УДК 336.7
DOI: https://doi.org/10.32782/2224-6282/191-24

Науменкова С.В.
доктор економічних наук, професор,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка
ORCID: https://orcid.org/0000-0001-8582-6044
Міщенко С.В.
доктор економічних наук, професор,
Державний торговельно-економічний університет
ORCID: https://orcid.org/0000-0002-1840-8579
Тіщенко Є.О.
кандидат економічних наук,
LLC "TECHNO-ENGINEERING"
ORCID: https://orcid.org/0000-0002-1580-4701

Naumenkova Svitlana
Taras Shevchenko National University of Kyiv
Mishchenko Svitlana
State University of Trade and Economics
Tishchenko Ievgen
LLC "TECHNO-ENGINEERING"

ПРОЄКТНЕ ФІНАНСУВАННЯ В УМОВАХ РЕАЛІЗАЦІЇ "UKRAINE FACILITY PLAN"

В умовах реалізації комплексного плану економічного розвитку – "UKRAINE FACILITY PLAN" особливої актуальності набуває реалізація інвестиційних проєктів для прискорення відбудови України. Стаття присвячена дослідженню особливостей проєктного фінансування та обґрунтування пропозицій для вдосконалення організаційно-правового механізму взаємодії з інвесторами. Визначено перелік дискусійних питань, пов'язаних з недосконалістю діючого законодавства та запропоновано заходи для усунення прояву потенційних конфліктів інтересів та ризиків у процесі взаємодії сторін спеціального інвестиційного договору. Обґрунтовано необхідність уточнення функцій та повноважень проєктної компанії. Визначено перелік фінансових інструментів Групи Світового банку для захисту інтересів інвесторів при реалізації інвестиційних проєктів в Україні.

Ключові слова: *проєктне фінансування, інвестиції, відбудова економіки, Світовий банк, Ukraine Facility Plan.*

PROJECT FINANCING IN THE CONTEXT OF THE IMPLEMENTATION OF THE "UKRAINE FACILITY PLAN"

In the context of the extensive destruction Ukraine has suffered as a result of the war, there is an acute shortage of funds for economic recovery. The assessment of damage, losses, and needs for the reconstruction and rebuilding of Ukraine is reflected in the updated World Bank report – Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3). The key tasks and goals for Ukraine's economic development are outlined in the Ukraine Facility Plan. Given this, the organizational, legal, and financial aspects of interaction with potential investors require greater attention in the implementation of the priorities set out in the Ukraine Facility Plan. This article is dedicated to studying the mechanism of project financing in Ukraine in the context of implementing the comprehensive economic development plan – Ukraine Facility Plan. It reveals the features of organizing the financing of projects with significant investments in the real sector of the economy. The article provides a list of organizations responsible for the development and implementation of the "Ukraine Facility Plan" at national and territorial levels, as well as those facilitating interaction with foreign investors. A list of contentious issues related to the imperfections of the current financial and legal mechanism, which may lead to potential conflicts of interest and risks in the process of interaction between participants in the investment process in Ukraine, is defined. Attention is drawn to the need to intensify work on supporting foreign investments at the state and regional levels. Given the high level of business risk in Ukraine, the mechanism for assessing and distributing risks among project participants requires greater attention. Based on the study of existing legislation, it is concluded that financial risks are the primary types of risks in the implementation of projects with significant investments in Ukraine. A list of World Bank Group instruments that can be used to protect the interests of investors in the implementation of large-scale investment projects in Ukraine is presented.

Keywords: *project financing, investments, reconstruction of the economy, World Bank, Ukraine Facility Plan.*

JEL classification: *E60, H80, O22*

Постановка проблеми. В умовах обговорення та реалізації комплексного плану економічного розвитку – Ukraine Facility Plan, на особливу увагу заслуговує механізм реалізації довгострокових інвестиційних проєктів для прискорення відбудови України. З огляду на це, виникає необхідність більш глибокого дослідження організаційно-правових та фінансових аспектів взаємодії з потенційними інвесторами, а також конкре-

© Науменкова С.В., Міщенко С.В., Тіщенко Є.О., 2024

тизації дискусійних питань, які потребують додаткової уваги в умовах реалізації Ukraine Facility Plan. Механізм проєктного фінансування в Україні потребує більш глибокого вивчення з огляду на можливість прояву потенційних конфліктів інтересів між сторонами спеціального інвестиційного договору та виникнення ризиків. З метою створення сприятливих умов для залучення в Україну значних інвестицій запроваджено додаткові форми державної підтримки проєктів, що зумовлює необхідність посилення співпраці центральних органів влади та місцевого самоврядування при формуванні та реалізації політики економічного відновлення. Крім того, фінансування довгострокових інвестиційних проєктів через економічну невизначеність та погіршення умов ведення бізнесу в Україні в умовах військових дій потребує застосування додаткових фінансових інструментів для захисту інтересів інвесторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання фінансування довгострокових інвестиційних проєктів знайшло відображення в наукових публікаціях українських та зарубіжних вчених. Проблеми відновлення та реконструкції повоєнної економіки України відображено в працях А. Гриценка [1], Я. Жаліла [2]. Особливості інвестиційної підтримки проєктів реального сектору в умовах невизначеності дослідили С. Гатті [3], Т. Майорова [4], В. Коваленко та С. Шелудько [5]. Механізм реалізації проєктів на засадах державно-приватного партнерства розкрито в роботах І. Брайловського [6], В. Круглова [7], Я. Овсянникової [8]. Діяльність банків та фінансових установ на ринку проєктного фінансування представлено в наукових публікаціях В. Міщенка [9,10], Г. Карчевої [11], О. Дзюблюка [12], С. Буковинського [13].

Механізм державної підтримки довгострокових інвестиційних проєктів та взаємодії з інвесторами представлено у відповідних законах України [14–17], документах Кабінету Міністрів України [18–21], Міністерства економіки України [22–23], Національного банку України [24]; інформації Ukraininvest та Advantage Ukraine [25–26].

Разом з тим, потребує більш ґрунтовного дослідження механізм проєктного фінансування в умовах реалізації комплексного плану економічного розвитку "UKRAINE FACILITY PLAN" [27]. Функції та повноваження проєктної компанії вимагають конкретизації, особливо при взаємодії з кредитними установами. Невирішеними залишаються питання убезпечення від ризиків довгострокового інвестування в Україні, що зумовлює необхідність використання додаткових інструментів захисту інтересів інвесторів.

