

Vodič kroz program za sertifikaciju JPP

Prilog A poglavlju 1: Osnovni uvod u finansiranje projekta

1. Uvod

Ovaj prilog daje uvod u neke osnovne karakteristike finansiranja projekta. On takođe identifikuje nekoliko različitih pristupa i principa finansiranja projekata JPP. Takođe daje objašnjenje glavnih izvora finansiranja i ističe neke prednosti i ograničenja projektnog finansiranja. Ovaj prilog treba da se pročita zajedno sa poglavljem 1, pošto nisu sva pitanja, složena i često specifična za projekte, relevantna za finansijske strukture JPP raspravljana u ovom rezimeu.

Za projekte JPP, finansiranje projekata je mehanizam usvojen za dobijanje finansiranja duga od strane kreditnih institucija. Finansiranje projekta je specifična vrsta finansiranja u kojoj kreditne institucije prvenstveno sagledavaju očekivani prihod projekta, kao jedino sredstvo za plaćanje kamate i otplatu neizmirenog duga. Kreditne institucije ne sagledavaju mnogo portfolija imovine i obaveza firme kada odlučuju o davanju zajma. Naprotiv, one gledaju na projekat kao na poseban entitet sa svojom posebnom imovinom (sredstvima), ugovorima vezanim za projekat i novčanim tokovima projekta koji su u značajnoj meri izdvojeni od subjekata koji su sponzorili projekat. Iz tog razloga, finansiranje projekta je poznato i kao finansiranje sa "ograničenim regresom" (zajmodavac ima pravo na delimični povraćaj) ili "bez regresa" (osigurano nekom imovinom), jer zajmodavci obično nemaju pristup subjektima (sponzorima i akcionarima) koji su pokrenuli projekat ukoliko projekat ima poteškoća u servisiranju duga. Ovo je u suprotnosti sa kreditiranjem privrednih subjekata u kome se zajmodavci oslanjaju na dobar bilans stanja zajmodavca prilikom davanja kredita.

2. Osnovna razmatranja o finansiranju projekata JPP

- Sporazum o završetku projekta i obaveza obezbeđivanja potrebnih sredstva za završetak projekta;
- Uspostavljena potražnja za rezultatima projekta tako da će projekat generisati dovoljno novca kako bi zadovoljio sve svoje operativne troškove i zahteve za servisiranjem duga, čak i ako projekat ne uspe da se sprovede usled dejstva više sile ili iz bilo kog drugog razloga. Ovo bi takođe moglo biti u vidu nekog sporazuma od strane subjekta koji kupuje rezultate projekta; i
- Osiguranje raspoloživosti adekvatnih sredstava tokom operativne faze projekta kako bi se projekat održao i vratio u operativno stanje.

Važno je naglasiti da struktura finansiranja projekta treba da bude osmišljena tako da optimizira troškove finansiranja projekta. Takođe bi trebalo da podrži raspodelu rizika između javnog i privatnog sektora, kako je dogovoreno u ugovoru o JPP. Konkretno, finansiranje projekta treba da obezbedi da se finansijskim i drugim rizicima dobro upravlja unutar i između akcionara preduzeća JPP, sponzora i finansijera. Ovo bi trebalo da olakša vladi u smislu da privatni partner, a posebno njegovi donatori, imaju podsticaj i osposobljeni su da se blagovremeno bave problemima koji mogu nastati

tokom projekta. Zapravo, struktura projektnog finansiranja u velikoj meri treba da osigura da su interesi glavnih zajmodavaca projekta usklađeni sa ciljevima vlade.

3. Ideologije finansiranja projekta

Koncept finansiranja projekta zahteva od sponzora da usvoje jedinstvenu organizacionu strukturu u obliku samostalne projektne kompanije (to jest kompanije sa posebnom namenom ili DPN) koja će sklopiti sporazum o JPP sa vladom o projektovanju, izgradnji, i upravljanju projektom. Ovaj DPN ima ograničen vek trajanja koji je jednak trajanju ugovora o koncesiji. Sponzori su jedini akcionari projektne kompanije i njihova izloženost je ograničena na iznos kapitalnog ulaganja koje je izvršeno tokom projekta (sa potencijalnim izuzetkom u nekim projektima tokom faze izgradnje).

