкових моделей лежить інформація, доступна гравцям фондового ринку. Загальними перевагами ринкових моделей є той факт, що за використання ринкових даних про фінансові інструменти компанії ми обробляємо інформацію про позичальника, доступну всім інвесторам. Тим часом показовою ця інформація буде за умови ефективності фондового ринку, що є досить жорстким обмеженням. Більше того, в дійсності інформація, доступна на фондовому ринку, є досить обмеженою і на практиці досить складно оцінити ринкову вартість активів більшості позичальників. Також не завжди ведеться статистика вартості фірми і її волатильності, яка необхідна для розрахунку. Але, незважаючи на деякі недоліки цих моделей, вони отримали широке поширення на практиці.

Таблиця 8

Аналіз моделей ймовірності дефолту

Моделі	Переваги	Недоліки
Ринкові моделі	Висока передбачувальна сила; «абсорбують» інформацію про позичальника, доступну всім інвесторам, чинним на ринку	Виконання гіпотези ефективності ринку; необхідний великий масив даних
Моделі на основі даних рейтингових агентств	Висока передбачувальна сила; відносна простота	Переоцінка рейтингу відбувається з тимчасовим лагом
Моделі на основі фінансових показників	Доступність інформації	Недостовірність звітності; аналіз постфактум
Просунуті моделі	Висока передбачувальна сила	Значні тимчасові та фізичні затрати
Макроекономічні моделі	Враховують циклічність економіки; підходять для крос-аналізу	Важко визначити періодичність циклів економіки; складно оцінити ймовірність дефолту конкретного позичальника

Великий клас утворюють моделі на основі фундаментальних показників діяльності позичальника. Залежно від природи показників, що лежать в основі, можна виділити моделі:

- на базі макроекономічних показників;
- на базі показників фінансової та бухгалтерської звітності;
- на базі показників зовнішніх рейтингових агентств.

В основі моделі на основі макроекономічних показників лежить ідея про те, що ймовірність дефолту державних, корпоративних і роздрібних позичальників

банку має циклічний характер і зростає під час економічної рецесії. Як правило, такі моделі використовують регресійний аналіз, у якому беруть участь будь-які макроекономічні показники: ВВП, інфляція, курс національної валюти, рівень безробіття та ін. За допомогою цих моделей можна отримати не тільки короткострокову, але і довгострокову оцінку ймовірності дефолту позичальника. Такий метод оцінки довгострокової ймовірності дефолту (яка залишається незмінною протягом одного економічного циклу) носить назву *Through The Cycle estimation*.

В основі моделі на базі показників фінансової та бухгалтерської звітності лежать дані фінансової та бухгалтерської звітності корпоративних позичальників банку. Залежно від використовуваного статистичного методу їх можна розділити на скорингові моделі, лінійні моделі дискримінантного аналізу (серед яких, у свою чергу, виділяють моделі однозмінного і множинного дискримінантного аналізу) і моделі бінарного вибору.

На практиці широке розповсюдження отримав клас моделей на основі даних рейтингових агентств. Одним із творців рейтингової моделі можна вважати Тамарі. Основою його підходу є найпростіша бальна система: кожній фірмі присвоюється певна кількість балів від 0 до 100 залежно від значень показників, залучених до моделі. Таким чином, більша сума балів свідчить про гарний фінансовий стан компанії, і навпаки. При цьому бали розподілені таким чином, що найбільш важливим показником присвоюється найбільша вага.

У розглянутому класі моделей часто застосовується підхід на основі міжгрупових переходів (*cohort approach*). У рамках цього підходу для заданого тимчасового інтервалу будуються матриці переходу (*transition matrix*), які оцінюють частоту зміни одного кредитного рейтингу на інший для заданої вибірки компаній.

У широкому сенсі *реструктуризація* – це будь-яка зміна умов погашення заборгованості, шляхом заміщення кредиту, який отримано в одному банку, новим кредитом, наданим іншим банком або пролонгація терміну дії наданої позики та / або збільшення його розміру або, в крайньому випадку, кардинальний перегляд умов фінансування: збільшення термінів погашення, відстрочення платежів або навіть прощення частини боргу (зазвичай у рамках антикризових програм).

Існує багато інструментів реструктуризації заборгованості. По суті, будь-який фінансовий інструмент може в конкретній ситуації бути інструментом реструктуризації. Для формування оптимальної структури заборгованості потрібен системний підхід до вирішення цієї проблеми і можливість подивитися на перспективи і ризики ситуації з боку. У рамках програми реструктуризації проводиться:

а) *робота із забезпеченням*:

- переоцінка існуючих застав, вивільнення зайвих застав,
- зміна системи забезпечень за існуючими кредитами: використання поручительств і гарантій для зниження існуючих процентних ставок, використання

незадіяних об'єктів забезпечення (заства бізнесу замість застави майнового комплексу, заства надходжень за гарантованими контрактами та інше);

– реструктурування з поетапним введенням і вивільненням різних видів забезпечення для мінімізації процентних платежів рефінансування;

б) *робота із заборгованістю*:

– заміщення короткострокових оборотних кредитів, які використовуються нецільовим чином на інвестиційні програми, довгостроковими інвестиційними кредитами

– заміщення більш дорогого проектного фінансування на корпоративне фінансування під заставу вже створеного бізнесу;

– сек'юритизація – перетворення потоків майбутніх платежів в цінні папери, що обертаються на ринку і заміщення ними банківських кредитів;

– консолідація – заміна кількох різних за термінами, умовами та призначенням кредитів (у тому числі різних банків) на один більш «тривалий» кредит від одного банку або синдикату банків;

– заміщення забезпечених банківських кредитів факторинговими платежами.

У результаті реструктуризації клієнт отримує такі *можливості*:

– зміна структури заборгованості і зниження розміру фінансового ризику;

– зменшення процентних платежів;

– збільшення термінів повернення позикових коштів;

– отримання додаткового фінансування під заставу переоціненого активу;

– вивільнення вкладених коштів для розвитку нових проектів;

– отримання доступу до декількох джерел фінансування.

Застосування інструментів *страхування* в інтересах кредитора, охоплює всі фази реалізації інвестиційного проекту:

- страхування ризиків діяльності на передінвестиційній фазі (наприклад, страхування професійної відповідальності розробників проектно-кошторисної документації);

- страхування ризиків діяльності на інвестиційній фазі (страхування вантажів, страхування різноманітних будівельних ризиків, страхування ризиків неплатежу за контрактом і т. д.);

- страхування ризиків діяльності на виробничій фазі (різні види майнового страхування, страхування екологічних ризиків та інші види страхування відповідальності, страхування від простою проведення / переривання виробничої діяльності і т. д.);

- страхування ризиків діяльності на фазі закриття проекту (наприклад, страхування ризиків демонтажу платформ під час видобутку нафти на морському шельфі).