Мета статті полягає у дослідженні особливостей проєктного фінансування в умовах реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN" та обґрунтування пропозицій для вдосконалення організаційно-правового механізму взаємодії з інвесторами.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ситуація в Україні характеризується надзвичайно складними умовами та масштабними руйнуваннями. За оцінкою Світового банку, станом на 31.12.2023 р. потреби у відновленні та реконструкції оцінювалися майже в 486 млрд дол. США (або 440 млрд. євро) (табл. 1),

Таблиця 1

Оцінка шкоди, збитків і потреб для реконструкції та відновлення України за результатами звіту Світового банку RDNA3 , млрд. дол. США

Сектор	Шкода	Збитки	Потреби
Соціальний сектор			
Житло	55,9	17,4	80,3
Освіта і наука	5,6	6,9	13,9
Охорона здоров'я	1,4	17,8	14,2
Соціальний захист*	0,2	9,5	44,5
Культура і туризм	3,5	19,6	8,9
Сектори інфраструктури			
Енергетика та видобуток паливних ресурсів	10,6	54,0	47,1
Транспорт	33,6	40,7	73,7
Телекомунікації та цифрові технології	2,1	2,3	4,7
Водопостачання та водовідведення	4,0	11,6	11,1
Комунальне господарство	4,9	6,8	11,4
Виробничі сектори			
Сільське господарство	10,3	69,8	56,1
Торгівля і промисловість	15,6	173,2	67,5
Іригація та управління водними ресурсами	0,7	0,7	10,7
Фінанси та банківська справа	0,0	5,7	2,3
Наскрізні сектори			
Навколишнє середовище, управління природними ресурсами та лісове господарство	3,3	26,5	2,3
Реагування на надзвичайні ситуації та цивільний захист	0,4	0,5	2,3
Юстиція та державне управління	0,3	1,7	0,7
Управління вибуховою небезпекою	-	34,6	34,6
Всього	152,5	499,3	486,2

*Не враховано втрату доходів домогосподарств у сумі 60 млрд. дол. США для уникнення можливого подвійного обліку в інших секторах

Джерело: складено на основі [28]

що приблизно в 2,8 рази перевищувало розрахунковий номінальний ВВП України на 2023 р., та продовжують зростати [28, с. 10].

Збитки від руйнування інфраструктури та будівель оцінюються у 152 млрд. дол. США. Термінові потреби у фінансуванні заходів з відновлення та реконструкції у 2024 р., розраховані на основі пріоритетів, визначених галузевими міністерствами, оцінюються у 15,3 млрд. дол. США (табл. 2).

Крім фінансування термінових потреб з відновлення та реконструкції RDNA3, уряд визначив потреби в майже 3 млрд. дол. США для фінансування багаторічних проєктів для підтримки економічного зростання та безпеки, а саме: для функціонування атомних електростанцій – 2 млрд. дол США; на додатковий захист високого рівня для підстанцій – 700 млн. дол США; на реконструкцію ключових НПЗ – близько 280 млн. дол. США [28, с.18].

Аналіз джерел фінансування свідчить про проблеми із залученням додаткових коштів для термінового фінансування потреб у 2024 р. відповідно до пріоритетів RDNA3 у сумі 9,5 млрд. дол. США, з яких 4,5 млрд. дол. США складає потреба в державних інвестиціях.

У таких умовах особливої актуальності набувають питання формування ефективного механізму проєктного фінансування, який ґрунтується на стимулюванні залучення іноземного капіталу для відбудови України та взаємодії з іноземними інвесторами на довгостроковій та взаємовигідній основі.

Наявність природних ресурсів і географічне розташування України в поєднанні з 17 угодами про зону вільної торгівлі з 46 країнами робить її важливим транзитним коридором між Європою, Азією та Близьким Сходом. Актуальність формування розвиненої сучасної виробничої і транспортної інфраструктури посилюється з огляду на те, що у 2022 р. українські логістичні маршрути були включені до Транс'європейської транспортної мережі (TEN-T). Крім того, Україна посідає 25 місце серед 165 країн світу з видобутку корисних копалин. Проте, обмеженість інвестицій та доступу до технологій посилюють ризики деіндустріалізації та «сировинного майбутнього» для країни.

Для відбудови економіки України використовуються джерела міжнародної підтримки від МФО, організацій розвитку та країн-донорів. У 2023 р. найбільшу підтримку українському бізнесу надали: Європейський банк реконструкції і розвитку (1,7 млрд євро); Європейський інвестиційний банк (1,2 млрд євро); Міжнародна фінансова корпорація (397,9 млн. євро), Кредитна установа для відбудови (214,6 млн. євро); Агентство США з міжнародного розвитку (182 млн. євро). Аналіз структури міжнародної підтримки за видами фінансування свідчить про те, що у 2023 р. найбільші обсяги коштів надходили у формі прямого фінансування (56,81%), гарантій (30,92%), грантів (6,57%), донорської підтримки (3,05%) та страхування воєнних ризиків (2,65%) [22].

Важливим завданням ефективної реалізації масштабних проєктів з відновлення та реконструкції об'єктів інфраструктури є стратегічне планування державних інвестицій, узгоджене із середньостроковим бюджетним плануванням, а також інтеграція управління інвестиціями в бюджетний процес.

В умовах реалізації завдань, визначених Ukraine Facility Plan, особливої актуальності набувають питання формування дієвого організаційно-правового механізму взаємодії з інвесторами. Основні органи та установи, які відповідно до своїх функцій і повноважень, задіяні у механізмі взаємодії з інвесторами в межах реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN" на загальнонаціональному та регіональному рівнях, представлено на рис. 1.

Відповідно до Закону України «Про державну підтримку проєктів із значними інвестиціями» [17], такий проєкт має відповідати чітким критеріям, а саме:

– реалізуватися на території України у чітко означених сферах;

– розмір інвестицій у такі проєкти перевищує суму, еквівалентну 12 млн. євро, а строк проєкту не повинен перевищувати 5 років;

– проєкт має забезпечувати створення, не менше 10/30/50 нових робочих місць із середньою заробітною платою працівників, розмір якої не менш ніж на 50%/30%/15% перевищує розмір реальної середньої заробітної плати за конкретним видом діяльності у регіоні, за попередній календарний рік.

Таблиця 2

Оцінка фінансування термінових потреб з відновлення та реконструкції економіки України на 2024 р., млрд. дол. США

Напрями фінансування	Станом на 31.12.2023 р.	
	в абсолютному вимірі, млрд. дол. США	у % до загальних потреб
Фінансування термінових потреб за пріоритетами, визначеними галузевими міністерствами України на 2024 р.	15,3	100,0
з них:		
- промисловість і послуги (торгівля, агробізнес, іригація та ін.)	3,593	23,51
- житлове та комунальне господарство	3,078	20,13
- енергетика	2,656	17,37
- соціальна інфраструктура та послуги	2,440	15,96
- транспорт	2,334	15,27
- міжсекторальні пріоритети (розмінування, телекомунікації, цифрова та кібербезпека тощо)	1,186	7,76

*Відображають галузеву оцінку без урахування потреб соціального захисту, які вже включені в бюджет

Джерело: складено на основі [28]

