

*mr. MARIN FRANOLIC
Hypo Alpe Adria Bank d.d.*

PROJEKTNO FINANCIRANJE U GRAĐEVINARSTVU

1 Predgovor

Ovo predavanje daje kratki pregled financiranja projekata s gledišta bilo kojega zajmodavca. Što se tiče konkretnih primjera, svi standardi odnose se na mojega poslodavca, Hypo Alpe Adria Bank za Hrvatsku. Zahvalan sam gospodinu Raniloviću koji me je pozvao da govorim pred Hrvatskom gospodarskom komorom u Opatiji (17.11.2001) Ne znajući sastav auditorija pokušao sam dati kratak prikaz redovnoga projektnoga financiranja i njegove izrazite fleksibilnosti u ekonomskome smislu. Priloženi konkretan primjer treba zorno ilustrirati suhoparan teoretski dio. Uz to, najčešća pitanja i odgovori pomoći će u shvaćanju gledišta banke.

Marin Franolić, Graz, 04.11.2001, www.marin.start.at

- 1 Predgovor
- 2 Uvod u projektno financiranje
 - 2.1.1 Rokovi i faze
- 3 Bankovna usluga
 - 3.1 Izrada projekta
 - 3.2 Plan financiranja
- 4 Instrumenti financiranja
 - 4.1 Udio
 - 4.2 Dug
 - 4.2.1 Ugovaranje
 - 4.3 Dioba rizika
 - 4.4 Vlasnička prava u Njemačkoj
- 5 Konkretni primjer
- 6 Literatura

2. Uvod o projektno financiranje

Projektno financiranje u suvremenoj literaturi dio je strukturiranoga financiranja. Pozicije u strukturiranome financiranju uključuju stvaranje financijskih sredstava za preusmjeravanje financijskih tokova prema investitorima (poznatih kao vrijednosnice osigurane imovinom). Tipične takve vrijednosnice su potraživanja po kreditnim karticama, potraživanja iz zajmova za kupovinu automobila ili hipoteka (ili općenito aktive). To se tržište usijalo 1995. i vjerojatno će znatno rasti u budućnosti¹. Korisno je raspolagati dobrom kombinacijom znanja s područja vođenja bilanci (poslovno modeliranje/ekonomija) i pravnoga područja.

Projektno financiranje nije ništa novo u svijetu financijskih usluga. Oduvijek je bilo instrument za financiranje kratkoročnih i dugoročnih potreba za kapitalom u rasponu od nekoliko milijuna USD to nekoliko milijardi USD. Hrvatsko tržište nema baš često potrebe za tako golemim ulaganjima u privatnome sektoru². Ovaj financijski instrument vrijedi i za javni sektor, ali to sad ovdje nije tema.

Najveća razlika između tržišnih zajmova i instrumenata projektnoga financiranja je u iznosu i dospijevanju s jedne te pravnome obliku zajmoprimca na drugoj strani. Zajmoprimac je pravna osoba koju se naziva namjenskim poduzećem ili nositeljem (Single Purpose Company /SPC) ili Special Purpose Vehicle /SPV/) i ima drugačiji tretman glede upravljanja rizikom prema planiranome sporazumu Basel II³. Vlasnici tih SPV-a su sponzori koji osnivaju SPV uglavnom kao zajedničko ulaganje (Master Agreement). Time nastaje sljedeća situacija⁴:

Izvanbilančno financiranje

Namjenski nositelj (SPV) jedini je zajmoprimac kao pravna osoba te snosi velik teret dugovanja u odnosu na kreditiranje po tržišnim uvjetima. Vlasnici ne iskazuju svoj vlasnički udio u bilanci jer se taj udio knjiži kao dug. Garancije drugih pravnih osoba mogu biti izvanbilančno knjižene. Zaključak je da bilance nemaju većega utjecaja.

Zajmovi na temelju financijskoga toka

Osiguravanje financiranja kolateralom redovito je slabo i nedovoljno. Stoga je zajmodavčevo kreditiranje duga izrazito vezano za kapital. Zajmodavac mora procijeniti rizik samo na temelju projiciranih financijskih tokova, često kao jedinoga izvora otplate (Zajmovi vezani uz financijski tok).

Dioba rizika

Vlasnički rizik predstavlja kapitalni doprinos (Non Resource Financing). U slučaju dodatnih garancija sponzora (vlasnika), govorimo o Limited Resource Financing. Ako zajmodavac može imati puna prava na povlačenje postojećih sredstava vlasnika (Full Recourse Financing), onda se ta vrsta financiranja ne zove projektom financiranjem. Dakle, u projektom financiranju rizik se distribuira na sve sudionike projekta. U protivnome, svako bi financiranje propalo.

