

Prednosti i nedostaci projektnog finansiranja

UDK: 005.8

Slađana Benković¹, Miloš Milosavljević¹

¹Fakultet organizacionih nauka u Beogradu

Odluka da se krene sa nekim projektom uključuje brojna pitanja koja su od velike važnosti. Kompleksnost odluke proizilazi iz činjenice da su složeni i finansijski zahtevni projekti jedino prihvativi ukoliko se očekivane socijalne i društvene koristi značajnije od troškova koji prate njihovu realizaciju. Shodno tome, projektno finansiranje pruža potencijalno koristan način po kome država može promovisati razvoj svojih najvrednijih resursa ili uspostaviti nezavisno proizvodno postrojenje, upravo tamo gde je ono i najpotrebniye. Ovim radom predstavljene su prednosti i nedostaci projektnog finansiranja kao jednog od mogućih modaliteta finansiranja, ali su prikazane i okolnosti kada projektno finansiranje može biti od značaja investitorima. Posebno je ukazano na činjenicu da ovaj model finansiranja nastoji zadovoljiti sve ugovorne strane, uzimajući u obzir njihov zajednički interes, ali i prinos koji ovaj modalitet finansiranja može da doneše.

1. Uvod

Projektno finansiranje je modalitet finansiranja koji posebno dobija na značaju i atraktivnosti, usled veličine i kompleksnosti projekata koji se mogu finansirati na ovaj način. Ono predstavlja jako atraktivnu i korisnu tehniku koja se koristi u celom svetu među različitim granama industrije. Projektno finansiranje je model koji je odavno u primeni u razvijenim zemljama i koristi se radi maksimizacije rezultata u okviru raspoloživih finansijskih sredstava. U zemljama u razvoju ovaj način finansiranja infrastrukturnih projekata je svakako prisutan u najširem smislu te reči, ali očekuje se da tek dobije na svom značaju, budući da zemlje u razvoju po pravilu ne raspolažu sa dovoljno finansijskih sredstava da bi pokrenule velike projekte, odnosno da bi ih komplementirale na pravi način.

Projektno finansiranje se definiše kao finansiranje određenog projekta, najčešće infrastrukturnog ili industrijskog, pri čemu se zajmodavci oslanjaju na tok gotovine i prihode projekta kao izvore sredstava iz kojih će se otplatiti investirana sredstva. To u osnovi znači da investitor ima uvid u novčane tokove, te da je ostvareni profit jedini način da vrati investirana finansijska sredstva, odnosno da „aktiva projekta treba da osigura finansiranje samog projekta [4]“, te da je ona u tom smislu i jedina garancija za realizaciju ovoga projekta.

Pokretačku snagu projektnog finansiranja čine njegovi sponzori i investitori. Sponzor projekta je strana koja stoji „iza projekta“ i čini njegovu pokretačku stranu, najčešće Vlada neke zemlje, samostalni entitet privrednog sektora ili konzorcijum, budući kupac proizvoda ili usluga projekta. Finansijeri projekta su uglavnom finansijske institucije kao što su: međunarodne organizacije za finansiranje razvoja, banke, investicioni fondovi, proizvodači opreme, izvođači radova, bu-

dući kupci i sl. [1] Projekat može imati jednog ili više sponzora koji potenciraju ideju o projektu i motivišu sve učesnike u njegovoj realizaciji.

Vlade država širom sveta su pokazale inicijativu za angažovanjem finansijskih sredstava individualnih investitora u infrastrukturu i usluge u vrlo širokoj paleti aktivnosti industrijskih delatnosti, uključujući oblast energetike, transporta, navodnjavanja i melioracije, telekomunikacija, nafte i gasa, eksploatacije ruda i minerala, škola i bolnica. Ovakav način obezbeđenja finansijskih sredstava omogućuju unapređenje mnogih javnih poslova i usluga bez kojih nije lako obezbediti kvalitet delovanja i poslovanja.

Pokretanje investicionih ciklusa u Srbiji nametnulo je i razmatranje različitih modela finansiranja takvih projekata, te je izvesna prisutnost upoznavanja tržišta sa prednostima i nedostacima koje različiti vidovi finansiranja donose. Usvajanjem Zakona o hipoteci, kojim se uvodi pojam hipoteke na objektu u izgradnji i omogućavanjem klasifikacije potraživanja i po osnovu projektovanih novčanih tokova (za razliku od prethodnog perioda, kada je to bilo moguće isključivo na osnovu istorijskih finansijskih pokazatelja) omogućenim od strane Narodne Banke Srbije, stvoreni su zakonski uslovi za primenu ovog modaliteta finansiranja. U tom smislu projektno finansiranje dobija poseban značaj kao vid finansiranja infrastrukture i kapitalno intezivnih projekata, budući da svim svojim karakteristikama predstavlja unapređenje metodologije vrednovanja i finansiranja projekata.