Pošto DPN neće imati nikakvu operativnu prošlost, zajmodavci prvenstveno razmatraju projektovane novčane tokove projekta kao kolateral umesto imovine projekta (koja neće imati veliku vrednosti u slučaju finansijskih problema). Stoga zajmodavci traže osiguranje da će projekat biti stavljen u funkciju na vreme, i da će, kada projekat bude u funkciji, biti ekonomski održiv poduhvat. Slično tome, kako bi dobili sredstva, sponzori projekta treba da ubede zajmodavce da je projekat tehnički izvodljiv i finansijski održiv.

Prilikom procenjivanja održivosti projekta, zajmodavci takođe ispituju tehničku izvodljivost, finansijsku izvodljivost i kreditnu sposobnost projekta (kapacitet projekta za servisiranje duga uzimajući u obzir određeni stepen manjka u raspoloživim novčanim tokovima) kako bi se odlučilo da li da se da kredit ili ne (due diligence).

Tehnička izvodljivost projekta se ispituje kako bi se utvrdilo: (1) da projekat može biti izgrađen u okviru predloženog roka i vremenskog rasporeda i u okviru budžeta; (2) da će projekat, kada bude završen moći da funkcioniše po planiranom kapacitetu; i (3) da će se procene troškova izgradnje, zajedno sa nepredviđenim situacijama za različite scenarije, pokazati adekvatnim za završetak projekta. Prilikom procene tehničke izvodljivosti, potrebno je uzeti u obzir uticaj faktora okruženja na izgradnju predloženih objekata i/ili na rad izgrađenih objekata. Kada su tehnološki procesi i/ili dizajn koji su predviđeni za projekat neprovereni ili na nivou koji nije prethodno isproban, moraće da se provere procesi i optimizira plan kao deo procene tehničke izvodljivosti projekta

Iz šire perspektive i sa aspekta opšte analize, finansijska održivost (ili komercijalna izvodljivost) projekta se procenjuje utvrđivanjem da li je neto sadašnja vrednost (NSV) pozitivna. NSV će biti pozitivan ako je očekivana sadašnja vrednost slobodnog novčanog toka veća od očekivane sadašnje vrednosti troškova izgradnje¹. Međutim, pored, ili umesto NSV, zajmodavci će koristiti stope odnosa duga kao što su Racio pokrića servisiranja duga (DSCR) i Koeficijent pokrića preostalog duga (LLCR) kao glavne pokazatelje za merenje bankabilnosti.

¹ Slobodan gotovinski tok je ono što ostaje nakon što je kompanija platila sve troškove proizvodnje (operativne i redovne troškove održavanja) i poreze, i napravila kapitalne izdatke potrebne za održavanje svojih proizvodnih kapaciteta u dobrom radnom stanju.

DSCR meri zaštitu servisiranja duga u svakoj godini upoređivanjem slobodnog novčanog toka (preciznije, novčanog toka raspoloživog za servisiranje duga - CFADS) u odnosu na potrebe servisiranja duga. DSCR zahteva da protok novca raspoloživog za servisiranje duga bude makar u određenoj srazmeri (na primer, 1,2 puta) sa planiranim servisiranjem duga za relevantnu godinu. LLCR upoređuje ukupan iznos slobodnog novčanog toka planiranog tokom trajanja kredita, u potpunosti diskontovanim iznosom duga koji se analizira. LLCR takođe odražava kapacitet DPN-a da ispuni dužničke obaveze u toku trajanja kredita (uzimajući u obzir potencijalno restrukturiranje)².

Na osnovu projektovanih novčanih tokova DPN-a, uključujući profil duga koji se analizira, zajmodavci i njihovi savetnici će se u due diligence kontroli pridržavati takvih racija i prilagoditi iznos duga kako bi ih ispunili, uzimajući u obzir maksimalni rok u kome su spremni da daju zajam. Posle toga će izvršiti analizu senzitivnosti (uključujući i analizu prelomne tačke rentabilnosti) projektnih novčanih tokova kako bi testirali otpornosti projekta na nepovoljne uslove ili nepovoljna kretanja slobodnih novčanih tokova iz osnovnog slučaja.