¹ <http://www.serve.com/tigrs>, autor Amit Kaul

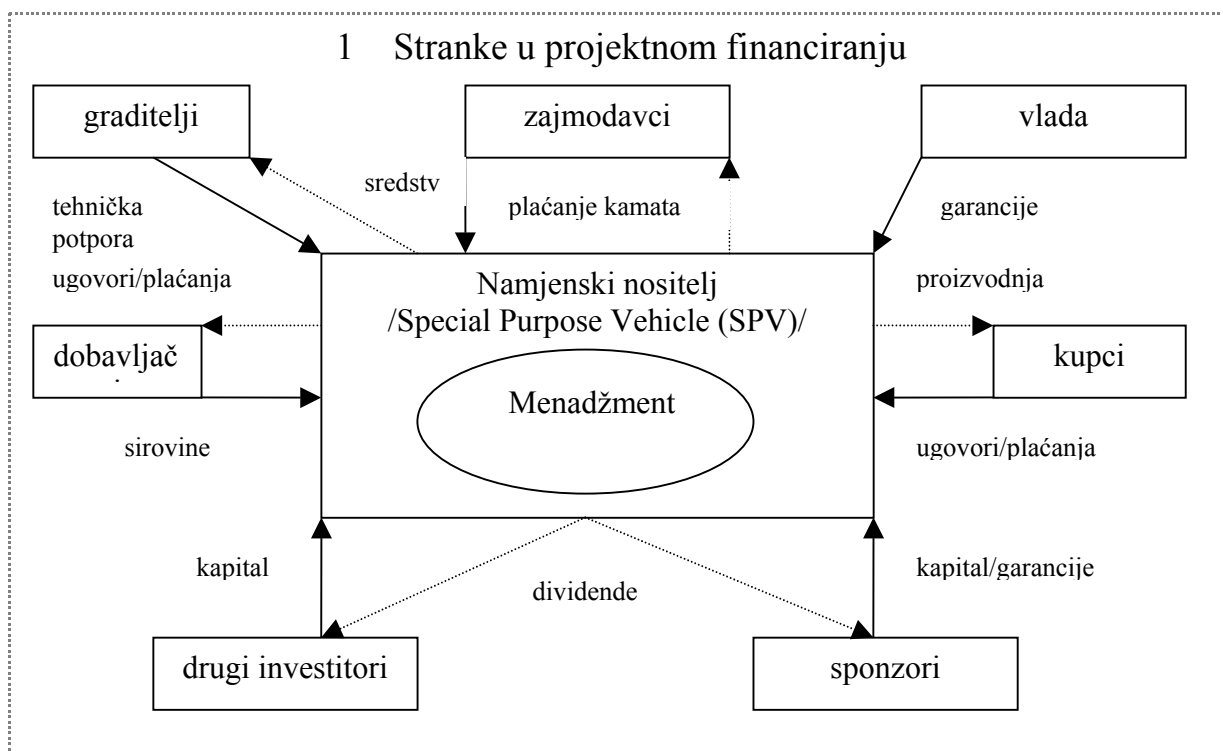
² Globalni zajmovi European Investment Banking za infrastrukturu: 25 godina, 50% troškova: Ewald Novotny, EIB, govor u Wirtschaftskammer Graz Austria, "Kroatien ist Europa", 18/19.05.2000.

³ Risk Professional splanj/kolovoz 2001, banke će morati povećati svoj kapital u skladu s rizikom njihovih klijenata

⁴ Achleitner Ann-Kristin, Handbuch Investment Banking, 2. izd. 2000, str. 439, Gabler Verlag

Djelatnosti

Tipične djelatnosti za projektno financiranje su javni sustavi, infrastruktura, telekomunikacije, rudarstvo, te aktivnosti vezane za nekretnine. Jedan od najpoznatijih projekata je Euro-Disney Land u Francuskoj. No, ne podliježu samo privatni sektor i čisti komercijalni sektor financiranju velikih razmjera. Visoko zadužene vlade prebacuju karakteristična pitanja javnih financija na privatni i komercijalni sektor (Javno-privatno partnerstvo /Public Private Partnership/). Time se teret dugovanja ne smanjuje, ali omogućava izravna plaćanja zajmoprimcima, smanjuje rizik te, čini se, olakšava određivanje viših cijena (vidi plaćanje cestarina i tunelarina).