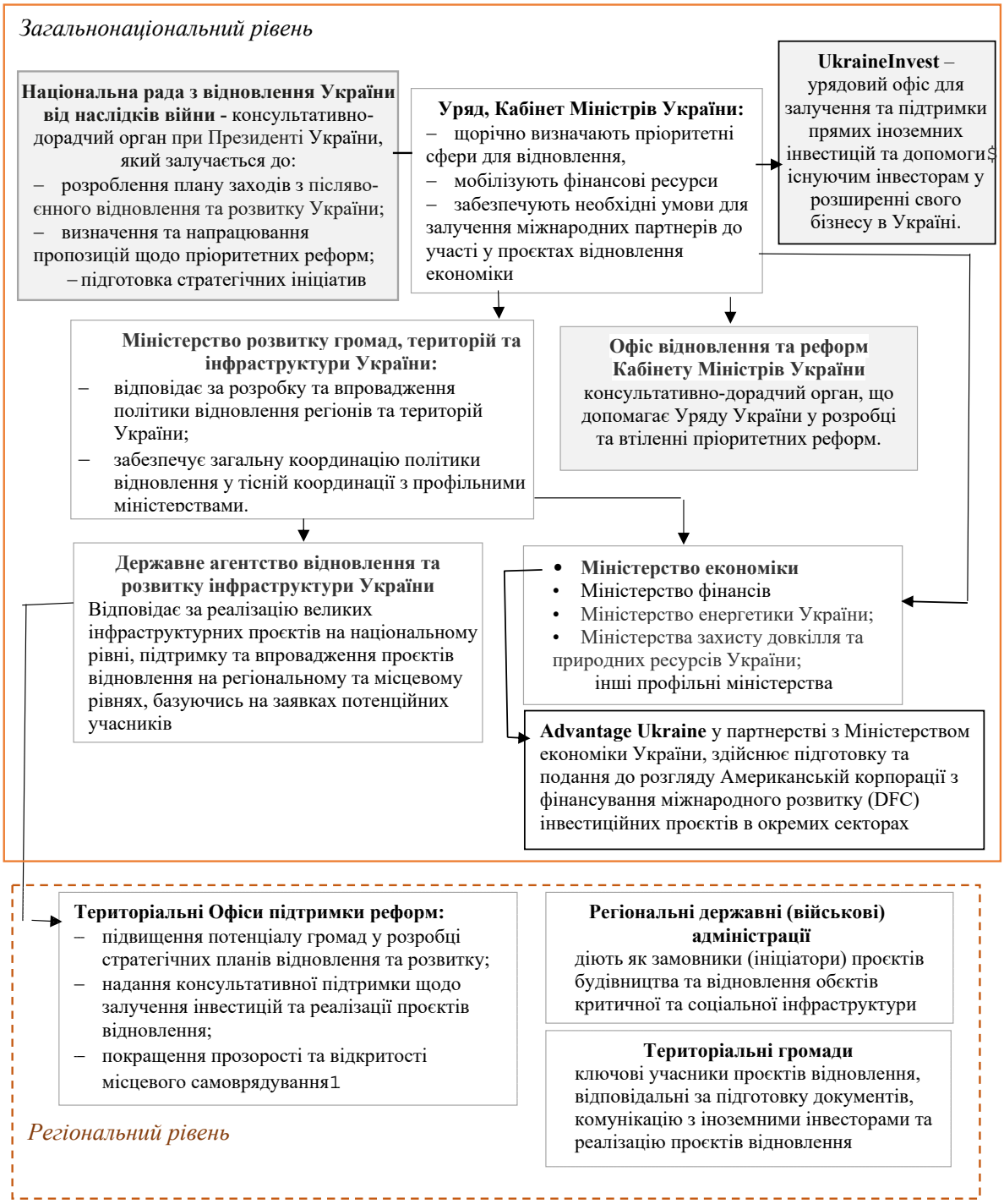

Рис. 1. Органи та установи, які беруть участь у розробці та реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN" на загальнонаціональному та регіональному рівнях

Джерело: побудовано на основі [25–29]

Для порівняння зазначимо, що в країнах ЄС статус «major project» отримує проєкт, фінансування якого потребує понад 50 млн. євро [30]. Реалізація проєкту із значними інвестиціями здійснюється на основі укладання спеціального інвестиційного договору на строк, погоджений сторонами, але не більше ніж на 15 років, що є важливою умовою для правильного визначення постпрогнозного періоду при побудові фінансової моделі проєкту.

Сторонами спеціального інвестиційного договору є держава Україна в особі Кабінету Міністрів України; територіальна громада в особі органу місцевого самоврядування; заявник; інвестор із значними інвестиціями (рис. 2).

Заслуговує на увагу нова організаційна основа взаємодії учасників проєкту із значними інвестиціями. Введено нові поняття – «інвестор із значними інвестиціями», «заявник» [17; 21]. Проте функції проєктної

Рис. 2. Основні сторони спеціального інвестиційного договору при реалізації проєктів із значними інвестиціями в Україні

Джерело: побудовано на основі [17; 19; 21]

компанії (SPV), створення якої є важливою ознакою проєктного фінансування, потребують конкретизації.

Відповідно до правового механізму, функції SPV покладаються на «інвестора із значними інвестиціями» – це «зареєстрована в Україні юридична особа, яка спеціально утворена для реалізації проєкту, господарська діяльність якої спрямовується виключно на реалізацію проєкту та виконання спеціального інвестиційного договору» [17].

Функції та повноваження проєктної компанії (SPV/SPE) безпосередньо впливають на її відносини з кредиторами та іншими учасниками проєкту. Відповідно до Постанови Правління НБУ від 30.06.2016 р. № 351 проєктне фінансування віднесено до спеціалізованого кредиту – виду довгострокового фінансування, який відповідає одночасно таким умовам:

– наданий юридичній особі – компанії спеціального призначення (SPE);

– фінансування проєкту здійснюється спільно ініціатором і банком;

– банк отримує у заставу корпоративні права боржника та має першочергове право на набуття їх у власність у разі невиконання боржником зобов'язань за кредитом;

– банк має першочергове право на:

– отримання грошових потоків боржника, що генеруватимуться проєктом;

– набуття у власність активу в разі невиконання або неналежного виконання боржником зобов'язань за кредитним договором;

– отримання банком у заставу майнових прав на актив або об'єкт, що споруджується, придбається, управляється» [24].

Враховуючи, що відповідальність за реалізацію проєкту із значними інвестиціями покладається як на заявника, так і на інвестора (рис. 1), виникає потреба у конкретизації їхніх повноважень щодо взаємовідносин з іншими учасниками проєкту при укладанні різних фінансових та промислових контрактів і договорів (рис. 3).

В умовах реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN" потребують посилення, вимоги до стратегічного планування державних інвестицій, що має узгоджуватися із середньостроковим бюджетним плануванням.

У 2021 р. уповноваженим органом для підтримки реалізації інвестиційних проєктів було визначено UkraineInvest, який діє з 2016 р. як урядовий офіс для залучення прямих іноземних інвестицій та допомоги існуючим інвесторам у розширенні бізнесу в Україні. [25].

UkraineInvest також забезпечує сприяння виконанню спеціальних інвестиційних договорів органами місцевого самоврядування, надає заявникам та інвесторам організаційну та інформаційно-консультативну

Рис. 3. Перелік типових контрактів при реалізації довгострокових інвестиційних проєктів

Джерело: побудовано на основі [31, с. 14]

допомогу, зокрема, щодо розроблення пропозицій, рекомендацій, планів дій, спрямованих на удосконалення реалізації проєкту.

Поряд з UkraineInvest, створено інвестиційну платформу Advantage Ukraine, яка функціонує у партнерстві з Міністерством економіки України та здійснює підготовку та подання до розгляду Американській корпорації з фінансування міжнародного розвитку (DFC) інвестиційних проєктів у секторах виробництва, будівництва, e-commerce та житлової нерухомості [26].

Особливої уваги при взаємодії з іноземними інвесторами потребує робота, спрямована на запровадження міжнародних стандартів супроводу іноземних інвестицій на регіональному рівні. З огляду на це, діяльність проєктних компаній (SPE) відіграє вирішальну роль у реалізації довгострокових проєктів, оскільки саме проєктна компанія отримує повноваження щодо укладання більшості договорів з учасниками проєкту, акумулює необхідні фінансові ресурси та здійснює розрахунки з ними на основі укладених договорів [31, с. 16].