На окремих етапах у рамках тієї або іншої фази проектного циклу можуть застосовуватися специфічні види страхування. Наприклад, у рамках виробничої

фази протягом 1–2 років після запуску об'єкта може застосовуватися страхування гарантійних зобов'язань підрядника, що покривають період після запуску в експлуатацію.

Страхові операції відповідно до проектної діяльності можна класифікувати за суб'єктами договорів страхування. До страхування як методу зниження ризиків можуть вдаватися практично всі учасники проектної діяльності – іноді добровільно (на основі досвіду, вимог державних органів, власних інтересів); в інших випадках – на вимогу партнера (або всіх учасників) проектної діяльності. Виходячи з цієї ознаки, страхові операції можна класифікувати так:

- страхування за участю банків-кредиторів (страхування ризику непогашення кредитів, у тому числі страхування експортних кредитів від політичних ризиків);
- страхування за участю проектної компанії (страхування відповідальності позичальника за непогашення кредитів; різні види страхування активів проекту від політичних ризиків; страхування від простою; страхування від комерційних ризиків; страхування від поломок машин і встаткування; страхування від пожежі; страхування від екологічних ризиків і т. д.);
- страхування за участю постачальників інвестиційних товарів і підрядників (страхування вантажів, страхування будівельних ризиків, страхування комерційних кредитів від ризику неплатежу);
- страхування за участю консультантів (страхування професійної відповідальності);
- страхування за участю постачальників виробничих ресурсів (страхування на випадок невиконання договорів поставок).

3. Управління проектними ризиками в інтересах замовника

Основні інструменти управління ризиками в інтересах замовника на інвестиційній фазі проектного циклу – це: юридичні гарантії (зобов'язання сторін щодо виконання контрактів і санкції за їхнє порушення); фінансові (матеріальні) гарантії; страхування; резервні фонди.

Юридичні й фінансові гарантії по проектним контрактам передбачають розподіл у певних пропорціях ризиків між сторонами контрактних відносин. У текстах контрактів формулюються не тільки зобов'язання сторін і санкції за їхнє порушення, але й чітко оговорюється надання необхідних фінансових (матеріальних) гарантій. Крім того, домовляються про умови страхування.

Юридичні гарантії. Кваліфіковано підготовлені контракти (за наявності ефективної судової й арбітражної системи в країні) надають сторонам досить надійний захист від ризиків подорожчання товару (робіт), затримки в поставці товару (виконанні робіт), поставки неякісного товару (неякісного виконання робіт), не-

своєчасного й неповного платежу за контрактом, втрат у результаті змін валютного курсу. Серед статей контрактів на підрядні роботи й поставку устаткування особливе значення мають ті, які стосуються гарантій, реклаमाції санкцій.

Додатковим до юридичних гарантій і, як правило, інструментом управління ризиком є *фінансові (майнові) гарантії*. Цей інструмент підвищує надійність захисту інтересів сторін контракту й дозволяє більш оперативно покривати виникаючі збитки. Застосовуються такі форми фінансово-майнових гарантій: 1) банківська гарантія; 2) резервний фонд; 3) депонування коштів на спеціальний рахунок; 4) порука; 5) застава (утримання) майна.

Гарантії по контрактах на виконання проекту (контрактні гарантії) – виставляються банками в забезпечення інтересів замовника проекту по контрактах підряду й контрактам постачання інвестиційних товарів. Зазвичай банки в якості умови надання гарантії встановлюють заставу підрядника (постачальника) або третьої особи як забезпечення зазначеної гарантії. До контрактних гарантій належать: 1) гарантії повернення авансу; 2) тендерні гарантії; 3) гарантії митного очищення; 4) гарантії належного виконання контракту.

Гарантія повернення авансу. Авансовий платіж передбачає виплату замовником (покупцем) підрядникові (постачальникові) частини (як правило, 5–10 %, іноді до 25–30 %) погодженої в контракті ціни робіт (товару) до виконання робіт (передачі товару).

Гарантія повернення авансу – зобов'язання банку із повернення суми авансу (або його невикористаної частини) у випадку невиконання підрядником (постачальником) своїх контрактних зобов'язань. Обсяг зобов'язань банку-гаранта зазвичай зменшується в міру виконання підрядником робіт (здійснення постачальником відвантажень товару). Гарантії повернення авансу, що виставляються іноземними банками, звичайно є безумовними.

Тендерна гарантія. Досить часто підрядник (постачальник) визначається замовником проекту на основі конкурсних торгів (тендерів). Учасники торгів (тендерів) як доказ серйозності своїх намірів і зниження для замовника ризику відмови організації, що виграла торги, депонують на користь замовника кошти на спеціальний рахунок (зазвичай в розмірі 2–3 %, іноді до 5–10 % від суми майбутнього контракту) або представляють банківську гарантію (на цю ж суму). Дія банківських гарантій припиняється після підписання замовником контракту (у випадку депонування коштів після проведення тендера вони повертаються учасникам). Після підписання контракту тендерна гарантія компанії-переможця може бути переоформлена в гарантію належного виконання контракту.

Гарантія митного очищення видається банками за дорученням підрядників для забезпечення тимчасового безмитного ввезення устаткування й матеріалів, необхідних для будівництва й інших робіт. Такі товари повинні бути вивезені

після закінчення робіт. Гарантія забезпечує виплату мита, якщо устаткування не буде вивезено в необхідний термін.

Гарантія належного виконання контракту передбачає виплату банком-гарантом певних сум для забезпечення виконання контракту. Умовою, за якої контракт набирає чинності, є вистава підрядником (постачальником) виписаного банком сертифіката гарантії належного виконання контракту. Сума цієї гарантії може досягати 30–50 % від суми укладеного контракту (за підрядними роботами). Гарантія може використовуватися для штрафних платежів, відшкодування заздалегідь оцінених збитків, відшкодування фактично понесених замовником збитків, покриття видатків на ліквідацію недоробок (заміну вузлів, виправлення дефектів) і т. д. Для забезпечення деяких платежів (штрафних неустойок, відшкодування заздалегідь оцінених збитків) зазвичай використовується безумовна гарантія; по інших платежах (де потрібне підтвердження збитку й визначення його суми) гарантія може бути умовною, тобто потребувати підтверджувальних документів.

