

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
**SINDICIRANA POSOJILA: VREDNOTENJE IN IZBIRA NAJUGODNEJŠE
PONUDBE**

Ljubljana, maj 2007

ŠTEFAN VOLK

IZJAVA

Študent Štefan Volk izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1	UVOD	1
1.1	PROBLEMATIKA MAGISTRSKEGA DELA	1
1.2	CILJ MAGISTRSKEGA DELA	2
1.3	NAMEN MAGISTRSKEGA DELA	3
1.4	METODE DELA	3
1.5	STRUKTURA MAGISTRSKEGA DELA	3
2	RAZVOJ TRGA SINDICIRANIH POSOJIL	4
2.1	PROBLEMI V VZHODNI EVROPI	5
2.2	PROBLEMI V LATINSKI AMERIKI	5
2.3	ZASTOJ NA TRGU SINDICIRANIH POSOJIL	6
2.4	PONOVEN ZAGON TRGA SINDICIRANIH POSOJIL	6
2.5	VELIKOST TRGA SINDICIRANIH POSOJIL V LETIH 2004-2006	7
2.5.1	Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v srednji in vzhodni Evropi	10
2.5.2	Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v Sloveniji	11
3	OPREDELITEV SINDICIRANEGA POSOJILA	13
3.1	ZNAČILNOSTI SINDICIRANIH POSOJIL	15
3.2	PREDNOSTI ZADOLŽEVANJA NA TRGU SINDICIRANIH POSOJIL ZA POSOJILOJEMALCE	16
3.3	PREDNOSTI UDELEŽBE V SINDICIRANIH POSOJILIH ZA POSOJILODAJALCE	17
3.4	VRSTE SINDICIRANIH POSOJIL	18
3.5	ZAPADLOSTI (ANG. MATURITIES) IN ODPLAČILNA SHEMA (ANG. REPAYMENT SCHEDULES) SINDICIRANIH POSOJIL	21
3.6	OBRESTNA MERA	22
3.6.1	Referenčna obrestna mera	23
3.6.2	Marža	24
3.7	PROVIZIJE	25
3.7.1	Enkratne ali začetne provizije	26
3.7.2	Letne provizije	27
3.7.3	Druge provizije	28
3.7.4	Drugi stroški	29
4	FAZE SINDICIRANEGA POSOJILA	30
4.1	UDELEŽENCI SINDICIRANEGA POSOJILA IN NJIHOVE VLOGE	30

4.1.1	Organizator sindiciranega posojila	30
4.1.2	Banka Manager	33
4.1.3	Udeleženci oz. sodelujoče banke	33
4.1.4	Pooblaščená pravna pisarna	33
4.1.5	Drugi subjekti	33
4.2	PREDMANDATNA FAZA	34
4.2.1	Potreba posojilojemalca po sredstvih na sindiciranem trgu	34
4.2.2	Priprava seznama bank, potencialnih organizatorjev sindiciranega posojila	34
4.2.3	Priprava in pošiljanje vabil bankam, potencialnim organizatorkam	35
4.2.4	Priprava in predložitev najugodnejše ponudbe posojilojemalcu	36
4.3	PODELITEV MANDATA.....	38
4.4	POMANDATNA FAZA.....	39
4.4.1	Priprava informacijskega memoranduma	40
4.4.2	Priprava prvega osnutka posojilne pogodbe	42
4.4.3	Priprava povabila za morebitne banke udeleženke	43
4.4.4	Priprava in vodenje knjige sindiciranja	45
4.4.5	Sindiciranje	45
4.4.6	Oblikovanje konzorcija	47
4.4.7	Pogajanje s posojilojemalcem	49
4.4.8	Podpisna slovesnost	50
4.5	POPODPISNA FAZA	52
4.5.1	Pregled dokumentov potrebnih za črpanje	53
4.5.2	Črpanje sredstev	53
4.5.3	Odplačevanje glavnice in obresti	54

5 PRAVNE KLAUZULE V SINDICIRANIH POSOJILNIH POGODBAH..... 54

5.1	SINDICIRANA POSOJILNA POGODBA	54
5.2	VSEBINA SINDICIRANE POSOJILNE POGODBE.....	55
5.2.1	Finančna zadolženost (ang. Financial Indebtedness)	56
5.2.2	Zamudne obresti (ang. Default Interest Clause)	57
5.2.3	Nezakonitost (ang. Illegality Clause)	58
5.2.4	Povračilo izgube za prekinjeno financiranje (ang. Broken Funding Indemnity Clause) .	58
5.2.5	Zvišanje plačil zaradi davkov (ang. Tax Gross-up Clause)	59
5.2.6	Delitev plačil med posojilodajalci (ang. Sharing among the Lenders)	60
5.2.7	Enakopravnost upnikov (ang. Pari Passu Clause)	60
5.2.8	Prepoved obremenitve dolžnikovega premoženja (ang. Negative Pledge Clause)	61
5.2.9	Prepoved sklicevanja na imuniteto (ang. No Immunity Clause)	62
5.2.10	Obveznost posredovanja informacij (ang. Information Undertakings Clause)	62
5.2.11	Kršitve pogodbe (ang. Events of Deault)	63
5.2.12	Navzkrižna kršitev (ang. Cross-Default Clause)	63
5.2.13	Bistveno poslabšanje poslovanja dolžnika (ang. Material Adverse Change Clause)	64
5.2.14	Povrnitev stroškov (ang. Expense Reimbursement Clause)	65
5.2.15	Zavarovanje pred vračilom posojila v drugi valuti (ang. Currency Indemnity Clause)....	66
5.2.16	Prenos pravic (ang. Assignment Clause)	66
5.2.17	Izbira veljavnega prava (ang. The Governing Law Clause)	66
5.2.18	Pristojnost sodne oblasti (ang. The Submission to Jurisdiction Clause)	67
5.2.19	Dodatki k pogodbi (ang. Schedules to the Loan Agreement)	68

6	SEKUNDARNI TRG SINDICIRANIH POSOJIL	68
6.1	RAZLOGI ZA PRODAJO ALI NAKUP NA SEKUNDARNEM TRGU	70
6.1.1	Razlogi prodajalcev	70
6.1.2	Razlogi kupcev	70
6.2	TEHNIKE PRENOSA V ANGLEŠKI ZAKONODAJI	71
6.2.1	Odstop terjatev, pravic in obveznosti – novacija	71
6.2.2	Odstop terjatev, cesija	73
6.2.2.1	Pravni odstop (ang. Legal assignement)	73
6.2.2.2	Kapitalski odstop (ang. Equitable assignement).....	73
6.2.3	Participacija	74
6.3	PRAKTIČEN PRIMER TRANSAKCIJE NA SEKUNDARNEM TRGU	75
7	METODE VREDNOTENJA PRISPELIH PONUDB.....	76
7.1	DOBA POVRAČILA.....	77
7.2	DISKONTIRANA DOBA POVRAČILA.....	78
7.3	RAČUNOVODSKA STOPNJA DONOSA (RSD).....	78
7.4	NETO SEDANJA VREDNOST (NSV)	79
7.5	NOTRANJA STOPNJA DONOSNOSTI (NSD).....	81
7.6	POPRAVLJENA NOTRANJA STOPNJA DONOSNOSTI	83
7.7	INDEKS DONOSNOSTI (ID).....	83
8	VREDNOTENJE PRISPELIH PONUDB – PRAKTIČEN PRIMER	84
8.1	PRAKTIČEN PRIMER VREDNOTENJA PONUDB.....	84
9	SKLEP	90
	LITERATURA.....	93
	VIRI.....	96
	PRILOGA ŠT. 1: SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV.....	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: 15 največjih sindiciranih posojil v letu 2006.....	8
Tabela 2: Banke in ostale finančne institucije kot organizatorice sindiciranih posojil v letu 2006	9
Tabela 3: Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v CEE v letu 2006.....	10
Tabela 4: Trg sindiciranih posojil v Sloveniji v letih 2004-2006.....	12
Tabela 5: Glavni organizatorji sindiciranih posojil v letu 2006 v Sloveniji	13
Tabela 6: Vrste odplačilnih shem	22
Tabela 7: Primer razporeditve zneskov, provizij in nazivov	43
Tabela 8: Stran iz sindicirane knjige.....	46
Tabela 9: Povzetek pogojev prispelih ponudb	86
Tabela 10: Izračun notranje stopnje donosnosti za Banko A	87

1 UVOD

1.1 PROBLEMATIKA MAGISTRSKEGA DELA

Trg sindiciranih posojil je eden največjih in najbolj fleksibilnih virov zagotavljanja dolgoročnih sredstev na mednarodnem finančnem trgu. Zaradi svoje velike odzivnosti, zmogljivosti in sodelovanja različnih udeležencev (investitorjev), se nanj v vse večjem številu obračajo posojilojemalci, ki naenkrat rabijo večjo količino sredstev.

Kaj je sindicirano posojilo in kakšne so njegove značilnosti? Kaj sindicirano posojilo loči od bilateralnega posojila? Glavna razlika med sindiciranim posojilom in bilateralnim posojilom je, da je na strani posojilodajalca namesto enega udeleženih več subjektov. Sindicirano posojilo (ang. syndicated loan ali consortium loan) je torej tisto posojilo, ki ga najmanj dve banki, lahko pa je teh bank več, organizirata/organizirajo za posojilojemalca (ki je lahko banka ali pa podjetje)¹ pod enotnimi pogoji in enotno dokumentacijo. Obrestna mera pri sindiciranih posojilih je variabilna in se določa za vsako obrestno obdobje posebej. Najbolj pogosto dogovorjena obrestna obdobja v sindiciranih posojilih so enomesečna, trimesečna in šestmesečna. Praviloma posojilojemalec določi dolžino obrestnega obdobja. Posojilojemalec ponavadi tudi izbere eno ali več bank, da delujejo kot organizatorji sindiciranega posojila (sindikata). Organizatorji pa potem določijo eno banko, ki prevzame vlogo agenta sindikata. Vloga agenta sindikata je, da po podpisu pogodbe o najetju sindiciranega posojila koordinira vsa pogajanja, plačila in vso administracijo med vsemi strankami v sindikatu, tako posojilodajalcev (upnikov) kot posojilojemalca. Najetje sindiciranega posojila v grobem obsega štiri faze (Fight, 2. knjiga, 3 – 6 str.):

1. predmandatno obdobje (ang. pre mandate);
2. pomandatno obdobje (ang. post mandate);
3. podpisno obdobje (ang. closing);
4. popodpisno obdobje (ang. post closing).

Nekateri avtorji (Rhodes, 169. str.) pa v svojih delih omenjajo tri faze, ki pa so identične zgoraj omenjenim:

1. predmandatna faza (ang. pre-mandate phase);
2. pomandatna faza (ang. post-mandate phase);
3. popodpisna faza (ang. post-signing phase).

¹ V magistrski nalogi bom opisoval organiziranje sindiciranega posojila za banko. Izraz posojilojemalec se torej nanaša na banko posojilojemalko.

Bolj podrobno bom te faze opisal v nadaljevanju magistrskega dela.

V zadnjih nekaj letih je opazen trend zmanjševanja vezanih in vpoglednih vlog v slovenskih bankah, ki so pomemben vir sredstev teh bank. Vedno več komitentov bank vlaga svoja sredstva v naložbe, ki prinašajo višje donosnosti, npr. v vrednostne papirje, investicijske sklade... Banke morajo ta sredstva nadomestiti z drugimi viri, npr. z izdajo vrednostnih papirjev, z najetjem subordiniranih posojil ipd. Ti alternativni viri zadolževanja pa povzročajo precejšnje obveznosti bank, predvsem z vidika poročanja, postopki najemanja so dolgotrajnejši, izpolnjevanje pa je potrebno tudi stroge zahteve regulatorjev trga vrednostnih papirjev. Predvsem pa so ti viri zadolževanja precej dražji od zadolževanja na trgu sindiciranih posojil.

V današnjem času, ko vlada na trgu velika konkurenca med bankami, je izredno pomembno, da banka pride do sredstev po najbolj ugodnih pogojih. Sindicirana posojila in v manjši meri bilateralna posojila so tako glaven vir sredstev slovenskih bank. Obrestna mera za najetje teh posojil je dosti nižja od drugih, prej omenjenih virov.

Prav zaradi velike konkurence med bankami je za posamezno banko izredno pomembno, da pridobi čimbolj ugodne vire financiranja, zato mora prejete ponudbe tujih bank za organiziranje sindiciranega posojila skrbno proučiti in izbrati najugodnejšo. Banka posojilojemalka pošlje vabilo za pridobitev ponudbe na tiste banke, s katerimi veliko sodeluje in s katerimi ima vzpostavljene dobre poslovne odnose. Običajno pa pošlje vabila tudi na banke, ki imajo na področju sindiciranih posojil največ izkušenj. Poleg stroškovnega vidika pa mora banka pri izbiri najugodnejše ponudbe upoštevati tudi vidik obvladovanja tveganj, ki je z uvedbo Basla II vedno bolj pomemben.

1.2 CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Cilj magistrske naloge je predstaviti različne načine vrednotenja prispelih ponudb za organiziranje sindiciranega posojila ob upoštevanju različnih dejavnikov pri izbiri najboljše ponudbe. V prikazu praktičnega primera najetja sindiciranega posojila se bom najbolj osredotočil na metodo notranje stopnje donosnosti in neto sedanje vrednosti, ki sta najbolj uporabljeni metodi pri izbiri najboljše ponudbe.

Sam sem zaposlen v Abanki Vipava d.d. v Sektorju medbančnih odnosov, kjer med drugim delam na področju najemanja sindiciranih posojil, ki jih banka najema v svojem imenu in za svoj račun ali v svojem imenu in za račun komitenta. Na podlagi ugotovitev magistrske naloge in praktičnih izkušenj bom predlagal, katero metodologijo vrednotenja naj banka uporablja pri izbiri prispelih ponudb.

1.3 NAMEN MAGISTRSKEGA DELA

Namen magistrskega dela je podrobna predstavitev sindiciranega posojila kot pomembnega finančnega instrumenta v okviru mednarodnega financiranja. Predstavitev sindiciranega posojila bo obsegala vse pomembne elemente tega posojila in prej omenjene faze. V nadaljevanju pa bom opisal in prikazal teoretične metode, ki jih banke lahko uporabljajo pri vrednotenju prispelih ponudb. Po teoretični predstavitvi metod bom na konkretnem primeru prikazal uporabo le-teh v praksi. Uporabil bom konkretno prispelo ponudbo in jih s pomočjo predstavljenih metod ovrednotil.

1.4 METODE DELA

Pri izdelavi magistrske naloge bom uporabil več znanstveno raziskovalnih metod, ki jih bom med seboj kombiniral.

Metodo deskripcije bom uporabil pri predstavitvi in opisu značilnosti sindiciranih posojil, pri čemer bom uporabil domačo in tujo strokovno literaturo, strokovne revije, letna poročila domačih in tujih bank, kot tudi informacije dosegljive na spletnih straneh organizacij, ki se ukvarjajo s tematiko magistrskega dela (LMA, BIS...)².

V poglavju, kjer bom obravnaval problematiko vrednotenja najboljše ponudbe, bom na začetku ravno tako uporabil metodo deskripcije, kjer bom opisal najpogostejše metode vrednotenja prispelih ponudb. V nadaljevanju poglavja bom vsako posamezno metodo predstavil, jih med seboj primerjal in opisal njihove dobre in slabe lastnosti. Na podlagi ugotovitev bom tudi predlagal, katero metodo naj banka pri vrednotenju prispelih ponudb uporablja. Na koncu poglavja bom na podlagi konkretnih prispelih ponudb vsako posamezno ponudbo s pomočjo prej opisanih metod ovrednotil in predlagal izbiro konkretne ponudbe.

1.5 STRUKTURA MAGISTRSKEGA DELA

V uvodu magistrske naloge bom poskušal predstaviti proučevano problematiko in opredeliti načrt naloge. Nato bom magistrsko delo razdelil na sedem vsebinsko zaokroženih, med seboj povezujočih se poglavij. V drugem poglavju bom opisal razvoj trga sindiciranih posojil od začetka do danes. Opisal bom, s kakšnimi težavami se je ta trg ubadal in način reševanja le-teh. Na koncu poglavja bom opisal dogajanja na trgu sindiciranih posojil v letih 2004-2006 v svetovnem merilu, ter v državah centralne in vzhodne Evrope. Čisto na koncu drugega poglavja pa bom predstavil dogajanja na slovenskem trgu sindiciranih posojil v letih 2004-2006. Tretje poglavje

² LMA – Loan Market Association; BIS – Bank for International Settlements

bom v celoti posvetil opredelitvi sindiciranega posojila. Kaj je sindicirano posojilo, kakšne so njegove značilnosti, prednosti za posojilojemalca ali posojilodajalca, katere vrste sindiciranih posojil poznamo, itd. Četrto poglavje bo vsebovalo podroben opis vseh faz pri najetju sindiciranega posojila. Od odločitve posojilojemalca o najetju sindiciranega posojila pa vse do svečanega podpisa sindiciranega posojila. V petem poglavju bom opisal glavne pravne klavzule, ki jih zasledimo v pogodbah o najemu sindiciranih posojilih. Šesto poglavje bo v celoti posvečeno sekundarnemu trgu sindiciranih posojil. Ker je ta trg vedno bolj pomemben, bom opisal razloge zakaj je tako. V sedmem poglavju bom opisal, katere teoretične metode vrednotenja prispelih ponudb poznamo, kakšne so njihove dobre in kakšne so njihove slabe lastnosti. V osmem poglavju pa bom na podlagi dejansko prispelih ponudb prikazal izbiro konkretne ponudbe s pomočjo izbrane metode. Tu moram posebej poudariti, da zaradi narave varovanja informacij ne bom navedel imena bank, ki so poslale posamezno konkretno ponudbo, do določene mere pa bom spremenil tudi višino obrestne mere in razne provizije in stroške, ki so navedeni v konkretni ponudbi. Sledi sklep in seznam literature in virov.

2 RAZVOJ TRGA SINDICIRANIH POSOJIL

Začetki mednarodnega bančništva, še posebej trga sindiciranih posojil, kakršnega poznamo danes, segajo v začetek 60-ih let prejšnjega stoletja. Rojstvo evrodolarja³ (Eurodollar) in razvoj čezmejnega medbančnega sodelovanja je pomenilo veliko priložnost, da se na enem mestu zberejo posojilodajalci iz različnih držav in preko sindikata sodelujejo v posojilih, ki imajo skupne pogoje financiranja. Glavni dosežek v razvoju trga sindiciranih posojil je bil, da so razvili sistem srednjeročnih posojil s prilagojenim obrestnim obdobjem. S tem so dosegli, da obrestna mera ni bila več fiksna skozi celotno obdobje trajanja posojila, temveč se je od časa do časa prilagodila glede na dogajanje na trgu. Ta prilagoditev je bila odvisna od vnaprej, v pogodbi dogovorjenih intervalov in je vsebovala spremembe v obrestnih merah na trgu medbančnih depozitov. To je bil eden izmed najbolj domiselnih in pomembnih mehanizmov na tem trgu. Lahko rečemo, da so iznašli referenčno obrestno mero. Najbolj pogosta referenčna obrestna mera⁴ (ang. reference interest rate) je postala

³ Evrodolar – Definiramo ga lahko kot dolarski depozit, ki je vložen v banko, locirano v državi, kjer dolar ni domača valuta. Npr. dolarski depozit v Veliki Britaniji je evrodolar. Predpona evro pa ni povezana z geografsko lokacijo depozita, temveč z dejstvom, da depozit ni pod jurisdikcijo države, v katere valuti je depozit nominiran. (Mrak, 2002, str. 525)

⁴ Ob pomoči referenčne obrestne mere se določa spremenljive obrestne mere, in sicer tako, da se referenčni obrestni meri doda tako imenovana razlika, marža ali pribitek zaradi večjega kreditnega tveganja in/ali daljše ročnosti posojila ali vrednostnega papirja. (Ribnikar, 2001, str. 50)

LIBOR⁵. To je omogočilo bankam, da so vpeljale določene standarde pri organiziranju srednjeročnih posojil za posojilojemalce, ki imajo različne ocene kreditnega tveganja.

Prva faza razcveta sindiciranih posojil se je začela v 70-ih letih prejšnjega stoletja. Med leti 1971 in 1982 so bila srednjeročna (ang. medium-term) sindicirana posojila zelo razširjena v državah v razvoju v Afriki, Aziji in še posebno v Latinski Ameriki. Sindicirana posojila so omogočala manjšim finančnim institucijam, da so prevzela tveganje izpostave na teh trgih brez dejanske fizične prisotnosti. Od začetka 70-ih let prejšnjega stoletja, ko je bil znesek sindiciranih posojil na teh trgih zanemarljiv, je leta vseskozi občutno naraščal, dokler ni dosegel 46 milijard ameriških dolarjev v letu 1982. Najbolj pogosto so na trgih sindiciranih posojil nastopale države, finančne institucije in podjetja.

2.1 PROBLEMI V VZHODNI EVROPI

Sindicirana posojila so svoj vrh dosegla konec 70-ih in v začetku 80-ih let prejšnjega stoletja. Splošno mnenje je bilo, da države ne morejo zaiti v finančne težave in da se ne more zgoditi, da ne bi bile sposobne izpolnjevati svojih obveznosti do posojilodajalcev. Toda osemdeseta leta prejšnjega stoletja so pokazala popolnoma drugo sliko. Najprej je prišlo do krize v vzhodni Evropi, ko so banke in druge finančne institucije postale zelo previdne pri nadaljnjem financiranju takratne Sovjetske Zveze in njenih satelitov, saj je bil njihov zunanji dolg izredno velik. Stanje se je začelo slabšati leta 1979, ko je Sovjetska Zveza napadla Afganistan. Za nadaljnje zaostrovanje je poskrbelo politično dogajanje leta 1980 na Poljskem. Končalo se je tako, da leta 1981 Poljska ni bila več sposobna odplačevati svojega zunanjega dolga, ki je takrat znašal 8 milijard ameriških dolarjev. Vendar pa na razvoj trga sindiciranih posojil niso vplivale samo težave v vzhodni Evropi.

2.2 PROBLEMI V LATINSKI AMERIKI

Do nenadnega zastoja v posojanju denarja preko trga sindiciranih posojil je prišlo v avgustu leta 1982, ko je Mehika, kot ena največjih dolžniških držav razglasila, da ni več sposobna odplačevati svojih obveznosti do tujih kreditorjev (Mrak, str. 577). Zunanji dolg Mehike je takrat znašal 90 milijard ameriških dolarjev. Mehiki so nato sledile Brazilija, Argentina, Čile, Venezuela, Jugoslavija, Nigerija in Filipini. Težave pri odplačilu dolga držav na razvijajočih se trgih (ang. emerging markets) so se nadaljevale skozi celotno obdobje 80-ih let, kar je v končni fazi privedlo do

⁵ LIBOR – London InterBank Offered Rate

restrukturiranja mehiškega dolga preko Bradyjevih⁶ obveznic (ang. Brady bonds) v letu 1989. Vse to je privedlo do zmanjšanja zadolževanja preko sindiciranih posojil ter preusmeritev v financiranje preko obveznic.

2.3 ZASTOJ NA TRGU SINDICIRANIH POSOJIL

Problemi v vzhodni Evropi in Latinski Ameriki so pripeljali do obsežnega prestrukturiranja in refinanciranja državnih dolgov. To je bil eden izmed razlogov, da so investitorji na trgu sindiciranih posojil skoraj izginili. Drug razlog je bil, da so se pojavile nove, ugodnejše oblike financiranja, kot recimo financiranje z evroobveznicami s fiksno in spremenljivo obrestno mero. Posojilojemalci so kaj kmalu ugotovili, da obstaja kratkoročni denarni trg, ki je sposoben ponuditi spremenljivo obrestno mero, ugodnejšo od tiste na trgu sindiciranih posojil.

Tako je znesek sindiciranih posojil dosegel svoje dno leta 1985, ko je znašal 9 milijard dolarjev. Leta 1987 je Citibank-a odpisala znaten del terjatev do teh držav, večje ameriške banke pa so vložile tožbo. Sledila so pogajanja, ki so privedla do Bradyjevega načrta.

2.4 PONOVEN ZAGON TRGA SINDICIRANIH POSOJIL

Bradyjev načrt je pripomogel k ponovnem zagonu trga sindiciranih posojil. V začetku 90-ih let prejšnjega stoletja so banke, ki so v dolžniški krizi utrpeli največje izgube, začele uporabljati bolj zapletene metode določanja cene sindiciranega posojila (te metode so se najprej razvile na trgu podjetniških obveznic). Banke so v posojilnih pogodbah začele vedno bolj uporabljati razne zaveze (ang. covenant). S tem so se zavarovale za primer, če bi prišlo do spremembe v ratingu posojilojemalca. Če pade rating, se posledično poveča cena posojila. In obratno, če se rating posojilojemalca

⁶ Nicholas Brady je bil ameriški minister za finance. Marca leta 1989 je objavil program, ki je kasneje postal znan pod imenom Bradejev program. Zavzel se je za program zmanjševanja zunanega dolga držav v razvoju in obveznosti, ki sledijo iz njihovega servisiranja. V realizacijo Bradyjevega programa so bile aktivno vključene tudi mednarodne finančne institucije, zlasti IMF in Svetovna banka. Bradyjev program je dal formalni okvir za prostovoljni odpis dela dolga po pogojih, ki bodo doseženi v neposrednih pogajanjih med dolžnikom in upniki. Glavna značilnost tega programa je bila v tem, da je komercialnim bankam dajal na voljo tri opcije, med katerimi so lahko izbrale. Te opcije so bile (Mrak, 2002, str. 601):

- zamenjava kreditov za nove obveznice (v višini 65% nominalne vrednosti dolgov) po veljavni tržni obrestni meri
- zamenjava kreditov v nove obveznice (v višini 100% nominalne vrednosti dolgov) po fiksni obrestni meri 6,5% in zavarovane z amerišskimi državnimi obveznicami (te obveznice so države kupile s krediti, ki so jim jih odobrile mednarodne finančne institucije, zlasti IMF in Svetovna banka); te obveznice so kasneje postale znane kot Bradyjeve obveznice
- odobritev dodatnih kreditov državi dolžnici.

izboljša, se zniža cena posojila. Ravno tako so se zavarovale za primer spremembe servisiranja dolga.

Banke so sčasoma postale vedno bolj kompleksne, na voljo pa je bilo tudi vedno več podatkov o posojilih. Vse to je pripomoglo k temu, da so se začeli razvijati sekundarni trgi (ang. secondary markets), ki so pritegnili nebančne finančne institucije, kot so pokojninski skladi (ang. pension funds) in zavarovalnice (ang. insurance firms). Razvoj novih metod za uravnavanje kreditnega tveganja pa je omogočil, da so se kot investitorji na trgu sindiciranih posojil pojavile tudi tiste finančne institucije, ki se prej zaradi različnih vzrokov za to niso odločale. Prihodki od sindiciranih posojil niso bili ravno najvišji, vendar so investitorji v sodelovanju v teh posojilih videli možnost, da posojilojemalcem ponudijo druge bolj donosne storitve, kot so posli investicijskega bančništva. Še bolj pomembno pa je, da so poleg posojilojemalcev iz držav v razvoju, privlačnost zadolževanja preko sindiciranih posojil uvidela tudi podjetja v razvitih industrijskih državah.

Rezultat teh dogajanj je, da obseg sindiciranih posojil od začetka 90-ih let prejšnjega stoletja pa vse do danes vseskozi strmo narašča.

2.5 VELIKOST TRGA SINDICIRANIH POSOJIL V LETIH 2004-2006

V letih od 2004 do 2006 je znesek vseh sindiciranih posojil vseskozi naraščal. V letu 2004 je znesek vseh sindiciranih posojil znašal 2,7 bilijona ameriških dolarjev, v letu 2005 se je dvignil na 3,4 bilijona ameriških dolarjev, v letu 2006 pa je znašal 3,9 bilijona ameriških dolarjev. K rasti tega zneska je največ pripomoglo financiranje akvizicijskih poslov in združevanj podjetij (ang. mergers and acquisitions), saj je financiranje teh poslov letu 2006 v primerjavi z letom 2005 zraslo za 62,7% na 942,9 milijard ameriških dolarjev, kar predstavlja 24,3% vseh sindiciranih posojil. Štiri največja sindicirana posojila v letu 2006 so bila porabljena za prevzeme drugih podjetij, med drugim tudi posojilo, ki je bilo organizirano za E.ON (46,5 milijarde USD), Andrarko Petroleum (24 milijard USD), Mittal Steel (22,4 milijard USD) in Merck (19,3 milijarde USD). V tabeli št. 1 si oglejmo 15 največjih sindiciranih posojil v letu 2006.