2. Projektno finansiranje

Projektno finansiranje je takva forma ugovaranja koja podrazumeva čvrste ugovorne odnose među učesnicima, te se shodno tome može primenjivati samo kod onih

projekata koji mogu izneti takvu formu čvrstog ugovora i održavati istu na prihvatljivom troškovnom nivou. Suštinski, projektno finansiranje zahteva postojanje istinske „zajednice interesa“ među stranama uključenim u realizaciju projekta. Tek kada je svakoj strani u interesu da se projektno finansiranje realizuje sa uspehom, tada će se i svi učenici potruditi da se realizacija projekta i desi. U isto vreme projektno finansiranje zahteva da finansijski inženjeri dizajniraju takvu finansijsku strukturu koja će doprineti formiranju seta ugovora, koji će omogućiti svim stranama korist od dogovora.

Izbor projektnog finansiranja ispred korporativnog direktnog finansiranja uključuje i odabir takve organizacione forme koja se razlikuje od tradicionalne kompanije u dve osnovne stavke:[3]

1. Projekat ima ograničen rok trajanja, baš kao i pravna jedinica koja ga poseduje, te je shodno tome i identitet te jedinice određen projektom. U slučaju tradicionalne kompanije identitet organizacione jedinice nije vremenski ograničen.
2. Projektna jedinica distribuira tok gotovine direktno sa projekta ka zajmodavcima i kapitalnim investitorima projekta. Tradicionalne kompanije, imaju na raspaganju mogućnost zadržavanja rezultirajućeg slobodnog toka gotovine profitabilnih projekata i reinvestiranja istog u druge projekte prema preferencijama menadžmenta kompanije. Projektno finansiranje ima suprotan pristup, te shodno tome kapitalni investitori dobijaju sloboden tok gotovine. Posledično, odluku o daljem investiranju slobodnih novčanih sredstava donose sami.

Početna i glavna karakteristika modela projektnog finansiranja jeste formiranje potpuno novog preduzeća koje je projektno finansirano. Namensko preduzeće često se naziva i Special Purpose Vehicle - Single Purpose Vehicle (SPV), Special Purpose Company (SPC), Special Purpose Entity (SPE) – Single Purpose Entity ili Single Purpose Company (SPC) i pravno je nezavisno preduzeće čija je namena osnivanja projektno finansiranje.

To je telo (najčešće društvo ograničene odgovornosti, odnosno partnerstvo sa ograničenom odgovornošću) formirano sa namenom realizacije uskih, specifičnih ili privremenih ciljeva. Primarni cilj je izolacija finansijskog rizika i stečaja, mada se kao cilj često pojavljuje umanjenje poreske osnovice i rizika. U projektu organizaciju unosi se imovina koja se naknadno knjiži, zarad mogućnosti raspaganja standardnim pravima vlasništva.

Ovakve kompanije se najčešće osnivaju zbog realizacije nekog konkretnog projekta, pri čemu se za njegovu realizaciju udružuje više preduzeća radi izgradnje nekog objekta, dela infrastrukture, odnosno razvoja tehničke inovacije. Kod velikih projekata investitori uslovjavaju formiranje takve kompanije, pri čemu se kreditni rizik ograničava na specijalne projekte. U tom smislu, ne postoji opasnost pojavljivanja drugih rizika iz poslovnih aktivnosti koje investitor (najčešće neka banka) ne može sagledati. Projektna organizacija je u vlasništvu jednog ili više subjekata, dok u određenim slučajevima zakon nalaže da učešće u vlasništvu mora biti i procentualno zadovoljeno, ali nije u vlasništvu onog subjekta u čije se ime osniva, odnosno nije u vlasništvu sponzora.

3. Odnos direktnog i projektnog finansiranja

Projektno finansiranje se najčešće upoređuje sa direktnim (korporativnim) finansiranjem, obezbeđenim kroz kredit. Pri tome je izbor modaliteta finansiranja definisan karakteristima projekta koji se realizuje, ceonom kapitala, kao i rizikom koji prati sam projekt. Dakle, važno je znati da ukoliko se projektno finansiranje i može realizovati, to istovremeno ne znači da i projekat treba biti realizovan na ovaj način. Prednosti i nedostaci ovih modaliteta finansiranja se moraju pažljivo razmotriti, kako bi se utvrdilo koji modalitet od prethodno pomenuta dva će doneti više koristi akcionarima projekta, ali i samom preduzeću. [3]

Kriterijum	Direktno finansiranje	Projektno finansiranje
Slobodan tok gotovine	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Menadžeri imaju široku slobodu izbora vezano za alokaciju slobodnog toka gotovine između dividendi i reinvestiranja, ➤ Tok gotovine je složen, te se alocira u zavisnosti od politike preduzeća. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Menadžeri imaju ograničenu slobodu izbora, ➤ Po ugovoru, slobodni tok gotovine se mora distribuirati ulagačima kapitala (investitorima).
Režijski troškovi	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Investitori kapitala su izloženi režijskim troškovima slobodnog toka gotovine, ➤ Pruzajući menadžmentu mogućnost slobode izbora čine neke specifične projekte teže ostvarljivim, ➤ Režijski troškovi su veći nego kod projektnog finansiranja. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Režijski troškovi slobodnog toka gotovine su smanjeni, ➤ Sloboda izbora koju ima menadžment, može biti vezana za performanse projekta, ➤ Olakšan je bliži nadzor od strane investitora, ➤ Režijski troškovi su niži nego kod internog finansiranja.