Контрактні гарантії, які видаються банками, можуть бути досить дорогими, і зрештою призводять до збільшення ціни контрактів і вартості проекту. Особливо це стосується гарантії належного виконання контракту. Тому можуть застосовуватися деякі *альтернативні методи* захисту інтересів замовника проекту. Ми вже згадували стосовно тендерів такий метод, як *депонування коштів підрядника (постачальника) на спеціальному рахунку*, який застосовується також у якості альтернативи іншим видам банківських гарантії. Іноді, крім депонування коштів, допускається депонування цінних паперів (у т. ч. акцій компанії-підрядника). Іншою альтернативою є формування замовником спеціального *фонду утримання*, який поповнюється щомісяця шляхом відрахування з рахунків до оплати певного відсотка. У контрактах повинні чітко оговорюватися мета, сума й порядок утримань, терміни повернення цього фонду підрядникові. Повернення утриманих сум здебільшого пристосовується до дати завершення контракту або до дати введення об'єкта в експлуатацію.

У деяких випадках альтернативою банківської гарантії належного виконання контракту є *порука*, яка видається фірмою-гарантом і являє собою зобов'язання виконання підрядного контракту самостійно (фірмою-гарантом) або шляхом залучення інших підрядних фірм. Подібна порука оформляється у вигляді тристоронньої угоди між замовником, підрядником і фірмою-гарантом. Якщо в ролі підрядника виступає дочірня компанія, то нерідко поручителем за його контрактними зобов'язаннями виступає материнська фірма.

Найбільшу відповідальність несе компанія-підрядник через укладання контракту під ключ (Turn-key Construction contract).

Ключові елементи ТКСС, у яких зацікавлений банк:

1) спеціальне положення про максимальну суму витрат – усі додаткові витрати будуть здійснюватися підрядником, а не SPV, якщо ця додаткова вартість визначається відповідальністю підрядника;

2) містить спеціальне забезпечення для виплати так званої затримки у будівництві;

3) зобов'язання підрядника сплатити збитки SPV у випадку, якщо проект не відповідає мінімальному стандарту експлуатації, який перевіряється незалежним технічним інженером після завершення будівництва. Такі зобов'язання забезпечуються банківською гарантією;

4) усі ризики, які лежать поза відповідальністю підрядника, покриваються страховкою – Advance Loss of Profit (політика авансованих збитків або зниження прибутків).

ЗАВДАННЯ ДЛЯ САМОСТІЙНОЇ РОБОТИ СТУДЕНТА

1. Підготувати глосарій:

Проектний ризик, кредитний ризик, конструкційний ризик, технологічний ризик, виробничий ризик, управлінський ризик, фінансовий ризик, ризик країни, скасування ризику, запобігання ризику, страхування ризику, резервний кредит, гнучкість кредитної угоди, фінансові гарантії, гарантія виконання, гарантія повернення платежів, політичні ризики, страхування інвестицій, резервний фонд, Turn-key Construction contract, Advance Loss of Profit, Refinancing and Liquidity Risk.

2. Скласти логіко-структурні схеми:

1. Методи та інструменти управління проектними ризиками за стадіями реалізації проекту.

2. Класифікація видів страхування як методу управління проектними ризиками.

3. Класифікація видів гарантій, які застосовуються для управління проектними ризиками.

4. Подати у вигляді схеми засоби управління проектними ризиками зі сторони кредитора.

5. Форми фінансово-майнових гарантій як додатковий інструмент управління проектним ризиком.

3. Підготувати творчо-аналітичне завдання:

1. Проаналізувати причини виникнення та наслідки проектних ризиків.

2. Проаналізувати практику застосування страхування від політичних ризиків у проектному фінансуванні.

3. Проаналізувати практику застосування гарантій як методу управління проектними ризиками.

4. Проаналізувати світову практику застосування різних методів управління ризиками у проектному фінансуванні.

4. Виконати тестові завдання:

1. У якості причин виникнення фінансового ризику проекту можна назвати такі:

а) політичні фактори, коливання валютних курсів, державне регулювання облікової банківської ставки;

б) зростання вартості ресурсів на ринку капіталу і затримка підприємства у виході на ринок;

в) підвищення витрат виробництва, складність з репатріацією прибутку, соціальні чинники;

г) збільшення вартості обладнання, зростання витрат на зарплату, підвищення цін на сировину, енергію і комплектуючі.

2. Який із видів проектного ризику є ризиком свідомого чи вимушеного невиконання учасником своїх зобов'язань в рамках проектної діяльності:

а) ризик учасників проекту;

б) ризик перевищення кошторисної вартості проекту;

в) ризик несвоєчасного завершення будівництва;

г) виробничий ризик.

3. Основними заходами з управління проектними ризиками з боку кредитора є:

а) забезпечення взаємозв'язку ризиків за проектом з умовами та структурою його фінансування;

б) залучення проектною компанією субординованих кредитів;

в) отримання податкових пільг;

г) гарантія завершення робіт по проекту.

4. Заходи щодо зниження фінансових ризиків можуть містити:

а) залучення до розробки та реалізації проекту найбільших підприємств із великим досвідом;

б) вибір ринків збуту продукції;

в) зміна політики в керівництві;

г) посилення (скорочення) термінів повернення кредиту і виплати відсотків.

5. Що не стосується до заходів, які дозволяють мінімізувати проектний ризик:

а) диверсифікація ризиків, що дозволяє розподілити ризик між учасниками проекту;

б) страхування проектних ризиків, яке в умовах перехідного періоду до ринкових відносин у нашій економці робить лише перші кроки;

- в) збільшення частки відрахувань на непередбачені обставини;
- г) зупинення (припинення) використання кредиту.

6. Недофінансування проекту, зрив термінів його реалізації та повернення вкладених коштів виникають на основі:

- а) зміни торгово-політичного режиму та митної політики;
- б) невисокого професійного рівня виконавців проекту;
- в) ризику невиконання зобов'язань кредиторами;
- г) неправильно оформлених документів.

7. Що являє собою виробничий ризик:

а) відхилення в режимі експлуатації об'єкта від заданих техніко-економічних параметрів у результаті використання неапробованих виробничих технологій;

б) виникнення збоїв у виробничому процесі – порушення ритмічності, повна зупинка виробництва, невихід об'єкта на виробничу потужність, підвищений відсоток браку;

в) зниження обсягів реалізації продукту і цін на цей продукт;

г) нездатність підрядника забезпечити ефективне використання ресурсів, зміна умов реалізації проекту.

8. Спосіб ведення діяльності, за якого збитки у разі реалізації ризику лягають повністю на його учасника – це:

- а) страхування ризику;
- б) поглинання ризику;
- в) скасування ризику;
- г) мінімізація ризику.

9. До інструментів поглинання ризиків належать:

- а) створення резервних фондів;
- б) створення систем моніторингу;
- в) контроль за технологічними процесами;
- г) передача об'єкта інвестиційної діяльності професійної компанії – оператору.