Tabela 1: 15 največjih sindiciranih posojil v letu 2006

Datum podpisa posojilne pogodbe	Posojilojemalec	Država	Znesek sindiciranega posojila (v milijon USD)
16.10.2006	E ON AG	Nemčija	46.493,6
30.06.2006	Andrarko Petroleum Corp.	ZDA	24.000,0
30.11.2006	Mittall Steel Co NV	Nizozemska	22.363,4
15.05.2006	General El. Capital Corp	ZDA	20.450,0
13.03.2006	Merck KGaA	Nemčija	19.263,7
17.5.2006	Xstrata PLC	Švica	19.000,0
15.12.2006	Ford Motor Co	ZDA	18.485,0
03.03.2006	Linde AG	Nemčija	18.031,2
25.10.2006	Cia Vale do Rio Doce SA	Brazilija	18.000,0
17.11.2006	HCA Inc	ZDA	16.833,2
23.03.2006	Bayer AG	Nemčija	16.767,9
04.07.2006	Grupo Ferrovial SA	Španija	16.545,2
24.05.2006	Volkswagen AG	Nemčija	15.948,8
03.01.2006	TDC A/S	Danska	15.131,3
15.03.2006	ConocoPhillips Co	ZDA	15.000,0

Vir: <http://banker.thomsonib.com>

V letu 2006 je bil na trgu sindiciranih posojil najbolj dejaven energetska sektor. Vzrok temu je bila ponudba E.ON-a za prevzem podjetja Endesa. Znesek sindiciranih posojil na energetskem trgu je v letu 2006 znašal 635,5 milijard USD. To je za 9,9% več kot v letu 2005. Na drugem mestu po obsegu sindiciranih posojil v letu 2006 je bil finančni sektor z 598,6 milijardami USD, sledil pa mu je industrijski sektor z 584,6 milijardami USD, kar predstavlja 15,1% vseh sredstev na trgu sindiciranih posojil v letu 2006.

Kljub temu, da se je banki JPMorgan v letu 2006 zmanjšal tržni delež za 1,1 odstotne točke, je še naprej ostala vodilna banka pri organiziranju sindiciranih posojil. Organizirali so 1.037 sindiciranih posojil v skupnem znesku 549,5 milijard USD. Na drugem mestu je bil Citigroup z zneskom 419 milijard USD, na tretjem mestu pa ji je sledila Banc of America Securities z zneskom 330,1 milijarde USD. V tabeli št. 2 si oglejmo, katere banke in ostale finančne institucije so kot organizatorice obvladovale trg sindiciranih posojil v letu 2006.

Tabela 2: Banke in ostale finančne institucije kot organizatorice sindiciranih posojil v letu 2006

Organizator	Znesek organiziranih poslov (v milijon USD)	Mesto	Tržni delež	Število sindiciranih posojil
JPMorgan	549.475,1	1	14,2	1.037
Citigroup	418.968,4	2	10,8	751
Banc of America Securities LLC	330.083,4	3	8,5	1.074
Royal Bank of Scotland Group	188.218,9	4	4,9	388
Deutsche Bank	171.017,8	5	4,4	243
BNP Paribas SA	156.019,9	6	4,0	505
Barclays Capital	146.659,3	7	3,8	300
Credit Suisse	105.210,7	8	2,7	212
Wachovia Corp	100.620,4	9	2,6	402
Calyon	98.036,4	10	2,5	358
Goldman Sachs & Co	87.878,2	11	2,3	156
Mizuho Financial Group	85.864,9	12	2,2	835
ABN AMRO	78.322,7	13	2,0	337
Societe Generale	74.374,5	14	1,9	216
Mitsubishi UFJ Financial Group	74.053,1	15	1,9	895
Sumitomo Mitsui Banking Corp	73.796,8	16	1,9	771
HSBS Holdings PLC	66.425,1	17	1,7	257
Merril Lynch	51.279,7	18	1,3	117
Morgan Stanley	50.419,2	19	1,3	64
UBS	47.929,9	20	1,2	114
Dresdner Kleinwort	44.152,0	21	1,1	107
Lehman Brothers	41.027,2	22	1,1	107
RBC Capital Markets	36.144,9	23	0,9	104
CIBC World Markets	34.415,1	24	0,9	123
Commerzbank AG	33.228,5	25	0,9	114
Skupaj	3.881.538,3		100,0	8.868

Vir: <http://banker.thomsonib.com>

2.5.1 Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v srednji in vzhodni Evropi

Poglejmo še, kaj se je v letu 2006 dogajalo na trgu sindiciranih posojil v srednji in vzhodni Evropi (CEE). Skupen znesek vseh sindiciranih posojil, organiziranih za finančne institucije v državah CEE, je bil 20.768,84 milijonov evrov. Daleč pred vsem prednjači Rusija, saj je bilo za njo organiziranih 88 transakcij v znesku 10.470,07 milijonov evrov. V tabeli št. 3 je podrobneje predstavljeno dogajanje na trgu sindiciranih posojil v CEE v letu 2006

Tabela 3: Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v CEE v letu 2006

Država posojilojemalcev	Znesek sindiciranih posojil (v milijon EUR)	Število transakcij
Rusija	10.470,07	88
Kazahstan	4.884,26	36
Slovenija	1.452,30	6
Ukrajina	1.013,91	21
Latvija	896,84	8
Hrvaška	470,00	2
Poljska	455,18	3
Madžarska	425,00	2
Belorusija	156,83	4
Romunija	142,26	4
Bolgarija	134,50	9
Azerbajdžan	133,54	8
Ostali	134,15	n.p.
Skupaj	20.768,84	

Vir: Interno gradivo BayernLB

V letu 2007 se na trgu sindiciranih posojil v CEE pričakuje nadaljevanje pozitivne rasti tega trga. Višje stopnje rasti bodo povečale potrebo po financiranju. Pozitivne izkušnje posojilodajalcev na tem trgu bodo imele pozitiven vpliv na razpoložljivost kreditnih linij za posojilojemalce. Ne pričakuje se bistveno povišanje obrestnih mer, verjetnost, da posojilojemalci ne bodo plačevali svojih obveznosti pa ostaja zelo majhna.

Obstajajo pa tudi določena tveganja. Politični dogodki bi lahko močno vplivali na ceno nafte. Določen vpliv na trg sindiciranih posojil v CEE bi lahko imela recesija v ZDA. Lahko pa se zgodijo tudi določeni dogodki, ki bi destabilizirali uravnoteženo globalno likvidnost.

2.5.2 Dogajanje na trgu sindiciranih posojil v Sloveniji⁷

V Sloveniji je letno število sindiciranih posojil dokaj stabilno, saj so posojilojemalci na tem trgu prisotni v povprečju enkrat letno. Edino Nova Ljubljanska banka je bila v letu 2005 na tem trgu prisotna dvakrat. Povprečna višina sindiciranih posojil⁸ pa se iz leta v leto povečuje. V letu 2004 je znašala povprečna višina sindiciranega posojila 129,63 milijonov ameriških dolarjev (USD), v letu 2005 je narasla na 246,39 milijonov USD, v letu 2006 pa je znašala 336,36 milijonov USD. S strani posojilojemalcev je vseskozi prisoten velik pritisk na znižanje marže, vendar se ocenjuje, da se bo trend zniževanja marž počasi ustavil. Nekatere tuje banke, pomembne glavne organizatorke sindiciranih posojil v Sloveniji so že napovedale, da bo v letu 2007, najkasneje pa v letu 2008, velikost marže dosegla svoje dno (ang. bottom-line).

Glavni udeleženci na trgu sindiciranih posojil v Sloveniji so Abanka Vipava d.d., Banka Celje d.d., Nova Ljubljanska Banka d.d. in Nova Kreditna Banka Maribor d.d.. Glavni razlog, zakaj tuje banke, kljub nizki marži, še vedno posojajo sredstva slovenskim bankam, je izredno dober medsebojni poslovni odnos s slovenskimi bankami. Kar 70% vseh sredstev, ki jih slovenske banke dobijo na trgu sindiciranih posojil, zagotovi dokaj velika skupina glavnih organizatorjev. Povprečna višina vložka ostalih udeležencev pa se iz leta v leto povečuje.

V tabeli 4 si oglejmo dogajanje na trgu sindiciranih posojil v letih 2004-2006. Navedeni so le glavni udeleženci na tem trgu.

⁷ Na tem mestu bom govoril o trgu sindiciranih posojil za finančne institucije v Sloveniji

⁸ Izračuna se tako, da se celotna višina sindiciranih posojil deli s številom sindiciranih posojil v posameznem letu

Tabela 4: Trg sindiciranih posojil v Sloveniji v letih 2004-2006

Posojilo-jemalec	Datum sklenitve posla	Velikost sind. posojila (v mio EUR)	Marža (p.a.)	Trajanje (v letih)	Število posojilodajalcev	Največja udeležba (v mio EUR)
Abanka	julij 2004	75	32 b.t.	3	13 bank	7,5
	marec 2005	115	23 b.t.	5	16 bank	12,5
	marec 2006	180	22 b.t.	5	9 bank*	20
Banka Celje	maj 2004	85	39 b.t.	5	15 bank	7,5
	junij 2005	100	n.p.	5	15 bank	15
	junij 2006	200	17 b.t.	2	15 bank	12,5
NLB	avgust 2004	400	20 b.t.	5	34 bank	20
	junij 2005	540	17 b.t.	5	13 bank*	41,5
	november 2005	360	16 b.t.	5	12 bank*	30
	april 2006	700	15 b.t.	5	35 bank	35
NKBM	februar 2004	60	37,5 b.t.	5	12 bank	7
	julij 2005	240	20 b.t.	5	26 bank	12,5
	december 2006	157,5 CHF 155	15 b.t.	5	18 bank	12,5

* klubsko posojilo

Vir: Interno gradivo ING BANK N.A.

V naslednji tabeli pa si oglejmo, kateri glavni organizatorji so bili najbolj aktivni na trgu sindiciranih posojil v Sloveniji v letu 2006.

Tabela 5: Glavni organizatorji sindiciranih posojil v letu 2006 v Sloveniji

Mesto	Ime banke	Število posojil	Znesek v milijon USD
1	UniCredit Group	4	285,42
2	DZ Bank	3	177,35
3	ING	3	174,72
3	BayernLB	3	174,72
5	KBC	2	150,77
6	RZB	3	138,72
7	Mitsubishi UFJ Financial Group	2	132,01
8	Erste Bank	1	110,70
9	Sumitomo Mitsui Bankig Group	1	108,06
9	Calyon	1	108,06
11	HSH Nordbank	3	73,36

Vir: Interno gradivo ING BANK N.V.

3 OPREDELITEV SINDICIRANEGA POSOJILA

Sindicirano posojilo (ang. syndicated loan ali consortium loan) je tisto posojilo, ki ga najmanj dve banki, lahko pa tudi več bank, organizirata/organizirajo za posojilojemalca pod enotnimi pogoji in enotno dokumentacijo. Obrestna mera pri sindiciranem posojilu je variabilna, obrestna obdobja pa so ponavadi eno, tri ali šestmesečna. Običajno je posojilojemalec tisti, ki lahko izbere dolžino obrestnega obdobja. Temeljna značilnost, ki sindicirano posojilo loči od bilateralnega (ang. bilateral loan) je, da je na strani posojilodajalca udeleženih več subjektov. Kreditojemalec izbere eno, lahko pa tudi več bank, da organizirajo sindicirano posojilo. Ta banka oz. banke se imenujejo banka organizatorka oz. banke organizatorke (ang. arranger(s)). Banke organizatorke se med seboj dogovorijo, kdo bo opravljal vlogo agenta (ang. agent). Njegova naloga je, da po podpisu pogodbe koordinira vsa pogajanja, plačila in administrativne zadeve med pogodbeno udeleženimi strankami v sindiciranem posojilu.

Kot sem že omenil, v sindiciranem posojilu sodeluje več bank. Na eni strani je en posojilojemalec, na drugi pa skupina bank kot posojilodajalci. Banka posojilodajalka nima nobenih obveznosti do drugih bank posojilodajalk v sindikatu. Če se zgodi, da banka posojilodajalka kot članica sindikata ni izpolnila svojih obveznosti, potem druge banke članice sindikata nimajo nobene pravne dolžnosti izpolniti teh obveznosti v imenu banke, ki jih ni izpolnila. V tem primeru se bo banka agent

posvetovala s kreditojemalcem in bo poskušala najti drugo banko – čeprav ji tega ne bi bilo treba. Podrobnejši opis odnosov, nalog in obveznosti med organizatorji, udeleženci in posojilojemalcem je opisan v naslednjem poglavju magistrske naloge.

Sindicirana posojila so ponavadi srednjeročna, kar pomeni da imajo rok zapadlosti od 2 do 10 let. Obstajajo pa tudi sindicirana posojila, ki imajo rok zapadlostjo od 6 mesecev pa tja do 25 let.

Banke se v sindiciranem posojilu dogovorijo, da bodo pri tej transakciji sodelovale pod enotnimi pogoji in enotno dokumentacijo, vendar ni nujno, da bodo sodelovale z enakimi zneski. Kljub temu, da banke sprejmejo enotne pogoje in enotno dokumentacijo, s tem niso prikrajšane za pravico, da vložijo individualno tožbo proti posojilojemalcu, če ta ne izpolnjuje zavez iz sindicirane pogodbe. Če pride do kršitve s strani posojilojemalca, banke ponavadi delujejo preko agenta in skušajo doseči poravnavo oz. odpravo kršitev. Če pri tem niso uspešne, se potem vsaka posamezna banka odloči ali bo vložila individualno tožbo proti posojilojemalcu ali ne.

Vloga banke agenta je, da po podpisu pogodbe deluje v korist bank posojilodajalk in ne posojilojemalca, ter da koordinira in administrira vsa dogajanja okoli sindiciranega posla, ki se zgodijo v njegovi življenjski dobi. Potem, ko posojilojemalec zadosti vsem pogojem iz pogodbe, agent poskrbi, da črpanje sredstev poteka nemoteno in da posojilojemalec plača vsa nadomestila, katera mora plačati pred ali ob črpanju. V primeru, da posojilojemalec po podpisu pogodbe zaprosi za spremembo pogojev določenih v pogodbi ali za opustitev kakšnih zavez, je banka agent odgovorna za dostavo te prošnje vsem bankam udeleženkam sindikata in za koordiniranje pogajanja med posojilojemalcem in bankami posojilodajalkami.

Trg sindiciranih posojil se lahko segmentira na več načinov. Delimo ga lahko na primarni in na sekundarni trg sindiciranih posojil. Primarni trg je tisti trg, na katerem se odvijajo aktivnosti pred podpisom posojilne pogodbe. Sekundarni trg sindiciranih posojil pa je tisti trg, na katerem se odvija prenos ali prodaja posojila po zaključku aktivnosti na primarnem trgu. Oba trga sindiciranih posojil, primarni in sekundarni, sta podrobno opisana v nadaljevanju magistrske naloge.

Nadalje lahko trg sindiciranih posojil delimo na mednarodne transakcije (ang. international transactions) in domače transakcije (ang. domestic transactions). Mednarodne transakcije so z vidika posojilojemalca tiste transakcije, ki niso denominirane v posojilojemalčevi domači valuti (npr. posojilo v ameriških dolarjih (USD) za nemškega posojilojemalca), pri čemer je konzorcij bank sestavljen iz posojilodajalcev iz različnih držav, lahko tudi iz države posojilojemalca. Domače transakcije lahko definiramo kot tiste transakcije, pri katerih je valuta posojila denominirana v posojilojemalčevi domači valuti. Npr. posojilo v britanskih funtih

(GBP) namenjeno za posojilojemalca iz Velike Britanije, konzorcij bank pa je sestavljen iz bank iz različnih držav, ki delujejo preko njihovih pisarn v Londonu.

3.1 ZNAČILNOSTI SINDICIRANIH POSOJIL

Glavna značilnost sindiciranih posojil je, da na strani posojilodajalcev namesto enega nastopa več subjektov. Ostale značilnosti sindiciranih posojil, ki jih ločijo od ostalih virov financiranja so (Fight, 1996, 2. knjiga, str. 2):

- **zagotovitev velikih vsot denarja:** za financiranje velikih projektov so potrebna velika finančna sredstva, ki pa jih ena sama banka ne more zagotoviti. Vzrokov je več, eden izmed njih je tudi predpis regulatorja (ponavadi centralne banke), kjer je določena zgornja meja največje dovoljene izpostavljenosti posamezne banke do posameznega komitenta. Seveda mora banka upoštevati tudi druge predpise, kot npr. sklep o kapitalski ustreznosti. Z instrumentom sindiciranja se zbere veliko finančnih sredstev v zelo kratkem času, tveganje pa se razprši med več udeležencev v transakciji. Sindicirano posojilo je tako rekoč orodje za zmanjševanje finančnega tveganja med bankami posojilodajalkami. V praksi redno naletimo na zneske, ki so bili v posamezni transakciji nižji od 20 milijonov ameriških dolarjev, medtem ko zneski navzgor niso omejeni;
- **geografska razpršenost (ang. geographic diversification):** sodelovanje bank v sindiciranih posojilih utrjuje njihove medsebojne odnose, omogoča pridobivanje novih izkušenj na novih trgih in vstop na trge, na katere same nikoli ne bi mogle vstopiti;
- **ohranjanje poslovnih odnosov z bankami:** s tem, ko multinacionalna podjetja izberejo glavne organizatorje za organizacijo sindiciranega posojila, razvijajo svojo tržno podobo ter ohranjajo in razvijajo poslovne odnose s temi bankami. Vzpostavitev novih poslovnih odnosov in ohranjanje ter razvijanje starih je lahko orodje za večanje moči posojilojemalca na trgu;
- **hitro pridobivanje finančnih sredstev:** ko je domači finančni trg za posojilojemalce te države začasno nedosegljiv, je sindicirano posojilo idealna rešitev za pridobivanje finančnih sredstev. Mednarodne transakcije omogočajo posojilojemalcu, da se izogne omejitvam na domačem trgu, ter da hitro in enostavno pridobi finančna sredstva na mednarodnem trgu;
- **manj strogi predpisi:** zakonski predpisi pri organiziranju sindiciranega posojila so veliko bolj ohlapni kot zakonski predpisi, ki veljajo za izdajo

obveznic in lastniškega kapitala (ang. equity issues). To ne pomeni samo, da se transakcija zaključi hitreje, temveč so nižji tudi pravni stroški;

- **razpršitev tveganja med banke:** trg sindiciranih posojil omogoča posojilojemalcu, da vzdržuje poslovne odnose z drugimi bankami, hkrati pa sodeluje v transakcijah z manjšimi finančnimi sredstvi in nižjim posojilnim tveganjem;
- **cenovne prednosti:** cena je enotna za celotno sindicirano posojilo in v njej so zajeti vsi stroški bank in njihova marža. Kako je sestavljena cena sindiciranega posojila je podrobneje opisano v nadaljevanju magistrske naloge.

3.2 PREDNOSTI ZADOLŽEVANJA NA TRGU SINDICIRANIH POSOJIL ZA POSOJILJEMALCE

Prednosti so naslednje (Fight, 1996, 5. knjiga, str. 2):

- **finančna sredstva:** posojilojemalec ima možnost najemanja obsežnih finančnih sredstev zaradi večjega kreditnega potenciala celotnega konzorcija v primerjavi z eno samo banko ponudnico. Posojilojemalcu se ni potrebno pogajati z vsako banko posebej, kot je to v primeru bilateralnih posojil, kar za sabo potegne številne ekonomije obsega. Omogoči se administrativna enostavnost, prožnost ter prihranke zaradi manjšega števila pogajanj. Zaradi utečenosti postopkov se sredstva lahko zberejo tudi v roku, krajšem od meseca dni;
- **nižji stroški:** gledano dolgoročno, so celotni stroški sindiciranega posojila nižji od izdaje delniškega kapitala ali obveznic. Sredstva se pridobijo hitreje, hkrati pa ni potrebe po javnem razkritju finančnih rezultatov, kot je to potrebno v primeru izdaje lastniškega kapitala;
- **kvaliteta posojilodajalcev:** ko posojilojemalec izbira organizatorje sindiciranega posojila, si za organizatorje vedno želi imeti najboljše banke organizatorke (ang. blue chip banks). To so banke, ki so si na trgu sindiciranih posojil ustvarile dobro ime in ugled. To mu dviguje boniteto in prepoznavnost na trgu sindiciranih posojil, obenem pa zmanjša tveganje neuspešne izvedbe posojilne transakcije. Z vplivanjem na sestavo konzorcija obenem krepi obstoječe poslovne odnose z bankami ter hkrati postavlja še trdnejše temelje za razvoj prihodnjega sodelovanja;

- **večja prožnost:** sindicirana posojila imajo lahko naravo t.i. revolving kreditov ali standby kreditov, ki ga financiranje z izdajo obveznic ne omogoča. S tem ima posojilojemalec možnost, da črpanje sredstev prilagodi svojim potrebam;
- **razpršitev tveganja:** vsak posojilojemalec bi rad razpršil pridobivanje finančnih sredstev na več finančnih virov, z namenom zmanjševanja tveganja ukinitve kreditnih linij, kar se lahko zgodi zaradi več razlogov. Nekateri med njimi tudi niso nujno povezani s položajem posojiljemalca.

3.3 PREDNOSTI UDELEŽBE V SINDICIRANIH POSOJILIH ZA POSOJILODAJALCE

Prednosti so naslednje (Fight, 1996, 1. knjiga, str. 4-5 in 2. knjiga, str. 24-25):

- **donosnost:** vsaka banka, ki investira, mora ustvariti ustrezno donosnost na vložena sredstva (ang. return on assets ali ROA), saj s tem poplača svoje depozitarje in posojilodajalce. Z ustrezno donosnostjo pokriva svoje obveznosti, kot tudi dosega ustrezen donos na kapital (ang. return on equity ali ROE). Nekateri banke lahko ustrezno donosnost sredstev dosežejo s storitvami, ki prinašajo neobrestne prihodke. Banke, ki nimajo te možnosti, lahko dosežejo ustrezno donosnost samo s posojilno dejavnostjo;
- **razpršitev tveganja:** z udeležbo v sindiciranem posojilu po vnaprej določenih pogojih, posojilojemalci razpršijo svoje tveganje. Posojilodajalec želi sodelovati pri financiranju raznih projektov zaradi več različnih motivov⁹, po drugi strani pa ne more zagotoviti celotnih sredstev za financiranje projekta, saj mora upoštevati celo vrsto omejitev in predpisov, npr. zgornjo mejo izpostavljenosti do posameznega komitenta. Prav tako je za posojilodajalce bolje, če imajo sredstva razpršena v več manjših zneskih pri različnih posojilojemalcih v različnih državah. V primeru, da bi nek posojilojemalec bankrotiral in ne bi mogel vrniti izposojenih sredstev, bi posojilodajalec utrpel manjšo škodo. Z udeležbo v sindiciranem posojilu posojilodajalec zmanjšuje zgoraj omenjena tveganja ter obenem razprši svoje naložbe;
- **odnosi med bankami:** banka, ki ni prisotna na trgu sindiciranih posojil, ne bo nikoli priznana kot pomemben igralec na tem trgu in posledično ne bo dobivala povabil za sodelovanje v sindiciranih posojilih. Banke, ki pa se redno udeležujejo transakcij na trgu sindiciranih posojil, lahko na ta način izboljšajo in utrdijo obstoječe poslovne odnose, ter ustvarijo nova poslovna sodelovanja tako s posojilodajalci, kot s posojilojemalci. Banke, ki so pogosto prisotne na

⁹ dobičkonosnost posla, lojalnost do obstoječega komitenta, ...

tem trgu, lahko dobijo povabilo za udeležbo v zelo prestižni transakciji, ki ga drugače ne bi dobile;

- **prepoznavnost:** sodelovanje na trgu sindiciranih posojil, je za banko priložnost, da utrdi svojo tržno prepoznavnost in postane uveljavljena igralka na tem trgu. Banka bo na ta način sčasoma dobila povabilo za sodelovanje kot so-organizatorka ali pa ji bo dodeljena kakšna vidnejša vloga v konzorciju. Na ta način bo pridobila tudi dodatne prihodke v obliki višjih provizij, s tem pa bo povečala tudi svojo donosnost na vložena sredstva. Z izkušnjami, ki jih bo banka pridobila na trgu in z izkušnjami, ki jih bo pridobila kot so-organizator, bo enkrat v prihodnosti tudi sama samostojno organizirala sindicirano posojilo za svojega komitenta;
- **ustvarjanje dobička:** banka mora pri razvijanju svojega posla upoštevati nastale stroške in ustvarjen prihodek v posamezni transakciji. V nasprotju z direktnim trženjem storitev pri svojih komitentih, udeležba v sindiciranem posojilu predstavlja hiter način za ustvarjanje prihodka. Je tudi preprosto marketinško orodje, saj bo banka, ki si želi dobiti povabilo za sodelovanje v sindiciranem posojilu, to povabilo tudi dobila, saj hočejo organizatorji uspešno plasirati svoje posojilo. Seveda je pametno, da banka, ki je prejela povabilo za sodelovanje v sindiciranem posojilu pove svoje preference glede tega posojila. Udeležba v sindiciranem posojilu učinkovito izkoristi razpoložljive resurse, saj s sodelovanjem v konzorciju banka pridobi dostop do novih posojilojemalcev, ne da bi povečala število zaposlenih.