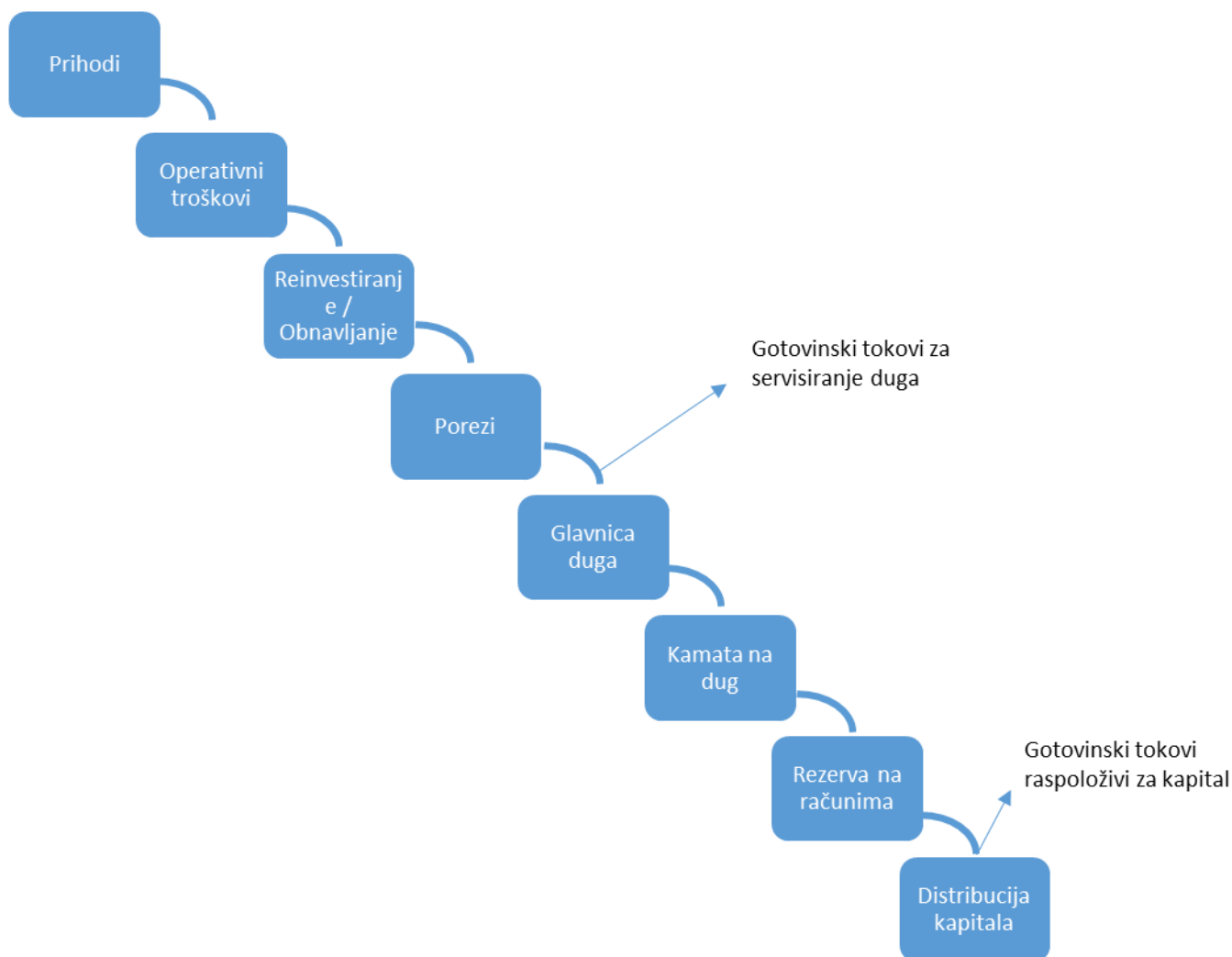
Pri utvrđivanju finansijske održivosti, a u vezi sa pouzdanošću novčanih tokova i garancijama koje nudi ugovor (naročito odredbe o raskidu), zajmodavci će analizirati strukturu rizika ugovora. Ovo će podrazumevati određivanje načina na koji se mogu postići standardi učinka u projektima po modelu „vlada plaća“ ili ugovorne garancije u projektima po modelu „korisnik plaća“.

Zajmodavci će vršiti strogu kontrolu svih novčanih tokova, ograničavajući sposobnost privatnog partnera da njima raspolaže - putem "kovenanta" (na primer, ne može da se vrši distribucija ako stvarni DSCR iz prethodne godine ne ispunjava određeni prag) . Bankovni računi preko kojih prolaze gotovinski tokovi će se založiti i držati sindikovani kod banke, uz druge odredbe koje treba prilagoditi u ugovoru o zajmu³. Isplate novčanog toka će biti predmet pravila prioritizacije definisanih u ugovoru o zajmu po "vodopad" redosledu (videti sliku A1).