Kriterijum	Direktno finansiranje	Projektno finansiranje
Sadržaj ugovora o zaduženju	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kreditori uzimaju u razmatranje kompletnu imovinu sponzora prilikom procene njegove kreditne sposobnosti servisiranja duga, ➤ Najčešće, sam dug je neosiguran (naročito u situacijama kada je zajmoprilac velika kompanija). 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kreditori uzimaju u razmatranje konkretnu imovinu ili određeni deo imovine prilikom procene sposobnosti servisiranja pozajmljenih sredstava, ➤ Dugovi su najčešće osigurani, ➤ Ugovori o dugu su sastavljeni u skladu sa specifičnim karakteristikama projekta.
Kapacitet zaduženosti	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Finansiranje duga koristi deo dugovnog kapaciteta sponzora. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kreditna podrška iz dodatnih izvora, kao što je ona po osnovu potraživanja prema kupcima projektnog proizvoda, može biti korišćena za podršku projektnoj pozajmici, ➤ Dugovni kapacitet sponzora može se efikasno proširiti.
Bankrotstvo	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Moguće je izbeći opasnost od skupog i dugotrajnog finansiranja , ➤ Zajmodavci imaju korist od ukupnog vlasničkog portfolija sponzora, ➤ Finansijske poteškoće na jednoj ključnoj liniji poslovanja mogu povući gotovinu sa „uspešnih“ projekata. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Troškovi rešavanja finansijskih problema su niži, ➤ Projekat se može izolovati od potencijalnog bankrota, ➤ Šanse zajmodavca za vraćanje glavnice su daleko više limitirane, odnosno dug nije moguće vratiti od priliva ostvarenih po osnovu drugih nepovezanih projekata.
Organizacija	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Veliki poslovi su obično organizovani u korporativnoj formi, ➤ Tok gotovine nastao po osnovu angažovanja različitih delova imovine i projekata su objedinjeni. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Projekat je obično organizovan kao partnerstvo ili kompanija limitirane izloženosti dugu, što najčešće doprinosi efikasnijem iskorišćenju poreskih olakšica u odnosu na vlasništvo, ➤ Imovina vezana za projekat i tok gotovine su odvojeni od drugih aktivnosti sponzora.
Kontrola i praćenje	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kontrola je primarno vezana za menadžment, ➤ Bord direktora prati korporativne performanse značajne za akcionare, ➤ Investitori imaju limitirano direktno praćenje poslovanja. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Menadžment postoji, ali je pod nadzorom u odnosu na klasične organizacije, ➤ Jasna razgraničenost imovine i toka gotovine pruža viši nivo odgovornosti prema angažovanim sredstvima investitora, ➤ Uslovi dogovorenii ugovorom definišu odnos kapitala i duga, i istovremeno sadrže uslove i propise koji pomažu njihovom nadzoru i praćenju.
Alokacija rizika	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kreditori imaju puno pravo traženja odštete od projektnog sponzora, ➤ U zavisno od sastava portfolia, prisutne su i različite vrste rizika, ➤ Određene vrste rizika mogu biti prenete na druge nosioce, kupovinom osiguranja, odnosno višim nivoom angažovanja u aktivnostima zaštite od rizika, i sl. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kreditori imaju ograničeno pravo odštete, a u nekim slučajevima i nemaju to pravo prema sponzorima projekta, ➤ Finansijska izloženost kreditora projektno je određena, iako dodatna kreditna podrška može delimično ublažiti ovu vrstu rizika, ➤ Uslovi dogovorenii ugovorom preraspodeljuju rizike vezane za svaki projekat ponašob, ➤ Projektni rizici su alocirani na nosioce koji se na najbolji način mogu nositi sa njima.
Finansijska fleksibilnost	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Finansiranje se relativno lako ugovara, ➤ Interno generisana finansijska sredstva mogu se koristiti za finansiranje drugih projekata, u skladu sa uslovima na tržištu kapitala. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Prisutni su viši transakcioni troškovi kao i troškovi ugovaranja, ➤ Finansijski dogovori su vrlo precizno strukturirani, i veoma u dugog veka trajanja, ➤ Interno generisani tok gotovine, može se čuvati i upotrebljavati za potrebe novih projekata vlasnika kapitala.