3.4 VRSTE SINDICIRANIH POSOJIL

Trg sindiciranih posojil uporablja veliko instrumentov, obenem pa je razvil obilico novih produktov, da bi zadovoljil potrebe posojilojemalcev in uporabil in izkoristil inovacije na trgu. Poznamo naslednje vrste sindiciranih posojil (Rhodes, 2000, str. 16-21):

- **terminsko posojilo (ang. term loan):** je najbolj pogosta in najbolj enostavna vrsta sindiciranega posojila. Gre za terminsko posojilo oz. za posojilo za določeno srednjeročno obdobje, katerega glavnica je določena v fiksnem znesku, črpanje pa se opravi v enem znesku (enkratno) ali pa v določenem številu tranš, ki so vnaprej dogovorjene v posojilni pogodbi. Posojilo se odplačuje v skladu z odplačilno shemo ali pa v enkratnem znesku ob zapadlosti. Zneski glavnice, ki so že bili odplačani, ali pa so bili odplačani predčasno se ne morejo ponovno črpati. Terminsko posojilo se najbolj pogosto uporablja za financiranje nekega posamičnega investicijskega projekta, kot je

npr. nakup opreme, obnova zgradbe, lahko pa se uporablja tudi za prestrukturiranje obstoječega kredita;

- **obnavljajoče se posojilo (ang. revolving credit facility):** ravno tako kot pri terminskem posojilu je tudi tu glavnica določena v fiksnem znesku, razlika je le v tem, da ima posojilojemalec možnost (toda ne dolžnost) da črpa sredstva, jih odplačuje in ponovno črpa celotno posojilo ali le del posojila po njegovi volji. Posojilojemalec mora pred vsakim ponovnim črpanjem izpolniti določene pogoje, šele potem lahko ta sredstva ponovno črpa. Vzrok zakaj mora to narediti je v tem, ker se (tehnično gledano) vsako črpanje odplača na koncu obrestnega obdobja. Na željo posojilojemalca se glavnica prenese (ang. redraw ali roll over) v naslednje obrestno obdobje. Prenos glavnice je običajno možen skozi celotno obdobje trajanja posojila. Končno poplačilo glavnice je na zadnji dan življenjske dobe posojila. Glavni namen obnavljajočega posojila je financiranje obratnih sredstev (financiranje rednega poslovanja), uporablja pa se tudi za premostitveno financiranje (ang. bridge financing) projektov za zagotavljanje stalnih sredstev¹⁰;
- **pomožno posojilo (ang. standby facility):** pomožno posojilo se razlikuje od obnavljajočega posojila v tem, da se že od začetka pričakuje, da posojilojemalec ne bo koristil posojila za financiranje, temveč ga bo pustil nečrpanega, v rezervi. Gre za pomožni kreditni aranžma, katerega značilnost je, da se posojilodajalec in posojilojemalec vnaprej dogovorita o posojilu pod določenimi pogoji, posojilo pa je izkoriščeno le v izjemnih okoliščinah. Posojilojemalec mora za obdobje, ko posojilo ni koriščeno, plačati posebno provizijo t.i. standby provizijo. Pomožno posojilo se uporablja kot posojilo za zagotavljanje likvidnosti;
- **pomožno posojilno pismo (ang. standby letter of credit):** značilnost posojila je, da banka prevzame kreditno tveganje posojilojemalca v odnosu do tretjih oseb. Pomožno posojilno pismo se uporablja za zavarovanje izdaj vrednostnih papirjev in komercialnih papirjev, za izdajo garancije pri najemu posojila za financiranje izvoza ter za druge strukturirane produkte. Namen tega posojila je, da posojilojemalcu zagotavlja oz. povečuje možnosti pri zagotavljanju dostopa do sredstev, ki mu drugače niso na voljo. Posojilodajalci niso pripravljeni sprejeti kreditnega tveganja posojilojemalca, pripravljeni pa so sprejeti njegovo kreditno tveganje v primeru, da zagotovi zavarovanje oz. garancijo drugih bank. Primer takšnega financiranja je financiranje določenih projektov. Evropska Investicijska Banka (EIB) ima posebne programe zagotavljanja sredstev za projekte, ki so še v začetni fazi, torej v konstrukcijski

¹⁰ gre za financiranje pri nakupu stavb, proizvodnih linij,...

in instalacijski fazi projekta. Sredstva se zagotovijo samo v primeru, če je tveganje prevzeto s strani konzorcija bank, s tem da izdajo pomožno posojilno pismo v korist posojilodajalca, v tem primeru v korist EIB. Šele po prejemu pomožnega posojilnega pisma je EIB pripravljena financirati določen projekt;

- **hibridne transakcije (ang. hybrid transactions):** obrestna mera pri sindiciranem posojilu je variabilna in se določa periodično, v skladu z določili posojilne pogodbe, s pomočjo referenčne obrestne mere (ponavadi EURIBOR). Da bi se zavarovali za primer neugodnih sprememb referenčne obrestne mere, lahko za zavarovanje uporabimo pogodbe o zamenjavi (obrestni ali valutni), opsijske pogodbe, pogodbe o kapici in ostale izvedene finančne instrumente. Najbolj pogoste hibridne transakcije so posojila z dvojno valuto (ang. dual currency loans), posojila, ki vključujejo t.i. LIBOR back-set zamenjavo (ang. LIBOR back-set swap), ter posojila, ki vključujejo zamenjavo obrestnih mer (ang. interest rate swaps), obrestno kapico (ang. cap), obrestno dno (ang. floor) in obrestno ovratnico (ang. collar) (Rhodes, 2000, str. 18-19). Posojila z dvojno valuto so posojila, ki vsebujejo valutno opcijo, izdano s strani posojilojemalca, ki daje imetniku opcije pravico, vendar ne obveznosti, da prvotno valuto posojila spremeni v drugo valuto po vnaprej določenem menjalnem tečaju. Opcija se običajno proda organizatorju ali agentu posojila, ki lahko opcijo proda na trgu ali pa jo obdrži. V primeru, da je opcija unovčena, se posojilo odplača na dan izvršitve opcije v prvotni valuti posojila in se istočasno ponovno črpa v novi valuti. Kot pri vseh opsijskih poslih, se tudi tu plača premija izdajatelju opcije (posojilojemalcu). Posojilo ki vključuje t.i. LIBOR back-set zamenjavo, je posojilo kombinirano z zamenjavo (ang. swap), kjer posojilojemalec plača obresti, ki so enake referenčni obrestni meri (LIBOR) povečani za maržo. Referenčna obrestna mera se določi dva dni pred zapadlostjo obrestnega obdobja in ne dva dni pred začetkom obrestnega obdobja. Vsa plačila obresti se izvršijo na koncu vsakega obrestnega obdobja. Posojila, ki vključujejo zamenjavo obrestnih mer, obrestno kapico, obrestno dno in obrestno ovratnico, so najbolj pogosta v transakcijah, ki se uporabljajo za financiranje projektov in financiranje akvizicijskih poslov, kjer je sposobnost odplačevanja posojila v veliki meri odvisna od pravilne napovedi pritoka denarnih tokov. Posojilojemalec in/ali organizator lahko zavzameta stališče, da ni smiselno, da se obrestna mera celotnega posojila določa po variabilni obrestni meri. Strahovi posojilojemalca so, da bi povišanje obrestnih mer ogrozilo njegovo sposobnost da pravočasno odplačuje svoje obveznosti iz pričakovanih prihodnjih denarnih tokov. Tudi organizator posojila ima enake strahove, obenem pa se sooča še z možnostjo, da če ne bo tveganje primerno zavarovano, se transakcija na trgu ne bo dobro prodajala. V tem primeru bi bilo smiselno zamenjati le del ali celotno posojilo s fiksno obrestno mero z

uporabo zamenjave obrestnih mer. Drugi posojilojemalci lahko za zavarovanje obrestnega tveganja uporabijo druge izvedene finančne instrumente. Eden izmed teh je tudi obrestna kapica. Posojilojemalec lahko za celotno trajanje posojila kupi obrestno kapico, kjer se določi zgornji limit oz. najvišja obrestna mera, ki jo bo posojilojemalec plačal, če se bo obrestna mera povečala. Poglejmo na primeru. Trenutno znaša LIBOR 5,54%. Posojilojemalec je kupil obrestno kapico za 6,5%. Če se bo LIBOR dvignil nad 6,5%, npr. na 7%, bo posojilojemalec plačal LIBOR po 6,5%. Ravno tako se lahko posojilojemalec zavaruje pred spremembo obrestne mere tudi tako, da proda dno. Logika je ravno obratna, kot pri kapici. Če pa se uporabita kapica in dno istočasno, potem temu rečemo ovratnica;

- **ostali instrumenti na trgu sindiciranih posojil:** sem lahko prištevamo garancijo za dobro izvedbo posla (ang. performance bond), avansne garancije (ang. advance payment guarantees) in denarne obveznice (ang. money bonds). Vsi ti instrumenti so potrebni pri podelitvi velikih projektov. Svoj vrh je trg teh instrumentov dosegel v času velikih investicijskih projektov na Bližnjem vzhodu.

Komercialni akreditivi so tudi lahko sindicirani in to v primeru, ko so deželni limiti izredno majhni ali pa zaradi raznih zakonskih omejitev bank iz določenih držav ne smejo sodelovati v teh transakcijah.

Od zgoraj opisanih vrst sindiciranih posojil sta na trgu najbolj pogosta terminsko posojilo in obnavljajoče se posojilo.

3.5 ZAPADLOSTI (ANG. MATURITIES) IN ODPLAČILNA SHEMA (ANG. REPAYMENT SCHEDULES) SINDICIRANIH POSOJIL

Posojilojemalec ima na voljo kar nekaj možnosti pri odplačilu glavnice posojila. O tem se s posojilodajalcem podrobno dogovorita v posojilni pogodbi. V veliki meri je izbor plačilne sheme odvisen od tega, zakaj oz. za kakšen namen je bilo posojilo najeto. Posojilojemalec ima na voljo naslednje možnosti pri odplačilu posojila (Fight, 1996, 1. knjiga, str. 23):

- **klasična (ang. conventional) shema:** odplačilo posojila je v enakih letnih ali polletnih obrokih, skozi celotno življenjsko dobo posojila. Ta metoda se uporablja takrat, ko se predvideva stabilen denarni tok (ang. cash flow) skozi celotno življenjsko dobo posojila;
- **moratorijska (ang. moratorium) shema:** posojilojemalec v prvem ali drugem letu posojila ne odplačuje glavnice, temveč samo obresti. Po preteku

moratorija, pa odplačuje v enakih letnih ali polletnih zneskih, tako kot pri klasični shemi. Ta metoda se uporablja pri projektih, ki imajo velike začetne stroške, še preden nastane denarni tok, ki se generira (nastane) iz naslova projekta;

- **neenaka (ang. unequal) shema:** odplačilo glavnice je v neenakih obrokih in se prilagaja (ang. geared) pričakovanim denarnim tokovom projekta. Ti denarni tokovi pa so odvisni od gospodarskega cikla in sezonskih vplivov;
- **balonska (ang. balloon) shema:** odplačilo posojila je v majhnih enakih letnih ali polletnih obrokih, skozi celotno življenjsko dobo posojila s tem, da se na koncu življenjske dobe posojila odplača preostanek posojila, ki pa je v primerjavi s prejšnjimi obroki večji. Ta shema je običajna za dolžnika, ki želi po koncu življenjske dobe posojila najeti novo posojilo, obenem pa želi del posojila odplačati vnaprej. Posojilodajalec mora v tem primeru zagotoviti, da posojilojemalec ne pogojuje, da bo staro posojilo odplačal samo v primeru, da se mu odobri novo;
- **metek (ang. bullet) shema:** v tem primeru posojilojemalec odplača celotno posojilo v enkratnem znesku ob zapadlosti. Tudi ta shema, tako kot prejšnja, je običajna za dolžnika, ki hoče po preteku starega posojila dobiti novo posojilo.

V spodnji tabeli št. 6 si oglejmo zgoraj opisane odplačilne sheme.

Tabela 6: Vrste odplačilnih shem

Shema odplačila	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5	Skupaj
Konvencionalna	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	50.000
Moratorijska	0	12.500	12.500	12.500	12.500	50.000
Neenaka	10.000	5.000	15.000	15.000	5.000	50.000
Balonska	5.000	5.000	5.000	5.000	30.000	50.000
Metek	0	0	0	0	50.000	50.000

Vir: Fight, 1996, 1. knjiga, str. 23

3.6 OBRESTNA MERA

Poznamo nespremenjeno obrestno mero (ang. fixed interest rate) in spremenljivo obrestno mero (ang. variable ali floating interest rate). Na trgu sindiciranih posojil

prevladuje slednja. Spremenljiva obrestna mera je sestavljena iz referenčne obrestne mere (ang. reference rate), kateri se doda marža ali pribitek (ang. spread ali margin) zaradi večjega tveganja kreditnega tveganja in/ali daljše ročnosti posojila (Ribnikar, 2001, str. 50). Spremenljivost obrestne mere pomeni, da se obrestna mera, ki jo plačuje posojilodajalec spremeni v dveh primerih; lahko se spremeni referenčna obrestna mera, lahko pa se spremeni tudi marža. V katerih primerih in kdaj se bo spremenila marža, se v posojilni pogodbi dogovorita posojilodajalec in posojilodajalec.

3.6.1 Referenčna obrestna mera

Pri določanju variabilne obrestne mere se uporablja referenčna obrestna mera. Gre za obrestno mero, po kateri si prvovrstne banke na medbančnem trgu za določeno obdobje izposojajo finančna sredstva. Posojilodajalec in posojilodajalec sporazumno izbereta referenčno obrestno mero. Obstaja cela vrsta referenčnih obrestnih mer in njihova izbira je odvisna od tega, na katerem finančnem trgu se transakcije odvijajo. Referenčna obrestna mera za posojila na medbančnem trgu v Londonu se imenuje LIBOR (London Interbank Offered Rate), z uvedbo evra je nastal EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), poznamo pa še SIBOR (Singapore Interbank Offered Rate) in druge. V ZDA je vlogo najbolj uporabljene referenčne obrestne mere prevzela PRIME RATE. To je obrestna mera, ki jo banke v ZDA uporabljajo za financiranje svojih prvovrstnih komitentov.

EURIBOR je najbolj pomembna referenčna obrestna mera na trgu evrskih posojil. Uvedena je bila z uvedbo evra 1. januarja 1999, prvič pa je bila objavljena 30. decembra 1998 za vrednosti 4. januarja 1999. EURIBOR je nadomestil različne nacionalne referenčne obrestne mere denarnega trga v državah, ki so uvedle evro (FIBOR, PIBOR, LUXIBOR...).

EURIBOR je tista obrestna mera, po kateri je banka pripravljena posoditi sredstva v evrih drugi banki. EURIBOR se izračunava dnevno za medbančne depozite z dospelostjo od enega do treh tednov in od enega do dvanajst mesecev, kot povprečje dnevno ponujenih obrestnih mer predstavnškega odbora bank in je zaokrožena na tri decimalna mesta. EURIBOR se objavlja vsak delovni dan ob 11 uri, t.j. takrat, ko je TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer system) odprt za poslovanje. EURIBOR se objavlja na straneh REUTERS-a in to na strani 248-249.

Referenčnih obrestnih mer je v vsaki posamezni državi ponavadi več. Lahko pa se posojilodajalec in posojilodajalec dogovorita in določita takšno referenčno obrestno mero, ki jo do takrat še ni nihče uporabil. Katero referenčno mero sta izbrala, pa morata točno določiti v pogodbi. Referenčna obrestna mera je torej tista obrestna

mera, na katero se sklicujemo in jo izrecno navedemo v posojilni pogodbi (Ribnikar, 2001, str. 50).

Prednost referenčne obrestne mera je za posojilodajalca v tem, da se izogne tveganju spremembe obrestne mere. Tveganje je prenesel na posojilojemalca. Prednost za posojilojemalca pa je v tem, da pride do dolgoročnih sredstev na osnovi kratkoročnih obrestnih mer.

3.6.2 Marža

V primeru sindiciranih posojil je marža izražena v bazičnih točkah (ang. basic point) ali odstotkih kot pribitek nad izbrano referenčno mero. Redkeje je izražena v obliki ulomka (npr. 3/8). Velikost marže je odvisna od raznih faktorjev, med njimi je najbolj pomembna kreditna sposobnost posojilojemalca (boniteta). Ostali faktorji, ki določajo višino marže so (Fight, 1996, 3. knjiga, str. 4):

- status posojilojemalca (država ali podjetje);
- namen uporabe posojila (specifični projekti, splošne potrebe financiranja,...);
- vrsta panoge, v kateri deluje posojilodajalec (bančništvo, ladjedelništvo, letalska industrija...);
- ročnost posojila in vrsta odplačilne sheme;
- trenutne razmere na trgu sindiciranih posojil (likvidnost trga, povpraševanje na trgu po tovrstnih transakcijah,...) in alternativne možnosti financiranja;
- predhodne izkušnje posojilojemalca pri najemanju posojil;
- razvitost in kvaliteta odnosa med posojilojemalcem in posojilodajalcem;
- prepoznavnost imena posojilojemalca;
- deželno tveganje/transferno tveganje.

Marža je lahko skozi celotno trajanje sindiciranega posojila nespremenjena. V tem primeru govorimo o standardni marži (ang. standard margin) oz. linearni cenitvi (ang. linear pricing).

Če pa je v pogodbi določeno, da se z novim obrestnim obdobjem marža spremeni v odvisnosti od spremembe kreditnega tveganja države posojilojemalca, ali posojilojemalca samega, lahko pa tudi zaradi drugih pomembnih faktorjev, govorimo o spremenljivi marži (ang. variable margin). Kdaj se bo ta marža datumsko spremenila ni točno določeno, sprememba je odvisna od sprememb prej naštetih faktorjev. Poznamo pa še naslednje tri vrste spremenljivih marž (Fight, 1996, 2. knjiga, str. 22 in Fight, 1996, 3. knjiga, str. 24):

- **naraščajoča marža (ang. step up margin):** kot že samo ime pove, gre za maržo, ki se s trajanjem posojila povečuje. Spremembe so datumsko določene, npr. v štiriletni transakciji je višina marže za prvi dve leti določena pri 125 bazičnih točkah, v tretjem letu se poveča na 150 bazičnih točk, v zadnjem letu pa se poveča na 175 bazičnih točk. Naraščajoča marža se uporablja predvsem pri dolgoročnih posojilih zaradi večje izpostavljenosti tveganju s strani posojilodajalca;
- **padajoča marža (ang. step down margin):** gre za maržo, ki se s trajanjem posojila znižuje. Zopet bom dal za primer štiriletno transakcijo. Prvi dve leti je marža določena pri 175 bazičnih točk, tretje leto znaša marža 150 bazičnih točk, zadnje leto pa samo še 125 bazičnih točk. Ta oblika marže ni najbolj primerna za financiranje tistih projektov, ki v začetni življenjski dobi projekta generirajo manj denarnega toka kot na koncu, saj padajoča marža pomeni, da glavnino obresti posojilojemalec plača v začetnem obdobju;
- **spodbujevalna marža (ang. incentive margin):** o njej govorimo takrat, ko je znižanje marže, ki jo posojilojemalec plačuje, odvisna od njegovega doslednega izpolnjevanja pogodbenih določil.

Obresti v sindiciranem posojilu se računajo po navadnem obrestnem računu, t.j. z upoštevanjem dejanskega števila pretečenih dni v posameznem obrestnem obdobju in z upoštevanjem 360 dni v letu.

Dolžina obrestnega obdobja je določena v posojilni pogodbi, ponavadi pa znaša en, tri ali šest mesecev. Posojilojemalec ima pravico, da v času trajanja sindiciranega posojila sam izbira dolžine obrestnih obdobjij ter o tem pisno obvesti agenta. Če v roku, ki je za to določen ne obvesti agenta, potem se določi dolžina obrestnega obdobja, ki je vnaprej določena in dogovorjena v posojilni pogodbi¹¹.

3.7 PROVIZIJE

Posojilojemalec mora posojilodajalcu plačati določeno nadomestilo (provizijo) za različne bančne storitve. Višina provizije je lahko določena kot odstotek od izposojene vsote ali v pavšalnem znesku (ang. flat fee). O višini provizije se dogovorita posojilojemalec in posojilodajalec. Seveda je želja posojilojemalca, da so provizije čim nižje, po drugi strani pa je želja posojilodajalca, da bi dosegel čim večjo višino provizij. Na koncu je višina provizije odvisna od pogajalskih sposobnosti obeh vpletenih strani. Velikokrat pa se zgodi, da posojilojemalec na račun nižje marže pristane na višjo provizijo. Razlog gre iskati v psihološkem dejavniku, saj vsa

¹¹ ponavadi je to šest mesecev

obvestila za javnost omenjajo samo višino posojila in višino marže. Po drugi strani pa je razlog lahko tudi v tem, da je davčna stopnja na provizije nižja kot davčna stopnja na obresti.

Za provizije je značilna tudi časovna razporeditev plačil. Najpomembnejše provizije, ki jih zaslužijo posojilojemalci pri sindiciranih posojilih so t.i. začetne provizije (ang. front-end fees ali up-front fees), ki se plačajo enkratno, najkasneje na dan prvega črpanja sredstev. Naslednja vrst provizij so provizije, ki se plačujejo letno (lahko tudi pogosteje), vse do konca življenjske dobe posojila in jih imenujemo letne provizije (ang. annual ali periodical fees), ter ostale provizije.

3.7.1 Enkratne ali začetne provizije

To so provizije, ki se plačajo v enkratnem znesku najkasneje na dan prvega črpanja sredstev. Poznamo naslednje enkratne provizije:

- **prevzemniška provizija (ang. underwriting fee):** do prevzemniške provizije je upravičena banka organizator ali pa banke organizatorke, če jih je več, ki so se obvezale, da bodo zagotovile vsa sredstva, po katerih povprašuje posojilojemalec, tudi v primeru, da splošno sindiciranje ne bo uspešno. S tem so prevzele tudi tveganje, da bodo v svojih knjigah imele večjo izpostavo, kot bi si jo dejansko želele imeti. Za kompenzacijo tega tveganja banke prevzemnice zahtevajo določeno nadomestilo v obliki prevzemniške provizije. Posojilojemalec mora to provizijo običajno plačati takoj po podelitvi mandata;
- **organizacijska provizija (ang. arrangement fee):** organizacijska provizija pripada banki organizatorki oz. bankam organizatorkam za uspešno organizacijo posojila in za zagotovitev finančnih sredstev. Organizacijsko provizijo plača posojilojemalec v enkratnem znesku 15 dni po podpisu pogodbe ali najkasneje na dan prvega črpanja sredstev. Izražena je v odstotkih, npr. 0,45% od končnega zneska posojila. Organizacijsko provizijo razdeli banka agent vsem posojilodajalcem, v skladu z odločitvijo glavnih organizatorjev (MLA's). Ker je organizacijska provizija stvar samo glavnih organizatorjev in posojilojemalca, le ta ni opredeljena v posojilni pogodbi, temveč je opredeljena v posebnem pismu o provizijah (ang. fee letter). To pismo se podpiše na isti dan kot se podpiše posojilna pogodba;
- **organizatorska provizija (ang. praecepium):** poleg organizacijske provizije pa lahko banka organizatorka posojila zaračuna posebno začetno provizijo, ki se ponavadi plača že ob podelitvi mandata ob odprtju »dosjeja« (Fight, 1996, 1. knjiga, str.48);

- **provizija za udeležbo (ang. participation fee):** do provizije za udeležbo so upravičene vse banke investitorke, saj ta provizija pomeni neko vrsto nadomestila za njihovo obvezo oz. pripravljenost angažiranja sredstev. Provizija za udeležbo predstavlja najpomembnejši vir prihodkov iz naslova provizij pri sindiciranih posojilih. Višina te provizije je odvisna od višine zneskov, ki so jih posamezne banke investitorke pripravljene investirati in njena višina pa je odvisna tudi od statusa banke investitorke, ki ga pridobi v konzorciju (glej tabelo št. 7 na strani 41). Le v izjemno redkih primerih se zgodi, da banke organizatorke te provizije ne zaračunavajo, bodisi zaradi ugodne marže (obrestne mere) bodisi zaradi drugih provizij (Hvala, 2001, str. 21).

Na tem mestu moram omeniti še pojem provizijski sklad (ang. pool). Oblikuje se v primeru, ko je znesek provizij, izračunan na podlagi končne alokacije obvez posameznih članov konzorcija, manjši od zneska, ki ga je posojilojemalec na podlagi sprejete ponudbe pripravljen plačati. Banka organizatorka v svoji ponudbi določi skupno višino provizij za udeležbo in za organizacijo posojila. Te provizije nato razdeli med banke udeležence v skladu z višino njihove udeležbe. Banka organizatorka vnaprej ne more vedeti, kakšna bo sestava udeležencev konzorcija, zato se celoten znesek teh provizij le redkokdaj ujema z zneskom provizij, ki jih je posojilojemalec pripravljen plačati. Kot sem že omenil, je lahko znesek provizij manjši od dogovorjenega, v nobenem primeru pa ta znesek ne more biti večji. V primeru, da je znesek manjši, ostane del provizij nerazporejenih. Ta presežek sredstev se imenuje provizijski sklad. Ponavadi si ta sredstva razdelijo med sabo organizatorji, lahko pa se jih razdeli med vse udeležence v sindiciranem posojilu.

3.7.2 Letne provizije

To so provizije, ki se plačujejo letno, skozi celotno življenjsko dobo posojila. Poznamo naslednje vrste letnih provizij:

- **provizija za nečrpan del posojila (ang. commitment fee ali undrawn amount fee ali non-utilization fee):** posojilojemalec je dolžan zbrana sredstva črpati v določenem obdobju po podpisu posojilne pogodbe (ang. availability period). Dolžina tega obdobja je navedena v posojilni pogodbi. Če v tem obdobju posojilojemalec ne črpa teh sredstev, se mu zaračuna provizija za nečrpan del posojila. Sredstva, ki so jih investitorji namenili za investiranje v sindicirano posojilo so namreč rezervirana in jih ne morejo porabiti za druge namene. Zato so upravičeni do nadomestila za izpad obrestnega prihodka, ki bi ga dobili, če bi ta sredstva investirali drugače. Višina provizije za nečrpan del posojila je določena v odstotku od nečrpanega zneska posojila v času razpoložljivosti sredstev zbranih s posojilom. Posojilojemalec jo plačuje

ob koncu vsakega obrestnega obdobja, v katerem so bila sredstva na razpolago¹². Če se pogodbene strani v posojilni pogodbi tako dogovorijo, se lahko ta provizija plača le v primeru, ko je bilo izkoriščenih manj kot 75% sredstev posojila;

- **agentska provizija (ang. agent fee):** agentska provizija se plačuje banki, ki ima vlogo banke agenta¹³. Za opravljanje in izvrševanje svojih nalog ji pripada agentska provizija. Višina te provizije se ponavadi obračuna v znesku in je odvisna od števila udeleženih investitorjev¹⁴ in zahtevnosti plačilne konstrukcije. Agentska provizija se plačuje letno, prvič 15 dni po podpisu posojilne pogodbe oz. najkasneje na dan prvega črpanja sredstev, nato pa ob vsaki obletnici podpisa posojilne pogodbe¹⁵. V primeru dodatne angažiranosti banke agenta, npr. prodaja na sekundarnem trgu, posojilojemalčeva kršitev pogodbenih določb ali drugi nepričakovani dogodki, le-ta na podlagi pogodbe ali agentskega pisma zahteva dodatno provizijo oz. povračilo stroškov, ki jih je pri tem imela;
- **provizija na posojilni aranžma (ang. facility fee):** ta provizija se zaračunava pri obnavljajočih se posojilih, ko končna višina črpanih sredstev (s strani posojilojemalca) oz. investiranih (s strani posojilodajalcev) vnaprej ni poznana. Zaračuna se zaradi zagotovitve nadomestila bankam za odobritev linije, ne gleda na to, ali je uporabljena v celoti ali delno. Tudi če ne pride do črpanja sredstev, je posojilojemalec dolžan plačati omenjeno provizijo. Provizija na posojilni aranžma je v osnovi podobna proviziji za nečrpan del posojila, razlika je le v tem, da se zaračuna od celotnega zneska posojila in ne le od njegovega nečrpanega dela. Provizija se razdeli med sodelujoče banke pri poslu in to sorazmerno z višino njihovega deleža v posojilu.

3.7.3 Druge provizije

To so provizije, ki se plačajo samo ob nastopu določenega dogodka. Med druge provizije uvrščamo:

- **provizija za črpani del posojila ali provizija na uporabo sredstev (ang. usage fee ali utilization fee):** je kazen za črpanje posojila, ki ni imelo funkcije

¹² četrtletno, polletno, lahko tudi v daljših časovnih obdobjih

¹³ vloga banke agenta je podrobneje opisana v nadaljevanju magistrske naloge

¹⁴ npr. 900 EUR na vsakega posojilojemalca. Ponavadi je določena tudi maksimalna višina te provizije, npr. 900 EUR na vsakega posojilojemalca, maksimalno 15.000 EUR.

¹⁵ Če je posojilo 5 letno, se prvič agentska provizija plača 15 dni po podpisu posojilne pogodbe oz. najkasneje na dan prvega črpanja, nato pa ob prvi, drugi, tretji in četrti obletnici podpisa posojilne pogodbe.

zagotavljanja sredstev, ampak je pomenilo samo pomožno rezervno linijo (pomožno posojilo). Posojilojemalec začne plačevati provizijo takrat, ko porabi več kot 50% odobrenih finančnih sredstev, in sicer v šestih mesečnih periodah. Višina provizije je navadno med 0,1 in 0,2 odstotka (med 10 in 20 bazičnih točk) in se ponavadi viša, ko posojilojemalec črpa vse večji del linije (Smole, 2003, str. 27);

- **provizija za predčasno vračilo posojila (ang. prepayment fee):** pogoji predčasnega vračila posojila (delno ali v celoti) so navedeni v posojilni pogodbi. Ponavadi se predčasno vračilo posojila izvede na dan zapadlosti obresti in/ali obroka glavnice kredita. Če se posojilojemalec odloči za predčasno vračilo posojila, mora za to plačati nadomestilo;
- **provizija za podaljševanje posojila (ang. extension fee):** ta provizija se zaračunava pri posojilih, ki omogočajo vsakoletno podaljševanje posojila za eno leto¹⁶. Višina provizije za podaljševanje posojila se določi v posojilni pogodbi, lahko pa se določi tudi ob podaljšanju ročnosti posojila;
- **provizija za neuspeh (ang. kill fee ali drop fee):** pojavlja se pri sindiciranih posojilih, ki so namenjeni za financiranje akvizicijskih poslov. Ti posli so zelo nepredvidljivi in zahtevajo veliko angažiranost kapitala bank organizatorke, vendar se lahko zgodi, da na koncu ne uspejo. Zato si banke organizatorke, za primer neuspeha, zaračunajo provizijo za neuspeh.