Підвищується роль територіальних громад як ініціаторів та спонсорів (бенефіціарів), які створюють SPV/SPE, мають повноваження у прийнятті рішень щодо передачі майна та укладання концесійних угод.

Окремі питання потребують додаткової уваги та відповідного нормативно-правового уточнення, оскільки діючий механізм державної підтримки інвестиційних проєктів із значними інвестиціями потребує вдосконалення та не позбавлений певних ризиків для учасників при реалізації спеціального інвестиційного договору (табл. 3).

Так, звільнення від сплати окремих податків і зборів,-містить потенційний конфлікт інтересів між державним і місцевим бюджетами щодо балансу їхніх витрат. Звільнення від оподаткування ввізним митом нового устаткування та комплектуючих виробів, що ввозяться виключно для реалізації інвестиційного проєкту, підвищує ризики додаткових втрат і зниження рівня очікуваної дохідності для інвесторів за відсутності чітких критеріїв визначення такого обладнання у нормативних документах.

Єуперечливим є положення щодо забезпечення переважного права інвестора на придбання земельної ділянки у власність після закінчення строку дії спеціального інвестиційного договору. Існують ризики отримання негативного результату при голосуванні рішення щодо передачі земельних ділянок інвестору із земель комунальної власності.

Забезпечення будівництва об'єктів суміжної інфраструктури за рахунок бюджетних коштів, провокує ризик недостатнього фінансування інфраструктурного проєкту приймаючою стороною.

На нашу думку, потребують уточнення вимоги до оцінювання надійності банків-резидентів і нерезидентів, а також критерії достатності власного капіталу фінансових установ при фінансуванні проєктів

Таблиця 3

Особливості діючого механізму реалізації проєктів із значними інвестиціями, які потребують нормативно-правового врегулювання

№ з/п	Особливості діючого правового механізму реалізації проєктів із значними інвестиціями [17-21]	Потенційні ризики і конфлікти інтересів та пропозиції для вдосконалення правового механізму
1	Встановлення ставки земельного податку та орендної плати за землі державної та комунальної власності в розмірі меншому, ніж розмір земельного податку для певної категорії земель на відповідній території, або звільнення від сплати земельного податку.	*Потенційний конфлікт інтересів* між сторонами спеціального інвестиційного договору через зменшення надходжень до місцевих бюджетів.
2	Забезпечення переважного права придбання інвестором земельної ділянки у власність після закінчення строку дії спеціального інвестиційного договору.	*Потенційний конфлікт інтересів* між сторонами спеціального інвестиційного договору, який може мати прояв при голосуванні рішення на рівні територіальних громад щодо надання земельної ділянки у користування та з переважним правом інвестора щодо її придбання.
3	Звільнення від відшкодування втрат лісогосподарського виробництва з боку інвестора при реалізації інвестиційного проєкту із значними інвестиціями.	*Потенційний конфлікт інтересів* між інвестором і приймаючою стороною щодо оцінювання соціально-екологічних наслідків реалізації проєкту. Пропонуємо скасувати правову неузгодженість з огляду на вимоги до змісту ТЕО інвестиційного проєкту
4	Компенсація витрат на підключення та приєднання до інженерно-транспортних мереж, необхідних для реалізації інвестиційного проєкту.	*Фінансові та інвестиційні ризики* через брак коштів у приймаючої сторони для компенсації витрат на експлуатацію об'єктів суміжної інфраструктури в процесі реалізації проєкту.
5	Звільнення від оподаткування ввізним митом нового устаткування та комплектуючих виробів, що ввозяться виключно для реалізації інвестиційного проєкту.	*Ринкові ризики* додаткових втрат інвесторів через невідповідність припущень щодо очікуваної дохідності. Пропонуємо уточнити критерії такого обладнання для внесення відповідних уточнень у спеціальному інвестиційному договорі.
6	Реалізація проєкту із значними інвестиціями шляхом укладання спеціального інвестиційного договору на строк, погоджений сторонами, але не більше ніж на 15 років.	*Інвестиційні, операційні та фінансові ризики* учасників через невідповідність припущень щодо терміну експлуатації проєкту. Пропонуємо встановити для проєктів, що реалізується у відповідній сфері, значення *reference period* – періоду, який відповідає економічно корисному терміну експлуатації проєкту та ймовірним довгостроковим наслідкам від його реалізації.
7	Встановлення критеріїв достатності операційного /інвестиційного чистого грошового потоку: не менше 30% планового обсягу значних інвестицій на кінець останнього фінансового року.	*Фінансові ризики* через невідповідність підходів при оцінюванні фінансової надійності заявників проєкту. Пропонуємо уточнити значення показників достатності власного капіталу окремо для резидентів і нерезидентів – фінансових компаній і банків.
8	Встановлення вимог до надійності банку заявника для підтвердження його готовності надати фінансування у сумі, достатній для здійснення інвестиційного проєкту.	*Ризики регуляторного арбітражу* через невідповідність вимог при оцінюванні фінансової стійкості установи, що забезпечує фінансування проєкту. Пропонуємо розширити перелік вимоги до оцінки надійності банків-резидентів і банків-нерезидентів відповідно до міжнародної практики.
9.	Визначення ринкової вартості боргового капіталу з урахуванням премії за ризики, пов'язані з країною (регіоном, містом), де реалізується проєкт.	*Фінансові ризики* при розрахунку грошового потоку проєкту. Пропонуємо конкретизувати підходи до визначення премії за ризики ведення бізнесу в країні (Country Risk Premium, CRP), де реалізується проєкт, для більш точного розрахунку середньозваженої вартості капіталу та ставки дисконтування.
10.	При здійсненні значних інвестицій в іноземній валюті, вони розрахо-вуються в гривні за офіційним курсом валюти, встановленим НБУ станом на дату фактичного здійснення інвестицій.	*Фінансові ризики (валютні, ризики незбалансованої ліквідності)* через недотримання контрактних умов учасниками проєкту в умовах підвищеної волатильності валютного ринку України. Пропонуємо розширити використання фінансових інструментів НБУ для хеджування валютних ризиків проєктів,
11.	Розрахунок ставки дисконтування на основі середньозваженої облікової ставки НБУ за відповідний період.	*Інвестиційні ризики* через невідповідність припущень щодо ставки дисконтування при оцінюванні достатності проєктного грошового потоку.
12.	Оцінка соціального ефекту від реалізації інвестиційного проєкту.	*Ризики оцінки бюджетної ефективності проєкту.* Пропонуємо встановити індикативні значення соціальної ставки дисконтування (SDR) при розрахунку ENPV (Economic Net Present Value*)* проєкту залежно від сфери його реалізації.
13.	Оцінка привабливості проєкту для кредиторів здійснюється з використанням коефіцієнту покриття боргу (DSCR) – співвідношення між грошовими коштами, отриманими в результаті реалізації інвестиційного проєкту, та загальною сумою, необхідною для обслуговування боргу.	*Фінансові (кредитні) ризики* через невідповідність вимогам кредиторів при оцінюванні кредитоспроможності позичальників. Пропонуємо розширити перелік обов'язкових показників, таких як: інтервальний та кумулятивний коефіцієнти покриття боргу (DSCRi, DSCRc); коефіцієнти достатності коштів від операційної діяльності для обслуговування боргу впродовж терміну дії кредитного договору (LLCR) та впродовж строку корисного використання активу (PLCR); коефіцієнт участі ініціатора у фінансуванні проєкту (DER).