4. Prednosti projektnog finansiranja projekta

Finansijsko vrednovanje infrastrukturnih i kapitalno intezivnih projekata je kompleksno. Primena projektnog finansiranja podrazumeva i primenu specifične tehnike rizika i neizvesnosti, što upravo čini i projektovanje Izveštaja o novčanim tokovima izuzetno složenim. Projektno finasiranje je primenljiv model finansiranja i u zemljama s niskim kreditnim rejtingom, ukoliko projekat obezbeđuje dovoljne prihode u čvrstoj valuti koji će omogućiti uredno servisiranje obaveza prema kreditorima i ukoliko postoji pravna i druga sigurnost da će na taj način ostvareni prihodi biti upotrebljeni za servisiranje dugova vezanih za projektno finansiranje. Cilj projektnog finansiranja nije da se sakrije dug od kreditora, agencija za procenjivanje kreditnog rejtinga ili akcionara, već da se podeli rizik projekta.

Pored snižavanja rizika projekta i finansijskog rizika postoji još dosta važnih prednosti projektnog finansiranja, među kojima su [2]:

- sponzor je u prilici da dobije nedostajući kapital za određeni projekat koji on sam nema,
- projekat lakše dolazi do garancija koje eventualno sponzor ne bi dobio,
- ukoliko sponzor ima nizak kreditni rejting, a projekat je dobar, postoji veća šansa da se dođe do finansijskih sredstava i povoljnijih uslova za projekat,
- mnogo je niže finansijsko opterećenje po investitoru vezano za vraćanje duga,
- projekat može da zadovolji određene investicionie propise koje sam sponzor teško može da zadovolji,
- sponzor lakše izbegava odredene probleme (npr. optužbe u slučaju neuspeha, i sl.),
- znatno su niži toškovi po investitoru, i sl.

Izuzetno značajna karakteristika projektnog finansiranja je sigurnost da će se investirana sredstva povratiti uz odgovarajući prinos. Ova stavka najčešće proizilazi iz garancija, kako direktnih tako i indirektnih, koje izdaje neka treća strana, najčešće sama država. Potreba za osiguravanjem ovih projekata proizilazi iz činjenice da su kapitalno intezivni, odnosno da najčešće zahtevaju ulaganje visokog iznosa pozajmljenih finansijskih sredstava. U tom slučaju svi prethodno navedeni izvori finansiranja su mogući, ali svaki od njih ima svoju cenu koštanja i svoje rizike.

Projektno finansiranje koriste preduzeća prilikom investiranja u velike projekte, pri čemu najčešće koriste tzv. struktурно finansiranje. Struktурno finansiranje

je finansiranje koje omogućava ulagačima praćenje novčanih tokova zahvaljujući formiranju projektnog preduzeća, kao jedinice zadužene za realizaciju definisanih finansijskih ciljeva. Za projektno finansiranje posebno su zainteresovana preduzeća uključena u industrijsku proizvodnju, zatim obradu i transport energije. Razlog za to su najčešće njihovi ograničeni izvori kapitala, ali i [2]:

- izbegavanje opterećenja bilansa stanja,
- izbegavanje prikaza duga tako da ne utiče na cenu akcije, odnosno izbegavanje finansijske reakcije,
- izbegavanje opadanja kreditnog rejtinga sponzora zbog postojećeg duga,
- ograničenje direktnе odgovornosti u rizičnim fazama realizacije i efektuiranja projekta.

Kada se govori o investitorima projekta, treba istaći da se u svetu javlja povećano interesovanje za zajedničke projekte. Mnogo je faktora koji podstiču ulazak u realizaciju projekta s partnerima, pri čemu se najčešćim smatraju sledeći:

- projekat je izvan finansijskih ili upravljačkih mogućnosti samo jednog preduzeća,
- niži je rizik finansiranja za svakog od učesnika u realizaciji projekta,
- finansijski je opravданje ući u zajedničko ulaganje s još nekim preduzećem,
- jedan ili više partnera ima poreske olakšice.

Projektno finansiranje treba primeniti svaki put kada je moguće ostvariti niže troškove kapitala nakon opozivivanja, i svaki put kada je kredit sponzora neprihvatljiv, te u tom smislu ne obezbeđuje potrebna sredstva za finansiranje projekta sa prihvatljivim troškovima. Prednosti projektnog finanisranja najčešće se ogledaju u: [3]

- Dostizanju ekonomске rente,
- Dostizanju ekonomije obima,
- Raspodeli rizika,
- Povećanju dugovnog kapaciteta,
- Nižim ukupnim troškovima sredstava,
- Proizvoljnom plasmanu slobodnog toka gotovine,
- Smanjenju troškova rešavanja finansijskih odstupanja od planiranog i dogovorenog,
- Smanjenju regulatornih troškova.