3.7.4 Drugi stroški

Posojilojemalec je dolžan glavnim organizatorjem, agentski banki in/ali posojilodajalcem povrniti razumne in dokumentirane stroške, ki nastanejo pri pripravi, sindiciranju, pogajanjih in podpisu posojilne dokumentacije (ang. out-of pocket expenses), vključno s stroški pravnih mnenj. Ponavadi se določi zgornja meja teh stroškov (ang. cap), plačajo pa se tudi v primeru, da se sindicirano posojilo ne podpiše. V te stroške pa niso vključeni stroški, ki nastanejo z obveščanjem javnosti in/ali podpisno svečanostjo. Te stroške mora posojilojemalec plačati posebej.

¹⁶ to so t.i. »evergreen« posojila

4 FAZE SINDICIRANEGA POSOJILA

Najetje sindiciranega posojila v grobem obsega štiri faze (Fight, 2. knjiga, 3 – 6 str.):

1. predmandatno obdobje (ang. pre mandate);
2. pomandatno obdobje (ang. post mandate);
3. podpisno obdobje (ang. closing);
4. popodpisno obdobje (ang. post closing).

Nekateri avtorji (Rhodes, 169. str.) pa v svojih delih omenjajo tri faze, ki so identične zgoraj omenjenim:

1. predmandatna faza (ang. pre-mandate phase);
2. pomandatna faza (ang. post-mandate phase);
3. popodpisna faza (ang. post-signing phase).

Ker lahko podpisno obdobje štejemo v pomandatno fazo, bom tudi sam v magistrskem delu navajal tri faze in sicer:

1. predmandatna faza (ang. pre-mandate phase);
2. pomandatna faza (ang. post-mandate phase);
3. popodpisna faza (ang. post-signing phase).

Vsako od teh faz sestavljajo posebni dogodki, lahko bi jim rekli mejniki (ang. milestones) in ti mejniki so sestavni del vsakega sindiciranega posojila.

Še preden si podrobneje ogledamo mejnike sindiciranega posojila, si najprej oglejmo vloge in naloge sodelujočih bank v sindiciranem posojilu. S tem bomo tudi lažje razumeli faze sindiciranega posojila.

4.1 UDELEŽENCI SINDICIRANEGA POSOJILA IN NJIHOVE VLOGE

Osnovna delitev v vsakem kreditnem poslu je delitev na posojilodajalca in posojilojemalca oz. na upnika in dolžnika. Sindicirano posojilo je bolj specifično od navadnega posojila, saj v njem sodeluje več oseb na strani posojilodajalcev. Poglejmo, katere so te osebe in kakšno vlogo imajo.

4.1.1 Organizator sindiciranega posojila

Vlogo organizatorja (ang. arranger ali lead arranger) prevzame banka, kateri je bil podeljen mandat za organiziranje sindiciranega posojila. V primeru, da je bil podeljen

mandat skupini bank, si te banke enakovredno razdelijo vlogo organizatorjev (ang. joint arrangers). Število bank, ki imajo vlogo organizatorja, je odvisno od potrebne višine zbranih sredstev, zapletenosti in strukturiranosti posla, preferenc posojilojemalca in drugih značilnosti (Hvala, 2000, str. 16).

Naloge, ki jih opravlja organizator, so raznovrstne. Obsegajo pogajanje s posojilojemalcem o pogojih najemanja kredita, koordinacijo celotnega procesa od podelitve mandata za organizacijo do podpisa pogodbe, pripravo informacijskega memoranduma ter njegovo razpošiljanje zainteresiranim bankam, ki bi rade sodelovale v sindiciranem posojilu, pripravo osnutka besedila posojilne pogodbe, ponavadi v sodelovanju z zunanjo pravno pisarno, pogajanje s posojilojemalcem o končni vsebini pogodbene dokumentacije (v imenu celotnega sindikata), sindiciranje (zbiranje obveznosti drugih članov sindikata) ter dogovarjanje o prevzemu deležev posojila, skrb za javno promocijo, itd (Hvala, 2000, str. 16).

V primeru, da je bank organizatorjk več, si te med seboj razdelijo zgoraj opisane naloge. Na ta način pridobijo dodatne nazive, ki opisujejo njihovo vlogo in nalogo v sindiciranem posojilu. Dodatni nazivi so:

- vodenje knjig (ang. book-runner);
- kreditni agent (ang. facility agent ali administrative agent ali agent banka ali facility manager);
- dokumentacijski agent (ang. documentation agent);
- agent za stike z javnostjo (ang. publicity agent);
- podpisni agent (ang. signing agent).

Banke organizatorke si med seboj razdelijo zgoraj omenjene vloge. Vendar je najbolj zaželena in prestižna vloga vodenje knjig. Odločitev, kateri banki bo pripadla ta vloga, je odvisna od njenega slovesa, ki ga ima ta banka znotraj organizatorjev ter od njenih tehničnih in drugih zmogljivosti. Vloga banke, ki vodi knjige je skozi celoten proces organiziranja sindiciranega posojila najbolj vidna, saj med drugim vsebuje tudi prodajanje in trženje posojila izbranim bankam, ki so potencialne kandidatke za sodelovanje v sindiciranem posojilu. Ostale naloge banke, ki vodi knjige, bom opisal v nadaljevanju magistrske naloge.

Druga najbolj pomembna vloga je vloga kreditnega agenta. Ta vloga med samim procesom najemanja oz. odobravanja sindiciranega posojila ni tako vidna, zato pa je toliko bolj pomembna po zaključku transakcije. Naloga kreditnega agenta je, da po podpisu pogodbe skrbi za:

- sprejem in pregled dokumentacije, ki jo posojilna pogodba pogojuje za črpanje sredstev;

- posredovanje pri plačilih med posojilojemalcem in bankami članicami;
- zbiranje vplačil posojilodajalcev na svojem računu in prenos zbranih sredstev na račun posojilojemalca v skladu z njegovimi navodili;
- sprejemanje plačil posameznih provizij od posojilojemalca in posredovanje le-teh članom bančnega konzorcija;
- določitev referenčne obrestne mere za posamezno obrestno obdobje, ter obveščanje članov sindikata in posojilojemalca o njej;
- zbiranje informacij od posojilojemalca in posredovanje le-teh udeležencem;
- pogajanje s posojilojemalcem v imenu konzorcija bank oz. koordinacija pogajanj med vsemi udeleženi strankami;
- spremljanje sprememb lastništva zaradi trgovanja z dolgom na sekundarnem trgu.

Odgovornosti in naloge banke agenta so točno določene v posojilni pogodbi. Banka agent mora delati kot agent bank udeleženk v sindiciranem posojilu in mora koordinirati administracijo same transakcije. Odnos med banko agentom in ostalimi udeleženci v sindiciranem posojilu lahko označimo kot odnos agent – principal. Posojilna pogodba točno določa, katere odločitve banka agent lahko sprejme sama in za katere rabi privolitev 2/3 vseh udeležencev v transakciji. Kljub temu, da banka agent deluje kot agent za banke udeleženske, ne nosi kolektivne odgovornosti za dokumentacijo, saj je stvar vsakega posameznega udeleženca, da dokumentacijo, ki jo je posojilojemalec poslal, pregleda in oceni, ali je v skladu z dogovorjenim ali ne. Je pa dolžnost banke agenta, da takoj po prejemu dokumentacije, poslani s strani posojilojemalca, le to takoj posreduje ostalim udeležencem v sindiciranem posojilu. Ni pa vloga banke agenta, da preveri pristnost poslanih dokumentov.

V posojilni pogodbi je določeno, da ima lahko banka agent tudi druge komercialne odnose s posojilojemalcem, vendar je izredno pomembno, da loči vlogo banke agenta na eni in vlogo posojilodajalca na drugi strani.

Kot vidimo, ima banka agent zelo pomembno in odgovorno vlogo, ki traja ves čas od črpanja posojila do celotnega poplačila glavnice. Banka agent je za opravljanje svoje vloge poplačana z agentsko provizijo (ang. agency fee). Višina te provizije se določi pred podpisom pogodbe v ločenem agencijskem pismu (ang. agency fee letter) in se običajno plačuje letno v pavšalnem znesku. Višina te provizije ni dostopna ostalim članom sindikata in javnosti.

Ostale vloge si banke razdelijo glede na svoja prizadevanja in pogajalsko moč znotraj skupine organizatorjev. Vendar ostale vloge niso tako pomembne kot zgornji dve.

4.1.2 Banka Manager

Pridruženi vodilni managerji (ang. co-lead managers), sodelujoči vodilni managerji (ang. joint lead managers) so tiste banke, ki se že na samem začetku pridružijo organizatorju/organizatorjem sindiciranega posojila. Prispevajo visoka finančna sredstva, obenem pa organizatorjem tudi svetujejo in pomagajo pri izvedbi sindiciranega posojila.

4.1.3 Udeleženci oz. sodelujoče banke

Banke, ki se na povabilo organizatorjev odločijo sodelovati v sindiciranem posojilu, se imenujejo sodelujoče banke (ang. participant banks). Seznam morebitnih bank udeleženk pripravi organizator skupaj s pomočjo banke posojilojemalke. Banke udeleženske ne nosijo organizacijskih bremen in ne prevzemajo določenih obveznosti glede višine finančnih sredstev, ki jo bodo zagotovile. Prispevajo le prosta finančna sredstva v ponujeni višini in s tem zagotovijo potrebne vloške za oblikovanje posojilnega sklada. Število sodelujočih bank v sindiciranem posojilu navzgor ni omejeno in je odvisno od vrednosti transakcije.

V primeru, da v sindikatu sodeluje le manjše število partnerskih bank z dobro razvitimi medsebojnimi odnosi, ki v celoti zagotovijo potrebna sredstva in v posel ne povabijo drugih investitorjev, govorimo o klubskem posojilu (ang. club loan ali private placement) (Rhodes, 2000, str. 176).

4.1.4 Pooblaščená pravna pisarna

Kljub temu, da imajo banke organizatorke izkušeno in dobro usposobljeno pravno službo, si pri pripravi posojilnih pogodb in drugih dokumentov pomagajo s storitvami zunanjih pravnih pisarn. Stroške teh storitev krije posojilojemalec.

4.1.5 Drugi subjekti

Pri sindiciranih posojilih najetih za projektno financiranje (rudarstvo in energetika) nastopa tudi tehnični agent (ang. technical agent), pri poslih povezanih z letalsko industrijo, ladjedelništvom in nepremičninami pa se pojavlja varnostni agent (ang. security agent). Banke, ki dobijo vlogo tehničnega ali varnostnega agenta, morajo v svojih vrstah imeti zaposlene strokovnjake s teh področij. Za svoje storitve dobijo plačilo s strani posojilojemalca (Rhodes, 2000, str. 173).

V primeru financiranja nakupov in prevzemov podjetij imajo pomembno vlogo računovodski svetovalci. Njihova naloga je, da pomagajo pri finančni analizi posojilojemalca in skrbno pregledajo njegovo finančno in pravno stanje.

Včasih je potrebno s strani posojilojemalca, v skladu z določili posojilne pogodbe, določiti oz. imenovati vročitvenega agenta (ang. process agent) in pooblaščenega pravnika iz države posojilojemalca, ki pripravi ustrezno pravno mnenje.

Sedaj, ko smo si podrobneje ogledali subjekte, ki sodelujejo v procesu organiziranja sindiciranega posojila, si lahko pogledamo, kateri mejniki sestavljajo posamezno fazo.

4.2 PREDMANDATNA FAZA

V predmandatni fazi nastopajo naslednji dogodki:

- potreba posojilojemalca po sredstvih na sindiciranem trgu;
- priprava seznama bank, potencialnih organizatork sindiciranega posojila;
- priprava in pošiljanje vabila bankam, potencialnim organizatorkam;
- priprava in predložitev najugodnejše ponudbe posojilojemalcu.

V nadaljevanju magistrske naloge bom podrobneje opisal posamezne dogodke v predmandatni fazi.

4.2.1 Potreba posojilojemalca po sredstvih na sindiciranem trgu

Banka posojilojemalka mora natančno vedeti kakšne so njene potrebe po zadolževanju in na kakšen način se hoče zadolžiti. Pomembno je tudi, da se banka odloči, v katerem trenutku bo nastopila na trgu (na začetku leta, sredi leta, konec leta). Ponavadi banka plan poslovanja, zadolževanja in plasiranja sredstev naredi na letni strateški konferenci, plan pa se potem potrdi na seji nadzornega odbora banke. Iz letnega plana se da izluščiti, koliko sredstev bo banka potrebovala, kakšne bodo njene potrebe po zadolževanju ter kdaj bodo ta sredstva potrebovala.

4.2.2 Priprava seznama bank, potencialnih organizatorjev sindiciranega posojila

Ko enkrat banka posojilojemalka ugotovi, da bi se rada zadolžila na trgu sindiciranih posojil in ko ve koliko sredstev rabi, začne pripravljati seznam bank, ki bi lahko bile potencialne organizatorke sindiciranega posojila. Če je bila banka posojilojemalka že kdaj prisotna na trgu sindiciranih posojil, ji priprava seznama ne bi smela delati težav. Če pa se pojavlja prvič, ima s tem kar nekaj dela.

Ponavadi banka posojilojemalka že prej vzpostavi stik s potencialnimi organizatorji in se pozanima, ali bi bili pripravljene organizirati sindicirano posojilo. Obenem se tudi poizve, kakšni so trenutni pogoji na trgu, ali pa celo pridobi indikativno ponudbo (ang. indicative bid ali indicative offer).

4.2.3 Priprava in pošiljanje vabil bankam, potencialnim organizatorkam

Ko banka posojilojemalka oblikuje seznam potencialnih organizatorjev sindiciranega posojila, začne s pripravo vabila za pridobitev ponudbe (ang. request for proposal), ki ga bo poslala potencialnim bankam organizatorkam. Banka posojilojemalka v tem vabilu navede določene pogoje in podatke, kateri bodo bankam organizatorkam v pomoč pri pripravi ponudbe. Ti pogoji in podatki so naslednji:

- znesek posojila;
- zapadlost posojila;
- odplačilna shema posojila;
- namen posojila.

Posojilojemalec se mora odločiti, ali hoče pridobiti ponudbo po najboljših močeh (ang. best effort ali best endeavor), ali delno prevzeto ponudbo (ang. partly underwritten offer), ali pa za v celoti prevzeto ponudbo (ang. fully underwritten offer). V primeru ponudbe po najboljših močeh gre za to, da se organizator obveže, da bo poskušal pridobiti želeni sredstva po najboljših močeh. To pomeni, da ne obstaja zagotovilo, da bo dejansko dobil toliko sredstev, kot jih posojilojemalec želi dobiti. Banka le predvideva, da je pod trenutnimi tržnimi pogoji mogoče pridobiti zadosti sredstev.

Delno prevzeta ponudba zagotavlja posojilojemalcu le del želenih sredstev pod vnaprej določenimi pogoji. Recimo, da posojilojemalec želi dobiti posojilo v višini 100 milijonov evrov. V primeru delno prevzete ponudbe se organizator zaveže, da bo zagotovil 25 milijonov evrov, ostalo pa bo pod enakimi pogoji poskušal dobiti na trgu. Tudi v tem primeru posojilojemalec nima zagotovila, da bo pridobil sredstva v želeni višini.

V celoti prevzeta ponudba pa pomeni, da organizator zagotavlja posojilojemalcu, da bo v celoti zagotovil vsa sredstva pod vnaprej določenimi pogoji. Tudi če organizator v fazi sindiciranja ne pridobi zadosti sredstev na trgu, mora manjkajoča sredstva zagotoviti sam. Organizator je v tem primeru upravičen do zaračunavanja posebne provizije (ang. underwriting fee).

Banka posojilojemalka lahko pridobi ponudbe na tri načine (Rhodes, 2000, str. 174-175):

- ponudbo pošlje na banko, s katero je vzpostavila izredno dobre poslovne odnose in s katero veliko sodeluje tudi na drugih področjih. Na ta način posojilojemalec zaprosi od tri do pet bank, katere lahko pošljejo skupno

ponudbo ali vsaka posebej ločeno, neodvisno ponudbo (ang. bidding by relationship banks);

- ponudbo pošlje na banke, za katero je ocenila, da imajo bogate izkušnje pri organizaciji sindiciranih posojil in so vodilne na trgu na tem segmentu poslovanja (ang. speciality bank bidding);
- nekatere banke se odločijo, da bi rade pridobile čim več ponudb, zato oblikujejo zelo širok seznam bank potencialnih organizatorok sindiciranega posojila. Temu rečemo odprto povpraševanje (ang. open bidding). Pri tem obstaja nevarnost, da pride do ponudbenega kaosa.

Poslano vabilo potencialnim bankam organizatorkam vsebuje tudi rok pošiljanja njihovih ponudb za organizacijo. Ponavadi se postavi datumski rok (npr. do zaključka delovnega dne 16. februarja 2007).

4.2.4 Priprava in predložitev najugodnejše ponudbe posojilojemalcu

Po prejemu vabila za organizacijo sindiciranega posojila začne banka, ki je bila povabljena k pripravi ponudbe za organizacijo sindiciranega posojila, s postopki za pripravo najugodnejše ponudbe. Izredno pomembno je, da ima banka, ki pripravlja ponudbo, na voljo čim več informacij s strani posojilojemalca in da razume njegove potrebe. V primeru, da teh podatkov nima, se mora banka potencialna organizatorka obrniti na posojilojemalca in pridobiti manjkajoče podatke.

Banke lahko predložijo ponudbo na dva načina: vsaka banka predloži samostojno ponudbo (ang. sole bid) ali pa skupina bank predloži skupno ponudbo (ang. multi-bank bidding group). Seveda si vsaka banka želi, da bi bila sama organizator posojila, saj si s tem zagotovi samostojno odločanje glede razporeditve provizij in glede razporeditve ostalih vlog, v kolikor je to potrebno. Samostojno tudi odloča, katere banke bodo v fazi sindiciranja povabljene k sodelovanju v tej transakciji.

Iz ponudbe mora biti jasno razvidno, ali gre za ponudbo po najboljših močeh, ali za delno prevzeto ponudbo, ali pa za v celoti prevzeto ponudbo.

Seveda pa vedno ni mogoče, da bi bila banka organizatorka samo ena. Če je velikost posojila izredno velika, si ena sama banka ne more in ne sme privoščiti tako velike kreditne izpostavljenosti. V takih primerih banke predložijo skupno ponudbo za organiziranje posojila. Seveda ima taka ponudba tudi svoje slabe strani. Te so:

- priprava ponudbe ni več stvar samo ene banke, temveč je skupno delo vseh bank. To pomeni, da se morajo uskladiti o spremembah in dopolnitvah

ponudbe, ki nastanejo od časa do časa. To lahko povzroči kar nekaj logističnih težav, še posebej, če pri pripravi ponudbe sodelujejo banke iz različnih časovnih pasov;

- lahko se zgodi, da se banke, ki pripravljajo ponudbo ne morejo dogovoriti, katera bo imela kakšno vlogo kot organizatorka posojila. To je lahko neproduktivno in zelo zamudno;
- porazdelitev provizij znotraj skupine bank lahko postane stvar izredno intenzivnih razgovorov in pogajanj. Ponavadi se banke dogovorijo, da če bo njihova ponudba uspešna, da si bodo provizije razdelile enakovredno. Včasih pa je ena banka v prednosti, bodisi zaradi svoje tesne poslovne povezanosti s posojilojemalcem, bodisi zaradi svojega znanja in imena, ki si ga je ustvarila na trgu sindiciranih posojil. V tem primeru ta banka odloči, kako se bodo razdelile provizije.

Pred oddajo ponudbe, mora/jo potencialni organizator/organizatorji pridobiti sklep ustreznega organa, o odobritvi in posredovanju ponudbe posojilojemalcu.

Ponudba, ki se predloži posojilojemalcu v pregled in podpis, je sestavljena iz dveh delov. Iz mandatnega pisma (ang. mandate letter) ter iz povzetka pogojev (ang. summary of terms and conditions), ki je sestavni del mandatnega pisma. V ponudbi je navedena tudi veljavnost ponudbe (ang. termination). Veljavnost ponudbe se določi bodisi z njeno časovno veljavnostjo (npr. 1 teden) ali z datumsko veljavnostjo (npr. do zaključka delovnega dne v Londonu v petek, 11. maja 2007). Mandatno pismo vsebuje naslednje navedbe:

- ključne subjekte, ki sodelujejo v tem poslu in njihove vloge;
- pogoje, pod katerimi so organizatorji pripravljene organizirati sindicirano posojilo;
- znesek in valuta;
- namen posojila;
- trajanje posojila;
- višina obrestne mere;
- določitev dolžine obrestnega obdobja;
- način vračila glavnice;
- najrazličnejše provizije, stroški in izdatki itd.

Vsako mandatno pismo pa vsebuje tudi določene pravne vidike; med drugim se določi sodno pristojnost sodišč ter vsebino pogodbenih določil v posojilni pogodbi. Ponavadi se v mandatno pismo napiše, da bo pogodba vsebovala standardne

določbe, ki se uporabljajo na evrotrgu za tovrstne kredite, vključno z, vendar ne omejeno na, določbe o pogojih črpanja (ang. conditions precedent to drawdown)¹⁷, izjavah in jamstvih (ang. representations and warranties)¹⁸, obveznostih (ang. covenants and undertakings)¹⁹, kršitvah obveznosti²⁰, nezakonnosti idr.

Ponudba vsebuje še nekatere pogoje, katere mora posojilojemalec izpolniti, da organizator pristopi k organizaciji sindiciranega posojila. Eden izmed takih pogojev je določba (ang. material adverse change), ki organizatorju omogoča razveljaviti ponudbo. To lahko stori v primeru, če se razmere na kapitalskih trgih, finančno stanje posojilojemalca ali makroekonomski položaj države posojilojemalca občutno poslabša oz. nastanejo druge bistveno neugodne spremembe.

Naslednje tako določilo je t.i. klavzula »market flex«. Ta klavzula omogoča organizatorju, da spremeni ceno sindiciranemu posojilu, če to razmere na trgu omogočajo.

Standardno določilo v ponudbi je tudi klavzula »clear market«. S to klavzulo se posojilojemalec zaveže, da v času od podpisa ponudbe do podpisa posojilne pogodbe ne bo nastopal na kapitalskih trgih. S tem se organizator zaščiti pred morebitnim zadolževanjem posojilojemalca med sindiciranjem, kar bi utegnilo ogroziti uspešno privabljanje potencialnih vlagateljev in s tem oblikovanje konzorcija.

Pogoji iz predložene ponudbe so lahko še naprej predmet pogajanj in nadaljnjih usklajevanj, saj se posojilojemalec in organizator še lahko pogajata o temeljnih finančnih pogojih posojila in v končni fazi tudi o drugih pomembnih pogojih in določilih, ki so navedeni v ponudbi.

4.3 PODELITEV MANDATA

Če posojilojemalec pridobi eno samo ponudbo in se s pogoji v njej strinja, potem posojilojemalec podeli organizatorju mandat, s katerim pridobi ekskluzivno pravico, da zanj opravi organizacijo sindiciranega posojila pod dogovorjenimi pogoji.

¹⁷ izdaja pravnega mnenja, ustanovne listine posojilojemalca, sklep uprave oz. pristojnega telesa posojilojemalca, seznam pooblaščenih podpisnikov posojilojemalca s specimni podpisov, dokazilo o imenovanju agenta za vročanje pisanj, točnost podanih jamstev in zagotovil, neobstoj kršitve obveznosti.

¹⁸ neobstoj bistvenih neugodnih učinkov in bistvenih kršitev

¹⁹ vključujoč negativno jamstvo (ang. negative pledge), ki se nanaša na skupino, omejitve prodaje premoženja skupine, ohranitev lastništva in dejavnosti, finančne zaveze (ang. financial covenants) idr.

²⁰ vključno z navzkrižno kršitvijo (ang. cross default), občutnim poslabšanjem finančnega stanja, netočnostjo izjav in jamstev, razglasitvijo moratorija s strani države posojilojemalca)

Ponavadi pa posojilojemalec pridobi več ponudb. V tem primeru mora te ponudbe skrbno pregledati in analizirati ter izbrati najboljšo. Vrednotenje prispelih ponudb bom podrobno obravnaval v nadaljevanju magistrske naloge. Na tem mestu naj le omenim, da mora posojilojemalec pri izbiri najboljše ponudbe upoštevati vse finančne²¹ in nefinančne dejavnike²².

Po opravljeni analizi in izbiri najugodnejše ponudbe, ki jo potrdi ustrezen organ posojilojemalca²³, se podpiše mandatno pismo, ki je sestavni del ponudbe. Kot sem že omenil, ima ponudba določen rok veljavnosti, v katerem je potrebno podpisano mandatno pismo vrniti organizatorju. Podpisano mandatno pismo pomeni pravno pogodbo med banko organizatorjem in posojilojemalcem, zato se od dneva podpisa mandatnega pisma ne more enostransko spreminjati njegovih določb. Spremembe so mogoče samo ob soglasju obeh strani.

S podelitvijo mandata pridobi banka organizatorka ekskluzivno pravico nastopanja na trgu kapitala in zbiranja sredstev sindiciranega posojila. Takšna dejavnost pred podelitvijo mandata ni dovoljena nobeni banki. Banka organizatorka, kateri je bil podeljen mandat, jamči za del posojila, ki pa je vsaj tako velik kot delež kateregakoli drugega posojilodajalca v skupini.

4.4 POMANDATNA FAZA

Po podelitvi mandata s strani posojilojemalca, banka organizatorka posojila takoj prične s nadaljnjimi aktivnostmi za organizacijo sindiciranega posojila. Aktivnosti v tej fazi so naslednje:

- priprava informacijskega memoranduma (ang. information memorandum);
- priprava prvega osnutka posojilne pogodbe;
- priprava povabila za morebitne banke udeleženske;
- priprava in vodenje knjige sindiciranja (ang. syndication book);
- pogajanje s posojilojemalcem glede vsebine in posameznih določil posojilne pogodbe;
- podpisna slovesnost.

²¹ cena kredita, obrestna mera, provizija in drugi stroški, način plačevanja obresti in odplačila glavnice ter trajanje

²² sposobnost organizatorja za organiziranje sindiciranega posojila in njegove izkušnje na trgu sindiciranih posojil ter kako bo izbira organizatorja vplivala na prihodnji odnos posojilojemalca z ostalimi ponudniki, predvsem tistimi, ki ne bodo dobili mandata za organiziranje sindiciranega posojila

²³ uprava, kreditni odbor, nadzorni svet

4.4.1 Priprava informacijskega memoranduma

Informacije o posojilojemalcu so potencialnim udeležencem v sindiciranem posojilu dostopne na več načinov. Najbolj pogost način zbiranja informacij je, da se zberejo finančne informacije o posojilojemalcu, ki so javno objavljene. Obenem se pridobijo tudi poročila o podelitvi bonitetne ocene, ki so ga izdale mednarodno priznane agencije za ocenjevanja kreditnega tveganja²⁴. Če so na voljo, se pridobijo še informacije s stani borznih posrednikov (ang. brokers), tiska in raznih drugih uporabnih virov informacij. Potencialnim udeležencem so te informacije na voljo preko interneta ali pa jih dobijo zložene v mapi, z imenom in logom posojilojemalca na prvi strani.

Drugi najbolj pogost način razpošiljanja informacij o posojilojemalcu je priprava informacijskega memoranduma. Potencialnim udeležencem v sindiciranem posojilu, ki zaprosijo zanj, se pošlje preko elektronske pošte ali pa preko faksa. Na voljo pa so tudi posebne aplikacije²⁵, ki so dostopne preko spleta in so namenjene razpošiljanju informacij in potrebnih dokumentov pri organizaciji sindiciranega posojila.

Informacijski memorandum je formalni dokument, ki vsebuje zaupen sveženj pisnih dokumentov, ki ga pripravi organizator skupaj s posojilojemalcem in je najbolj pomemben dokument v procesu sindiciranja (Rhodes, 2000, str. 190), saj služi kot marketinško orodje, obenem pa je tudi pomemben vir informacij (Fight, 1996, 2. knjiga, str. 11). Dokument je opremljen z opozorilom, da organizator ni odgovoren in da ne prevzema materialne odgovornosti, če bi se izkazalo, da bi bili podatki in informacije, ki so navedene v njem nepopolne in celo napačne. Nadalje organizator opozarja, da mora vsak potencialni udeleženec sam opraviti analizo posojilojemalca in transakcije preden se odloči, da bo sodeloval v tej transakciji kot posojilodajalec. Poudarjeno pa mora biti, da ta memorandum ne sme biti nadomestek za neodvisno analizo posojilojemalca in transakcije. Kljub vsemu, pa tako organizator kot posojilodajalec želita, da bi informacijski memorandum pripomogel in pomagal potencialnim udeleženkam pri oceni te transakcije in da bi iz njega pridobili čim več potrebnih informacij pri pripravi predloga kreditnemu odboru za odobritev sodelovanja v tej transakciji. Priporočljivo je, da je informacijski memorandum pripravljen uporabniku prijazno (ang. user friendly).