² Koeficijent pokrića životnog veka projekta (PLCR) često se koristi kao sekundarna mera. On poredi gotovinski tok celokupnog trajanja projekta u odnosu na iznos duga.

³ Prilog A poglavlja 6 razmatra dalje tipične uslove i ugovore koji su obično uključeni u kredit za projektno finansiranje.

SLIKA A1: Vodopad projektnih gotovinskih isplata



4. Osnovni opis glavnih izvora finansiranja

Postoje tri osnovna izvora iz kojih može da se finansira JPP projekat: zaduživanje (kredit), akcijski kapital ili državna pomoć⁴.

Zaduživanje (kredit)

Seniorski dug ima prednost u pogledu otplate nad svim drugim oblicima finansiranja. Mezaninski dug je subordiniran u smislu otplate seniorskog duga, ali je rangiran iznad akcijskog kapitala kako za distribuciju gotovine u tzv. "vodopad toku" (to jest, prioritet svakog gotovinskog priliva i odliva u projektu) tako i u slučaju likvidacije preduzeća JPP. S obzirom na to da otplata mezaninskog duga može da utiče na loše rezultate

⁴ EPEC Vodič kroz JPP (2015), *Kako pripremiti, sprovesti nabavke i isporučiti projekte JPP*, Evropska investiciona banka.

JPP kompanije, a imajući u vidu prioritet u otplati seniorskog duga, mezaninski dug obično nalaže veće povraćaje od seniorskog duga.

Dug za projekat JPP se obično procenjuje na osnovu osnovnih troškova sredstava zajmodavcu, plus fiksna komponenta (ili "marža") izražena kao broj osnovnih tačaka za pokrivanje rizika neizvršenja obaveza i drugih troškova zajmodavca (na primer, operativni troškovi, oportunitetni troškovi raspodele kapitala, profit).

Zaduženja za većeprojekte JPP mogu da daju ili komercijalne banke, međunarodne finansijske institucije ili da potiču direktno sa tržišta kapitala. U ovom poslednjem slučaju, projektne kompanije izdaju obveznice koje uzimaju finansijske institucije, kao što su penzioni fondovi ili osiguravajuća društva koja traže dugoročne investicije.

Finansijski savetnici će moći da pruže savete o mogućim izvorima finansiranja za određeni projekat. Od njih se takođe očekuje da procene očekivane troškove i koristi od mogućnosti finansiranja. Ovo će obuhvatiti procenu trajanja zaduženja (dužinu vremena do dospeća ili otplatu duga) koje će verovatno biti dostupno iz različitih izvora.

Kapital

Kapital obično obezbeđuju sponzori projekta, potencijalno uključujući i izvođače radova koji će graditi i upravljati projektom, kao i finansijske institucije. Veliki deo kapitala (koji se često naziva "kvazi kapital") zapravo može biti u obliku subordiniranog duga akcionara za poreske i računovodstvene beneficije. Pošto vlasnici kapitala snose osnovne rizike u okviru projekta JPP, oni će tražiti veći povraćaj na finansiranje koje omogućavaju. U nekim projektima, sponzori doprinose kapitalu u obliku "znojnog kapitala" (doprinos u ljudskoj radnoj snazi), koji kreditori ne mogu lako prihvatiti⁵.

Podrška države

Državna podrška može se definisati kao podrška kroz direktno finansiranje putem doprinosa za kapital od strane javnog sektora, obično u obliku grantova (bespovratna sredstva). Oni mogu poticati od zajednica, nacionalnih, regionalnih ili specifičnih fondova. Mogu biti planirani kako bi projekat bio profitabilan ili priuštiv. Oni mogu imati oblik potencijalne podrške ili garancija od strane javnog sektora za preduzeće JPP ili druge učesnike u privatnom sektoru. Ovo može da važi za određene vrste rizika kojima se inače ne može efikasno upravljati ili ih ne može ublažiti kompanija JPP ili drugi učesnici iz privatnog sektora (na primer, minimalno zagarantovani prihod od putarine).