10. Прив'язка фінансових умов кредиту до змін «зовнішнього середовища» проекту і показникам власне проекту – це:

- а) субординований кредит;
- б) мінімізація ризику;
- в) гнучкість кредитної угоди;
- г) резервний кредит.

11. Для якої фази проектного циклу належить значна частина всіх ризиків проектної діяльності:

- а) передексплуатаційна;
- б) виробнича;
- в) інвестиційна;
- г) фінансова.

12. Основна відповідальність за управління ризиками реалізації контрактів лежить на:

- а) учасниках реалізації інвестиційного проекту;
- б) проектній компанії;
- в) ініціаторі інвестиційного проекту;
- г) замовнику інвестиційного проекту.

13. Зміни в системах експортного фінансування є однією з причин ризиків:

- а) фінансових;
- б) політичних;
- в) будівельних;
- г) технологічних.

14. Що не є інструментом управління ризиками під час реалізації контрактів на інвестиційній фазі проектного циклу:

- а) юридичні гарантії;
- б) фінансові гарантії;
- в) резервні фонди;
- г) державні гарантії.

15. «Гонорар за ризик» виплачується підряднику, який керує:

- а) зниженням витрат без шкоди якості проекту;
- б) відмовою від жорсткого графіка зворотних платежів по кредиту;
- в) збільшенням капіталу проектної компанії;
- г) стабільним фінансуванням проекту.

16. Хто формує об'єднаний резервний фонд:

- а) власники та інші учасники;
- б) тільки власники;
- в) проектна компанія;
- г) керівник інвестиційного проекту.

17. На якій фазі проектного циклу відбувається страхування екологічних ризиків:

- а) передінвестиційна;
- б) фаза закриття проекту;

- в) виробнича;
- г) інвестиційна.

18. Що є інструментом захисту інвестиційних проєктів від ризиків невиконання або неналежного виконання контрактів на реалізацію проєкту:

- а) контрактні статті, що стосуються штрафних санкцій та відшкодування збитків;
- б) фінансові гарантії;
- в) резервні фонди;
- г) страхування.

19. Який ризик виникає внаслідок помилок під час проєктування, нездатності підрядника забезпечити ефективне використання ресурсів, зміни умов реалізації проєкту:

- а) ризик перевищення кошторисної вартості проєкту;
- б) ризик учасників проєкту;
- в) виробничий ризик;
- г) ризик несвоєчасного завершення будівництва.

20. В умовах якого договору підрядник готовий брати на себе додаткові зобов'язання і підвищені ризики:

- а) контракт «ризик-сервіс»;
- б) контракт «чистий сервіс»;
- в) контракт «під ключ»;
- г) контракт «гонорар за ризик».

5. Задачі:

Задача 1

Визначити рівень загрози зниження кредитоспроможності проєктної компанії та відхилення від умов кредитного договору за моделлю Чессера, якщо:

Фінансові показники	тис. грн
Грошові активи	1 150
Ліквідні цінні папери	137
Сукупні активи	150 240
Чистий дохід	145 212
Валовий дохід	172 311
Сукупна заборгованість	125 018
Необоротні активи	56 818
Чисті активи	24 114
Оборотний капітал	93 422

Задача 2

Визначити вірогідність реалізації опціону пут (непогашення своєї заборгованості проектною компанією кредитору) на основі моделі Мертона, якщо:

- боргові зобов'язання проектної компанії – 140,5 млн грн;
- ринкова вартість активів компанії – 175,3 млн грн;
- середньоквадратичне відхилення (волатильність) вартості компанії (розраховано як стандартне відхилення доходності акцій проектної компанії протягом 90 днів) – 0,05;
- період до погашення боргу – 3 роки;
- ставка без ризикової доходності – 6,5 %.

Задача 3

Проектна компанія для будівництва торгівельного комплексу залучила кредитні ресурси банку розміром 150 млн грн під 16 % річних на 5 років. Схема погашення боргу – протягом року – пільговий період (відсотки нараховуються, але не виплачуються); погашення боргу і відсотків – ануїтетом кожний квартал (компанія буде отримувати приблизно однакову суму доходів від оренди нерухомості). Через 2 роки компанія в результаті фінансово-економічної кризи відчула фінансові проблеми та звернулася в банк із проханням реструктуризації боргу. Банк запропонував:

- збільшити період погашення боргу ще на 3 роки, інші умови погашення боргу – залишити;
- збільшити період погашення боргу ще на 5 років,
- зменшити відсоток за кредит до 15 %.

Визначте найбільш привабливий з точки зору компанії варіант.

Задача 4

Проектна компанія планує відкриття представництва за кордоном із вкладення коштів у деякі активи в доларах США. У проектної компанії вже є кредитний договір із вітчизняним банком, де обмежується можливість залучення ресурсів у інших банків. Банк може надати кредит у національній валюті на досить сприятливих умовах під 17 % річних (150 млн грн). Підприємство – нерезидент «Astarta» здійснює вкладення в гривнях, але використовує залучені кошти у свого банку під 11 % річних у доларах США (20 млн доларів США). З метою зниження валютного ризику такі підприємства домовляються про своп. Через банк-посередник вони домовилися про обмін борговими зобов'язаннями. Спот-курс долара США на момент відкриття свопу складав 8,0 грн, на момент погашення боргових зобов'язань та сплати процентів через рік спот-курс склав 8,5 грн. За посередницькі послуги банк бере 0,5 % від суми свопу.

Визначте:

- 1) які валютні позиції мали компанії-партнери до укладання свопу;
- 2) збиток (прибуток) проектної компанії у разі їх відмови від укладання своп-контракту.

Задача 5

Проектна компанія для подальшого фінансування своєї діяльності може використовувати залучений капітал в євро під 11 % річних, у гривнях – під 19 % річних. При цьому вона має активи, що приносять дохід у національній валюті. Її партнер компанія «Getta» може взяти кредит у своєму банку під 12 % річних у євро та під 22 % річних у гривнях. «Getta» має активи в євро та отримує від них дохід у тій же валюті.

Вони вирішують укласти своп-контракт, який дозволив би обміняти проектною компанії свої зобов'язання в євро на зобов'язання підприємства «Getta» в гривнях. При цьому вони домовилися, що Проектна компанія надасть кредит «Getta» під 16 % річних, а «Getta» Проектній компанії – під 20 % річних.

Спот-курс на момент укладання своп-контракту склав 11,0 грн за євро. На момент погашення зобов'язань через рік – 11,2 грн.

Визначте:

- а) якому валютному ризику підлягає кожне з підприємств;
- б) результат від укладання свопу для проектної компанії.