2.1.1. Rokovi i faze

Treba razlikovati četiri osnovne kategorije:

- osnivanje
- formiranje
- pokretanje
- korištenje

Općenito uzevši, svi partneri (sponzori) trebaju biti uključeni u fazu osnivanja. Mora se izraditi studija opravdanosti koja će poslužiti kao osnova za daljnju raspravu. Potrebno je kontinuirano poboljšavanje i tekuća revizija studije i osnovnih pretpostavki. Vanjski nepristrani konzultanti trebaju dodatno provjeriti konačnu verziju, čime se poboljšava kvaliteta i vjerodostojnost studije interno kao i prema

vani. Za to vrijeme zamisao o projektu treba prezentirati nekolicini zajmodavaca. Nemaju svi zajmodavci isti strategiju i/ili percepciju rizika.

Sljedeći je korak prezentacija konačno revidirane verzije zajmodavcima koji dolaze u obzir. Nisu svi opravdani projekti financijski zanimljivi u smislu diobe rizika. Banke igraju ključnu ulogu u financijskome savjetovanju, jer mnoge od njih osiguravaju financiranje (aranžmane) istodobno s pružanjem savjetodavnih usluga i izradom modela. Investicijsko bankarstvo pruža savjetodavne usluge dok se poslovno bankarstvo bavi aranžmanima. U Hrvatskoj se investicijsko bankarstvo poglavito zanima upravljanjem kapitalom. Proces donošenja odluka o financiranju u većini slučajeva je u domeni Odjela za poslovanje s poduzećima. Na međunarodnoj razini, zakonsko ograničenje odobravanja zajmova na temelju pokrića kapitalom banke mora se vrlo pažljivo uzeti u obzir jer ti iznosi uvelike premašuju redovno kreditiranje. Provizije mogu biti vrlo visoke i skupe su. Zbog toga su investicijske banke sklone povlačenju iz ovoga segmenta.

Savjetovanje i sklapanje aranžmana u velikoj se mjeri bave diobom rizika. To je točka u kojoj se spajaju sve bitne stranke (vidi gornji grafikon). Struktura se razlikuje za svaki projekt, ali uvijek slijedi sličan obrazac o kojemu će sada biti riječi.

3. Bankovna usluga

3.1. Izrada projekta

U osnovi postoje dva pristupa: aktivni pristup banke kad ona prezentira projekt, i pasivni pristup kad sponzori i druge stranke sudionice u projektu prezentiraju projekt banci. Potonji je pristup uobičajeniji. Sponzori biraju svoju vodeću banku nakon razmatranja kandidata ("Beauty Contest"). Obje usluge – savjetovanje i sklapanje aranžmana igraju važnu ulogu. U Hrvatskoj, te se usluge ne razlikuju. Pozitivna odluka poglavito ovisi o jasnoj prezentaciji zanimanja sponzora te o kvaliteti studije tehničke i ekonomske opravdanosti. Pretpostavke iz te studije pažljivo se ispituju. Dodatni scenarij za najbolji/najgori slučaj, kao i provjere osjetljivosti, dio su analize rizika.

U slučaju pozitivne odluke, zadaća je vodeće banke da organizira strukturu financiranja glede dospijevanja, valute, te iznosa u odnosu na diobu rizika. Iznos financiranja poglavito se utvrđuje prema projiciranim financijskim tokovima, pri čemu razdoblja pozitivnog financijskog toka služe za plaćanje kamata, rata, dividendi sponzorima, te za stvaranje rezervi, dok se razdoblja negativnoga financijskoga toka moraju financirati iz rezervi ili dodatnoga povećanja kapitala.

3.2. Plan financiranja

Plan financiranja glavni je izazov za vodeću banku, jer on je ključni čimbenik uspjeha projekta. U obzir se moraju uzeti sljedeći ciljevi⁵:

⁵ vidi Finnerty (1996) str. 91

1. dostupnost i dostatnost financijskih sredstava
2. izbjegavanje skupih sredstava i maksimalizacija povrata od vlastitoga kapitala (ROE)
3. minimiziranje rizika za sve stranke (dioba rizika)
4. optimizacija poreznih aspekata (izbjegavanje oporezivanja)
5. maksimalizacija subvencija (županija, država, EU).

Očito je da su neki od ciljeva u negativnoj korelaciji te da se mora uspostaviti preferirajući redoslijed za razmjene. Nažalost ne postoje optimalna prava glasovanja i vodeća banka mora se igrati "diktatora"⁶ radi optimalne alokacije. Teoretski je to moguće, ali iz teorije igre znamo da je strategija milo-za-drugo dominantna strategija i način za postizanje rezultata. Iz tog razloga se ciljevi moraju raspraviti sa svim partnerima da se nađe zajedničko rješenje.