Informacije v informacijskem memorandumu morajo biti prikazane nepristransko in ne smejo vsebovati nobenih subjektivnih opisov in mnenj o transakciji, ki bi lahko vplivali na končno odločitev potencialnega udeleženca. Oblikovanje mnenja in odločitev o sodelovanju v transakciji mora biti prepuščena potencialnemu

²⁴ FitchIbca, Moody's, Standard & Poor's, ...

²⁵ Debt Domain, Intra Link,...

udeležencu, ki mora sam napraviti ustrezno ekonomsko in finančno analizo posojilojemalca in transakcije.

Še preden pa je informacijski memorandum na voljo potencialnemu udeležencu v sindiciranemu posojilu, mora ta podpisati izjavo o zaupnosti (ang. confidentiality letter). Namen izjave je, da se prepereči, da bi bile občutljive informacije o posojilojemalcu na voljo širši javnosti, saj bi mu to lahko škodovalo pri njegovem prihodnjem poslovanju. Še posebej pa je potrebno paziti, da informacije ne pridejo v roke tisku, saj ta igra pomembno vlogo pri komentiranju in analiziranju posameznih transakcij na trgu. Da bi se izognili temu, organizator oštevilči kopije informacijskega memoranduma, katere pošlje na potencialne udeležence v sindiciranem posojilu. Kljub vsem naporom pa se vendarle lahko zgodi, da informacije pridejo v javnost.

Obseg in vsebina informacijskega memoranduma se lahko razlikuje od transakcije do transakcije, največkrat pa vsebuje naslednje (Rhodes, 2000, str. 192):

- izjava organizatorja (ang. disclaimer ali important notice);
- nagovor potencialnim udeležencem v sindiciranem posojilu;
- pismo posojilojemalca, s katerim dovoljuje, da se informacijski memorandum lahko posreduje zainteresiranim potencialnim udeležencem;
- listo kontaktnih oseb;
- povzetek splošnih pogojev transakcije;
- podroben opis posojilojemalca²⁶;
- panožna analiza;
- povzetki strategije poslovanja posojilojemalca;
- podroben opis managementa in organizacijske strukture posojilojemalca;
- temeljni finančni podatki posojilojemalca.

Če se sindicirano posojilo najema za potrebe projektnega financiranja, je potrebno v informacijskem memorandumu podrobno opisati značilnosti in karakteristike projekta.

Zelo pomemben del informacijskega memoranduma je izjava organizatorja, ki je podana na njegovem začetku. Z izjavo organizator izjavlja, da je memorandum namenjen samo seznanjanju potencialnih udeležencev v sindiciranem posojilu in da ga ne smejo obravnavati kot priporočilo za udeležbo v konzorciju oz. nadomestilo za neodvisno in preudarno kreditno analizo.

²⁶ splošne informacije, zgodovinski pregled poslovanja in nastopov na kapitalskih trgih, informacije o delničarjih, povezanih osebah in neodvisnih družbah, temeljni finančni podatki in kazalniki uspešnosti poslovanja s primerjalno analizo, tržni deleži, strategija in finančni načrt, ocena kreditnega tveganja, gibanje pretekle tržne vrednosti podjetja, struktura sredstev in obveznosti do virov sredstev idr. (Hvala, 2000, str. 15)

Ko organizator pripravi informacijski memorandum, mora od posojilojemalca pridobiti pismo, s katerim dovoljuje distribucijo informacijskega memoranduma zainteresiranim potencialnim investitorjem. Ponavadi je pismo sestavni del tega memoranduma, ni pa nujno. Pismo naj vsebuje tudi izjavo posojilojemalca, da podane informacije v informacijskem memorandumu niso zavajajoče, ter da odražajo realno finančno stanje posojilojemalca.

4.4.2 Priprava prvega osnutka posojilne pogodbe

Ko je bil enkrat podeljen mandat, mora organizator obvestiti pooblaščenno pravno pisarno, ki bo delovala v imenu agenta in ostalih bank, da začne pripravljati prvi osnutek posojilne pogodbe. Ponavadi organizator z obvestilom pošlje še povzetek splošnih pogojev, ki so bili dogovorjeni s posojilojemalcem pred podelitvijo mandata.

Veljavno pravo večine transakcij na evrotrgih je angleško pravo. Zato mora organizator pri izbiri pooblaščenno pravne pisarne upoštevati njeno izkušnost pri pripravi posojilne dokumentacije, predhodne izkušnje idr.

Stroške pooblaščenno pravne pisarne, ki pripravlja posojilno pogodbo, nosi posojilojemalec. Kolikšni bodo ti stroški, se posojilojemalec in organizator dogovorita že pred podelitvijo mandata.

Priprava osnutka posojilne pogodbe obsega naslednje faze:

- organizator obvesti pooblaščenno pravno pisarno, da začne pripravljati prvi osnutek posojilne pogodbe;
- pooblaščenno pravna pisarna dostavi prvi osnutek posojilne pogodbe organizatorju v pregled in pripravo morebitnih pripomb;
- organizator in pooblaščenno pravna pisarna se srečata in dogovorita o vključitvi morebitnih pripomb v prvi osnutek posojilne pogodbe;
- priprava drugega osnutka posojilne pogodbe in njegova distribucija organizatorju in posojilojemalcu;
- pogajanje med organizatorjem in posojilojemalcem o vsebini posojilne pogodbe²⁷;
- po zaključku pogajanj se posojilna pogodba dostavi v pregled bankam udeleženkam v sindiciranem posojilu ;

²⁷ Posojilojemalec posojilno pogodbo da v pregled svoji pravni službi, da podajo pravno mnenje. Morebitne pripombe in nestrinjanje z določenimi členi v pogodbi se sporočijo organizatorju. Pogajanje lahko poteka bodisi preko konferenčnega klica, bodisi po mailu. Idealno je, da na koncu pogajanj ostane odprto čim manj stvari.

- če ima kakšna udeleženka kakšno pripombo na določila v posojilni pogodbi, se o tem pogaja z organizatorjem in pooblaščenno pravno pisarno²⁸;
- ko se s pripombami in spremembami v posojilni pogodbi, strinjajo vse vpletene strani, se lahko pripravi končna verzija posojilne pogodbe (ang. execution copy).

Zgoraj opisane faze so lahko rezultat le najbolj idealnega scenarija. Ponavadi je potrebno precej več faz in osnutkov posojilnih pogodb, še posebej, če je posojilojemalec prvič na trgu in se pogaja za vsako malenkost. Pogajanje s posojilojemalci, ki so bili že večkrat na trgu in poznajo določila in vsebino posojilnih pogodb so veliko hitrejša in ne vsebujejo veliko sprememb. Kljub vsemu pa se trg spreminja, zato je vedno potrebno preveriti, ali določila v posojilni pogodbi izražajo trenutno stanje.

4.4.3 Priprava povabila za morebitne banke udeleženke

Po podelitvi mandata organizator začne pripravljati povabilno pismo (ang. invitation letter), ki se bo poslalo potencialnim udeležencem v sindiciranemu posojilu. Še preden pa dokončno pripravi povabilno pismo se mora organizator odločiti o višini zneskov, ki bodo na voljo za sodelovanje, ter pripadajočih provizijah in nazivih, ki jih bodo pridobili udeleženci, ki so odvisni od zneska udeležbe v sindiciranem posojilu. V tabeli 7 vidimo tipično razporeditev zneskov, nazivov in pripadajočih provizij, ki jih pridobijo udeleženci v sindiciranem posojilu.

Tabela 7: Primer razporeditve zneskov, provizij in nazivov

Znesek	Status	Provizija
EUR 30 mio	Vodilni manager (Lead Manager)	20 bazičnih točk enkratno
EUR 20 mio	Manager (Manager)	15 bazičnih točk enkratno
EUR 10 mio	Sodelujoči manager (Co-manager)	10 bazičnih točk enkratno

Vir: Rhodes, 2000, str. 199

Na trgu sindiciranih posojil je povsem običajno, da je višina udeležbe povezana z imenom, ki ga udeleženec na ta način pridobi. To pomeni, da investitor, ki je pripravljen investirati večji znesek, dobi višjo provizijo.

S pridobitvijo določenega statusa se določi tudi odnos vsake posamezne banke udeleženke do drugih udeležencev v sindiciranem posojilu. S tem, ko se investitor

²⁸ Vse spremembe v posojilni pogodbi, ki bi nastale zaradi pripomb bank udeleženk, morajo biti narejene v soglasju s posojilojemalcem.

zaveže, da bo investiral EUR 30 mio, pomeni, da bo vedno nosil naziv vodilnega managerja. Ta naziv se bo uporabljal v vseh obvestilih za javnost in v razglasu (ang. tombstone).

V primeru, da je vpisanih preveč sredstev (ang. oversubscription), se lahko zgodi, da se znesek udeležb vseh bank udeleženk proporcionalno zmanjša. Lahko se zgodi, da se bo udeležba investitorja, ki se je zavezal, da bo investiral EUR 30 mio, zmanjšala na EUR 20 mio. Tudi v tem primeru bo investitor obdržal naziv vodilnega managerja, provizija pa bo ravno tako ostala enaka (20 bazičnih točk enkratno).

Ko se je organizator enkrat odločil o višini zneskov, ki bodo na voljo za sodelovanje, ter pripadajočih provizijah in nazivih, pripravi povabilno pismo. V povabilu so navedene temeljne informacije o finančni konstrukciji in pravnih določbah, ki so povzete iz mandatnega pisma oz. ponudbe, ter kratek izvleček iz informacijskega memoranduma.

Med drugim pa mora povabilno pismo vsebovati še naslednje zelo pomembne informacije:

- povabilo mora vsebovati, na kakšen način lahko potencialni investitorji pridobijo informacijski memorandum. Če je za pridobitev informacijskega memoranduma potrebno podpisati zaupno pismo, potem je priporočljivo, da je zaupno pismo priloženo povabilu;
- povabilo mora vsebovati imena in kontaktne podatke posameznih oseb, na katere se lahko potencialni investitorji obrnejo v primeru, da imajo kakšna dodatna vprašanja o sami transakciji ali posojilojemalcu. Njihova naloga je, da potencialnim investitorjem čim prej odgovorijo na vsa dodatna vprašanja in zagotovijo dodatne informacije, saj je vsaka zamuda pri posredovanju dodanih informacij in podatkov usodna pri pripravi predloga potencialnega investitorja svojemu kreditnemu odboru;
- povabilo mora vsebovati rok, do katerega lahko potencialni investitorji posredujejo svoje odgovore, ali bodo sodelovali v transakciji ali ne. Ponavadi je ta rok dva do tri tedne po posredovanju povabilnega pisma, lahko pa se ta rok podaljša za nekaj dni, če kakšen potencialni investitor zaprosi za tako podaljšanje. Povabilo bo vsebovalo še opozorilo, da si organizator pridružuje pravico, da lahko predčasno zaključi s postopkom sindiciranja, če bo to potrebno. S tem se zavaruje, da bi prišlo do prevelikega presežka vpisanih sredstev;

- v povabilu morajo biti navedena imena ter kontaktni podatki²⁹ oseb, na katere se pošljejo odgovori o sodelovanju v sindiciranem posojilu;
- povabilo mora vsebovati tudi pojasnilo, v kakšnem vrstnem redu se bodo pojavljala imena udeležencev v sindiciranem posojilu, v vseh obvestilih za javnost. Status investorjev je že določen z višino zneska, znotraj posameznega razreda pa so banke navedene ponavadi po abecednem vrstnem redu.

Seznam potencialnih udeležencev v sindiciranem posojilu, na katere se bo poslalo povabilno pismo, se pripravi v sodelovanju s posojilojemalcem. S tem se omogoči posojilojemalcu, da predlaga udeležbo bank, s katerimi ima najboljše odnose, kar pripomore k vzdrževanju in krepitvi odnosov. Izredno pomembno je, da banka organizatorica pravilno oceni, koliko potencialnih investorjev bo povabila, saj se lahko zgodi, da bo končni ponujeni znesek previsok (ang. over-subscription) ali prenizek (ang. under-subscription).

4.4.4 Priprava in vodenje knjige sindiciranja

Kot sem že omenil, je vodenje knjig najbolj prestižna vloga v organizaciji sindiciranega posojila. Razlog je v tem, da je najbolj vidna, saj med drugim vsebuje prodajo transakcije izbranim potencialnim investorjem. Kasneje si bomo bolj podrobno ogledali kakšno vlogo ima banka, ki vodi knjige.

4.4.5 Sindiciranje

Ko je bilo povabilno pismo poslano izbranim potencialnim investorjem, mora banka organizatorica natančno voditi knjigo sindiciranja. Ta knjiga mora vsebovati natančne podatke potencialnega investitorja in njegove odzive in komentarje na ponujeno transakcijo. Ti podatki so (Rhodes, 2000, str. 202):

- ime in naslov;
- ime kontaktna oseba, kateri je bilo poslano povabilno pismo;
- njeno številko telefona, faksa in naslov elektronske pošte;
- datum, kdaj je bil poslan informacijski memorandum;
- datum zadnjega kontakta;
- odgovor (sprejem/zavrnitev);
- drugi zaznamki.

²⁹ številka telefona, številka faksa in naslov elektronske pošte

Tabela 8: Stran iz sindicirane knjige

Ime banke					
Naslov banke					
Kontaktna oseba					
Številka faksa					
Številka telefona					
Sprejem					
Informacijski memorandum					
Zavrnitev					
Pripombe					

Vir: Rhodes, 2000, str. 203

V času sindiciranja mora organizator, ki vodi knjige, tekoče obveščati posojilojemalca in morebitne druge organizatorje o napredku pri trženju in prodaji sindiciranega posojila. V ta namen dvakrat tedensko, proti koncu sindiciranja pa dnevno, izdela poročilo o trenutnem položaju (ang. status report). V tem poročilu so poimensko navedene banke, ki so bile povabljene k sodelovanju v transakciji, imena bank, ki so povabilo sprejele (naveden je tudi znesek obveze), imena bank, ki so povabilo zavrnilo (naveden je razlog zavrnitve), ter imena bank, ki organizatorju še niso uspele posredovati svoje odločitve (Rhodes, 2000, str. 205).

Poglejmo si naloge organizatorja, ki vodi knjige:

- glavna naloga je, da poskrbi, da bo transakcija na trgu imela kar najboljši sprejem. To pomeni, da bo izdelal povabilno pismo, ki ga bo poslal potencialnim investitorjem, da bo pravočasno odgovarjal na vsa vprašanja, ki se tičejo same transakcije in posojilojemalca, ter posredoval razne druge informacije, ki jih potencialni investitorji potrebujejo za potrebe njihovega odločanja;
- organizator, ki vodi knjige, bo pripravljal tudi informacije, ki so na voljo javnosti, ki spremlja transakcijo. Zelo pomembno je, kakšen odziv na trenutni status transakcije imajo mediji. Če bodo napisali, da transakcija ni dobro sprejeta na trgu, se lahko zgodi, da to negativno vpliva na odločitev potencialnih investitorjev. Po drugi strani, pa članek, naklonjen transakciji, lahko pripomore in pomaga pri dobrem sprejemu potencialnih investitorjev;
- vodenje knjig zahteva veliko truda in znanja s strani oseb, ki te stvari delajo, zahteva pa tudi ustrezne tehnične in druge možnosti, ki jih mora imeti banka

organizatorka, ki vodi knjige. Banke, ki so aktivne na trgu sindiciranih posojil, imajo posebej specializirane ekipe, ki poznajo ta trg in glavne igralce na njem in se zavedajo odgovornosti, ki jo imajo;

- v primeru, da je bank organizatork več, se lahko vloga organizatorja, ki vodi knjige, razdeli med več organizatorjev. To pa lahko vodi do neučinkovitega sindiciranja. Zato morajo banke določiti glavnega organizatorja, ki vodi knjige in koordinira delo vseh organizatorjev. Natančno si morajo razdeliti seznam bank, katere bo posamezni organizator kontaktiral in jim poslal povabilno pismo. Ne sme se namreč zgoditi, da bi katerega potencialnega investitorja po nemarnosti izpustili;
- ne glede na to, ali so vloge vodenja knjige razdeljene ali ne, je izredno pomembno, da vsaka banka razume interni proces pri pripravi predloga kreditnemu odboru vsakega posameznega potencialnega investitorja. To je ključno pri vodenju učinkovitega sindiciranja in pomeni, da bo kvaliteta informacij, ki jih posredujejo posojilojemalcu povečana. Banka, ki vodi knjige že v začetni fazi ugotovi, ali bo potencialni investitor predlagal sodelovanje v transakciji, v kakšnem znesku in kdaj bo njegov kreditni odbor o tem sklepal.

Ko potencialni investitor pridobi vsa soglasja za sodelovanje v sindiciranem posojilu, mora o tem obvestiti banko, ki vodi knjige. Obvestilo pošlje v obliki pisma, vsebovati pa mora ime investitorja z imenom kontaktne osebe in višino zneska, katerega je pripravljena investirati v transakcijo.

V primeru, da se banka potencialna investitorica ne odloči sodelovati v sindiciranem posojilu, mora o tem, kar se da zgodaj obvestiti banko organizatorico, ki vodi knjige. Na začetku sindiciranja je zmeraj več zavrnitev kot potrditev sodelovanja. Če bi pogledali prvih nekaj poročil o trenutnem stanju transakcije, bi lahko sklepali, da je transakcija zelo slabo sprejeta na trgu. Vendar moramo vedeti, da je za potrditev sodelovanja potrebno veliko več časa in da je v tem obdobju potrebno imeti jeklene živce in potrpljenje, še posebej, če je posojilojemalec neizkušen in je na trgu prisoten prvič.

4.4.6 Oblikovanje konzorcija

Zelo redko se zgodi, da vsota zbranih sredstev, ki se zbere v procesu sindiciranja, ustreza povpraševanemu znesku. Zato je potrebno že vnaprej načrtovati, da se po zaključku sindiciranja oblikuje konzorcij bank in dokončna alokacija sredstev med vse udeležence. Po zaključku sindiciranja se lahko zgodi dvoje. Lahko je vpisanih sredstev več kot znaša povpraševanje, lahko pa je teh sredstev manj.

Razlogov, zakaj pride do presežka sredstev je več. Lahko je bila cena sindiciranega posojila postavljena previsoko, lahko je bila ocena o številu potencialnih investitorjev, ki bodo sprejeli sodelovanje v sindiciranem posojilu preveč pesimistična, lahko je bila v procesu sindiciranja objavljena zelo optimistična novica o položaju posojilojemalca, lahko se je zgodilo, da je bila ocena trga s strani posojilojemalca in organizatorja narejena preveč pesimistično in je bilo k sodelovanju v transakciji povabljen preveč potencialnih investitorjev... Ne glede na razlog, se morata posojilojemalec in organizator dogovoriti o tem, kaj jima je storiti v tem primeru.

Ena izmed rešitev je, da se lahko ob soglasju posojilojemalca in pripravljenosti ostalih članov sindikata, višina posojila poveča na nivo celotno zbranih sredstev. V primeru, da posojilojemalec ne želi povečati zneska posojila, temveč želi črpati prvotno dogovorjeno višino posojila, ali povečati samo delno, se vložki posameznih investitorjev zmanjšajo v skladu z načelom enakopravnosti in pravičnosti (pro rata). Izredno pomembno je, da se zneski zmanjšajo v sorazmerju z višino prispevka posameznega investitorja v celotno posojilo.

V primeru, da je vsota zbranih sredstev v sindiciranju manjša od prvotno dogovorjene, kar pomeni, da ni bilo dovolj povpraševanja na trgu, se lahko zgodi dvoje.

Če pa je banka organizatorica podpisala zavezujočo ponudbo, mora prispevati manjkajoča sredstva, saj se je s podpisom obvezala, da jih bo prispevala. V primeru, da je glavnih organizatorjev več, manjkajoča sredstva prispevajo vsi organizatorji in to sorazmerno.

Če pa banka organizatorica ni dala zavezujoče ponudbe, ji ni potrebno prispevati manjkajočih sredstev. Posojilojemalec lahko vzame zmanjšan znesek, torej znesek, ki je bil zbran v sindiciranju. Lahko pa se organizator in posojilojemalec dogovorita o spremembi strategije in drugih ukrepih, npr. podaljšanju faze sindiciranja. Če je primanjkljaj razmeroma majhen, lahko banka organizatorica sama prispeva manjkajoča sredstva, redkokdaj k temu pozove tudi ostale člane sindikata.

Dejstvo je, da neuspešno sindiciranje okrni dobro ime organizatorja in posojilojemalca. Organizator ni bil sposoben oblikovati takih pogojev, da bi transakcija na trgu doživela uspeh in da bi bila zbrana sredstva v zadostni višini. To je slaba popotnica za pridobitev nadaljnjih poslov pri organizaciji sindiciranih posojil, saj se glas o neuspeli transakciji dokaj hitro razširi na trgu sindiciranih posojil.

4.4.7 Pogajanje s posojilojemalcem

Med procesom sindiciranja morata biti organizator in posojilojemalec vseskozi v stiku, ne samo za zagotavljanje najnovejših informacij o sprejetju transakciji na trgu, temveč tudi za zagotavljanje pogojev, da se bo transakcija končala v skladu s prejetim časovnim načrtom.

Ko je posojiljemalcu poslan prvi osnutek posojilne pogodbe, ga ta pošlje v njegovo pravno službo, kjer pogodbo skrbno pregledajo in oblikujejo pravno mnenje. Po pregledu prvega osnutka se posreduje morebitne pripombe in nestrinjanja s posameznimi členi in klavzulami v pogodbi in posreduje predloge morebitnih sprememb.

Istočasno je prvi osnutek poslan v pregled še ostalim članom sindikata, saj je pogodba multilateralna. Tudi investitorji skrbno pregledajo posojilno pogodbo in posredujejo svoje pripombe ali pa celo zahtevajo vključitev dodatnih določb.

Če nobena stran nima kakšnih posebnih pripomb, se postopek pogajanja hitro zaključi, v nasprotnem primeru pa se lahko zgodi, da se pogajanje vleče v nedogled in se skuša bolj ali manj uspešno vključiti ali izpustiti določene klavzule in določbe v posojilni pogodbi.

Vse spremembe se morajo uskladiti med vsemi udeleženi stranmi v sindikatu. Če je potrebno, mora posojilojemalec pridobiti ustrezne sklepe, da se lahko spremenijo določena določila in klavzule v posojilni pogodbi. Na prvi pogled se zdi, da stroga pogodbeno določila posojilojemalcu zaradi omejevanja nekaterih pravic, nalaganja dodatnih obveznosti ter možnosti, da se v prihodnosti lahko izkažejo za preobremenjujoče, niso najbolj ugodne za njega. Vendar se z njihovim doslednim izpolnjevanjem lahko zavaruje, da sindikat bank ne bo mogel sprožati akcij, ki bi bile zanj neugodne (npr. poziv k predčasnemu vračilu posojila). Zato je trmasto vztrajanje po izbrisu katere od finančnih zavez ali drugih določb brez prepričljivih razlogov ali argumentov neprimerno in neproduktivno (Hvala, 2000a, str. 18).

Po koncu pogajanj pravna pisarna po naročilu organizatorja izdelava končno verzijo posojilne pogodbe (ang. final draft ali execution copy). Tudi to verzijo pogodbe se predloži vsem vpletenim strankam v pregled, vendar ponavadi v tej fazi ni nobenih novih razhajanj glede posameznih pogodbenih določil. Organizator mora od vseh vpletenih strani pridobiti formalno obvestilo, da sprejemajo končni tekst posojilne pogodbe. Šele po prejemu tega obvestila se lahko prične z organizacijo podpisne slovesnosti.

Še pred podpisno slovesnostjo pa mora organizator zbrati nekatere administrativne podatke od vseh sodelujočih investitorjev, da bo na ta način pospešil pripravo dokumentov, ki jih bodo podpisali na podpisni slovesnosti. V ta namen, se na vse sodelujoče investitorje pošlje posebno administrativno pismo (ang. administration information request), v katerem se jih zaprosi, da posredujejo zahtevane informacije. Te informacije so:

- točno ime institucije, kot naj se pojavi na vseh dokumentih in obvestilih za javnost;
- ime osebe in njeni kontaktni podatki, ki bo zadolžena za operacijske stvari te transakcije in
- točne podatke o računu, na katerega se bodo nakazovala vsa plačila povezana s transakcijo.

Nekatere banke tudi zahtevajo, da se zneski provizij plačujejo na drug račun kot zneski zapadlih obresti in glavnice.

4.4.8 Podpisna slovesnost

Podpis posojilne pogodbe predstavlja končno fazo v procesu organiziranja sindiciranega posojila. Čeprav ni nujno potrebno, da se za podpis pogodbe organizira svečanost, je to priložnost, da se za isto mizo, formalno in neformalno, srečajo tako posojilojemalec kot investitorji. Formalno srečanje predstavlja podpis dokumentacije, neformalen del pa predstavlja slavnostno kosilo ali večerja.

V primeru, da se organizira svečana podpisna slovesnost, je potrebno povabiti predstavnike prav vsakega investitorja. Število udeležencev podpisne slovesnosti je ponavadi omejeno. Povabi se dva predstavnika bank udeleženk, organizatorji pa si pridružujejo pravico, da je prisotnih več udeležencev, ponavadi štiri ali pet.

Če se katera banka udeleženka ne more udeležiti podpisne slovesnosti, se zanjo pripravi pisno pooblastilo (ang. power of attorney), s katerim pooblašča organizatorja, da posojilno pogodbo podpiše v njenem imenu.

Podpisno slovesnost organizira banka organizator oz. če je organizatorjev več, tista banka, kateri je bil podeljena ta vloga. Lahko pa je organizacija podpisne slovesnosti v domeni posojilojemalca. Skozi obdobje se je prijela cela vrsta navad, ki je postala standard za uspešno organizacijo svečane podpisne slovesnosti.

Miza je lahko okrašena z zastavicami posojilojemalca in vseh bank udeleženk v sindiciranem posojilu, na mizi so lahko cvetlične dekoracije, skratka možnosti je nešteto. Potrebna je skrbna priprava sedežnega reda udeležencev podpisne

slovesnosti. Sedežni red je odvisen od statusa investitorja, ki ga ta ima konzorciju. Banka organizatorka, ki je zadolžena za podpisno slovesnost, je tudi gostiteljica te slovesnosti. Na desno stran gostiteljice se posede predstavnika višjega managementa (ang. senior management) posojilojemalca. Predstavnik ostalih bank organizatorke se posede skupaj z ostalimi predstavniki posojilojemalca v bližino, nato pa po vrstnem redu sledijo ostali udeleženci v sindiciranem posojilu, tako kot so navedeni v posojilni pogodbi. To olajša podpisovanje posojilne pogodbe, saj le-ta kroži okoli mize. Sedežni red pa je v veliki meri odvisen tudi od oblike mize, najbolj primerna oblika pa bi bila miza v obliki črke u ali pa pravokotna miza.

Podpisni slovesnosti ponavadi sledi svečano kosilo ali večerja. Sedežni red pri tem ni tako pomemben, upoštevati pa se mora, da banke organizatorke pričakujejo, da njihovi predstavniki sedijo zraven predstavnikov posojilojemalca.

Primer urnika oz. poteka dogodkov svečane podpisne slovesnosti (Rhodes, 2000, str.212):

Ura	Dogodek
11:30	Prihod udeležencev in njihova pogostitev
11:45	Podpis posojilne pogodbe
13:00	Kosilo
14:30	Odhod udeležencev

Podpisna slovesnost se prične s kratkim pozdravnim govorom gostitelja. Nato pravni svetovalec organizatorja razloži kakšen dokument se podpisuje, koliko je originalov posojilnih pogodb in na katerih straneh se je potrebno podpisati. Pravni svetovalec razdeli tudi posojilne pogodbe v podpis, najprej posojilojemalcu, nato pa še vsem ostalim udeležencem v sindiciranem posojilu. Število originalnih posojilnih pogodb se razlikuje od primera do primera, ponavadi pa je teh originalov od štiri do pet. Ti originali se hranijo pri posojilojemalcu, organizatorju in v pravni službi posojilojemalca in organizatorja. Včasih je originalov toliko, da se lahko razdelijo med čisto vsakega udeleženca v sindiciranem posojilu.