Задача 6

01.06.2017 р. Проектна компанія залучила кредит розміром 45 млн грн з наступною датою пролонгації 1.09.2017 р. Прогнозується збільшення процентних ставок. Тому проектна компанія прагне застрахуватися від збільшення ставок на період з 1.09.2017 р. по 30.11.2017 р. Ф'ючерсний контракт складає 1 млн грн.

Визначити результат проектною компанії, якщо: вересневі трьохмісячні ф'ючерсні контракти коштували 01.06.2017 р. – 94,75, а 01.09.2017 р. – 92,60. При цьому процентні ставки на 01.06.2017 р. склали 7,0 %, на 01.09.2017 р. – 7,4 %.

Початковий гарантійний (маржовий) внесок склав 750 грн на контракт. Вартість одного тикю – 25 гр. од.

Визначити реальну процентну ставку за позикою.

Задача 7

Проектна компанія очікує отримати 01.12.2017 р. 2 млн грн, які вона збирається вкласти на 3 місяці під процентну ставку, що дорівнює LIBOR–1 %. Проектна компанія бажає зменшити ризик зниження процентної ставки, отримавши ф'ючерсні контракти. Визначити результат хеджування, якщо:

– 23.09.2017 р. ціна грудневих трьохмісячних ф'ючерсних контрактів складала 88,06; а 01.12.2017 р. – 88,31;
 – початковий гарантійний внесок склав 500 грн;
 – розмір ф'ючерсного контракту – 500 тис. грн, вартість 1 тижня – 12,50 грн.
 Визначити величину реальної процентної ставки за депозитом проектною компанією.

Задача 8

Проектна компанія планує залучити кредит зі ставкою LIBOR+2 %. Вона купує європейський опціон на річну позику під 12 % та сплачує премію в розмірі 0,5 % від умовної суми позики.

На дату виконання опціону ставка склала 14 %.

Визначити дійсну вартість позики.

Задача 9

Проектна компанія бажає взяти кредит 10 млн грн на 2 роки. Є такі варіанти:

- 1) взяти кредит на три місяці з подальшою пролонгацією кожного кварталу із ставкою 17 % річних;
- 2) взяти кредит на 6 місяців із подальшою пролонгацією кожні півроку зі ставкою 18 % річних;
- 3) взяти кредит на 2 роки зі ставкою 19 % річних.

Проектна компанія прогнозує, що процентні ставки можуть зрости так:

Місяць	Рік	Процентна ставка по кредитах, що надаються на 3 місяці, %	Процентна ставка по кредитах, що надаються на 6 місяців, %
3	1	17	18
6	1	17	18
9	1	17,5	18
12	1	18	18
3	2	18,5	18
6	2	19	19
9	2	20	19
12	2	21	20

Визначити найбільш доцільний варіант залучення коштів з урахуванням процентного ризику.

Задача 10

Проектна компанія планує взяти кредит 7 млн дол. на 6 місяців через 3 місяці. Процентна ставка встановлена як ставка LIBOR+1 %. Проектна компанія прогнозує збільшення процентних ставок та прагне зберегти вартість позики на рівні 14 % річних. Шестимісячна ставка LIBOR на поточний момент складає 13 % річних.

Проектна компанія купує форвардний процентний контракт у банку на таких умовах: 13 % на 7 млн дол 3v9. Тобто FRA здійснюється із ставкою 14 % на позику.

Через 3 місяці можливі ситуації:

- 1) ставка LIBOR складає 14 %;
- 2) ставка LIBOR 12 %.

Визначити величину компенсаційного платежу.

Задача 11

Визначте, на скільки зміниться ціна облігації проектної компанії в результаті можливого збільшення ринкової процентної ставки на 3 %, якщо:

- номінальна вартість облігації – 10 000 грн;
- погашення облігації – через 5 років;
- купонна процентна ставка – 20 %;
- відсотки сплачуються 4 рази на рік;
- ринкова процентна ставка на сьогодні складає 14 %.

Задача 12

Визначте чутливість зміни ціни боргового фінансового інструмента проектної компанії для банку у разі зміни процентної ставки на 2 %, якщо:

- номінальна вартість облігації – 30 000 грн;
- погашення облігації – через 3 роки;
- купонна процентна ставка – 14 %;
- проценти сплачуються двічі на рік;
- ринкова процентна ставка на сьогодні складає 15 %.

Задача 13

Облігація випущена проектною компанією зі строком погашення через 5 років. Щорічно сплачується купонний дохід у розмірі 12 % річних. Курс облігації – 85,5, ринкова процентна ставка – 10 %. Визначте показники дюрації, модифікованої дюрації, випуклості. Оцінити можливість зміну ціни облігації за умовою, що ринкова процентна зросте на 3 %.

Задача 14

Ви управляєте інвестиційною компанією, і вам зроблено цікаву пропозицію. Існує інвестиційна компанія, яка збирається інвестувати 2,3 млн грн у проект. Однак у вас немає в цей момент повної суми. Ви пропонуєте надати їм кошти, необхідні для завершення фінансування покупки опціону із ціною виконання в розмірі 2,2 млн грн на розвиток. Ви досліджували пропозицію і вважаєте, що

проект окупиться або в 2,7 млн грн, або 2,1 млн протягом шести місяців з кожного результату з імовірністю 0,5, ніякі інші результати неможливі. Річна процентна ставка становить 4,25 %.

Завдання:

- 1) скільки вам слід заплатити за опціон?
- 2) якби опціон продавця (пут-опціон) був у цьому проекті, скільки він би коштував?
- 3) наведіть схему виплат у вигляді діаграми для оригінальної стратегії опціону.

6. Кейс-завдання

1. «The structuring of Ace's overseas business ventures»

Ace Hardware sees the potential for profits and growth in Afghanistan, not just the risks of doing business in a country still racked by political, religious and social strife. In February, the US hardware firm sealed an agreement with its Afghani partner to open a hardware store in Kabul under the Ace name. «We see this as a way to get in on the ground,» says William Montanez, director of risk management at the Illinois company and a board member at the Risk and Insurance Management Society.

The structuring of Ace's overseas business ventures – it gives a local company a license to sell its array of tools, nails and other hardware products and use the Ace brand name rather than set up a subsidiary – helps minimize the fallout emanating from local event risk, such as a street riot or bombing. Yet the firm still bears the very real reputational risk of its distinctive logo being splashed on television news and social media sites if a hostage situation, for example, were to unfold at its venture in Kabul. In a world of instant and constant communication, what happens to a store in Iraq or Indonesia can immediately impact sales in a New Jersey suburb or Vancouver.