5. Projektno finansiranje – Koristi i ograničenja

Finansiranje infrastrukturnih projekata putem modela projektnog finansiranja nudi razne prednosti kao što su mogućnost deljenja rizika, proširenje kapaciteta duga,

⁵ "Kapital u znoju" je "doprinos u naturi jednak vrijednosti određenih radova ili doprinosa projektu ili preduzeću u vidu napora i truda. Kapital u znoju je vlasnički interes ili povećanje vrednosti, koja se stvara kao direktan rezultat napornog rada od strane vlasnika. To je poželjan način izgradnje jednakosti za preduzetnike vezane za gotovinu u svojim početnim poduhvatima, jer oni možda neće biti u mogućnosti da daju veliki finansijski kapital svom preduzeću ... "(<http://www.investopedia.com>).

oslobađanje slobodnih novčanih tokova i održavanje konkurentne prednosti na konkurentnom tržištu. Projektno finansiranje je korisno sredstvo za kompanije koje žele da izbegnu izdavanje garancije za korporativnu otplatu, i na taj način preferiraju da finansiraju projekat van bilansa stanja. Projektno finansiranje omogućava sponzoru da proširi svoj kapacitet zaduživanja tako što mu omogućava da finansira projekat za nečiji račun, a taj neko može da bude kupac rezultata projekta. Sponzori mogu prikupiti sredstva za projekte samo na osnovu ugovornih obaveza.

Projektno finansiranje takođe dozvoljava sponzorima da dele rizike projekta sa drugim zainteresovanim stranama. Osnovna struktura projektnog finansiranja zahteva da sponzori prenose rizike kroz mrežu sigurnosnih aranžmana, ugovornih sporazuma i druge dopunske kreditne podrške na druge finansijski sposobne stranama koje su voljne da preuzmu rizike. Ovo pomaže u smanjenju izloženosti riziku same projektne kompanije.

Projektno finansiranje ovlašćuje davaoce sredstava da odluče kako da upravljaju slobodnim novčanim tokovima koji ostaju nakon plaćanja operativnih troškova i troškova održavanja i drugih zakonski regulisanih plaćanja. U tradicionalnim korporativnim oblicima organizovanja, korporativno telo za upravljanje odlučuje o tome kako koristiti gotovinska sredstva - da li da investira u nove projekte ili da isplati dividende akcionarima. Slično tome, s obzirom na to da se kapital vraća agencijama za finansiranje, naročito investitorima, oni mogu sami da odluče kako da ga reinvestiraju. Pošto projektna kompanija ima ograničen vek trajanja, a poslovanje je ograničeno samo na projekat, ne postoje sukobi interesa između investitora i menadžmenta kompanije, što se često dešava u slučaju tradicionalnih korporativnih oblika organizovanja.

Finansiranje projekata preko projektnog finansiranja može omogućiti sponzorima da zadrže poverljivost vrednih informacija o projektu i zadrže konkurentsku prednost. Ovo je prednost prikupljanja kapitalnih finansija za projekat (međutim, ova prednost je prilično ograničena kada se traži finansiranje tržišta kapitala (projektne obveznice). Kada treba prikupiti kapitalne fondove (ili kasnije prodati kako bi se reciklirao kapital) putem tržišta (na primer, inicijalne javne ponude [IPO]), informacije vezane za projekat treba da se dele sa tržištem kapitala, što može da podrazumeva i konkurente projektne kompanije/sponzora. Kod projektnog finansiranja sponzori mogu deliti informacije sa malom grupom investitora i pregovarati o ceni bez otkrivanja vlasničkih informacija javnosti. I, budući da će investitori imati finansijski udeo u projektu, i u njihovom interesu je da se održi poverljivost.

Uprkos ovim prednostima, projektno finansiranje je složeno i skupo za sastavljanje. Troškovi kapitala koji se organizuju ovom putem su visoki u poređenju sa kapitalom organizovanim na neki od konvencionalnih načina. Složenost ugovora o projektnom finansiranju leži u potrebi za strukturiranjem skupa ugovora o kojima moraju da pregovaraju sve strane u projektu. Ovo takođe vodi ka povećanju troškova transakcija na račun pravnih troškova uključenih u planiranje strukture projekta, koja se bavi porezom vezanim za projekat i pravnim pitanjima, kao i pripremom neophodnog vlasništva nad projektom, kreditnom dokumentacijom i drugim ugovorima.