Po končanem podpisovanju ima gostitelj svečane podpisne slovesnosti ponavadi svečani govor, v katerem čestita posojilojemalcu za uspešno izpeljano transakcijo in se zahvali prevzemnikom in ostalim investitorjem za njihovo sodelovanje in podporo. Sledi govor predstavnika posojilojemalca, v katerem se ta zahvali najprej organizatorjem posojila za njihovo uspešno, profesionalno in trdo delo pri organiziranju sindiciranega posojila, nato pa še ostalim udeležencem, ker so se bili pripravljeni vključiti v konzorcij kot investitorji. Na koncu govora lahko omeni tudi najnovejše dosežke in načrte za prihodnost.

Izmenjava daril med organizatorji in posojilojemalcem je postala že kar stvar navade. To se lahko izvede po končanih svečanih govorih. Kakšna darila so primerna, je stvar presoje vsake posamezne strani. Običajna darila na teh slovesnostih so vgravirana nalivna peresa, ročne ure, kravate, šali, noži za odpiranje pisem, obtežalniki za papir, slike idr. Skratka možnost je omejena samo z domišljijo organizatorja in posojilojemalca. Seveda pa obdarovanje ni obvezno. Je stvar odločitve vseh udeleženi strani v transakciji.

Uspešno zaključen posel uporabijo organizator in posojilojemalec za marketinško promocijo. V ta namen izdajo razglas (tombstone) in/ali objavijo članek o uspešno zaključeni transakciji v najbolj uglednem finančnem časopisu.

Razglas vsebuje imena vseh udeleženi strani v transakciji, znesek in vrsto posojila in datum sklenitve posla. Vrstni red bank udeleženi v transakciji je natančno določen in je odvisen od statusa, ki ga ima posamezen udeleženi v transakciji. Na prvem mestu je omenjen organizator, v vsakem investicijskem razredu pa so investitorji napisani po abecednem vrstnem redu. Agent transakcije je ponavadi napisan na koncu.

Oblika razglaša je v domeni organizatorja in ponavadi uteleša njegov korporativen stil. V primeru, da je organizatorjev več, je nevtralna oblika razglaša najbolj primerna.

V spomin na uspešen zaključek transakcije in podpisno slovesnost, se lahko za vsakega posameznega udeleženi v transakciji naroči razglas. Seveda je to naročilo stvar dogovora med posojilojemalcem in organizatorji, saj je za to potrebno zagotoviti dodatna sredstva.

4.5 POPODPISNA FAZA

Po podpisu pogodbe organizator preda odgovornost za nadaljnje uresničevanje posla banki agentu. Od tu naprej, pa do konca življenjske dobe transakcije, je vloga banke agenta, da servisira posojilojemalca in banke udeleženi v transakciji. Podroben opis nalog banke agentke je bil v magistrski nalogi že razložen.

Prvi dve fazi, ki nastopita po podpisu posojilne pogodbe, sta pregled dokumentov potrebnih za črpanje in samo črpanje sredstev.

4.5.1 Pregled dokumentov potrebnih za črpanje

Še pred črpanjem sredstev mora posojilojemalec izpolniti vse dokumentarne in druge pogoje (ang. conditions precedent documents)³⁰, ki so določeni v posojilni pogodbi. Ko banka agent prejme te dokumente, jih da v pregled pravni službi, ki jih mora skrbno pregledati in povedati, ali so dokumenti v skladu s posojilno pogodbo ali ne.

4.5.2 Črpanje sredstev

Ko posojilojemalec dostavi in izpolni vse dokumentarne in druge pogoje, je transakcija na voljo za črpanje. Vsebina in oblika prošnje za črpanje (ang. drawdown request) je določena v posojilni pogodbi. Posojilojemalec pošlje prošnjo za črpanje banki agentu. V njej mora navesti določene podatke:

- valuta in znesek črpanja;
- dolžina obrestnega obdobja;
- plačilne instrukcije (številka računa na katerega naj se nakažejo sredstva);
- zagotovilo, da ni nastopil noben dogodek (event of default).

Posojilojemalec lahko črpa sredstva enkratno in v celoti (ang. straight disbursement). Lahko pa se posojilo črpa v več tranšah. Koliko tranš ima posojilojemalec na voljo, je določeno v posojilni pogodbi. Običajno mora posojilojemalec črpati celoten znesek posojila v 60-ih dneh od podpisa pogodbe (ang. availability period). Po tem času, nečrpanega dela posojila ne more več črpati.

Posojilojemalec mora prošnjo za črpanje dostaviti banki agentu najmanj 4 delovne dni pred zelenim dnevom črpanja. Vzrok temu je, da se referenčna obrestna mera za valuto posojila (npr. za EUR je referenčna obrestna mera EURIBOR) določi dva delovna dneva pred zelenim dnevom črpanja sredstev. Referenčna obrestna mera se določi pred začetkom novega obrestnega obdobja in velja skozi celotno obrestno obdobje. Način, kako se določi referenčna obrestna mera je določen v posojilni pogodbi. Agent o prejemu prošnje za črpanje obvesti ostale udeležence in jih pozove, da naj nakažejo svoj del sredstev agentu, ki jih bo nato naprej nakazal na račun posojilojemalca z valuto zelenega črpanja sredstev.

³⁰ pridobitev pravnega mnenja, izdaja nepreklicne garancije poroka, izdaja dokumentacije, ki dokazuje pravni obstoj posojilojemalca (izpisek iz sodnega registra, statut), seznam pooblaščenih podpisnikov, potrditev resničnosti in točnosti različnih izjav in zagotovil idr.

4.5.3 Odplačevanje glavnice in obresti

V pomandatno fazo sodi tudi odplačevanje glavnice in obresti. V posojilni pogodbi je natančno določena višina obresti, kdaj se obresti plačujejo ter način odplačevanja glavnice. Banka agent je zadolžena, da skozi celotno obdobje transakcije obvešča posojilojemalca o višini natečenih obresti, kdaj jih mora plačati in na kateri račun. Isto velja za vračilo glavnice. Ko posojilojemalec poravnava del obresti in glavnice na agentov račun, ta poskrbi, da je del pripadajočih obresti in glavnice nakazan investitorjem.

5 PRAVNE KLAUZULE V SINDICIRANIH POSOJILNIH POGODBAH

5.1 SINDICIRANA POSOJILNA POGODBA

Ko posojilojemalec podeli mandat glavnemu organizatorju sindiciranega posojila, se prične s pripravo sindicirane posojilne pogodbe. Kot je že navedeno v poglavju 4.4.2., mora glavni organizator po prejemu mandata za organiziranje sindiciranega posojila, obvestiti pooblaščenno pravno pisarno, ki bo delovala v imenu agenta in ostalih bank, da začne pripravljati prvi osnutek posojilne pogodbe.

In kaj je namen sindicirane posojilne pogodbe? S tem, ko banke posojilodajalke posodijo velika finančna sredstva posojilojemalcu, so izpostavljene velikemu tveganju. Dejstvo je, da je večina sindiciranih posojil nezavarovanih, zato se hočejo posojilodajalci s pravnimi določbami v posojili pogodbi zavarovati pred tveganji, ki nastopajo v tem poslu. Obstaja namreč verjetnost, da posojilojemalec ne bo vrnil vseh sredstev tako kot je bilo dogovorjeno, da ne bo plačal vseh obresti, stroškov in ostalih provizij, in na vse zadnje obstaja tudi možnost, da bo posojilojemalec šel v stečaj. Banke posojilodajalke skušajo omenjena tveganja zmanjšati tako, da s strogimi pogodbenimi določili in omejitvenimi zavezami posojilojemalcu omejujejo nekatere pravice in nalagajo dodatne obveznosti, ki jih mora posojilojemalec izpolniti.

Glavni organizator se s posojilojemalcem že v pogajanjih za pridobitev mandata dogovori o tem, katere klavzule in pravna določila se bodo vključila v samo posojilno pogodbo. Kaj vse bo vključeno v samo posojilno pogodbo pa je odvisno tudi od samega posojilojemalca³¹ ter od nameravane porabe sredstev, ki jih bo pridobil s sindiciranim posojilom.

³¹ tu mislim na posojilojemalčev finančni položaj, na njegovo mednarodno bonitetno oceno in na predhodne izkušnje posojilodajalcev s posojilojemalcem

Prvi osnutek posojilne pogodbe pripravi zunanja pravna pisarna. V večini posojilnih pogodb na trgu sindiciranih posojil se kot veljavno pravo upošteva angleško pravo. Pripravljen prvi osnutek posojilne pogodbe se pošlje glavnim organizatorjem v pregled. V kolikor imajo glavni organizatorji morebitne pripombe na tekst posojilne pogodbe, se le-te sporočijo zunanji pravni pisarni, ki jih praviloma upošteva in ustrezno popravi tekst posojilne pogodbe. Popravljeni tekst posojilne pogodbe se nato pošlje glavnim organizatorjem ter posojilojemalcu. Ko vse pogodbene stranke prejmejo posojilno pogodbo, jo skrbno pregledajo ter sporočijo morebitne pripombe ali želene spremembe v tekstu posojilne pogodbe. Včasih posojilojemalec želi iz pogodbe izključiti določene pravne določbe in zaveze, ki se mu zdijo preveč stroge. Če so njegove pogajalske sposobnosti zelo dobre, mu to mogoče lahko tudi uspe, vendar ponavadi posojilodajalci vztrajajo na vključitvi teh pravnih določb in zavez, saj hočejo na ta način ustrezno zavarovati svojo naložbo. Pogajanja med posojilojemalcem in glavnimi organizatorji o tekstu posojilne pogodbe lahko trajajo tudi dva do tri tedne. Glavni organizatorji se hočejo med pogajanjem izogniti temu, da bi bil tekst posojilne pogodbe preveč omejujoč za posojilojemalca, saj bi lahko le-ta odstopil od nadaljnjih pogajanj in v končni fazi celo od samega posla. Lahko pa posojilojemalec pristane na te stroge določbe in zaveze, vendar ima zaradi tega kasneje težave, predvsem v primeru, ko svojega posla ne bi mogel opravljati učinkovito in dobičkonosno.

Ko se posojilojemalec, glavni organizatorji in zunanja pravna pisarna dogovorijo o končnem tekstu posojilne pogodbe, se le-ta ustrezno popravi in ponovno pošlje vsem stranem v dokončno potrditev. Šele v tej fazi se posojilna pogodba pošlje tudi ostalim udeležencem v sindiciranem posojilu in se jih prosi za morebitne pripombe. Po dokončni uskladitvi in upoštevanju pripomb vseh sodelujočih strani v transakciji se lahko sindicirana posojilna pogodba podpiše.

5.2 VSEBINA SINDICIRANE POSOJILNE POGODBE

Tekst sindicirane posojilne pogodbe vsebuje različna pravna določila, zaveze in omejitve³², ki jih mora posojilojemalec upoštevati skozi celotno življenjsko dobo sindiciranega posojila. Najboljši in najbolj priljubljen del posojilne pogodbe za posojilojemalca je njen začetek, saj je tam omenjeno, kako in kdaj lahko pride do črpanja sredstev. Naslednja dva dela posojilne pogodbe določata višino in roke za plačilo obresti ter roke vračila glavnice posojila. Ti dve klavzuli se imenujeta odplačilni klavzuli (repayment clauses). Ostali del posojilne pogodbe je razdeljen na naslednji način (Buchheit, 1995, str. 11-12): V delu posojilne pogodbe bo moral posojilojemalec zagotoviti, da ni bil poreden (representations and warranties). Nato bo moral obljubiti, da ne bo poreden (negative covenants). V nadaljevanju posojilne

³² lahko govorimo tudi o konvencijah

pogodbe bo opozorjen, kaj se mu lahko zgodi, če bo poreden (events of default; remedies). In proti koncu posojilne pogodbe bodo navedena pravna določila, ki določajo, kaj se bo posojilojemalcu zgodilo, če ga bodo ujeli, da je bil poreden (submission to jurisdiction; choice of law; waiver of immunity). Kot vidimo, je Buchheit v svoji knjigi zelo hudomušno opisal, kako je sestavljena posojila pogodba.

Zaveze lahko razdelimo v štiri glavne skupine (Hočevar, 2003, str. 41):

- negativne zaveze, katere omejujejo nezaželeno obnašanje in prepovedujejo posojilojemalcu določene akcije, ki so po mnenju bank posojilodajalk škodljive za celoten posel in interese vseh vpletenih strani;
- pozitivne zaveze, katere posojilojemalca spodbujajo k želenemu obnašanju in mu nalagajo sprejemanje takšnih poslovnih odločitev, s katerimi ne povečuje kreditnega tveganja upnikov;
- informativne zaveze, ki obvezujejo posojilojemalca o sprotnem obveščanju o poteku posla in
- finančne zaveze, ki zahtevajo od posojilojemalca, da redno poroča o vrednosti nekaterih finančno računovodskih kategorij in kazalnikov kot so npr. kapitalaska ustreznost, kratkoročni koeficient, različni kazalci dobičkonosnosti.

V nadaljevanju si podrobneje oglejmo najbolj pomembne zaveze v sindiciranih posojilnih pogodbah.

5.2.1 Finančna zadolženost (ang. Financial Indebtedness)

Vsaka posojilna pogodba se začne z obrazložitvami posameznih pojmov, ki se pojavljajo v posojilni pogodbi. S tem se zadosti načelom pogodbene ekonomije.

Da bi razumeli posamezne klavzule v posojilni pogodbi, v katerih se pojavljajo posamezni pojmi, se je potrebno vseskozi vračati na začetek pogodbe, kjer so napisane definicije teh pojmov. Zato je priporočljivo, da se uvodni del posojilne pogodbe še posebno skrbno prebere.

Med vsemi pojmi, ki se pojavljajo v pojasnjevalnem delu posojilne pogodbe, je potrebno posebno pozornost nameniti pojmu finančne zadolženosti. Definicija finančne zadolženosti našteva določene vrste finančnih obveznosti ali instrumentov. Med drugim gre za obveznosti posojilojemalca, ki izhajajo iz (Buchheit, 1995, str. 22):

- izposojenega denarja;
- odloženega plačila blaga in storitev;
- pogojne prodaje ali transferja z regresno pravico;
- obveznic, zadolžnic, menic in podobnih instrumentov;

- obrestnih mer in valutnih zamenjav;
- poplačila po akreditivu itd.

V večini posojilnih pogodb se pojem finančne zadolženosti uporablja v vsaj treh pogodbenih klavzulah in sicer:

- v »negative pledge clause« - prepoved obremenitve dolžnikovega premoženja; v tej klavzuli posojilodajalec prepove posojilojemalcu določene oblike zadolževanja z zavarovanjem. Na ta način skuša posojilodajalec zaščititi svojo terjatev. Če je tekst te klavzule preozko definiran, se lahko posojilojemalec zadolži na način, ki ga definicija ne zajema;
- v »financial covenants« - finančne zaveze; v nekaterih posojilih je ta klavzula definirana tako, da določi do katere višine lahko znaša skupno zadolževanje posojilojemalca, četudi se posojilojemalec zadolži brez zavarovanja. Tudi v klavzuli »pari passu« - enakopravnost upnikov je določeno, da mora posojilojemalec vse upnike obravnavati enakopravno in ne sme nobenemu dati dodatno zavarovanje;
- v »cross-default clause« - navzkrižna kršitev; do navzkrižne kršitve pride samo v tem primeru, če je posojilojemalčeva kršitev neke obveznosti zajeta v pojmu finančne zadolženosti v posojilni pogodbi.

5.2.2 Zamudne obresti (ang. Default Interest Clause)

V primeru, da posojilojemalec ne bi pravočasno plačal svojih obveznosti, ki jih je dolžan v skladu s posojilno pogodbo, je posojilodajalec upravičen do določenega nadomestila. Posojilojemalcu se zaračunajo t.i. zamudne obresti, ki jih je dolžan plačati od dneva, ko bi dejansko moral poravnati svoje obveznosti do dneva dejanskega plačila svojih obveznosti. Zamudna obrestna mera se običajno zaračunava na zapadlo in neplačano glavnico in na neplačane obresti. Višina zamudne obrestne mere je določena v posojilni pogodbi. Ravno tako so v posojilni pogodbi določena obdobja, na koncu katerih posojilodajalec obračunava zamudne obresti. Po drugi strani pa je klavzula mišljena kot neke vrste motivacija za posojilojemalca, da pravočasno poravnava svoje obveznosti.

Če pogledamo z vidika posojilodajalca, bo moral v primeru nevrčila glavnice in obresti s strani posojilojemalca, najeti depozit v višini, ki bi jo moral dobiti od posojilojemalca. Za najeti depozit bo moral plačati določene obresti in edino pravično je, da mu te obresti povrne posojilojemalec, saj ni pravočasno izpolnil svojih obveznosti po posojilni pogodbi in je s tem povzročil izpad sredstev pri posojilodajalcu.

Posojiljemalec je pri pogajanju o zamudnih obrestih v dokaj čudnem položaju. Dejstvo je, da je neplačevanje glavnice in obresti očitno kršenje pogodbe. Zato je vsakršno nasprotovanje tej klavzuli nesmotrno dejanje in vnaprej obsojeno na neuspeh. Lahko pa zahteva, da je višina zamudnih obresti razumno visoka. Če je prevelika, se lahko zamudna obrestna mera obravnava kot pogodbena kazen, ki pa je v nekaterih državah zakonsko prepovedana. Posojiljemalec lahko nasprotuje visoki zamudni obrestni meri tudi v primeru, ko posojilodajalec ne more upravičiti razumnih stroškov in dodatnih tveganj, ki jih je imel s tem, ko mu posojiljemalec ni vrnil glavnice in obresti. Posojiljemalec lahko tudi zaprosi, da se mu zamudne obresti začnejo zaračunavati šele po določenem obdobju po zapadlosti glavnice in obresti, saj lahko vedno pride do nepredvidenih dogodkov, ki jih posojiljemalec ne more predvideti in pripeljejo do zamud pri poravnavanju svojih obveznosti (naravne katastrofe, vojne ...)

Slovenski obligacijski zakonik v 381. členu ne dopušča plačevanje zamudnih obresti na morebitne neplačane pogodbene obresti. V primeru, da bi sodni postopek potekal v Sloveniji oz. bi se tu vršila izvršba, se lahko zgodi, da bi slovensko sodišče štelo tako določilo za neveljavno.

5.2.3 Nezakonitost (ang. Illegality Clause)

Namen te klavzule je, da če postane podaljšanje udeležbe za katerega koli posojilodajalca v sindiciranem posojilu iz kakršnega koli razloga nezakonito, potem temu posojilodajalcu ni več potrebno zagotavljati sredstev posojiljemalcu. Če je posojiljemalec ta sredstva že črpal, potem jih je dolžan posojilodajalcu v celoti takoj vrniti.

Klavzula nezakonitosti se lahko uporabi takrat, ko neka država (npr. ZDA) objavi sankcije proti točno določeni državi (npr. Iranu). Klavzula nezakonitosti je precej ohlapna, namen tega pa je, da zajame čim več možnih dogodkov, zaradi katerih lahko matična država (v tem primeru ZDA) zahteva, da ustavi kreditiranje določenih subjektov (v tem primeru podjetij iz Irana).

5.2.4 Povračilo izgube za prekinjeno financiranje (ang. Broken Funding Indemnity Clause)

Ta klavzula ima samo en namen. V primeru da posojiljemalec odplača glavnico posojila prej ali kasneje, kot je plačilo obresti po tem posojilu, ali da posojiljemalec ne črpa sredstev takrat, kot je dejal, da jih bo, potem bo posojilodajalec upravičen do povračila povzročene škode, ki bi jo imel s tem, ko bi moral depozite, ki so bili namenjeni financiranju posojila, prekiniti ali preusmeriti v druge naložbe. Vedeti moramo, da banke sredstva, ki jih plasirajo v sindicirana posojila, pridobijo s

kratkoročnimi depoziti na medbančnem trgu. Znesek najetega depozita se natanko ujema z zneskom, ki ga je banka namenila za financiranje posojilojemalca v sindiciranem posojilu. Ravno tako velja za zapadlost depozita, saj se ta natanko ujema z zapadlostjo posameznega obrestnega obdobja v sindiciranem posojilu. Naj se zgodi karkoli, banka, ki je najela depozit, ga bo morala vrniti na dan zapadlosti, skupaj z obrestmi. Za naslednje obrestno obdobje v sindiciranem posojilu banka posojilodajalka ponovno najame kratkoročni depozit za obdobje, ki se natanko ujema z naslednjim obrestnim obdobjem v sindiciranem posojilu. In tako vse do dokončnega poplačila sindiciranega posojila.

Težava nastane takrat, ko posojilojemalec po sindiciranem posojilu, vrne del glavnice pred ali po koncu obrestnega obdobja. Banka posojilodajalka bo morala kljub temu depozit, ki ga je namenila za financiranje v sindiciranem posojilu, skupaj z obrestmi, vrniti na koncu obrestnega obdobja. Posojilojemalec mora škodo, ki jo banka posojilodajalka pri tem utrpi, povrniti v celoti.

5.2.5 Zvišanje plačil zaradi davkov (ang. Tax Gross-up Clause)

Namen te klavzule je v tem, da prevali posledice uvedbe odbitnega davka (ang. withholding tax) na posojilojemalca. Odbitni davek je ponavadi pravna obveznost prejemnika obresti in ne plačnika. Torej naj bi ta davek plačal posojilodajalec in ne posojilojemalec. Vendar klavzula o zvišanju plačil zaradi davkov predvideva, da če se kdaj uveljavi odbitni davek pri plačilih po sindiciranem posojilu, potem mora ta davek plačati posojilojemalec v imenu posojilodajalca. Posojilojemalec pa mora plačati posojilodajalcu dodaten znesek (ang. gross-up payment), s katerim zagotovi, da bo dobil natančno tak znesek obresti in glavnice, kot bi jo moral dobiti, če odbitnega davka ne bi bilo.

Poglejmo si to na primeru. Predpostavimo, da mora posojilojemalec na koncu obrestnega obdobja plačati obresti v višini EUR 100.000,00. Posojilojemalčeva država zahteva plačilo odbitnega davka na obresti v višini 30%. Na osnovi klavzule o zvišanju plačil zaradi davkov bo moral posojilojemalec v imenu posojilodajalca plačati EUR 30.000,00 davka na obresti svojemu davčnemu organu. Obenem pa bo moral posojilodajalcu plačati celotne obresti v višini EUR 100.000,00. Torej znaša vsota davka na obresti in samih obresti EUR 130.000,00. To pa celotno posojilo precej podraži.

V Sloveniji so morale slovenske banke in druge pravne osebe, v skladu z Zakonom o davku od dohodka pravnih oseb, ravno tako plačevati davek od obresti, ki so jih plačevale za najeta posojila. Vendar se je ta zakonska obveznost za slovenske banke obdržala malo več kot eno leto, saj je bilo naknadno sprejeto dopolnilo k temu zakonu, ki pravi, da so slovenske banke izvzete iz plačila davka od obresti za najeta

posojila. Ostale pravne osebe pa morajo še naprej plačevati davek od obresti za najeta posojila.

5.2.6 Delitev plačil med posojilodajalci (ang. Sharing among the Lenders)

Namen te klavzule je, da zagotovi, da posojilodajalci, člani sindikata, prejmejo plačilo, ki je sorazmerno s plačilom, ki so ga prejele ostale članice sindikata. Torej, če je en član sindikata dobil sorazmerno večje plačilo kot ostali člani sindikata, potem se višek tega plačila razdeli med ostale člane sindikata.

In zakaj bi posojilojemalec nekaterim bankam plačal več, nekaterim pa ne? Konzorcij bank v sindiciranem posojilu je sestavljen iz bank, s katerimi ima posojilojemalec zelo tesen poslovni odnos in iz bank, s katerimi posojilojemalec nima nobenega odnosa. So samo investitorji v tem poslu. Rekli smo, da se morajo investitorji v sindiciranem posojilu obravnavati enako, torej morajo dobiti plačilo v sorazmerju s svojim vložkom. Lahko bi se zgodilo, da bi posojilojemalec zamikalo, da bi v primeru težav, plačeval svoje obveznosti samo bankam, s katerimi ima vzpostavljen tesen poslovni odnos. Možno bi tudi bilo, da imajo te banke pri sebi depozite posojilojemalec in da bi zapadle in neplačane obveznosti posojilojemalec poplačajo s temi depoziti. Vse to pa ostalim bankam ne bi bilo všeč, zato se s to klavzulo banke, ki imajo poseben odnos s posojilojemalcem obvežejo, da ta odnos ne bodo izkoriščale zato, da bi posojilojemalec najprej plačal obveznosti njim, šele nato pa vsem ostalim.

Pri tej klavzuli se moramo zavedati, da je ta klavzula zaveza med posojilodajalci in ne med posojilojemalcem in posojilodajalci. Velika večina sindiciranih posojil uporablja angleško pravo. Zato si oglejmo, kako se izvaja ta klavzula v angleškem pravu. Posojilodajalec, ki je dobil plačilo od posojilojemalec v večjem znesku kot drugi, mora presežek dobljenega zneska nakazati banki agentu, ki nato ta sredstva razdeli med vse posojilodajalce na tak način, kot da bi jih dobila od posojilojemalec.

5.2.7 Enakopravnost upnikov (ang. Pari Passu Clause)

Klavzula je namenjena izenačevanju položaja posojilodajalcev iz sindicirane posojilne pogodbe z vsemi drugimi nezavarovanimi in nepodrejenimi upniki banke. To pomeni, da bi v primeru, če bi v prihodnje nekemu upniku naklonili večje ugodnosti (npr. da bi njegovo terjatev zavarovali), bi morali enako ugodnost nakloniti tudi vsem posojilodajalcem iz sindicirane posojilne pogodbe.

Poglejmo, na kakšen način lahko posamezen upnik pridobi prednost pred drugim:

- tak status mu lahko podeli posojilojemalec, s čimer podredi vse ostale upnike;

- nekateri upniki imajo prednost določeno z zakonom. Sem lahko prištevamo davčno upravo, terjatve delavcev za neizplačane plače, domače depozite... V nekaterih državah imajo celo poseben zakon, s katerim imajo domači upniki prednost pred tujimi;
- v primeru stečaja oz. bankrota imajo posojilodajalci, ki imajo terjatve zavarovane, prednost pred posojilodajalci, ki terjatev nimajo zavarovanih;
- posojilojemalec ima vedno moč, da podeli določenemu posojilodajalcu prednost pred drugim na ta način, da mu plača dolg.

Ta klavzula zagotavlja posojilodajalcu, da v primeru stečaja posojilojemalca, njegova terjatev ne bo podrejena v primerjavi z ostalimi terjatvami, ki jih imajo upniki do posojilojemalca. Ne zagotavlja pa, da bo solventen posojilojemalec plačal svoje terjatve do upnikov sorazmerno.

5.2.8 Prepoved obremenitve dolžnikovega premoženja (ang. Negative Pledge Clause)

Glavni namen te klavzule je, da v primeru finančnih težav posojilojemalca zagotavlja, da posojilojemalčeva sredstva ostanejo neobremenjena in na voljo za zadovoljitev zahtevkov posojilodajalcev z nezavarovanimi terjatvami. Ta klavzula se lahko dopolnjuje z drugimi klavzulami v pogodbi, ki omejujejo možnost dodatnega zadolževanja posojilojemalca nad določeno zgornjo mejo (z omejitvijo skupnega zneska zahtevkov zoper dolžnikovo neobremenjeno premoženje) ali pa omejuje zadolževanje na način, da nakloni prednost enemu upniku pred ostalimi upniki (enakopravnost upnikov).

Osnovno načelo te klavzule je torej v tem, da kadar posojilojemalec zavaruje svojo terjatev z zastavo svojega premoženja v korist enega upnika, s tem škodi položaju ostalih posojilojemalčevih upnikov, ki imajo nezavarovane terjatve. Klavzula, ki prepoveduje obremenitev dolžnikovega premoženja naj bi onemogočala ali regulirala takšno nezaželeno ravnanje posojilojemalca.