Plan projekta zajedno s njegovom analizom rizika i analizom osjetljivosti pokazuje moguće manjkavosti i poteškoće (povećanje troškova, kašnjenje zbog vremenskih prilika, dozvole, pad cijena, itd.). Plan financiranja mora rezervirati sredstva za takve okolnosti da ne bi došao u pitanje inače zdrav projekt.

Maksimalizacija povrata od vlastitoga kapitala (ROE) može se postići usporednim tajmingom rata i financijskoga toka, niskom kamatnom stopom, te visokim koeficijentom zaduženosti uslijed postojećih poreznih štitova (ovisno o poreznome sustavu). Optimalizacijske kalkulacije jako ovise o osnovnim metodama vrednovanja⁷. Metoda diskontiranoga novčanoga toka (DCF) uobičajena je.

Specijalisti će pružiti usluge poreznoga savjetovanja. Zadaća je vodeće banke da te podatke uvrsti u studiju opravdanosti. To će odrediti pravni oblik namjenskoga nositelja (SPV). Moguće je nekoliko namjenskih nositelja i prekogranične financirajuće strukture.

Subvencije

Subvencije se dodjeljuju na lokalnoj, regionalnoj, nacionalnoj i međunarodnoj razini. One nisu samo u novčanome obliku nego uključuju razne vrste pomoći za prevladavanje početnih prepreka⁸, ili pak izdavanje garancija.

Opisana pitanja okvir su koji se mora razraditi zajedno s vodećom bankom, te koji ona mora formulirati. Osim financiranja čistom metodom udjela i duga, treba razmotriti mnoge druge mogućnosti poput leasinga, financiranja osiguranoga imovinom, izlaska na burzu, participacijskih potvrda i drugih hibridnih financijskih instrumenata (između duga i udjela).

⁶ U teoriji društvenoga izbora prava glasovanja i teorema nemogućnosti obrađuje Arrow, Sen 93&70, Chichilinsky/Baigent, i Gibbard/Satterthwait; Dictator for Voting Rules:

$\forall v \in X - \{x\} \ \exists H \ni x \in H \ \forall R \in \mathcal{R} \ \rightarrow \ f.R. = x$

⁷ Mandl/Strebl 1999 Unternehmensbewertung

⁸ Takva prepreka mogu biti nezarinske barijere, vidi John D. Daniels/Lee H. Radebaugh 1995 str.225

4. Instrumenti financiranja

4.1. Udio

Udio je presudni dio svake odluke o financiranju. On ne samo da pokazuje spremnost sponzora da sudjeluje u diobi rizika nego i služi kao pričuva za nepovoljne financijske situacije. Treba osigurati omjere udjela od 20%. Udio je prvi korak te se uplaćuje prije ostvarivanja bilo kakvoga duga ili hibridnoga kapitala. Prikupljanjem dodatnih sredstava sponzori moraju imati na umu da će se njihov dio eventualno reducirati ako se ne poveća povlaštenim dionicama. Osim banaka koje djelomice sudjeluju s vlastitim kapitalom, postoje i institucionalni investitori poput mirovinskih fondova (Namjenski investicijski fondovi /Committed Investment Funds/ u SAD-u), ili Međunarodna financijska korporacija /International Finance Corporation/ sa zajmovima tipa C.

4.2. Dug

Umijeće projektnoga financiranja leži u formiranju kapitala stečenoga zaduživanjem. Često se nalaze sljedeći instrumenti:

- bankovni zajmovi, sindicirani zajmovi
- obveznice
- komercijalni zapisi, srednjoročne zadužnice
- zajmovi za dobavljače i kupce
- leasing

Prave obveznice nisu pogodne kao početni instrument zbog averzije prema riziku kod privatnih i institucionalnih investitora. Za pokriće zajmova nakon faze pokretanja mogu se koristiti prave obveznice, bezkuponske obveznice, obveznice s odgodom, te obveznice u dvojnoj valuti (zaštita od rizika f/x).

Leasing obično pokriva strojeve i drugu nepokretnu imovinu. No, postoji i leasing pravih nekretnina. Njegova se otplata razlikuje od države do države, jer porezni propisi namjerno nisu istovjetni. Tako, primjerice, Double Dip Leasing nudi namjenskome nositelju i davatelju leasinga mogućnost otpisa predmeta leasinga. Kretanja prihoda mogu se aktivirati jer otplate leasinga izravno smanjuju dobit (račun dobiti i gubitka) dok se zajmovi u bilanci aktiviraju sporije.