«The traditional risk of property and liability insurance for our stores is assumed by the local owner,» says Montanez, adding that Ace helps minimize its risks by working with partners experienced in the local market. «But we always have to be sure our brand is not damaged. It takes a long time to establish a brand. It can be destroyed very quickly.»

Over the past three years, the company has opened distribution centers in Dubai, Malaysia and Panama to serve the Middle East, Pacific Rim and Central and South America, respectively. About 600 of the

company's 4,700 stores now lie outside the United States and are responsible for \$200 million of its annual revenues. Its largest store lies in Indonesia.

In operation since 1924, Ace sees international markets as the way to expand its \$3.5 billion in annual sales (wholesale) as developed markets lose steam.

And Ace Hardware is not alone. Multinationals from both developed and emerging markets are looking outward – braving inefficient infrastructure systems while delicately handling the corruption and graft that accompany moving goods across exotic borders or selling goods in exotic locales. They remain undeterred by the challenges of different languages, societal standards and shifting regulatory landscapes as they try to boost revenue streams and counter the anemic growth in most industrialized nations.

Multinationals of all sizes and stripes are looking for sales among the expanding middle class consumer of countries such as Thailand, Colombia, Vietnam and Turkey and searching for natural resources in Liberia, Sierra Leone, Mauritania and South Sudan. And nearly 25 years after the North American Free Trade Agreement made it a hotspot for investment, Mexico is now re-emerging as a favorite for multinationals from around the globe seeking proximity to US markets.

[<http://www.gfmag.com/archives/174-april-2013/12431-risk-management-emerging-markets-risks.html>]

Завдання:

1. З якими ризиками стикаються інвестори під час виходу на нові ринки в країнах, що розвиваються?
2. Як міжнародний інвестор може мінімізувати свої ризики на локальних ринках?
3. Щоб ви порадили в першу чергу враховувати інвестору у процесі фінансування міжнародних проектів?
4. На ваш погляд, який спосіб страхування ризиків у рамках реалізації міжнародного проекту являється найбільш ефективним?

2. «Private investment has great potential in the Asian infrastructure market, [but the] risks of default can be significant»

The risks are high, too, however. Simply building or running infrastructure in emerging countries is inherently risky. The projects tend to be very much exposed to the host country's economy. For example, many build-own-operate-transfer projects operated by private companies fell into default after the Asia financial crisis when the customers they relied on to pay their utility bills could no longer do so. In addition, governments sometimes change the regulations surrounding the projects they want to be built, or withdraw promised subsidies in mid-investment. In a 2004 study on project finance performance, sovereign-related issues were found to be the principal reasons behind 27 % of all project finance rating downgrades and 37 % of all defaults.

«Private investment has great potential in the Asian infrastructure market, [but the] risks of default can be significant», states Joseph Anderson, a Singapore-based partner with the law firm of Morrison & Foerster. The focus of private equity funds – maximizing returns – can also potentially add risk to infrastructure investment. Private equity funds rely on high leverage to gain good internal rates of return – typically 10 % to 20 % – but infrastructure projects already tend to be very highly leveraged. Competition for the good projects tends to force up prices, which could mean even higher leverage is needed to achieve target returns.

Chris Lawton at Ernst & Young's global real estate center in New York says this «has introduced more risk into infrastructure as an asset class». This summer Lawton and his colleagues have seen a tightening of credit in infrastructure financing as a result of the liquidity squeeze in credit markets generally. «This credit tightening makes it more difficult to put infrastructure deals together» he notes.

There is, however, a positive side to the credit tightening, as Lawton points out: «It is likely to take some heat out of prices for infrastructure assets, which will lead to more financially sustainable investments. This is perhaps less of an issue in Asia, where the level of competition for infrastructure deals has not been as intense as other parts of the world».

Infrastructure deals in emerging markets face additional risk factors in that they are primarily greenfield developments – therefore they have no cash-flow history to assess – overlaid with the inherent disadvantage

they face relative to mature economies in political stability, legal framework and transparency.

There are some risks that are less visible than others. Lew Watts, CEO of PFC Energy in Washington, DC, worries that «irrespective of the appetite of investors, the capacity of the contractor community» is a problem. His firm calculates that «a significant number of the largest projects of energy companies are being delayed. There are many reasons for this, not least the complexity and the increasing environmental and social requirements of governments and lenders, but the largest...contractors are clearly stretched in not only responding to these demands, but carrying out the work itself».

Despite the hurdles, money can be made. EMP Global is one private equity investor that has proved that private equity infrastructure investment can be successful. It made a strong move with a Senai Desaru Malaysian toll road investment. «In general terms, infrastructure can be an interesting area for PE», says CEO Collins Roth. «However, its long gestation period can make it difficult to fit into the normal lifecycle of a PE fund. Given that it takes several years to develop and build a project and then prove its returns, it requires a patient investor. As a result, many people view it as a distinct asset class».

The returns on infrastructure projects are often in the low to high teens on a cash-on-cash basis, but with more potential upside based on a future sale once the project has been completed. As a result, many of EMP's infrastructure-related investments «have been structured not as investments in single projects but more as investments in growth companies, with a focus on investments into multi-asset companies that are looking for capital to build add-on capacity or consolidate a market» says Roth. «In this fashion, more traditional PE returns are achievable».

[<http://www.gfmag.com/archives/36-36-october-2007/459-features.html>]

Завдання:

1. Назвіть ризики інфраструктурних проектів у країнах, що розвиваються. Які ризики являються найбільш істотними?
2. Як кредитне посилення впливає на проектні ризики?
3. На ваш погляд, яким чином можливо збільшити інвестиційний капітал від інфраструктурних проектів?
4. Чим вигідні приватні інвестиції, як для підприємства, так і для держав країн, що розвиваються?

3. «The belief was that not all mortgage borrowers would default at the same time. That belief was wrong»

Alistair Darling's phone rang. It was 7 October 2008 and the chancellor of the exchequer was in Luxembourg, struggling to concentrate on the finer points of insurance regulation. The caller was Sir Tom McKillop, chairman of Royal Bank of Scotland, and his message was brief: «We are haemorrhaging cash. What are you going to do about it?»

The chancellor knew that Britain's biggest bank was in trouble even before McKillop came on the line, yet even the normally phlegmatic Darling was surprised at the size and immediacy of the crisis. «I asked how long he could last, expecting him to say that we had 24 hours» Darling recalled in an interview with the Guardian to mark the fifth anniversary this weekend of the bankruptcy of Lehman Brothers – the event that provoked the global financial crash and, along with other seismic shocks, pushed RBS to the brink.

The perils of over-leveraging had become apparent long before the US authorities gave up the fight to save Lehman on 15 September 2008, and condemned it to bankruptcy. Banks were using each other to fund their businesses rather than depositors. So even before Lehman collapsed, bankers could see the temperature was rising.