Ta klavzula se pojavlja v različnih oblikah. Najstrožja verzija te klavzule vsebuje popolno prepoved dolžnikovega prihodnjega zadolževanja zavarovanega z njegovim premoženjem. V primeru, da dolžnik oceni, da bi se rad zadolžil na ta način, potem mora predhodno pridobiti potrebno soglasje posojilodajalca. Bolj pogosta oblika te klavzule pa dovoljuje dolžniku prihodnje zadolževanje, zavarovano z njegovim premoženjem tako dolgo, dokler je to zadolževanje v okviru določenih izjem, ki so formulirane v posojilni pogodbi oz. takrat, ko je obstoječi posojilodajalec zavarovan na enak način, kot je zavarovan nov upnik. Nekateri posojilojemalci zahtevajo, da so v primeru prihodnjih zadolžitvev upnika z zavarovanjem, deležni enakih ugodnosti, kot jih dobijo novi posojilodajalci.

5.2.9 Prepoved sklicevanja na imuniteto (ang. No Immunity Clause)

S to klavzulo se posojilojemalec obveže, da se v primeru tožbe ali izvršbe ne bo skliceval na kakršnokoli imuniteto nad svojimi prihodki ali premoženjem. V zvezi s to klavzulo moramo opozoriti na to, da slovenski Zakon o izvršbi in zavarovanju v 80. členu določa, da izvršbe proti pravni osebi, ki opravlja gospodarsko dejavnost ni mogoče dovoliti na stroje, orodje in druge delovne priprave, kolikor so ji te stvari nujno potrebne za opravljanje dejavnosti, ter na surovine, polizdelke, namenjene za predelavo in pogonsko gorivo, kolikor ne presegajo količine, potrebne za enotedensko povprečno proizvodnjo. Navedeni predmeti pa niso izvzeti iz izvršbe, če se vodi izvršba zaradi poplačila terjatve iz naslova posojila, s katerim je bil predmet kupljen oziroma posojila, danega za razvoj dejavnosti, za katero je bil predmet kupljen, ter v primeru, kadar se vodi izvršba zaradi poplačila terjatve, ki je bila zavarovana s pogodbeno zastavno pravico na tem predmetu.

5.2.10 Obveznost posredovanja informacij (ang. Information Undertakings Clause)

S to klavzulo se posojilojemalec zaveže, da bo banki agentu dostavil vse dokumente, ki jih mora dostaviti v skladu s posojilno pogodbo. Eden izmed najpomembnejših dokumentov, ki jih mora posojilojemalec dostaviti, so finančni izkazi posojilojemalca. 180 dni po zaključku poslovnega leta, mora dostaviti revidirane konsolidirane letne finančne izkaze. Polletne finančne izkaze pa mora dostaviti v 90 dneh po zaključku polletnega obdobja. Polletni finančni izkazi morajo ravno tako biti konsolidirani, ni pa potrebno, da so revidirani. Če posojilodajalci tako zahtevajo, potem mora posojilojemalec pripraviti tudi nekonsolidirane letne in polletne finančne izkaze. Posojilojemalec mora skupaj s finančnimi izkazi poslati tudi potrdilo, podpisano s strani ustreznega direktorja posojilojemalca³³, da poslani finančni izkazi predstavljajo dejansko finančno stanje posojilojemalca na dan nastanka teh finančnih izkazov. Finančni izkazi morajo biti izdelani v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP).

Posojilojemalec mora banki agentu poslati tudi vse dokumente, ki jih je poslal svojim delničarjem ali drugim posojilodajalcem in vsebujejo informacije, ki so bistvene za sindicirano posojilo. Posojilojemalec mora banko agenta obvestiti tudi o vseh morebitnih tožbah ali kakšnih drugih dogodkih, ki bi imeli za posledico bistveno poslabšanje v poslovanju posojilojemalca. Poleg tega pa mora na zahtevo kateregakoli posojilodajalca dostaviti tiste dokumente ali informacije, ki jih ta posojilodajalec zahteva. Takoj, ko pride do kršitev pogodbe, mora posojilojemalec banko agenta o tem nemudoma obvestiti.

³³ ponavadi tako potrdilo oz. certifikat podpišejo člani uprave posojilojemalca

Posojiljemalec mora poslati toliko kopij dokumentov kot je posojilodajalcev. Lahko pa se v pogodbi dogovori, da so relevantni dokumenti in informacije lahko objavljene na spletni strani posojiljemalca. Posojiljemalec mora banko agenta obvestiti o točnem naslovu spletne strani, na kateri bodo objavljeni ti dokumenti in informacije. V primeru, da se kateri od posojilodajalcev ne strinja, da bi pridobil informacije preko spletne strani, mora posojiljemalec banki agentu dostaviti te dokumente in informacije v papirni obliki. V vsakem primeru pa je dolžnost posojiljemalca, da dostavi banki agentu vsaj en papirni izvod vseh dokumentov in informacij. Zaradi vse strožje zakonodaje o preprečevanju pranja denarja, mora posojiljemalec na zahtevo agenta izpolniti tudi vprašalnik Poznaj svojega komitenta (ang. Know your customer Checks).

5.2.11 Kršitve pogodbe (ang. Events of Default)

Ta klavzula vsebuje seznam kršitev, zaradi katerih lahko posojiljemalec zahteva predčasno vračilo posojila oz. ustavi črpanje že odobrenih zneskov. V pogodbi je na prvem mestu opisana kršitev neplačila, tako glavnice kot obresti. Če posojiljemalec ne plača glavnice in obresti takrat, kot je bilo to dogovorjeno v pogodbi, potem to plačilo predstavlja kršitev pogodbe. Ponavadi se v pogodbi določi, da do kršitve pogodbe ne pride, če je bil vzrok za neplačilo administrativna ali tehnična napaka ali če je bilo plačilo izvedeno v petih delovnih dneh po prvotni zapadlosti plačila.

V pogodbi je poleg zgoraj omenjene kršitve omenjena še cela vrsta drugih kršitev, kot npr. dajanje lažnih in zavajajočih finančnih in drugih podatkov, izguba statusa, izguba bančne licence, nesolventnost, ...

Kot vidimo, obstaja cela vrsta dogodkov, ki povzročijo, da posojilodajalci lahko zahtevajo predčasno vračilo posojila. Posojiljemalec se tej klavzuli v pogodbi ne more izogniti, lahko pa v pogajanjih s posojiljemalci doseže, da ima v primeru morebitnih kršitev na voljo dovolj manevrskega prostora, da se izogne predčasnemu vračilu posojila.

5.2.12 Navzkrižna kršitev (ang. Cross-Default Clause)

Ta klavzula je sestavni del večine mednarodnih finančnih instrumentov, kot npr. v posojilnih pogodbah, obveznicah, lizing pogodbah, pogodbah o zamenjavi (swaps) itd. Če pride do kršitve posojiljemalca po posojilni pogodbi (recimo ji posojilna pogodba B) in če je rezultat te kršitve ta, da posojilodajalec po posojilni pogodbi B postane upravičen do predčasnega vračila posojenih sredstev, potem avtomatsko pride do kršitve tudi v posojilni pogodbi (recimo ji posojilna pogodba A), ki vsebuje klavzulo o navzkrižni kršitvi. Po drugi strani pa je potrebno razlikovati t.i. »Cross-Acceleration« klavzulo. Pri tej klavzuli pride do kršitve posojilne pogodbe B samo v

primeru, da upnik po posojilni pogodbi A dejansko zahteva predčasno vračilo sredstev. Vidimo torej, da je razlika med biti upravičen do predčasnega vračila posojenih sredstev in med dejanskim zahtevkom po predčasnem vračilu posojenih sredstev zelo pomembna.

Namen te klavzule je, da zagotovi upniku, da bo lahko zavaroval ali uveljavil svoje pravice do posojilojemalca tudi v primeru, ko nek drug upnik po drugi posojilni pogodbi postane upravičen do zavarovanja ali uveljavitve svojih pravic do posojilojemalca. Ko posojilojemalec zaide v finančne težave, se lahko zgodi, da najprej skuša poplačati tiste upnike, ki predstavljajo največjo grožnjo za posojilojemalca, po drugi strani pa skuša zavlačevati s plačilom pri upnikih, katerih terjatve še niso zapadle. V tem primeru se lahko zgodi, da ko terjatve manj težavnih upnikov zapadejo v plačilo, ni več na voljo dovolj sredstev za poplačilo teh terjatev, saj so težavni upniki od posojilojemalca izvlekli že vsa vredna sredstva (denar, poroštvo, garancijo, lahko pa tudi obljubo za predčasno plačilo terjatev).

V nekaterih zakonodajah pa velja, da je upnik, ki ob začetku tožbe prvi zahteva zaplembo sredstev od posojilojemalca, upravičen do celotne zaplembe teh sredstev, če zmaga v tej tožbi, ne glede na to, da so tudi drugi upniki poskušali zaseči ta ista sredstva od posojilojemalca. Na kratko bi lahko rekli, da kdor prej pride, prej melje.

Klavzula o navzkrižni kršitvi je torej zasnovana tako, da zagotavlja, da bo koristnik te klavzule imel možnost uveljavljati svoje pravice do sredstev posojilojemalca istočasno kot drugi upniki posojilojemalca.

5.2.13 Bistveno poslabšanje poslovanja dolžnika (ang. Material Adverse Change Clause)

Ta klavzula se pojavlja v posojilni pogodbi v delu, kjer so opisane kršitve pogodbe. Kot sem že prej omenil, opis kršitev pogodbe natančno definira okoliščine, v katerih lahko posojilodajalec zahteva predčasno vračilo posojila, zaradi posojilojemalčevih kršitev pogodbenih določil. Večino teh kršitev pogodbenih določil se lahko objektivno preveri, npr. posojilojemalec ne plača del glavnice in obresti na koncu obrestnega obdobja, ne izpolnjuje oz. prelomi nefinančno zavezo, razglasi stečaj ali kršitev pogodbenih določil po drugih obveznostih ali pa preneha plačevati svoj dolg v celoti.

Ta klavzula omogoča posojilodajalcu, da razglasi kršitev pogodbe takrat, kadar oceni, da je prišlo do bistvenega poslabšanja v poslovanju dolžnika. V sindikatu kršitev pogodbe po tej klavzuli razglasi samo večina upnikov. Posojilojemalec je v posojilni pogodbi zagotovil, da ni prišlo do bistvenega poslabšanja v posojilojemalčevih finančnih rezultatih od dneva izdaje teh rezultatov, do dneva, ko je bila posojilna pogodba podpisana. V skladu s to zavezo se mora posojilojemalec odločiti, ali je

dejansko prišlo do te spremembe ali ne. Če posojilodajalec ugotovi, da je dejansko prišlo do bistvenega poslabšanja finančnih rezultatov posojilojemalca v času od izdaje zadnjih finančnih rezultatov do podpisa pogodbe, potem lahko razglasi da je prišlo do kršitev pogodbenih določil.

Ni pa nujno, da do bistvenega poslabšanja v poslovanju dolžnika pride zaradi poslabšanja finančnih rezultatov. Upniki lahko razglasijo, da je prišlo do kršitve pogodbe tudi v primeru, ko bi prišlo do dogodka, ali do serije dogodkov, ki bi imeli za posledico, po upravičenem mnenju večine upnikov, bistveno poslabšanje v poslovanju dolžnika.

5.2.14 Povrnitev stroškov (ang. Expense Reimbursement Clause)

S to klavzulo se posojilojemalec obveže, da bo poravnal vse stroške, ki jih je imel posojilodajalec s pogajanjem in pripravo posojilne pogodbe, s spremembami in dopolnili posojilne pogodbe in z uveljavljanjem svojih zahtevkov v zvezi s posojilno pogodbo.

T.i. »Up-front« stroški, ki jih ima posojilodajalec pri organiziranju posojila za posojilojemalca so sestavljeni iz naslednjih stroškov (Buchheit, 1995, str. 106):

- potovalni stroški;
- stroški povezani s tiskanjem in fotokopiranjem;
- stroški telekomunikacij (telefon, faks);
- oglaševalski stroški;
- davek na dodano vrednost in drugi morebitni davki in
- pravni stroški.

Če posojilna pogodba ne vsebuje določila, kdo plača te stroške, potem se domneva, da mora vsak udeleženec v pogodbi plačati svoje stroške. Vendar se zgodi zelo redko, da pogodba ne bi vsebovala klavzule o povrnitvi stroškov s strani posojilojemalca. Posojilodajalci so namreč mnenja, da se posojilo organizira za posojilojemalca, zato mora tudi stroške, ki pri tem nastanejo pri posojilodajalcih, plačati posojilojemalec. Ravno tako mora posojilojemalec plačati vse stroške, ki so povezani z dopolnili in spremembami posojilne pogodbe, ter stroške, ki nastanejo pri uveljavljanju zahtevkov posojilodajalcev.

Stroški uveljavljanja zahtevkov (ang. enforcement expenses) so sestavljeni iz sodnih stroškov, stroškov telekomunikacij, potovalnih stroškov in pravnih stroškov.

O višini t.i. »Up-front« stroškov oz. »Out of pocket« stroškov se posojilodajalec in posojilojemalec dogovorita že pred podelitvijo mandata. Ponavadi posojilodajalec višino teh stroškov pošlje že v svoji ponudbi za organiziranje sindiciranega posojila.

Zato so ti stroški tudi eden izmed kriterijev, ki jih ima posojilojemalec za vrednotenje najboljše ponudbe.

Ponavadi se posojilodajalec in posojilojemalec dogovorita o zgornji meji teh stroškov (ang. cap), plačajo pa se tudi v primeru, ko ne pride do podpisa posojilne pogodbe. V zgornjo mejo teh stroškov pa niso zajeti stroški povezani z dopolnili in spremembami posojilne pogodbe in stroški uveljavljanja zahtevkov posojilodajalcev. Ravno tako pa v te stroške niso vključeni stroški organiziranja podpisne slovesnosti, ki jih mora posojilojemalec plačati posebej.

5.2.15 Zavarovanje pred vračilom posojila v drugi valuti (ang. Currency Indemnity Clause)

Lahko se zgodi, da v primeru tožbe sodišče odloči, da posojilojemalec lahko vrne posojilo tudi v drugi valuti, kot je sama valuta posojila. Npr. če je posojilojemalec vzel posojilo v evrih, lahko po odločbi sodišča vrne posojilo tudi v ameriških dolarjih ali katerikoli drugi valuti.

Ko posojilodajalci dobijo plačilo v drugi valuti, to plačilo konvertirajo v originalno valuto posojila. Če je menjalno razmerje neugodno, potem dobijo manj, kot bi morali dobiti. Npr. posojilojemalec je dolžan posojilodajalcem vrniti EUR 10.000.000,00. Posojilojemalec je obveznost plačal v ameriških dolarjih, te dolarje pa so posojilodajalci zamenjali v evre. Ker je bil tečaj neugoden, so po zamenjavi dolarjev v evre dobili 9.980.500,00 EUR, kar pa je precej manj od zneska, ki bi ga morali dobiti, če bi bile obveznosti poravnane v originalni valuti posojila (EUR 10.000.000,00).

Klavzula o zavarovanju pred plačilom v drugi valuti omogoča posojilodajalcem, da razliko, ki bi nastala pri zamenjavi sredstev v originalno valuto posojila, terjajo od posojilojemalca.

5.2.16 Prenos pravic (ang. Assignment Clause)

Ta klavzula omogoča, da se pravice posojilodajalcev, ki izhajajo iz posojilne pogodbe, prenesejo na tretje osebe (bolj podrobno je prenos pravic opisan v 6. poglavju)

5.2.17 Izbira veljavnega prava (ang. The Governing Law Clause)

V klavzuli izbira veljavnega prava v posojilni pogodbi se posojilodajalec in posojilojemalec dogovorita, kateri pravni red bo veljal za posojilno pogodbo. Veljavno pravo večine transakcij na evrotrgih je angleško pravo. Ta klavzula je najkrajša klavzula, ki je napisana v posojilni pogodbi.

5.2.18 Pristojnost sodne oblasti (ang. The Submission to Jurisdiction Clause)

V tej klavzuli se posojilodajalec in posojilojemalec dogovorita, katera sodišča so pristojna za reševanje sporov v zvezi s posojilno pogodbo. Kadar je veljavno pravo angleško pravo, so pristojna sodišča za reševanje sporov angleška sodišča.

Za vročanje sodnih spisov in listin mora posojilojemalec v državi veljavnega prava pooblastiti procesnega agenta in o tej izbiri obvestiti posojilodajalca. Tako določitev procesnega agenta pozna samo angleško pravo. V primeru, da je sprožen sodni spor proti posojilojemalcu, mora procesni agent posojilojemalca o tem obvestiti. Po veljavnem slovenskem pravu je opustitev obvestitve posojilojemalca (v tem primeru slovenske banke) lahko razlog za zavrnitev priznanja tuje sodne odločbe, ne glede na drugačen dogovor v posojilni pogodbi.

Izbiri veljavnega prava in pristojnost sodne oblasti ureja Uredba Sveta (ES) št. 44/2001 o pristojnosti in priznavanju ter izvrševanju sodnih odločb v civilnih in gospodarskih zadevah, ki določa, da se tuja sodna odločba prizna brez kakršnegakoli postopka, ob pogojih, ki izhajajo iz uredbe, tuje sodne odločbe pa ni dovoljeno preverjati glede vsebine. Tuja odločba pa postane izvršljiva, ko jo ob pogojih uredbe na zahtevo stranke sodišče razglasi za izvršljivo. Poleg uredbe priznanje tuje sodne odločbe v Sloveniji ureja tudi Zakon o mednarodnem zasebnem pravu in postopku (ZMZPP; Ur. l. RS št. 56/99). Po tem zakonu je tuja sodna odločba izenačena z odločbo sodišča Republike Slovenije in ima enak pravni učinek v Republiki Sloveniji le, če jo prizna sodišče Republike Slovenije. Sodišče zavrne priznanje tuje sodne odločbe, če v zvezi z ugovorom osebe, zoper katero je bila izdana, ugotovi, da ta ni mogla sodelovati v postopku zaradi nepravilnosti v postopku (npr.: zlasti če oseba, zoper katero je bila izdana tuja sodna odločba, ni mogla sodelovati v postopku, če ji vabilo, tožba ali sklep, na podlagi katerega se je začel postopek, niso bili osebno vročeni oziroma osebna vročitev ni bila niti poskušena). Tuja sodna odločba se ne prizna, če je sodišče ali drug organ Republike Slovenije v isti zadevi izdal pravnomočno odločbo ali če je bila v Republiki Sloveniji priznana kakšna druga tuja sodna odločba, ki je bila izdana v isti zadevi. Tuja sodna odločba se ne prizna:

- če je za zadevo, za katero gre, izključno pristojno sodišče ali drug organ Republike Slovenije;
- če bi bil učinek njenega priznanja v nasprotju z javnim redom Republike Slovenije;
- če ni vzajemnosti.

5.2.19 Dodatki k pogodbi (ang. Schedules to the Loan Agreement)

Na koncu sindicirane posojilne pogodbe so navedeni dodatki k tej pogodbi. Eden izmed teh dodatkov je tudi seznam vseh posojilodajalcev in višina njihove zaveze.

Eden izmed najpomembnejših dodatkov v posojilni pogodbi je seznam vseh potrebnih dokumentov, ki jih mora posojilojemalec dostaviti banki agentu pred prvim črpanjem (ang. Conditions Precedent Documents).

Ostali dodatki v posojilni pogodbi so:

- zahtevke za črpanje (ang. Utilisation Request);
- izbira obrestnega obdobja (ang. Selection Notice);
- obrazec prenosnega certifikata (ang. Form of Transfer Certificate).

Čisto na koncu posojilne pogodbe je seznam bank in imena podpisnikov, ki bodo podpisala posojilno pogodbo v imenu udeleženih bank.

6 SEKUNDARNI TRG SINDICIRANIH POSOJIL

Banke, ki sodelujejo v sindiciranem posojilu kot investitorke, ponavadi svojo naložbo obdržijo do zapadlosti posojila. Zgodi pa se da katera banka želi svoj delež v sindiciranem posojilu prodati ali prenesti na tretjo osebo. To lahko stori na sekundarnem trgu sindiciranih posojil, saj se na njem odvija prenos ali prodaja posojila po zaključku aktivnosti na primarnem trgu.

Sekundarni trg sindiciranih posojil v Evropi je v zadnjem desetletju vseskozi naraščal, saj so banke iskale načine, kako bi bolj učinkovito upravljale svoje posojilne portfelje (ang. loan portfolio), ustvarjale nove prihodke in s tem izboljšale svojo ekonomsko učinkovitost. Pri tem jim je bila v pomoč ustanovitev posebne organizacije imenovane Loan Market Associations (LMA), ustanovljene v decembru 1996. Ta organizacija je razvila standardno dokumentacijo za sekundarni trg sindiciranih posojil ter standardizirala postopke delovanja in s tem promovirala ta trg.

Pred ustanovitvijo LMA je sekundarni trg sindiciranih posojil v Evropi obvladovalo majhno število finančnih institucij iz ZDA, predvsem komercialnih bank ter specializiranih hiš, ki so se ukvarjale s slabimi dolgovi. Danes se število transakcij in udeležencev na tem trgu povečuje iz leta v leto. Glavni kupci dolga na sekundarnem trgu posojil so postale predvsem banke, čeprav je v zadnjem času opazen porast institucionalnih kupcev.

Začetek rasti sekundarnega trga sindiciranih posojil je možno zaslediti v 80-ih letih prejšnjega stoletja. Takrat je v nekaterih državah prišlo do velike krize pri odplačevanju sindiciranega dolga, zato je velik del trga začel trgovati na diskontirani osnovi, predvsem z dolgovi, ki so bili prestrukturirani in z ostalimi slabimi krediti, ki bi jih morale države, ki so bile v krizi, odplačati. Tako se je sčasoma razvil trg, kjer se je trgovalo s slabimi posojili podjetij.

V 90-ih letih prejšnjega stoletja se je cena posojil na primarnem trgu zelo znižala. Vzrok temu je bila velika konkurenca med bankami in dobro delujoč primarni trg sindiciranih posojil. Vse to je pripomoglo k temu, da so banke, s pomočjo sekundarnega trga, še bolj aktivno upravljale svoje posojilne portfelje in še bolj razvijale medsebojne poslovne odnose.

Kombinacija kupcev in prodajalcev je v končni fazi pripomogla k razcvetu sekundarnega trga sindiciranih posojil, to pa je vodilo k vzpostavi aktivnega in urejenega trga, ter k večji uporabi novih tehnik, kot npr. listinjenja (ang. securitization) in izvedenih finančnih instrumentov.

Sekundarni trg sindiciranih posojil lahko razdelimo na:

- par in near par, ki vključuje tudi t.i. leveraged ali high yield debt, kjer se trguje s posojili v višini njihove nominalne vrednosti ter
- t.i. distressed debt (slaba posojila).

Udeležence na tem trgu pa lahko razdelimo na:

- **ustvarjalce trga (ang. maket makers):** tipični ustvarjalci sekundarnega trga sindiciranih posojil so velike komercialne in investicijske banke, ki ustvarjajo likvidnost in zavzemajo odprte pozicije. Institucije, ki so zelo aktivne na primarnem trgu imajo prednost pred drugimi tudi pri trgovanju na sekundarnem trgu, saj imajo med drugim tudi ustrezen dostop do posojilne dokumentacije, ter določene izkušnje pri njenem razumevanju;
- **aktivne trgovce:** povečini so to investicijske in komercialne banke, specializirane finančne institucije, ki trgujejo s slabim dolgom, ter t.i. »vulture« skladi, to so institucionalni investitorji, ki se povečini osredotočajo na trgovanje s slabim dolgom;
- **občasne prodajalce in investitorje:** sem lahko prištevamo nefinančne organizacije in ostale institucionalne investitorje, kot npr. zavarovalnice.

6.1 RAZLOGI ZA PRODAJO ALI NAKUP NA SEKUNDARNEM TRGU

Obstaja vrsto razlogov, zakaj banke in ostale finančne institucije prodajajo svojo udeležbo v sindiciranem posojilu tretjim osebam, ali pa kupijo udeležbo od posojilodajalca.

6.1.1 Razlogi prodajalcev

Razlogi bank ali drugih finančnih institucij, da odstopijo ali prodajo svoje terjatve na sekundarnem trgu, so (Rhodes, 2000, str. 408):

- **regulatorne omejitve:** banke so morale začeti upoštevati stroga merila glede kapitalske ustreznosti, ki so jih predpisali deželni regulatorji bank ter Baselski odbor za bančni nadzor z implementacijo kapitalskega akorda v letu 1988. Z upoštevanjem teh meril so banke morale vzdrževati kapitalsko ustreznost v višini 8%, upoštevajoč tehtano rizično aktivo, kar je od bank zahtevalo, da so imele na razpolago dovolj kapitala, ki bi banke obvaroval pred izgubo. To je banke prisililo, da so začele prestrukturirati svojo bilanco (ang. balance sheet) s prodajo svojih terjatev;
- **zmanjšanje in razpršitev tveganj:** prodajalec terjatev bi rad prenesel posojilojemalčevo kreditno tveganje na tretje osebe. Prodajalec želi zmanjšati terjatve do posojilojemalca iz posameznih držav, kjer je tveganje nacionalizacije in verjetnost razlastitev posojilojemalca velika ter obstaja velika možnost uvedbe prepovedi transferja sredstev. Če pa govorimo o državi (kot dolžnici), si prodajalec prizadeva zmanjšati terjatve tistih držav, ki imajo težave pri zagotavljanju deviz za poplačilo svojih obveznosti do tujine;
- **upravljanje z izpostavljenostjo:** s prodajo terjatev prodajalec sprostí izkoriščene limite in si tako omogoči sodelovanje v novih poslih za posebne komitente, za nove posle na točno določenem zemljepisnem področju ali za nove posle v točno določenih državah. Banka prodajalka lahko uporabi sekundarni trg za odprodajo svojega deleža v sindiciranem kreditu z odprodajo sredstev ali prenosom svojih zavez bankam izven konzorcija;
- **povečanje likvidnosti in zaslužkov iz trgovanja:** prodajalec s prodajo svojih terjatev izboljša svoj likvidnostni položaj ali ustvari dobičke oz. izgube.

6.1.2 Razlogi kupcev

Razlogi bank ali drugih finančnih institucija, da kupijo terjatve na sekundarnem trgu so (Rhodes, 2000, str. 408-409):

- **dostop do novih trgov:** kupec dolga na sekundarnem trgu vstopi na trg evroposojil, ali pa začne graditi in razvijati nove poslovne odnose z bankami, s katerimi prej še ni poslovno sodeloval. Za majhne banke, ki še nimajo dovolj izkušenj, je sodelovanje pri nakupu dolga na sekundarnem trgu sindiciranih posojil priložnost za promocijo in s tem boljšo prepoznavnost svojega imena na evrotrgih, čeprav bi večji učinek dosegle na primarnem trgu sindiciranih posojil;
- **upravljanje z izpostavljenostjo:** kupci terjatev hočejo zaradi različnih razlogov koncentrirati svoj portfelj na točno določenih komitentih, točno določenih zemljepisnih področjih ali v točno določenih državah. Lahko, da imajo kupci točno določene informacije ali znanja o teh komitentih, zemljepisnih področjih ali državah;
- **dolžniško ali lastniško financiranje:** podjetniški investitorji (ang. corporate investors), včasih pa tudi banke uporabljajo diskont (ang. discount) za refinanciranje dolga v finančne investicije v visoko zadolženih državah, kot npr. Mehika ali Venezuela. Dolžniški način financiranja zamenjajo z lastniškim, ki je bil dogovorjen s pogodbami o refinanciranju in podprt z nacionalno zakonodajo.

6.2 TEHNIKE PRENOSA V ANGLEŠKI ZAKONODAJI

Angleška zakonodaja omogoča nekaj pravnih tehnik za prenos posojila na tretjo osebo. Na splošno velja, da je veljavno pravo za pogodbo o prenosu tisto pravo, ki velja tudi za posojilno pogodbo, razen če se vpletene strani ne dogovorijo drugače. Za večino sindiciranih posojil velja angleško pravo, zato ima to pravo močan vpliv tudi na večino pogodb o prenosu.

Prenos lastništva oz. udeležbe v sindiciranem posojilu se lahko izvede na več načinov, kar se natančno določi v pogodbi. Na splošno pa v angleški zakonodaji poznamo naslednje načine prenosa (Rhodes, 2000, str. 409-415):

- odstop terjatev, pravic in obveznosti – novacija (ang. novation);
- odstop terjatev, cesija (ang. assignment);
- participacija (ang. participation), kamor uvrščamo podparticipacijo (ang. sub-participation) in udeležbo v tveganju (ang. risk participation).