a) Dostizanje ekonomске rente

Jedna od posebnih prednosti projektnog finanisranja ogleda se u korišćenju ovog modaliteta finansiranja kod iskorišćavanja prirodnih resursa, naročito u periodu kada je moguće skladištenje prirodnih resursa ili se

do njih dolazi sa relativno niskim troškovima. Pravna služba, koja kontroliše korišćenje skladišta prirodnih resursa, može ugovoriti dugoročnu prodaju, koju projektno finansiranje upravo podržava, budući da donosi nadprosečnu stopu prinosa na uložene investicije. Ekonomisti definišu deo ukupnog prinosa koji je viši od očekivanog kao *ekonomsku rentu*. Sponzorima projekta stoji opcija unovčavanja ekonomske rente ulaskom u dugoročne prodajne ugovore, pri čemu se ti ugovori mogu koristiti kao koleteral kreditne pozajmice, neophodne za finansiranje razvoja rudne osnove. Projektno finansiranje ima i prednost u tome što sponzorima projekta stavlja na raspolaganje generisani tok gotovine neophodan za servisiranje dugova projekta, dok investorima donosi prinos na uloženi kapital.

b) Dostizanje ekonomije obima

Projektno finansiranje je naročito pogodno u situacijam udruživanja dva ili više proizvođača, a u cilju izgradnje novog postrojenja kada je prisutna ekonomska obima u proizvodnji. Konkretno, dva proizvođača aluminijuma mogu odlučiti da izgrade fabriku za preradu aluminijuma blizu lokacije, gde oba partnera imaju na raspolaganju veliko ležište boksita. Sličan primer bi bio kod preduzeća koja su u gusto industrializovanoj zoni, pri čemu se mogu dogovoriti o kooperaciji u smislu formiranja zajedničkog preduzeća. Time bi se postigla racionalizacija u vidu kupovine energije potrebne za potrebe grejanja i zajedničke prodaje struje lokalnom električnom postrojenju.

c) Podela rizika

Zajedničko ulaganje doprinosi i dozvoljava sponzorima da podele rizik projekta. Ukoliko je trošak kapitala projekta visok u odnosu na kapitalizaciju koju sponzor ostvaruje, odluka o finansiranju projekta isključivo sopstvenim sredstvima uistinu može ugroziti budućnost sponzora. Slično, projekat može biti prevелиk za zemlju domaćina, u smislu finansijskog naprezanja, da bi se smatralo opravdanim finansiranje samo iz sopstvenih izvora. Posledično, da bi se smanjila izložnost riziku samog sponzora, sponzor ili zemlja domaćin projekta mogu potražiti jednog ili nekolicinu partnera za zajedničko ulaganje.

d) Povećanje dugovnog kapaciteta

Projektno finansiranje preduzeća omogućava sponzoru projekta finansiranje projekta i kroz kreditne izvore finansiranja. U takvim okolnostima to je najčešće kupac proizvoda, odnosno usluga. Sredstva za projekt se prikupljaju po osnovu ugovorenih obaveza i to kada: 1) kupci uđu u dugoročni dogovor za kupovinu proizvoda-usluge i 2) kada su ugovorenе odredbe sastavljene tako da omogućavaju adekvatni tok gotovi-

ne za projekat, omogućavajući servisiranje duga u potpunosti pod razumno prihvatljivim uslovima. U slučaju pojave nepredviđenih troškova, usled kojih je tok gotovine nedovoljan, sastavljaju se dopunski dogovori za kreditnu podršku, odnosno neretko se formira fondacija za podršku projektnom finansiranju. Treba napomenuti da je kompanija koja je osnovana zarad projektnog finansiranja često u prilici da se finansira sa daleko višim nivoom zaduženosti u odnosu na investirana sredstva, nego što bi to bilo uobičajeno kod sponzorske kapitalizacije. Nivo zaduženosti u odnosu na investirana sredstva koji projekat ostvaruje zavisi od visine koleterala, odnosno rizika koje nose bonitetni učesnici, tipa projekta ili profitabilnost.

e) Niži ukupni troškovi sredstava

Uvek kada projektno finansiranje doprinosi efikasnjem rešavanju režijskih problema važnih za finansiranje nekog konkretnog projekta, projekat će imati mogućnost dolaska do sredstava jeftinije nego što bi do njih uspeli doći sponzori projekta. Projektna organizacija može ostvariti viši nivo zaduženosti u odnosu na investirana sredstva, nego što bi sponzori mogli da ostvare i održe sami, budući da projektni troškovi kapitala, će imati koristi od zamene dugova nižim troškovima, u zamenu za akcionarki kapital.