Douglas Flint, now chairman of HSBC, Britain's largest bank, but its finance director during the crisis, said: «It was very clear that many investment banks were dependent on being able to roll over short-term liquidity, and we could see the parcel of unencumbered assets being used as collateral was getting smaller».

Problems first surfaced in the American sub-prime mortgage market, where too many home loans had been extended to borrowers with no chance of ever repaying them. There was even a nickname for them – «ninja» loans, for people with no income and no job or assets. Those risky loans were bundled up with less risky ones and sold off in parcels to banks around the world. The belief was that these collateralised securities offered high returns at minimal risk. The belief was that not all mortgage borrowers would default at the same time. That belief was wrong.

It was also universal, which was why the crisis proved to be so debilitating. Banks were big, global, had utter faith in the supposed

perfection of unfettered markets, and were all operating the same mathematical models of risk. Speaking in 2011, Paul Volcker, the former chairman of the US Federal Reserve, put the crisis down to an «unjustified faith in rational expectations, market efficiencies and the techniques of modern finance».

[<http://www.theguardian.com/business/2013/sep/13/lehman-brothers-collapse-five-years-later-shiver-spine>]

Завдання:

1. На ваш погляд, які ще ризики стали причиною банкрутства Lehman Brothers та чи було воно неминучим для інвестиційного банку? Обґрунтуйте відповідь з посиланням на джерела.
2. Які заходи з порятунку Lehman Brothers ви могли б запропонувати?

4. Swap liability hangs over struggling SH130

A \$107 million *mark-to-market interest rate swap liability* on the struggling SH130 toll road financing could complicate any restructuring of its \$1.16 billion in debt. The original financing closed in March 2008, when six-month Libor stood at 2.68 %, while the most recent month, September 2013, had the same rate standing at 0.38 %.

The debt consists of a \$720 million 30-year *commercial bank loan*, which priced at 140 bp over Libor initially, rising to 170 bp, and a \$430 million *subordinate loan* from the US Federal Highway Administration's TIFIA programme, which carries an all-in rate of 4.46 %.

The financing package also includes \$197 million in *sponsor equity*, a \$30 million *contingent equity commitment* from sponsors Cintra (65 %) and Zachry (35 %), and a \$35 million *liquidity facility*.

The project company, SH 130 Concession Company, holds a 50-year concession for sections 5 and 6 of the bypass round Austin, Texas – 66 km of a 145 km total. Traffic levels on the road have consistently underperformed forecasts, and volumes are growing at a slower rate than planned.

The project already made a draw on the liquidity facility to meet a June 2013 repayment, and is likely to start drawing on the contingent equity for the December 2013 repayment. Moody's has now downgraded the debt from Ba1 at close to B1 this April and now to Caa3.

It says that the project is likely to run out of cash to meet its June 2014 debt service payment.

If the project defaults, then the TIFIA loan springs to parri passu with the commercial bank debt. The interest rate swap counterparties also win the right to terminate the swaps and be made whole.

The mandated lead arrangers on the financing were originally *Banco Santander, Fortis, Banco Espirito Santo, CaixaBl, Caja Madrid*. Given the restructurings and portfolio sales that several members of this group have since undergone, the swap and lender groups on the financing may no longer overlap.

[<http://www.projectfinancemagazine.com/Article/3267902/Swap-liability-hangs-over-struggling-SH130.html?LS=EMS906619>]

Завдання:

1. Яка структура проектного фінансування характерна для проекту із будівництва платних доріг?
2. Які учасники-інвестори здійснювали це фінансування та на яких умовах?
3. У чому особливості концесійних проектів?
4. Який інструмент застосовувався для зниження відсоткового ризику та в чому сутність такого хеджування?
5. Які нові ризики з'явилися в результаті проведення хеджування відсоткового ризику?

5. «Port LaPoita»

Just recently, however, on April 18, 2012, the first Rule 144A/Reg S project bond was issued for a Latin American Brownfield project before construction and without credit enhancement. This landmark project bond was issued by Terminales Portuarios Euroandinos Paita S.A. (the «Issuer») for the expansion of the Paita Terminal Port in the region of Piura, Peru (the «Port»). The notes (the «Notes»), which are due in 2037, raised \$110,025,000, carry a fixed interest rate of 8.125 %, and were rated «BB-» by Fitch and «BB» by Standard & Poor's. This article provides an overview of the transaction, and explores some of the key structuring issues that had to be overcome in order to complete the first successful Rule 144A/Reg S project bond with full demand, operating and construction risk for a Latin American project.

The Port was built in 1966 and renovated in 1999. The Port was managed by Empresa Nacional de Puertos, S.A. («ENAPU»), an entity

owned and controlled by the Government of Peru, from its construction until October 7, 2009, when the Issuer took over operations in accordance with the Concession. The Port's operations are focused on exports, which represented approximately 71 % of its total activity in 2011, 99 % of which consisted of container shipments. The main exports shipped through the Port are fish, fishmeal, fish oil, mangos, coffee and bananas. The main imports shipped through the Port are solid bulk products, such as fertilizers and grains, and liquids, such as soy oil.

Pursuant to the Concession, the Issuer has the right to operate and maintain the Port's existing facilities and is required to design, construct, operate and maintain a new container pier and, depending on the level of utilization of the Port, make certain other improvements, including the installation of additional port equipment and reinforcement of the existing jetty pier. The Issuer is also required to provide the standard services, but is entitled to collect fees for any other services that are provided to users of the Port.

Повний опис проекту: Uruguay: Pension Funds and. Latin Infrastructure Quarterly 1. The Project Bond Evolution: Port of Paita Case Study. Infrastructure. http://financedocbox.com/Credit_and_Debt_and_Loans/67250557-Uruguay-pension-funds-and-latin-infrastructure-quarterly-1-the-project-bond-evolution-port-of-paita-case-study-infrastructure.html

Завдання:

1. У чому відмінність «обернутих» облігацій (wrapped bonds), ким вони гарантуються і для чого випускаються?
2. Яка функція страхової компанії «monoline insurer» під час випуску облігацій?
3. У даному проекті використовуються облігації з фіксованою купонною ставкою з довгостроковим періодом погашення. У чому недоліки таких облігацій?
4. Які особливості розміщення облігацій нерезидентів на ринку США відповідно до правила 144A?
5. Які відмінності в потоках платежів для проектної компанії під час фінансування за рахунок випуску облігацій і синдикованих позик?
6. У чому полягає роль довірчого або трастового керуючого (indenture trustee) під час випуску облігацій у проектному фінансуванні?
7. Яку функцію виконує R. Rios J. Ingenieros у цьому проекті?