Джерело: розробка авторів

[32, с. 75–76]. Окремої уваги заслуговують підходи до розрахунку ринкової вартості боргового капіталу та розрахунку соціальної ставки дисконтування, що безпосередньо впливає на визначення обсягу державної підтримки.

В процесі реалізації проєктних рішень посилюється контроль за дотриманням екологічних і соціальних вимог, що потребує уточнення моніторингових індикаторів для більш повного відображення соціальних та екологічних результатів згідно з концепцією «витрати-вигоди» [31, с. 157–158; 33, с. 392].

На наш погляд, вдосконалення правового механізму реалізації проєктів із значними інвестиціями забезпечить можливість формування більш обґрунтованих рішень в умовах реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN".

На основі вивчення діючого законодавства (табл. 3) ми дійшли висновку про те, що фінансові ризики є основними видами ризиків при реалізації проєктів із значними інвестиціями. Ось чому важливим питанням для приватних інвесторів і кредиторів є оцінка ризиків ведення бізнесу в країні, яка стає важливою складовою інвестиційного аналізу [34; 35, с. 93; 36, с. 16–17].

У міжнародній практиці оцінювання ризиків країни є необхідним етапом для інвесторів-нерезидентів і здійснюється із застосуванням різних методичних підходів. На рис. 4 представлено значення окремих премій за ризик відповідно до методики компанії Stern, які використовуються портфельними інвесторами. Так, значення премії за ризик здійснення операцій на розвинутому ринку акцій впродовж 2014–2024 рр. не перевищувала 5–6%, в той час як премія за ризик ведення бізнесу в Україні у цей період коливалася від 5,5% до 18,2%. Тому очікувана дохідність власного капіталу для нерезидентів, які здійснюють інвестиції в Україні, з початком війни зросла до 22–23% (рис. 4).

Більшість підходів до оцінювання ризику країни ґрунтуються на постійному моніторингу економічної, соціальної та політичної ситуації в країні з наступним рейтингуванням країн за певним набором факторів та субфакторів, а також на використанні різних індикаторів на передінвестиційному етапі. Підходи до оцінювання ризиків країни відрізняються від підходів, що використовуються при оцінюванні суверенних ризиків приватними рейтинговими агентствами (CRA).

Так, згідно з підходами OECD, ризик країни охоплює ризик передачі та конвертованості валюти (тобто ризик, що перешкоджає конвертувати місцеву валюту в іноземну та/або переказувати кошти кредиторам-нерезидентам) і ризики форс-мажорних обставин.

OECP здійснює класифікацію ризиків країни на основі застосування двоетапної методології, основними складовими якої є:

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

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

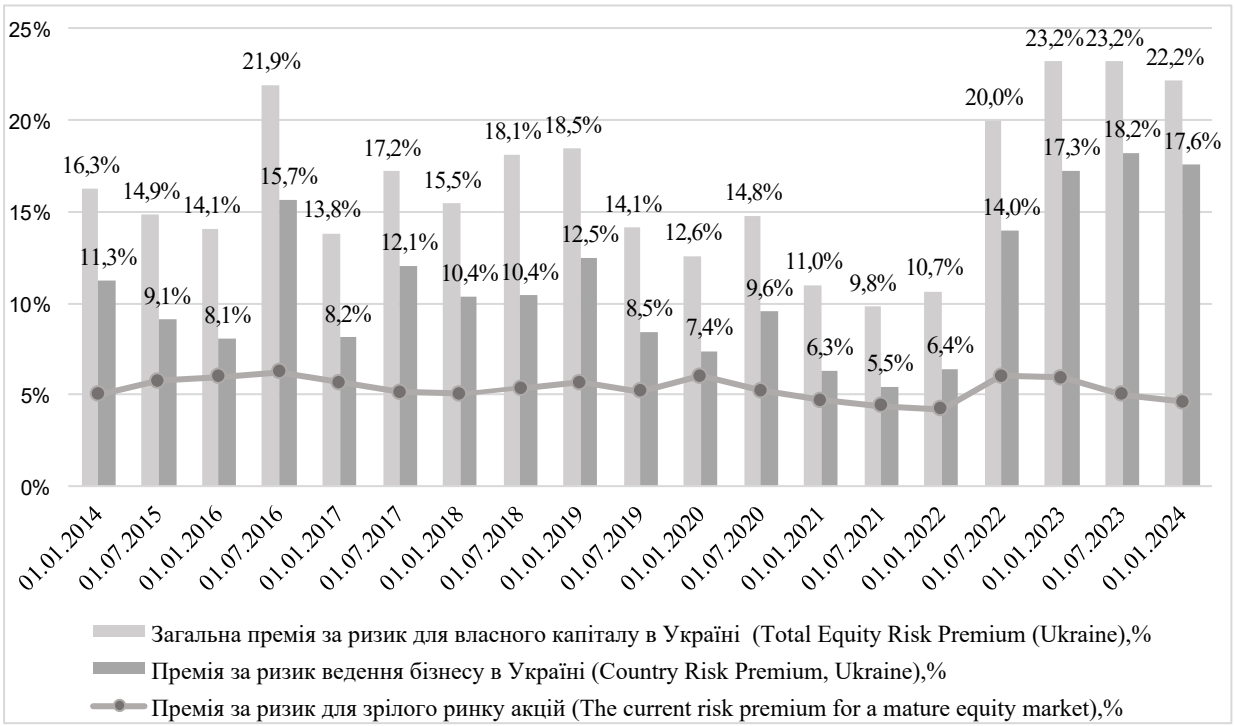

Рис. 4. Премії за ризик для розвиненого ринку акцій, премія за ризик країни та загальна премія за ризик для власного капіталу в Україні у 2016–2024 рр., %

Джерело: побудовано на основі [34]

ОЕСР класифікує країни за 7-ма категоріям ризику, де в 7-й категорії представлені країни з найвищим рівнем ризику, а в 1-й – країни з мінімальним. Так, у січні 2020 р., позиції України відповідали 6-тій категорії ризиків країни [30, с. 145].

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

З огляду на зростання ризику ведення бізнесу (*country risk premium)* в Україні (рис. 4), у інвесторів виникають питання використання додаткових інструментів управління ризиками при реалізації масштабних проєктів. Як свідчить міжнародна практика, пом'якшення негативного впливу ризиків країни у проєктному фінансуванні є достатньо складним і ґрунтується на використанні різних інструментів захисту інтересів кредиторів та інвесторів [32, с. 75; 37, с. 13–14; 38, с. 262; 39, с. 146–147].