f) Plasman slobodnog toka gotovine

Projektna jedinica ima ograničen period trajanja, te je shodno tome i njena „politika dividendi“ ugovorom definisana u momentu dogovaranja bilo koga eksternog finansiranja kapitalom. Tok gotovine koji nije potreban za pokrivanje operativnih troškova, služi za servisiranje dugova, odnosno za kapitalna unapređenja odobrena od strane ulagača kapitala (investitora). Otuda i pristup da ulagači kapitala, pre nego li profesionalni menadžeri, odlučuju kako će slobodan tok gotovine projekta biti ponovo investiran. U tom smislu projektno finansiranje ima prednost u tome što eliminiše volju i nahodenje borda direktora, i daje veću slobodu investorima u donošenju odluka o raspodeli ostvarenog tok gotovine. Smanjenjem rizika da se slobodan tok gotovine može zadržati i biti investiran bez odobrenja kapitalnih investitora projekta, smanjuju se istovremeno i troškovi akcijskog kapitala projekta.

Treba pomenuti da sponzor u takvim okolnostima nije po pravilu u nezahvalnoj poziciji, budući da mu стоји na raspolaganju opcija pregovora sa investorima o novim projektima za koje smatra da su profitabilni, a koji bi bili od interesa i samim ulagačima kapitala. U slučaju da investitori, odnosno ulagači kapitala, privave da stave na raspolaganje sredstva za bilo koji dodatni investicioni poduhvat projektnе jedinice, dogo-

varaju se njihova potraživanja iskazana u visini nadoknade koju oni ostvaruju, odnosno o visini dividende.

g) Smanjenje troškova rešavanja finansijskih poremećaja

Struktura projektnih obaveza je manje kompleksna nego struktura ukupnih obaveza sponzora. Struktura kapitala projektne jedinice uglavnom ima samo jednu klasu duga i vrlo je mali broj potencijalnih poverilaca. Opšte je pravilo da se vreme i trošak koji prate rešavanje finansijskih poremećaja povećava sa brojem poverilaca, kao i sa usložnjavanjem strukture kapitala dužnika. To je posledica činjenica da tokom vremena, tradicionalna organizacija ima tendenciju akumuliranja velikog broja potraživanja, uključujući i ona za penzije, koja mogu biti jako teška u slučaju insolventnosti preduzeća. Sa druge strane, nezavisne projektne jedinice sa jednom klasom duga, naročito ukoliko je dug voden od strane manjeg broja sofisticiranih finansijskih institucija, ima tendenciju da se daleko lakše uzdigne iz finansijskih poremećaja.

Kod tradicionalne organizacije, direktni dugovi sponzora će biti pokriveni od strane čitavog portofolia imovine sponzora, te ukoliko jedna linija poslovanja propadne, zajmodavac će ipak biti isplaćen, zahvaljujući drugim linijama poslovanja sponzora projekta. Međutim, kod projektnog finansiranja projekta, imovina projekta je razdvojena od druge imovine sponzora, te je i pristup imovini limitiran nivoom nadoknade sponzora koja je garantovana zajmodavcu u projektnom dugovnom ugovoru. Otuda proizilazi i još jedna prednost koja se ogleda u činjenici da odvajanje projektne imovine od druge imovine sponzora, izoluje zajmodavca projekta od rizika da sponzor eventualno bankrotira.

h) Smanjenje regulatornih troškova

Određeni tipovi projekata, kao što je zajedničko ulaganje, uključuju pravne i regulatorne troškove sa kojima se iskusni sponzori projekta nose daleko lakše, pa su shodno tome i jeftiniji. Konkretno, hemijska i naftna kompanija koje ulaze u zajednički projekat, mogu se susresti sa značajnim troškovima koji nastaju usled nepoznavanja pravnih i regulatornih odredbi koje prate ulaganje. Kada su projekti vođeni timom eksperata iz te oblasti, projektno finansiranje može dovesti i do ekonomije obima zahvaljujući ekspertskoj kontroli pravnih i regulatornih troškova. Ekonomska održivost projekta će zavisiti od nastavka kooperacije nekoliko spoljnih organizacija nad kojima industrijska preduzeća nemaju direktnu kontrolu, dok korišćenje znanja i iskustva ekspertskog tima koji iza sebe ima uspešno završene slične projekte će značajno smanjiti operativne troškove. Tačnije, nezavisnost sta-

tusa projekta proizašla iz želje da stvori dugoročno profitabilan projekat smanjuje rizik preduzeća koja su zajednički finansirala proizvodnju.