4.2.1. Ugovaranje

Sindicirani zajmovi namjenskome nositelju kao preuzete obveze sponzora uključuju ugovorne klauzule, očitovanja i jamstva, te uglavke za ostale slučajeve neizvršenja. Ugovorne klauzule propisuju omjere poput koeficijenta pokrića trajanja zajma (buduća otvorena potraživanja iz DCF/zajma), ili koeficijent pokrića servisiranja duga (budući financijski tok prije kamate i glavnice za razdoblje X/ plaćanje kamate i kapitala za razdoblje X). U slučaju da se ne ispuni neki od dogovora, sponzori mogu biti obvezani da dodaju još kapitala.

4.3. Dioba rizika

tehnički rizici	ekonomski rizici	vanjski rizici
prirodni resursi	pogonski	
izgradnja	tržišni	politički
eksplozija troškova	dobavljački	
	tečajni	
nove tehnologije	kamatna stopa	viša sila

Odobranje zajma na temelju financijskoga toka zahtijeva posebno upravljanje rizikom, jer mala kašnjenja u fazi formiranja i pokretanja pomiču pozitivan financijski tok i uzrokuju plaćanja zateznih kamata te mogu dovesti do ozbiljnih financijskih poremećaja. U idealnom slučaju rizik snose oni partneri koji ga mogu kontrolirati. To također zahtijeva ugovor, što se u određenoj mjeri tiče svih stranaka.

Navedimo samo nekoliko mogućnosti zaštite:

- garancija za gradnju: graditelj (i njegovi izvođači) moraju plaćati penale za kašnjenja/nedostatnu kvalitetu.
- operatorska garancija: operater se vrlo često bira prema njegovu nazivu radi smanjenja troškova potrage. Ovdje je najbitnija reputacija.
- Zaštita od tržišnoga rizika može se postići s dobavljačima i kupcima. (terminsko poslovanje i opcije na tržištu roba mogu predvidjeti cijene sirovina.
- Kupcima se nude ugovori poput sljedećih:
 - Take-If-Offered Contract*, ako je proizvod ponuđen, kupac plaća neku fiksnu cijenu
 - Take-Or-Pay Contract*, kupac plaća neku fiksnu cijenu uzeo ili ne uzeo
 - Hell-Or-High-Water Contract*, kupac plaća neku fiksnu cijenu postojao proizvod ili ne postojao

4.4. Vlasnička prava u Njemačkoj

Primjenjivost projektnoga financiranja kao instrumenta uključuje građevinsku djelatnost, čak i ako mu ona nije primarni cilj. Glede učinkovite alokacije sredstava od Ronalda Coasea (1936) i Buchanana (1960) znamo da su vlasnička prava ključan element. Do sada je bilo jasno da je glavno pitanje diobe rizika. U Njemačkoj investiranje u nekretnine i gradnju raspolaže instrumentom osiguranja kupaca kakvo Hrvatska ne nudi. Kad se u Njemačkoj jednom prihvati dokumentacija i izda građevinska dozvola, postoji mogućnost izrade zemljišnih potvrda za imovinu koja

JOŠ NE POSTOJI, te se onda ugovorno nudi na prodaju. Kupac je u tom slučaju vlasnik stana/kuće koja tek treba biti sagrađena⁹.

Postojanje kupaca za još neizgrađeni objekt čini financiranje klasičnim kratkoročnim premošćivanjem.

5. Konkretna primjer

6. Literatura

Achleiter, Ann-Kristin, Handbuch Investment Banking, 2. izd., 2000, Gabler

<http://www.serve.com/tigrs>, autor Amit Kaul

Dirko d.o.o., Dirk Küppers, interview: Graditelj u Njemačkoj, u Hrvatskoj od 2000.

Finnerty J.D., Project Financing, Asset Backed Financial Engineering, 1996, New York

Novotny, Ewald EIB, govor u Wirtschaftskammer Graz Austria, "Kroatien ist Europa", 18/19.05.2000

Mandl Gerald, Unternehmensbewertung, 1999, Ueberreuther

John D. Daniels, Lee H. Radebaugh, International Business, 7. izd. 1995 Adison Wesley

Risk Professional Magazine July/August 2001

⁹ Dirko d.o.o., graditelj Dirk Küppers u Njemačkoj, u Hrvatskoj od 2000.