Для розширення уяви та забезпечення більшої гнучкості в управлінні ризиками фінансування дов-

Таблиця 4

Інструменти Групи Світового банку, які можуть використовуватися для захисту

Характеристики інструментів	IBRD Partial Risk Guarantee	IFC Risk-Sharing Facility	IDA Partial Risk Guarantee	MIGA Political Risk Insurance
Форма прояву ризику ведення бізнесу в країні:				
Політичні заворушення	+	+	+	+
Тероризм	+	+		+
Експропріація	+	+	+	+
Невиконання умов контракту	+	+	+	+
Державний дефолт	+	+		
Невиконання зобов'язань за державною гарантією	+	+		
Невиконання арбітражних рішень	+	+		+
Неправомочність відповідальності за гарантією	+	+		+
Анулювання ліцензії	+	+		+
Базовий актив/зобов'язання:				
Облігації	+	+	+	+
Субординовані облігації	+		+	+
Комерційний кредит	+	+		
Субординований кредит	+	+	+	+
Кредит з переважним правом вимоги («кредит першої черги»)	+	+	+	+
Кредитний транш другої черги (мезонінний транш)		+		+
Транш з дією до перших збитків («транш перших збитків»)		+		
Гарантії та забезпечення за позикою	+		+	+
Короткострокові інструменти	+	+		
Договори про розподіл продукції	+		+	+
Договори участі у прибутках	+		+	+
Угоди на управління	+		+	+
Концесійні угоди	+		+	+
Ліцензійні договори	+		+	+
Контракти «під ключ»	+		+	+
Угоди оперативного лізингу	+		+	+
Гарантованість сплати відсотків:				
Повна	+		+	
Часткова		+		+
Інші характеристики				
Державні контргарантії у натуральній формі	+		+	
Використання національної валюти	+	+	+	+

Скорочення:

IBRD PRG *(IBRD Partial Risk Guarantee)* – гарантія Міжнародного банку реконструкції та розвитку (IBRD) з часткового покриття ризиків проєкту;

IFC RSF *(IFC Risk-Sharing Facility)* – послуги Міжнародної фінансової корпорації (IFC) з розподілу ризиків;

IDA PRG *(IDA Partial Risk Guarantee)* – гарантія Міжнародної асоціації розвитку (IDA) з часткового покриття ризиків проєкту;

MIGA PRI *(MIGA Political Risk Insurance)* – страхування політичних ризиків Багатосторонньою агенцією з гарантування інвестицій (MIGA).

Джерело: складено на основі [37]

гострокових проєктів складено порівняльну таблицю інструментів Групи Світового банку для захисту інтересів інвесторів при веденні бізнесу в країнах з високим рівнем нестабільності, найбільш поширеними серед яких є гарантійні інструменти (табл. 4).

Так, для часткового покриття проєктних ризиків призначена гарантія Міжнародного банку реконструкції та розвитку (IBRD Partial Risk Guarantee), яка надається під проєкти державно-приватного партнерства та концесійні проєкти. Також для часткового покриття ризиків проєкту може використовуватися гарантія Міжнародної асоціації розвитку (IDA Partial Risk Guarantee).

Зауважимо, що не всі фінансові інструменти Групи Світового банку можуть бути рекомендовані при реалізації проєктів із значними інвестиціями. Зокрема, це стосується таких гарантійних інструментів, як гарантія IBRD для покриття ризиків, пов'язаних з проведенням реформ (*IBRD Policy-based Guarantee),* гарантія IFC для повного покриття кредитних ризиків *(IFC Full Credit Guarantee),* що призначена для підтримки соціального орієнтованих ініціатив.

Висновки. В умовах реалізації комплексного плану економічного розвитку України – "UKRAINE FACILITY PLAN" механізм проєктного фінансування потребує особливої уваги. Реалізації масштабних проєктів відповідно до визначених середньострокових пріоритетів економічного відновлення України має відбуватися на основі впровадження стратегічного планування державних інвестицій, узгодженого із середньостроковим бюджетним плануванням.

З огляду на це, взаємодія органів та установ, які беруть участь у розробці та реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN" на загальнонаціональному та регіональному рівнях, потребує відповідної координації та спрямованості на ефективну реалізацію державної інвестиційної політики. Крім того, діяльність проєктних компаній, які відіграють вирішальну роль у реалізації масштабних інвестиційних проєктів, має ґрунтуватися на чіткому і прозорому організаційно-правовому механізмі.

Діючий механізм реалізації проєктів із значними інвестиціями не позбавлений недоліків та потребує відповідного правового врегулювання, що забезпечить можливість формування більш обґрунтованих рішень в умовах реалізації "UKRAINE FACILITY PLAN".

Індикатори моніторингу проєктів із значними інвестиціями повинні ґрунтуватися на єдиних принципах і методологічних підходах ОЕСР, а також бути адаптованими до використання в офіційній практиці. Враховуючі значні ризики та невизначеність при реалізації довгострокових проєктів, механізм взаємодії з іноземними інвесторами потребує посилення в частині оцінювання та розподілу ризиків між учасниками спеціального інвестиційного договору. Для захисту інтересів іноземних інвесторів та убезпечення від неочікуваних втрат при реалізації довгострокових інвестиційних рішень в умовах повоєнного відновлення можуть використовуватися інструменти Групи Світового банку.

Список використаних джерел:

1. Відновлення та реконструкція повоєнної економіки України : наукова доповідь / за ред. акад. Гриценка А. А. Київ, 2022. 305 с.
2. Пріоритети розвитку реального сектора в умовах війни та повоєнного відновлення економіки України: аналіт. доп. / За загальн. ред. Я. А. Жаліла. Київ: НІСД, 2024. 104 с.
3. Gatti S. Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. London: Elsevier Inc., 2018. 598 p.
4. Майорова Т. В. Проєктне фінансування / За ред. проф., д.е.н. Т. В. Майорової. Київ : КНЕУ, 2017. 434 с.
5. Коваленко В., Шелудько С. Проєктне фінансування в умовах невизначеності та ризику. *Інфраструктура ринку.* 2019. № 36. С. 415–424. DOI: https://doi.org/10.32843/infrastruct36-64
6. Брайловський І. А. Моделі і механізми державно-приватного партнерства: реалізація в Україні. Донецьк: Східний видавничий дім, 2014. 376 с.
7. Круглов В. В. Розвиток державно-приватного партнерства в Україні: механізми державного регулювання. Харків: «Магістр», 2019. 252 с.
8. Науменкова С. В., Овсянникова Я. О. Особливості оцінювання ефективності проєктів публічно-приватного партнерства: зарубіжний досвід та українська практика. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2013. № 134. С. 47–51. DOI: https://doi.org/10.17721/1728-2667.2013/134-1/13
9. Міщенко В. І. та ін. Санаційний банк – «брідж-банк» як механізм роботи з нежиттєздатними банками : монографія. Київ : УБС НБУ, 2011. 119 с.
10. Міщенко В. І., Науменкова С. В. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. № 2. С. 3–11.
11. Карчева Г. Т. та ін. Механізми забезпечення ефективності та конкурентоспроможності банківської системи та економіки України. Київ : Університет банківської справи, 2019. 311 с.
12. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / За ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль: ФОП Осадца Ю. В., 2017. 298 с.
13. Буковинський С. та ін. Банківська система України на шляху євроінтеграції: монографія. Київ : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2015. 496 с.
14. Про інвестиційну діяльність. Закон України від 18.09.1991 р. №1561-XII. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12#Text
15. Про державно-приватне партнерство. Закон України від 01.07.2010 р. №2404-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2404-17#Text
16. Про концесію. Закон України від 16.07.1999 р. №997-XIV. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/155-20#Text
17. Про державну підтримку інвестиційних проєктів із значними інвестиціями в Україні. Закон України від 17.12.2020 р. № 1116-IX. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1116-20#Text
18. Порядок та методологія проведення оцінки інвестиційного проєкту із значними інвестиціями. Постанова Кабінету Міністрів України від 12.03.2024 р. № 312. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/312-2024-%D0%BF#n98