5 Nedostaci projektnog finansiranja

Projektno finansiranje ne dovodi u svim uslovima i kod svih projekata do jeftinijeg kapitala, te treba ukazati posebno na troškove ugovaranja. Stoga, upravo ovi troškovi, kao i negativni efekti koji ih prate, mogu značajno prevagnuti u odnosu na sve prednosti projektnog finansiranja. U tom smislu, značajno je ukazati i na neke od nedostataka projektnog finansiranja.

a) Kompleksnost

Projektno finansiranje je zasnovano na setu ugovora koji zahtevaju pregovaranje sa svim učesnicima angažovanim na projektu. Sami pregovori mogu biti prilično složeni i samim tim skupi za realizaciju. Bitna karakteristika pregovora kada je se analizira projektno finansiranje kao modalitet finansiranja, jeste i vreme neophodno za pregovaranje, koje je po pravilu daleko duže nego kod tradicionalnog direktnog finansiranja.

b) Indirektna kreditna podrška

Kod projektnog finansiranja troškovi duga su viši nego li kod direktnog finansiranja i to za sve zajmoprimece finansijskih sredstva bez izuzetka, što je posledica indirektnе prirode kreditne podrške. Tačnije, kreditna podrška kod projektnog finansiranja se realizuje kroz ugovorne obaveze, a ne kroz direktno plaćanje, te su zajmodavci projektnog finansiranja zabrinuti za mogućnost kontinuirane realizacije ugovorenih obaveza i servisiranje duga. Usled zabrinutosti što bi se moglo dogoditi u nepredviđenim okolnostima, zajmodavci neretko zahtevaju premiju koja iznosi od 50 do 100 bazičnih poena, u zavisnosti od ugovora između zajmodavaca i zajmoprimalaca.

c) Viši transakcioni troškovi

Zbog visoke kompleksnosti, projektno finansiranje uključuje i više transakcione troškove nego li što je to svojstveno direktnom finansiranju. Viši transakcioni troškovi reflektuju troškove ugovaranja koji su sastavni deo procesa dizajniranja finansijske strukture projekta. Ovi troškovi nastaju kao posledica razmatranja i primene različitih poreza karakterističnih za projekat, kao i mnogih pravna pitanja, poput dokumentacije vezane za emisiju akcija i konsekventno vlasništvo nad projektom, dokumentacije vezane za pozajmice i sl. Konačan cilj projektnog finansiranja je obezbeđenje dovoljno finansijskih sredstava neophodnih za realizaciju projekta i dovoljno visok profit tako da je omogućeno nesmetano vraćanje uloženih finansijskih sredstava. Jedan od načina za postizanje ovoga cilja je

i osiguranje od treće strane, što je već pomenuto. Ipak, retki su projekti koji su podržani od treće strane, a da ona pri tome nema neku direktnu korist od tog istog projekta.

6. Zaključak

Razvijena i kvalitetna infrastruktura preduslov je za razvoj svake zemlje. Projektno finansiranje može biti atraktivn model finansiranja kod velikih projekata koji su sposobni da opstanu kao nezavisna ekonomksa jedinica, odnosno kada su sponzorska preduzeća osetljiva na korišćenje duga u funkciji finansiranja projekta i rizika koji prati realizaciju projekta. Primetno je da je projektno finansiranje naročito pogodno kada preduzeća žele da zadrže operativnu kontrolu nad projektom, prihvate kompleksne ugovore, čvrste obaveze i jaku finansijsku kontrolu koja, po prirodi stvari, prati projektno finansiranje kao modalitet finansiranja.

Dogovori kod projektnog finansiranja uključuju zajednički interes među različitim stranama, te je shodno tome i očekivani ekonomski prinos svakog učesnika u srazmeri sa rizikom koji oni nose prilikom realizacije projekta. Projektno finansiranje pruža veliki broj prednosti u odnosu na direktno finansiranje zasnovano na korporativnoj osnovi. Potencijalne koristi moguće su samo nakon pažljive analize stručnog finansijskog inženjeringu. Organizacija projekta, njena pravna struktura, kao i finansijski plan, treba da odražavaju prirodu projekta, utvrđeni projektni rizik, profitabilnost, kreditnu sposobnost učesnika, poreske olakšice, finansijsku poziciju sponzora i države, kao i druge faktore koji značajno utiču na želju potencijalnih investitora i zajmodavaca.

Projektno finansiranje uspešnije alocira rizik i prinos u odnosu na direktno korporativno finansiranje, pa se i ugovori koji prate projektno finansiranje sačinjavaju tako da na najpogodniji način alociraju rizik i prinos projekta, prema mogućnostima učesnika u realizaciji projekta. Zato projektno finansiranje omogućava minimiziranje kreditnog uticaja na sponzore projekta, pa se i ugovori koji podržavaju projektne pozajmice formiraju tako da minimiziraju direktno finansijsko obavezivanje sponzora projekta. Kao rezultat kreditne podrške drugih učesnika, projektno finansiranje omogućava viši nivo odnosa duga i kapitala projektnog preduzeća, nego što bi sponzor projekta mogao ostvariti internim finansiranjem. [taviše, treba uzeti u obzir činjenicu da je projektni leverage često duplo vi-

ši nego kod korporativnih bilansa, što konsekventno vodi i višem finansijskom riziku, ali i višim prinosima, kada je projekat uspešan.