ЛІТЕРАТУРА

1. Азаренкова Г. М., Піскунов Р. О. Проектний аналіз (у схемах та прикладах) : навч. посібник. К. : УБС НБУ, 2015. 338 с.
2. Бугай В. З., Євтушенко М. С., Комісарова А. В. Проектне фінансування як інструмент залучення інвестиційних ресурсів. *Вісник Запорізького національного університету. Серія «Економічні науки»*. 2010. № 2 (6). С. 205–210.
3. Гребенюк Н. Проектное финансирование. Учебно-методическое пособие Х. : ХНУ имени В. Н. Каразина, 2012. 56 с.
4. Гридина М. В. Особенности формирования стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования *Економіка і організація управління* : Збірник наукових праць / під заг. ред. П. В. Єгорова. Донецьк : ДонНУ, Каштан, 2012. С. 137–149.
5. Завадська Д. Оптимізація кредитно-депозитної стратегії комерційного банку. *Банківська справа*. 2004. № 3. С. 87–91.
6. Закорко М. В. Определение факторов формирования стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования. *Бізнес Інформ*. № 5 (424). С. 278–288.
7. Ищенко И. Проектное финансирование как способ реализации энергосервисных контрактов. *Проблемы учета и финансов*. 2012. № 4 (8).
8. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України, затверджена постановою Правління Національного банку України від 3 жовтня 2005 р. № 358. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0400500-15>
9. Кириченко О. Діяльність українських інвестиційних банків. *Банківська справа*. 2009. № 2. С. 57.
10. Лактионова А. А., Закорко М. В. Оценка влияния факторов на стоимость собственного капитала субъектов хозяйствования в Украине. *Економіка и предпринимательство*. 2013. № 6 (35). С. 415–422.
11. Проектне фінансування : підручник / Т. В. Майорова, О. О. Ляхова та ін.; за ред. Т. В. Майорової. 2-ге вид., перероб. і допов. Київ : КНЕУ, 2017. 434 с.
12. Науменкова С., Гавриш Л. Особливості та інструменти проектного фінансування в Україні. Фінансова-кредитна діяльність: проблеми теорії і практики. Збірник наукових праць. 2013.
13. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 32 «Інвестиційна нерухомість», затверджене наказом Міністерства фінансів України від 2 липня 2007 р. № 779. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0823-07>
14. Попков И. И. Проектное финансирование как комплексная банковская услуга. *Банковские услуги*. 2006. № 11. С. 9–19
15. Пересада А. А., Майорова Т. В., Ляхова О. О. Проектне фінансування : підручник. К.: КНЕУ, 2005. 741 с.

16. Проектне фінансування : навчальний посібник для студентів економічних спеціальностей / П. В. Єгоров, О. А. Лактіонова; Донецький національний університет. Донецьк : «Цифрова типографія», 2013. 152 с.
17. Прасолова С. Особливості формування кредитної політики банків України з довгострокового інвестування. *Вісник НБУ*. 2004. С. 58–61.
18. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер. с англ. М. : Дело, 1997. 480 с.
19. Чеберкус Д. Перспективи проектного фінансування наукової і науково-технічної діяльності в Україні. *Наука та інновації*. 2013. № 3. С. 73–83.
20. Akintoye A., Beck M., Hardcastle C. (Eds.). *Public-Private Partnerships – Managing risks and opportunities*. Oxford : Blackwell Science Limited, 2003.
21. Della Croce, R. and J. Yermo (2013), «Institutional Investors and Infrastructure Financing», *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*. No. 36, OECD.
22. 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, 2011* The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank
23. Financing infrastructure – International trends. URL: <https://www.oecd.org/finance/Financing-infrastructure-international-trends2014.pdf#page=6&zoom=auto,-107,513>
24. Finnerty J. D. *Project financing – Asset-based financial engineering*. New York : John Wiley & Sons, Inc, 1996.
25. *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, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1618.pdf>
26. 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 2014.
27. John Finnerty, *Project Financing: Asset Based Financial Engineering*, Wiley Finance, 2013 (or 2007)
28. Kurowski L., Sussman D. *Investment project design – A guide to financial and economic analysis with constraints*. New Jersey : John Wiley & Sons, 2011.
29. *Mapping of instruments and incentives for infrastructure financing: a taxonomy*. OECD Report to G20 Finance ministers and central banks governors. <https://www.gihub.org/resources/publications/mapping-of-instruments-and-incentives-for-infrastructure-financing-a-taxonomy/>
30. Merna T., Njiru C. *Financing infrastructure projects (First ed.)*. London : Thomas Telford, 2002.

31. Nevitt P. K., Fabozzi F. J. Project financing (7 ed.). London, UK : Euro-money Books, 2000.
32. «The role of banks, equity markets and institutional investors in long-term financing for growth and development». *Report for G20 Leaders* (OECD, 2013). Qavailable at www.oecd.org/finance/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf
33. Pretorius, F., Lejot P., McInnis A., Arner D., Hsu B. F. Project finance for construction and infrastructure: Principles and case studies. Oxford : Blackwell Publishing. 12, 2008.
34. Project Finance in Asia Pacific: Practical Case Studies. London, UK : Euro-money Books.
35. Sammut J. Project Finance: Fundamental Elements and Critical Issues. Z. : SMC University, 2011. 29 p.
36. Serpell A. F. Modelling Project's Scopes for Conceptual Cost Estimating. *Cost Engineering*, 2011. Vol. 53. P. 24–31.
37. Stefano Gatti, Project Finance in Theory and Practice, Academic Press, 2013.
38. Guidelines for infrastructure development through Build-OperateTransfer (BOT) projects. Vienna : UNIDO, 1996.
39. Weber B. & Alfen. H. W. Infrastructure as an asset class – Investment strategies, project finance and PPP. West Sussex : John Wiley & Sons, 2010.
40. Yescombe E. R. Principles of Project Finance. California : Academic Press, 2002.

ДЛЯ НОТАТОК

Навчальне видання

Лактіонова Олександра Анатоліївна

ПРОЕКТНЕ ФІНАНСУВАННЯ

Навчальний посібник
для студентів економічних спеціальностей

Редактор Л. О. Серікова
Технічний редактор О. К. Гомон

Підписано до друку 27.12.2018 р.
Формат 60×84/16. Папір офсетний.
Друк – цифровий. Умовн. друк. арк. 12,56
Тираж 20 прим. Зам. № 64

Донецький національний університет імені Василя Стуса
21021, м. Вінниця, вул. 600-річчя, 21.
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру
серія ДК № 5945 від 15.01.2018 р.