19. Методологія розрахунку обсягу державної підтримки для реалізації інвестиційного проєкту із значними інвестиціями. Постанова Кабінету Міністрів України від 07.07.2021 р. № 714. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/714-2021-%D0%BF#Text

20. Вимоги до техніко-економічного обґрунтування інвестиційного проєкту із значними інвестиціями. Постанова Кабінету Міністрів України від 19.05.2021 р. № 515. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/515-2021-%D0%BF#n8

21. Вимоги до заявника щодо фінансової спроможності для реалізації інвестиційного проєкту із значними інвестиціями. Постанова Кабінету Міністрів України від 23.06.2021 р. № 648. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/648-2021-%D0%BF#n8

22. Діюча міжнародна підтримка українського приватного сектору складає понад 4 млрд євро. Міністерство економіки України. 17.10.2023. URL: https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=0ebc19a1-133d-48f2-bcf8-1aec1eaa70b6&title=DiiuchaMizhnarodna

23. Інвестиції в Україну та відновлення економіки. Міністерство економіки України. 15.05.2024. URL: https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=62bfd716-8665-4a4c-9e2d6325ba53b3c8&title=InvestitsiiVUkrainuTaVidnovlenniaEkonomiki

24. Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями. Постанова Правління НБУ від 30.06.2016 р. № 351. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text

25. Як UkraineInvest може допомогти? UkraineInvest. 2024. URL: https://ukraineinvest.gov.ua/services-team/

26. Advantage Ukraine: перші п'ять інвестпроєктів взято до розгляду DFC. Міністерство економіки України. 22.03.2023. URL: https://www.me.gov.ua/news/detail?lang=uk-ua&id=9ecb5006-f5f6-4ef-b587-0a94fdaa6ad3&title=advantageukraine

27. План для Ukraine Facility. Міністерство економіки України. 2024. URL: https://www.ukrainefacility.me.gov.ua/wp-content/uploads/2024/03/plan-ukraine-facility.pdf

28. Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3): February 2022 – December 2023. World Bank Group. 2023. URL: http://documents.worldbank.org/curated/en/099021324115085807/P1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a

29. Положення про Державне агентство відновлення та розвитку інфраструктури України. Постанова Кабінету Міністрів України від 10.09.2014 р. № 439. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/439-2014-%D0%BF#Text

30. Regulation (EU) №1303/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 December 2013. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A32013R1303

31. Науменкова С. В. Проєктне фінансування. Київ: Знання України, 2022. 217 с.

32. Naumenkova S., Tishchenko I., Mishchenko S., Mishchenko V., Ivanov V. Assessment and mitigation of credit risks in project financing. *Banks and Bank Systems*. 2020. № 15 (1). P. 72–84. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/bbs.15(1).2020.08

33. Naumenkova S., Mishchenko V., Mishchenko S. Key energy indicators for sustainable development goals in Ukraine. *Problems and Perspectives in Management.* 2022. № 20 (1). P. 379–395. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/ppm.20(1).2022.31

34. Damodaran A. Country Risk: Determinants, Measures and Implications. The 2022 Edition. 2022. DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4161010

35. Тіщенко Є. О. Управління операційними ризиками. *Фінансовий простір*. 2017. № 4 (28). С. 91–96. URL: https://fp.cibs.ubs.edu.ua/main/uk/28

36. Науменкова С. В. Оцінка впливу галузевої приналежності на рівень перспективної платоспроможності позичальника. *Вісник Національного банку України.* 2005. № 7 (113). С.14–21.

37. Науменкова С., Міщенко С., Тіщенко Є. Фінансові інструменти убезпечення від політичних ризиків у проєктному фінансуванні. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка.* 2016. № 187. С. 6–17. DOI: https://doi.org/10.17721/1728-2667.2016/187-10/1

38. Mishchenko V., Naumenkova S., Ivanov V., Tishchenko I. Special aspects of using hybrid financial tools for project risk management in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations.* 2018. №15 (2). P. 257–266. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.23

39. Тіщенко Є. О. Активізація інвестиційної діяльності в Україні на основі використання проектного фінансування. *Бізнес-навігатор*. 2019. № 2 (51). С. 144–149. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/bnav_2019_2_30

References:

1. Grytsenko A.A. et al. (2022) Vidnovlennia ta rekonstruktsiia povoiennoi ekonomiky Ukrainy: naukova dopovid [Restoration and reconstruction of the post-war economy of Ukraine: scientific report]. Kyiv: IEP NAN Ukrainy (in Ukrainian)

2. Zhalilo J. A. et al. (2024) Priorytety rozvytku realnoho sektora v umovakh viyny ta povoennoho vidnovlennja ekonomiky Ukrainy [Priorities for the development of the real sector in the conditions of war and post-war economic recovery of Ukraine]. Kyiv: NISD НІСД (in Ukrainian)

3. Gatti S. (2018) Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects. London: Elsevier Inc.

4. Mayorova T. V. (2017) Проєктне фінансування [Project financing]. Kyiv: KNEU, p. 434 (in Ukrainian)

5. Kovalenko V., Sheludko S. (2019) Proektne finansuvannja v umovakh nevyznachenosti ta ryzyku [Project financing in conditions of uncertainty and risk]. *Infrastruktura rynku,* no. 36, pp. 415–424. DOI: https://doi.org/10.32843/infrastruct36-64

6. Brailovski I. A. (2014) Modeli i mekhanizmy derzhavno-pryvatnoho partnerstva: realizatsija v Ukraini [Models and Mechanisms of Public-Private Partnership: Implementation in Ukraine]. Donetsk: "Skhidnyi dim", p. 376 (in Ukrainian)

7. Kruhlov V. V. (2019) Rozvytok derzhavno-pryvatnoho partnerstva v Ukraini: mekhanizmy derzhavnoho rehulyuvannja [Development of Public-Private Partnership in Ukraine: Mechanisms of State Regulation]. Kharkiv: «Mahistr», p. 252 (in Ukrainian)

8. Naumenkova S. V., Ovsjannikova Y. O. (2013) Osoblyvosti otsinuyvannja efektyvnosti proektiv publichno-pryvatnoho partnerstva: zarubizhnyi dosvid ta ukrainska praktyka [Features of Evaluating the Effectiveness of Public-Private Partnership Projects: Foreign Experience and Ukrainian Practice]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevshenka. Ekonomika,* no. 134, pp. 47–51. DOI: https://doi.org/10.17721/1728-2667.2013/134-1/13

9. Mishchenko V. I. et al. (2011) Sanatsiynyi bank – "bridzh-bank" jak mekhanizm roboty z nezhyttezdatnymy bankamy [Rehabilitation bank – "bridge-baink" as a mechanism for working non-viable banks]. Kyiv: UBS NBU, p. 119 (in Ukrainian)

10. Mishchenko V. I., Naumenkova S. V. (2013) Suchasni problem kapitalizacii bankivskoi systemy [Modern problems of capitalization of the banking system of Ukraine]. *Finansovo-kredytna dijalnist: problem teorii ta praktyky*, no. 2, pp. 3–11.