Projektno finansiranje prate i viši transakcionalni troškovi nego li konvencionalno finansiranje, koji su uglavnom vezani za izradu ugovornih obaveza. Troškovi kontrole takođe predstavljaju značajnu stavku, te iz toga proizilazi da je projektno finansiranje kao modalitet finansiranja naročito pogodno za velike projekte kod kojih je moguće ostvariti dovoljno koristi koje bi trebalo da nadoknade neophodne izdatke i više transakcione troškove. Shodno tome, projektno finansiranje je naročito pogodno za finansiranje infrastrukturnih projekata kako u razvijenim zemljama, tako i u zemljama u razvoju, kao što je Srbija.

Projektno finansiranje uključuje izbor alternativne organizacione forme koja se značajno razlikuje od korporativne forme neodredenog veka trajanja. Kako kompanije najčešće raspolažu sa portfoliom imovine kod koje prinosi nisu u savršenoj korelaciji, njihovi menadžeri uživaju široko pravo izbora u alokaciji slobodnog toka gotovine i teže da sebe održe novim ulaganjem u imovinu i nove poslove. Projektno finansiranje je vezano za tačno definisanu imovinu, pa shodno tome može biti organizованo kao kompanija, partnerstvo ili društvo sa ograničenom odgovornošću. Vek projektnog preduzeća je konačan budući da je i sam projekat ograničenog veka trajanja. Kod projektnog preduzeća slobodan tok gotovine se najpre distribuira ka investitorima, odnosno ulagačima kapitala, koji po osnovu toga imaju mogućnost odlučivanja o daljem refinansiranju, ili investiranju u nove projekte.

Sa aspekta imovine, projektno finansiranje se može posmatrati i kao forma finansijskog inženjeringu, budući da svako finansiranje bazira na raspoloživoj imovini, a i finansijska struktura se definiše u zavisnosti od samog projekta. Uloga finansijskog inženjeringu kod projektnog finansiranja je naročito značajna kada se razmatra upravljanje rizikom projekta, kamatna stopa, valuta i kreditni swap-ovi koje koriste sponzori projekta prilikom umanjenja rizika. Svi prethodno navedeni alati koji se koriste za upravljanje rizikom u kombinaciji sa hartijama od vrednosti kao što su forvard, fjučers i opcionim ugovorom mogu biti ključni kod ugovaranja projektnog finansiranja, jer je alokacija izloženosti riziku od vitalnog značaja u strukturiranju i finansiranju projekata.

LITERATURA

- [1] Benković S, „Budžetiranje kapitala“, FON, Beograd, 2007.
- [2] Fabozzi J. F, Peterson P. P, „Financial Management and Analysis“, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2003.
- [3] Finnerty D. John, „Project Financing“, John Wiley & Sons, New Jersey, 2007.
- [4] „Euromoney“, Institutional Investor PLC, London, 2008.
- [5] Chen A.H, Kensinger J.W and Martin J.D, „Project Financing as a Means of Preserving Financial Flexibility“, Working Paper, Austin, Texas: University of Texas, 1989.
- [6] Culp, C. L, “The art of risk management: Alternative risk transfer, capital structure, and convergence of insurance and capital markets“, J. Wiley, New York, 2002.
- [7] Merna T. and Dubey R, „Financial engineering in the procurement of projects, Asia Law & Practice, Hong Kong, 1998.
- [8] Lang. L. H. P, „Project finance in Asia“, North-Holland, Amsterdam, 1998.
- [9] Levy, S. M, „Build, operate, transfer: Paving the way tomorrow's infrastructure“, J. Wiley, New York, 1996.
- [10] Salman Shah & Thakor V. Anjan, „Optimal Capital Structure and Project Finance“, Finance, 2004, No. 0411041.
- [11] Tam C. M, „Financial commitments of BOT projects“, International Journal of Project Management, 17(6), 1999.
- [12] Tiong R. L. K, „Competitive advantage of equity in BOT tender“, Journal of Construction Management, 121(3), 1995a.
- [13] Tiong R. L. K, „Risks and garanties in BOT tender“, Journal of Construction Management, 121(2), 1995b.
- [14] Tiong R. L. K, „CSFs in competitive tendering and negotiation model for BOT projects“, Journal of Construction Management, 122(3), 1996.
- [15] Tiong R. L. M. and Alum J, „Financial commitments for BOT projects“, International Journal of Project Management, 16(2), 1997.
- [16] UNIDO, „Industry and Development – Global Report 1991/92“, Vienna, 1991.
- [17] UNIDO „BOT Guidelines“, Vienna, 1996.
- [18] Xueqing Z, „Finanical Viability Analasis and Capital Structure Optimization in Privatized Public Infrastruture Projects“, Journal of Construction Management, 656(6), 2005.