11. Karcheva G. T. et al. (2019) Mekhanizmy zabezpechennja efektyvnosti ta konkurentospromozhnosti bankivskoi systemy ta ekonomiky Ukrainy [Mechanisms for Ensuring the Efficiency and Competitiveness of the Banking System and the Economy of Ukraine]. Kyiv: Universytet bankivskoi spravy, p. 311 (in Ukrainian)

12. Dzyublyuk O. V. et al. (2017) Teoriia i praktyka hroshovoho obihu ta bankivskoi spravy v umovakh globalnoi nestabilnosti [Theory and practice of monetary circulation and banking in the conditions of global financial instability]. Ternopil : Osadtsa Yu. V., p. 298 (in Ukrainian)

13. Bukovinsky S. et al. (2015) Bankivska systema Ukrainy na shljakhu evrointehratsii [The banking system of Ukraine on the path of European integration]. Kyiv: Natsionalnyi bank Ukrainy. Tsentr naukovykh doslidzhen, p. 496 (in Ukrainian)

14. VRU (1991) Pro investytsiynu dijalnist [About investment activity]. Zakon Ukrainy. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1560-12#Text

15. VRU (2010) Pro derzhavno-pryvatne partnerstvo [About public-private partnership]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2404-17#Text

16. VRU (1999) Pro kontsesiyu [About the concession]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/155-20#Text

17. VRU (2020) Pro derzhavnu pidtrymku investytsiynykh proektiv iz znachnymy investytsijamy v Ukraini [On State Support for Investment Projects with Significant Investments in Ukraine]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1116-20#Text

18. KMU (2024) Porjadok ta metodolohija provedennja otsinky investytsiynoho proektu iz znachnymy investytsijamy [Procedure and methodology for evaluating an investment project with significant investments]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/312-2024-%D0%BF#n98

19. KMU (2021) Metodolohija rozrakhunku obsjahu derzhavnoi pidtrymky dlja realizatsii investytsiynoho proektu iz znachnymy investytsijamy [Methodology for calculating the amount of state support for the implementation of an investment project with significant investments]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/714-2021-%D0%BF#Text

20. KMU (2021) Vymohy do tekhniko-ekonomichnoho obgruntuvannja investytsiynoho proektu iz znachnymy investytsijamy [Requirements for a feasibility study of an investment project with significant investments]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/515-2021-%D0%BF#n8

21. KMU (2021) Vymohy do zajavnyka shchodo finansovoi spromozhnosti dlja realizatsii investytsiynoho proektu iz znachnymy investytsijamy [Requirements for the applicant regarding the financial solvency for the implementation of an investment project with significant investments]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/648-2021-%D0%BF#n8

22. MEU (2023) Diyucha mizhnarodna pidtrymka ukrainskoho pryvatnoho sektoru skladae ponad 4 mlrd evro [Current international support for the Ukrainian private sector amounts to more than EUR 4 billion]. Available at: https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=0ebc19a1-133d-48f2-bcf8-1aec1eaa70b6&title=DiiuchaMizhnarodna

23. MEU (2024) Investytsii v Ukrainu ta vidnovlennja ekonomiky [Investing in Ukraine and economic recovery. Ministry of Economy of Ukraine]. Available at: https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=62bfd716-8665-4a4c-9e2d6325ba53b3c8&title=InvestitsiiVUkrainuTaVidnovlenniaEkonomiki

24. NBU (2016) Polozhennja pro vyznachennja bankavy Ukrainy rozmiru kredytnoho ryzyku za aktyvnymy bankivskymy operatsijamy [Regulation on Determination by Ukrainian Banks of the Amount of Credit Risk on Active Banking Operations]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16#Text

25. UkraineInvest (2024) Jak UkraineInvest mozhe dopomohty? [How can UkraineInvest help?]. Available at: https://ukraineinvest.gov.ua/services-team/

26. MEU (2023) Advantage Ukraine: persh pjat investproektiv vzjato do rozhljadu DFC [Advantage Ukraine: the first five investment projects have been taken into consideration by DFC]. Available at: https://www.me.gov.ua/news/detail?lang=uk-ua&id=9ecb5006-f5f6-4ef-b587-0a94fdaa6ad3&title=advantageukraine

27. MEU (2024) Plan dlja Ukraine Facility [A plan for Ukraine Facility]. Available at: https://www.ukrainefacility.me.gov.ua/wp-content/uploads/2024/03/plan-ukraine-facility.pdf

28. WBG (2023) Ukraine – Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3): February 2022 – December 2023. Available at: https://documents1.worldbank.org/curated/en/099021324115085807/pdf/P1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a.pdf

29. KMU (2014) Polpzhennja pro Derzhavne ahenstvo vidnovlennja ta rozvytku infrastruktury Ukrainy [Regulations on the State Agency for Restoration and Development of Infrastructure of Ukraine]. Available at: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/439-2014-%D0%BF#Text

30. EP (2013) Regulation (EU) №1303/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 December 2013. Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A32013R1303

31. Naumenkova S. V. (2022) Proektne finansuvannja [Project financing]. Kyiv: Znannja Ukrainy, p. 217. (in Ukrainian)

32. Naumenkova S., Tishchenko I., Mishchenko S., Mishchenko V., Ivanov V. (2020) Assessment and mitigation of credit risks in project financing. *Banks and Bank Systems,* no. 15 (1), pp. 72–84. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/bbs.15(1).2020.08

33. Naumenkova S., Mishchenko V., Mishchenko S. (2022) Key energy indicators for sustainable development goals in Ukraine. *Problems and Perspectives in Management,* no. 20 (1), pp. 379–395. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/ppm.20(1).2022.31

34. Damodaran A. (2022) Country Risk: Determinants, Measures and Implications. The 2022 Edition. DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4161010

35. Tishchenko E. (2017) Upravlinnja operatsiynymy ryzykamy [Operational risk management]. *Finansovyi prostir*, no. 28 (4), pp. 91–96. Available at: https://fp.cibs.ubs.edu.ua/main/uk/28

36. Naumenkova S. (2005). Ocinka vplivu galuzevoyi prinalezhnosti na riven perspektivnoyi platospromozhnosti pozichalnika [The impact of the industry classification of a borrower on borrower's solvency]. *The Herald of the National Bank of Ukraine,* no. 7 (113), pp. 14–21.

37. Naumenkova S., Mishchenko S., Tishchenko I. (2016) Finansovi instrumenty ubezpechennja vid politychnykh ryzykiv u proektnomu finansuvanni [Financial Instruments to Protect Against Political Risks in Project Finance]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Ekonomika,* no. 187, pp. 6–17. DOI: https://doi.org/10.17721/1728-2667.2016/187-10/1

38. Mishchenko V., Naumenkova S., Ivanov V., Tishchenko I. (2018) Special aspects of using hybrid financial tools for project risk management in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations,* no. 15 (2), pp. 257–266. DOI: http://dx.doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.23

39. Tishchenko E. (2019). Aktivizatsiya Investitsiynoyi diyalnosti v Ukrayini na osnovi vikoristannya proektnogo finansuvannya [Activation of investment activities in Ukraine based on the use of project financing]. *Business Navigator,* no. 2 (51), pp. 144–149. http://nbuv.gov.ua/UJRN/bnav_2019_2_30