6.2.1 Odstop terjatev, pravic in obveznosti – novacija

Ta metoda je najbolj pogosta metoda za prenos posojila na tretjo osebo v angleškem pravu. Vključuje razveljavitev oz. ukinitvev obstoječih pravic in obveznosti prodajalca,

ki jih ima le-ta do posojila. Po tej metodi prenosa dolga, bo kupec prevzel vse pravice in obveznosti, ki jih je prej imel prodajalec. Odstop terjatev, pravic in obveznosti je v angleškem pravu edini način prenosa, pri katerem se obveznosti, ki jih ima prvotni posojilodajalec (ang. original lender) do posojilojemalca, prenesejo na kupca. Zato se ta metoda največkrat uporablja pri prenosu zavez (ang. commitments) pri obnavljajočih se posojilih (ang. revolving credit facility), kjer so nova sredstva na voljo na koncu vsakega obrestnega obdobja.

Slabost te metode prenosa je, da morajo vse stranke, ki so podpisale sindicirano posojilo, odobriti ta prenos, kar zna biti kar precej zamudno in nepraktično. Če bi se ta princip dosledno, brez popravkov vnesel v pogodbeno dokumentacijo, bi morale vse pogodbene stranke v sindiciranem posojilu sodelovati pri prenosu pravic in obveznosti iz starega na novega posojilodajalca. Takšen pristop bi bil mogoče pravno učinkovit, toda zelo nepraktičen. Problem so rešili v 80-ih letih prejšnjega stoletja, ko so prenovili zakonodajo tako, da je prenos terjatev, pravic in obveznosti stvar samo aktivnih udeležencev pri tem prenosu, t.j., prodajalca, kupca in posojilojemalca. Tehnična plat prenosa je zapisana v pogodbeni dokumentaciji. Prodajalec in kupec morata podpisati samo prenosni certifikat v obliki in vsebini, ki je določena v posojilni pogodbi. Ko je prenosni certifikat izvršen in dostavljen agentu, stopi v veljavo.

Velikokrat pogodbe o sindiciranem posojilu vsebujejo določbe o omejenem prenosu pravic in obveznosti bank na tretje osebe. Zelo pogosta omejitev na trgu sindiciranih posojil je, da se prenos, brez vnaprejšnjega pristanka posojilojemalca, ne more izvršiti. Posojilojemalec da pristanek v pisni obliki. Posojilojemalec s pristankom ne sme odlašati nerazumno dolgo. V primeru prenosa terjatev na drugo banko v konzorciju pa tak pristanek sploh ni potreben.

V primeru velikih, t.i. »jumbo« akvizicijskih posojil velja, da je takšna transakcija prosto prenosljiva, saj prodajalec ne potrebuje pristanka posojilojemalca za prenos terjatev na tretjo osebo.

LMA je poskušala standardizirati določilo o posojilojemalčevem pristanku tako, da je povečala jasnost besedila pristanka. Predpostavlja se, da je posojilojemalec dal pristanek, če ga ni eksplicitno zavrnil, ali če ni odgovoril v določenem roku, npr. v 5-ih delovnih dneh od prejete prošnje. Na ta način je postal sekundarni trg bolj učinkovit, obenem pa se je uveljavilo priporočeno obdobje poravnave T + 10 (10 delovnih dni po datumu sklenitve posla o prenosu), ki ga je priporočila LMA.

Naslednja omejitev pri tej metodi prenosa je določitev minimalnega zneska, ki ga lahko stari posojilodajalec prenese na novega. Tudi ta omejitev je določena v posojilni pogodbi. Bistvo omejitve je v tem, da se prepreči povečanje števila

posojilodajalcev z zelo majhnimi vložki. Na ta način se zaščiti tudi banka agent, saj bi v tem primeru za svoje delo, ki bi bilo izredno povečano, dobila nezadostno plačilo. Plačilo, ki ga v primeru prenosa terjatve računa banka agent, ponavadi znaša med EUR 1.000 in EUR 1.500.

6.2.2 Odstop terjatev, cesija

Poznamo dve vrsti odstopa oz. prenosa: pravni odstop in kapitalski odstop (odstop v kapitalu). Obe vrsti odstopa dajeta cesatu (ang. assignee) možnost, da ima neposredni zahtevek do posojilojemalca. Lahko se zgodi, da v primeru kapitalskega odstopa nima možnosti vložiti tožbe proti posojilojemalcu v svojem imenu.

6.2.2.1 Pravni odstop (ang. Legal assignment)

O pravnem odstopu oz. prenosu govorimo, kadar mora le-ta zadostiti pogojem, navedenim v odstavku 136 Zakona o lastnini 1925 (Section 136 of the Law of Property Act 1925). Zato mora biti v pisni obliki, dolg mora biti prenesen v celoti, dolžnik pa mora dobiti pisno obvestilo o prenosu terjatev. Učinek pravnega prenosa je prepustitev in prenos, pravnih pravic dolga in vseh pravnih in drugih sredstev povezanih z dolgom od prodajalca, odstopnika pravic (ang. assignor) na kupca, cesata (ang. assignee). Kupec tako posledično prevzame vse pravne pravice in pravico do uporabe vseh sredstev povezanih z dolgom. Tako lahko neposredno vloži tožbo proti osnovnemu dolžniku brez tega, da bi se zanašal na pomoč prodajalca terjatve pri uveljavljanju pravic, ki izhajajo iz dolga.

Na kupca terjatve se prenesejo samo pravice originalnega posojilodajalca. S pravnim prenosom se na kupca ne prenesejo kakršnekoli obveznosti, ki jih je prodajalec dolga še naprej obdržal v svoji lasti. Tu gre predvsem za obveznosti financiranja po obnavljajočem se posojilu in za obveznosti, ko posojilojemalec poda prošnjo za prestrukturiranje posojila ali za odobritev ugodnejših pogojev posojila. Še več, pravice kupca so lahko omejene s pravico do kompenzacije, ki obstaja med posojilojemalcem in prodajalcem, odstopnikom pravice.

6.2.2.2 Kapitalski odstop (ang. Equitable assignment)

Če prenos terjatev ne zadosti pogojem, navedenim v odstavku 136 Zakona o lastnini 1925, potem ta prenos ne predstavlja pravnega odstopa. Kljub vsemu pa lahko tak prenos predstavlja učinkovit prenos v kapitalu. To pomeni, da bo kupec pridobil pravice, ki izhajajo iz dolga, če pa bo izpolnil določene proceduralne formalnosti, kot je npr. pisno obvestilo posojilojemalcu o prenosu terjatev, pa bo pridobil tudi pravico, da lahko neposredno vloži tožbo proti posojilojemalcu.

V nasprotju prenosa sredstev z novacijo (ang. novation), posojilne pogodbe ponavadi ne določajo postopkov za prenos sredstev z odstopom oz. cesijo (ang. assignment). Kljub vsemu pa posojilne pogodbe ponavadi določajo postopke, s katerim posojilojemalec odobri prenos na isti način, kot pri novaciji. Da bi bil prenos veljaven, je potrebno zadostiti določenim statutarnim in drugim običajnim pravnim zahtevam. Sindicirana posojilna pogodba ne ureja samo odnosov med posojilojemalcem in posojilodajalci, temveč tudi pravice in obveznostmi med samimi posojilodajalci. Te pravice in obveznosti v posojilni pogodbi ureja klavzula o delitvi plačil (ang. sharing clause). Kupec se mora strinjati, da bo imel ravno take obveznosti do drugih posojilodajalcev, kot bi jih imel, če bi bil originalni, prvotni posojilodajalec. Konzorcij bank ni zavezan priznati kakršnekoli pravice novega kupca do njih.

Veliko pozornost pa je potrebno imeti v primeru, ko ima posojilojemalec neprestano obveznost do posojilodajalca, npr. v primeru obnavljajočega se posojila ali v primeru večvalutnega posojila, ko lahko posojilojemalci spremenijo valuto posojila. V teh primerih morajo biti določila o prenosu dopolnjena tako, da predstavljajo učinkovito povezavo v odnosu od teh obveznosti.

6.2.3 Participacija

Participacija je pogodbeni dogovor med prodajalcem in kupcem o zagotavljanju financiranja. Ta pogodbeni dogovor je povsem ločen od osnovne posojilne pogodbe, in ne vključuje prenosa nobenih pravnih in lastninskih pravic do dolga. Tako kupec ne dobi nobenih izterljivih pravic do posojilojemalca. V tem primeru govorimo o prodaji sredstev (ang. sale of an asset). Ta prodaja ima dve obliki, lahko je financirana (ang. funded) ali nefinancirana (ang. non-funded). Poglejmo si obe obliki participacije.

V primeru **financirane udeležbe** bo kupec sredstva pri prodajalcu vezal depozit v višini, ki je bila med njima dogovorjena in pod pogoji, ki so enaki kot v osnovni posojilni pogodbi. Ta depozit bo namenjen za financiranje posojilojemalca. V primeru financirane udeležbe, ima kupec sredstev dvojno tveganje; kreditno tveganje do posojilojemalca in kreditno tveganje do prodajalca. To pomeni, da če gre prodajalec v stečaj, je denar, ki ga posojilojemalec vrne, na voljo vsem upnikom prodajalca in ne samo kupcu.

V primeru **nefinancirane udeležbe oz. udeležbe pri tveganju** kupec izda garancijo prodajalcu sredstev za del prodajalčevih terjatev do posojilojemalca. V tem primeru lahko govorimo o delni garanciji. Nefinancirana udeležba se od ostalih prenosov sredstev razlikuje v tem, da kupec ne zagotavlja sredstev prodajalcu, temveč prevzame samo tveganje. V primeru, da posojilojemalec ne bo poravnal svojih obveznosti, izdajatelj garancije posojilodajalcu zagotavlja, da ga mu bo povrnil

izgubljena sredstva v višini zneska izdane garancije. V zameno za izdano garancijo kupec prejme nadomestilo.

6.3 PRAKTIČEN PRIMER TRANSAKCIJE NA SEKUNDARNEM TRGU

V nadaljevanju si pogledjmo enostaven primer transakcije na sekundarnem trgu sindiciranih posojil. Predpostavimo, da je višina sindiciranega posojila 100 milijonov evrov. Banka A ima udeležbo v tem posojilu 20 milijonov evrov in želi prodati 5 milijonov evrov svoje udeležbe v sindiciranem posojilu na sekundarnem trgu, zainteresirani banki, recimo ji banka B, pod naslednjimi pogoji:

Nakupna cena: 99,91%
Datum sklenitve posla: 14. september 2007
Datum poravnave: 28. september 2007
Cena prenosa: EUR 1.500
Posel je bil sklenjen pod pogoji LMA.

Priporočeno obdobje poravnave v okviru LMA je T + 10 (10 delovnih dni po datumu sklenitve posla), vendar je lahko to obdobje tudi daljše ali krajše. Pogledjmo si korake pri sklenitvi transakcije na sekundarnem trgu posojil. Pri tem T pomeni datum sklenitve posla.

T - x	Kupec in prodajalec izmenjata pismo o zaupnosti (če je potrebno)
T	Datum sklenitve posla (telefonsko ali kako drugače)
T + 1	Prodajalec pošlje kupcu konfirmacijo o sklenitvi posla, obenem pa mu pošlje še posojilno dokumentacijo; če je potrebno banka agent pridobi privolitev posojilojemalca za prenos terjatve
T + 2	Kupec vrne prodajalcu konfirmacijo o sklenitvi posla; banka agent pošlje posojilojemalcu prošnjo za privolitev v prenos terjatve
T + 3	Prodajalec pošlje kupcu osnutek vseh dokumentov, ki so potrebni za izvršitev transakcije
T + 2 – T + 7	Kupčev skrbni pregled posojilne dokumentacije
T + 5	Podpis dokumentov in njihova dostava banki agentu
T + 7	Pristanek posojilojemalca za prenos terjatve
T+10	Datum poravnave
T + 11	Posredovanje vseh potrebnih obvestil

V konfirmaciji so zapisani pogoji o sklenjenem poslu med kupcem in prodajalcem. O pogojih sta se dogovorila ustno, po telefonu. Konfirmacijo pripravi prodajalec in jo v roku enega dneva po sklenjenem poslu, po faksu, pošlje kupcu v pregled in podpis. Kupec konfirmacijo skrbno pregleda in če se z njeno vsebino strinja, jo mora do

konca drugega dne po sklenitvi posla podpisati in podpisano po faksu vrniti prodajalcu.

V roku treh delovnih dni od sklenitve posla mora prodajalec kupcu priskrbeti osnutek dokumentacije, ki je potrebna za izvršitev transakcije. Najbolj pomemben dokument je prenosni certifikat. Oblika prenosnega certifikata je vnaprej določena v večini sindiciranih posojilnih pogodb, zato mora prodajalec uporabiti točno določeno obliko prenosnega certifikata. Priporočljivo je, da tako kupec kot prodajalec podpišeta vsa potrebna dokumentacija do zaključka petega delovnega dne po sklenitvi posla.

Podpis prenosnega certifikata pomeni, da sta se kupec in prodajalec dogovorila, da se vse pravice in obveznosti po osnovnem poslu prenesejo od prodajalca na kupca. To pomeni, da ima kupec iste pravice in obveznosti kot prvotni posojilodajalci v sindiciranem posojilu.

Od dokumentacije, ki je potrebna za izvršitev posla, naj omenim še pismo, v katerem se prodajalec in kupec dogovorita o ceni transakcije (ang. pricing letter). Med drugim je v tem pismu omenjena tudi metodologija po kateri se izračuna cena. To pismo pripravi prodajalec in ga pošlje kupcu še pred poravnavo. Informacije v pismu morajo vse strani v poslu obravnavati kot poslovno skrivnost in se jih ne sme razkriti osebam, ki niso sodelovale v tem poslu.

Poglejmo si, koliko bo morala Banka B plačati Banki A za nakup dolga na sekundarnem trgu. Dejali smo, da nakupna cena znaša 99,91%. Nakupna cena se določi tako, da se znesek prodane udeležbe (t.j. 5 mio EUR) pomnoži s ceno izraženo v % (t.j. 99,91%). Zmnožku nato prištejemo še ceno prenosa, ki znaša 1.500 evrov in tako dobimo ceno, ki jo mora Banka B plačati Banki A za nakup njene udeležbe v sindiciranem posojilu.

$$\text{Cena} = 5.000.000 * 99,91\% + 1.500 = 4.997.000$$

Kot vidimo iz izračuna, znaša končna cena, ki jo mora Banka B plačati Banki A, 4.997.000 evrov. Ta znesek se poravnava na račun Banke A na dan poravnave, v našem primeru 28. septembra 2007.

7 METODE VREDNOTENJA PRISPELIH PONUDB

Za banko je izredno pomembno, da se pravilno odloči, katero ponudbo za organiziranje sindiciranega posojila bo sprejela. Skrbno mora pregledati vse prispele ponudbe in jih na nek način ovrednotiti na skupni imenovalci. Metode vrednotenja

bom opisal v nadaljevanju magistrske naloge. Po opravljenem vrednotenju se banka odloči, katero ponudbo bo sprejela in katero zavrnila. Včasih se banka posojilojemalka odloči, da bo izbrala dve ali tri banke, ponavadi tiste, ki imajo najugodnejše pogoje za organiziranje sindiciranega posojila. Pozove jih, da pripravijo skupno ponudbo za organiziranje posojila. Na ta način se izogne tveganju nesodelovanja neizbranih bank. Zgodilo se je že, da neizbrane banke niso hotele sodelovati v kasnejši fazi sindiciranja in niso želele vstopiti v sindikat.

V teoriji poznamo več metod za vrednotenje investicijskih odločitev. Te metode so (Brigham et. al., 2002, str. 370 – 414):

- doba povračila (ang. payback);
- diskontirana doba povračila (ang. discounted payback);
- računovodska stopnja donosa (ang. accounting rate of return);
- neto sedanja vrednost (ang. net present value);
- notranja stopnja donosnosti (ang. internal rate of return);
- prilagojena notranja stopnja donosnosti (ang. modified internal rate of return);
- indeks donosnosti (ang. profitability index).

V nadaljevanju bom bolj podrobno predstavil metodo neto sedanje vrednosti in metodo notranje stopnje donosnosti, ki sta najbolj uporabni metodi za vrednotenje prispelih ponudb za organiziranje sindiciranih posojil. Vse ostale metode pa bom predstavil bolj na kratko.

7.1 DOBA POVRAČILA

Pove nam, koliko let je potrebnih, da se projekt v celoti povrne. Izračunamo jo po naslednji formuli:

$$\text{Doba pov.} = \text{leto pred celotnim poplacom} + \frac{\text{nepokriti str. na zac. leta}}{\text{denarni tok tekom leta}}$$

Izračun pogledjmo na primeru:

Leto	0	1	2	3
Denarni tok	-100	10	60	80
Kumulativa	-100	-90	-30	50

Kot vidimo, se investicija povrne med letoma 2 in 3. Po zgornji enačbi lahko izračunamo koliko znaša doba povračila.

Doba povračila = $2 + 30/80 = 2.375$ let

Na enak način izračunamo dobo povračila tudi za druge projekte. Izberemo tisti projekt, ki ima najkrajšo dobo povračila.

Prva prednost metode je, da nam prikaže tveganost projekta glede na dobo povračila in njegovo likvidnost. Druga prednost metode pa je, da je lahko razumljiva in enostavna za izračun.

Slabost metode pa je, da ne upošteva časovne vrednosti denarja in denarnih tokov po dobi vračila.

7.2 DISKONTIRANA DOBA POVRAČILA

Ta metoda je podobna metodi dobe povračila. Razlika je v tem, da se denarni tok diskontira s stroški kapitala, uporabljenega na projektu (ang. project's cost of capital).

Predpostavimo, da so stroški kapitala 10%. Izračunati je potrebno sedanjo vrednost denarnih tokov po letih. Uporabimo podatke iz prejšnjega primera.

Leto	0	1	2	3
Denarni tok	-100	10	60	80
SV denarnih tokov	-100	9.09	49.59	60.11
Kumulativa	-100	-90.91	-41.32	18.79

Enačba za izračun diskontirane dobe vračila je enaka kot pri prejšnji metodi.

Diskontirana doba vračila = $2 + 41.32/60.11 = 2.7$ let

Dobili smo drugačen rezultat, kot pri zgornji metodi. Glavni razlog je, da metoda dobe povračila ne upošteva denarnih tokov, ki nastanejo po dobi odplačila.

Diskontirana doba povračila nam pokaže leto preloma po pokritju zahtevane stopnje donosnosti kapitala in dolgov. Ta metoda pove, koliko časa bodo sredstva vezana v projektu. Velikokrat se uporablja tudi kot indikator stopnje tveganja projekta.

7.3 RAČUNOVODSKA STOPNJA DONOSA (RSD)

Ta metoda se osredotoča na neto prihodek projekta.

Izračuna se po naslednji enačbi:

$$RSD = \frac{\text{povp. letni pričakovani neto prihodek}}{\text{povp. investicija}}$$

Povprečni letni pričakovani neto prihodek = povprečni denarni tok – povprečna letna amortizacija

Povprečna investicija = (stroški + pričakovana tržna vrednost investicije na koncu njene življenjske dobe)/2

Izberemo tisti projekt, ki ima višjo RSD.

Slabost metode je, da ne upošteva časovne komponente denarja.

7.4 NETO SEDANJA VREDNOST (NSV)

Neto sedanja vrednost (NSV) – Net Present Value (NPV) je standardna metoda za finančno ocenjevanje (vrednotenje) dolgoročnih projektov. Neto sedanja vrednost projekta ali investicije je definirana kot vsota sedanjih vrednosti denarnih tokov, od katerih se odšteje vrednost začetnega zneska investicije. Denarni tokovi so neto koristi (prihodki – odhodki) ustvarjeni z investicijo v njeni življenjski dobi. Ti denarni tokovi so diskontirani oz. prilagojeni tako, da upoštevajo negotovost in časovno vrednost denarja. Neto sedanja vrednost je eno najbolj robustnih finančnih orodij za ocenjevanje vrednosti investicij. Izračun neto sedanje vrednosti vsebuje tri preproste, vendar zelo pomembne korake. V prvem koraku ugotovimo obseg in ročnost (dospelost) pričakovanih prihodnjih denarnih tokov ustvarjenih s projektom ali investicijo. V drugem koraku določimo diskontno stopnjo (ang. discount rate) ali ocenjeno stopnjo donosa (ang. rate of return) projekta. Tretji in zadnji korak je izračun neto sedanje vrednosti z uporabo spodnje enačbe:

$$NSV = \text{zacetna investicija} + \frac{\text{Denarni tok 1. leta}}{(1+k)^1} + \dots + \frac{\text{Denarni tok } n \text{ leta}}{(1+k)^n}$$

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n}$$

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Poglejmo definicije izrazov v tej enačbi.

Začetna investicija (CF_0): investicija na začetku projekta. Ponavadi je ta vrednost negativna, saj večina projektov na začetku zahteva precejšnji vložek denarnih sredstev.

Denarni tok (CF_t): Neto denarni tok za vsako leto trajanja projekta (prihodki – odhodki).

Stopnja donosa (k): Stopnja donosa se izračuna z upoštevanjem primerljivih alternativnih investicij, ki imajo podobno stopnjo tveganja kot jo ima naša. Podjetja pogosto uporabljajo standardno stopnjo za projekte pri čemer predpostavljajo, da je tveganje projekta v povprečju enako kot tveganje projekta v celoti.

Čas (t): Število let, ki predstavljajo življenjsko dobo projekta

Na podlagi zgornje enačbe naredimo izračun NSV nekega projekta. Predpostavimo da je zahtevana stopnja donosa (k) 10%.

Leto	0	1	2	3	4
Denarni tok	-1.000	500	400	300	100

Potrebno je diskontirati denarne tokove posameznega leta in jih sešteti.

$$\text{NSV } CF_0 = -1.000,00$$

$$\text{NSV } CF_1 = 454,55$$

$$\text{NSV } CF_2 = 330,58$$

$$\text{NSV } CF_3 = 225,39$$

$$\text{NSV } CF_4 = 68,30$$

NSV projekta je 78,82 ob upoštevanju 10% zahtevane stopnje donosa na kapital.

Podjetje naj investira v projekt samo v primeru, če je neto sedanja vrednost večja ali enaka 0. Če je NSV manjša od 0, potem projekt ne bo prinesel dovolj finančnih sredstev, ki bi upravičili investicijo. Če je NSV enaka 0 pomeni, da projekt prinaša ravno toliko denarnih sredstev, da poplača investiran kapital v projekt in da se doseže zahtevana stopnja donosnosti kapitala za ta projekt. Če je NSV večja od 0 pomeni, da projekt generira več sredstev, kot jih je potrebno za servisiranje dolga in dosega zahtevano stopnjo donosa. Ravno zaradi tega bo podjetje izbralo tiste projekte, ki imajo NSV večjo od 0.

Ko se podjetje odloča o izbiri projekta, mora upoštevati tudi sledeče:

- ali sta projekta medsebojno izključujoča; to pomeni ali izbere enega ali drugega, oba ne more;

- ali sta projekta med seboj neodvisna; izbira enega projekta ne vpliva na drugi projekt .

Če sta projekta medsebojno izključujoča, potem izbere tistega, ki ima višjo NSV. Če pa sta projekta med seboj neodvisna, potem lahko izbere oba, seveda v primeru, da je NSV večja od 0.

Zaradi kapitalskih ali proračunskih omejitev pa podjetja včasih uporabijo koncept imenovan Indeksi Neto Sedanje Vrednosti. Ti indeksi se izračunajo tako, da se NSV vsakega posameznega projekta deli z njegovim začetnim vložkom. Višji kot je Indeks NSV, večja je verjetnost investiranja.

NSV je izredno fleksibilna metoda vrednotenja investicij in se jo lahko uporablja skupaj z ostalimi finančnimi modeli vrednotenja, kot so Drevo odločanja (ang. Decision Tree Models) in Monte Carlo analiza (ang. Monte Carlo Analysis).

7.5 NOTRANJA STOPNJA DONOSNOSTI (NSD)

Na kratko bi lahko notranjo stopnjo donosnosti definirali kot tisto diskontno stopnjo, pri kateri se izenači sedanja vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih pritokov projekta in sedanja vrednost stroškov projekta.

$$SV(\text{pritokov}) = SV(\text{stroškov projekta})$$

Lahko tudi rečemo, da je notranja stopnja donosnosti tista stopnja, pri kateri je NSV projekta ravno enaka 0:

$$CF_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} = 0$$

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

Naš projekt ima naslednje podatke:

Leto	0	1	2	3	4
Denarni tok	-1.000	500	400	300	100

Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov ($CF_1 - 4$) mora znašati ravno 1.000, če hočemo, da bo NSV imela vrednost 0.

$$-1.000 + \frac{500}{(1 + IRR)^1} + \frac{400}{(1 + IRR)^2} + \frac{300}{(1 + IRR)^3} + \frac{100}{(1 + IRR)^4} = 0$$

Kot vidimo imamo enačbo z eno neznanko, kjer moramo rešiti koliko znaša vrednost IRR.

Najbolj enostavno je, da IRR izračunamo s finančnim računalnikom. V našem primeru dobimo naslednji rezultat:

$$IRR = 14.5\%$$

Predpostavimo, da znašajo stroški kapitala (k) v našem primeru 10%. Če izbiramo med več projekti, izberemo tisti projekt ki ima višjo notranjo stopnjo donosnosti (IRR drugega projekta znaša 12%).

Če sta projekta med seboj neodvisna, sprejmemo oba, saj je IRR večja kot znašajo stroški kapitala. V primeru, da sta projekta med seboj izključujoča, sprejmemo tistega, ki ima višjo IRR, torej projekt z IRR, ki znaša 14,5%.

V vsakem primeru pa ne smemo izbrati projekta, ki ima IRR večji od 14.5%. V tem primeru ima NSV negativno vrednost in projekt ni dobičkonosen.

Lahko rečemo:

če je $IRR > k$, sprejmi projekt;

če je $IRR < k$, zavrni projekt.

Gledano matematično, bosta metodi NSV in NSD vedno pripeljali do enake odločitve o sprejemu ali zavrnitvi projektov, ki so medsebojno neodvisni. Razlog je, da če je NSV pozitivna, potem NSD vedno preseže stroške kapitala. To pa ne velja za projekte, ki so medsebojno izključujoči. Pri neodvisnih projektih NSV in NSD dajeta vedno enak rezultat v smislu sprejema/zavrnitve projekta.

Pri medsebojno izključujočih projektih pride do različnih rezultatov na podlagi NSV in NSD zaradi:

- različnih velikosti (zneskov oz. vrednosti) projektov in posledično različnih stroškov;
- različnih časovnih okvirjev oz. zapadlosti.

NSV predpostavlja, da se denarni tokovi lahko investirajo po stopnji enaki stroškom kapitala oz. zahtevani stopnji donosnosti kapitala, medtem ko NSD predpostavlja, da

podjetje lahko reinvestira po stopnji enaki NSD. Pri medsebojno izključujočih projektih naj podjetje pri svoji izbiri raje upošteva NSV.

7.6 POPRAVLJENA NOTRANJA STOPNJA DONOSNOSTI

Popravljen notranja stopnja donosnosti je tista stopnja, ki izenači sedanjo vrednost investicije na koncu njenega življenjskega obdobja in sedanjo vrednost stroškov projekta. Vrednost investicije na koncu življenjskega obdobja (ang. terminal value – TV) se izračuna z obrestovanjem denarnih pritokov po tehtanih povprečnih stroških kapitala.

SV stroškov = SV investicije na koncu življenjskega obdobja

Poglejmo to še v naslednji enačbi³⁴:

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+k)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t (1+k)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

$$SV_{str.} = \frac{TV}{(1+MIRR)^n}$$

Tako kot NSD, se popravljen NSD najlažje izračuna s finančnim računalnikom.

Popravljen NSD ima pomembno prednost pred navadno NSD. Popravljen NSD predpostavlja, da se denarni tokovi projekta reinvestirajo po stopnji, ki predstavlja stroške kapitala, medtem ko navadna NSD predpostavlja, da se denarni tokovi projekta reinvestirajo po NSD projekta.

Zaključimo lahko, da je popravljen NSD boljša kot navadna NSD, saj nam pove resnično stopnjo donosa projekta oz. pričakovano dolgoročno stopnjo donosa. Vendar je NSV kljub vsemu najboljša metoda, s katero izberemo najboljši projekt, saj nam pove koliko vsak projekt prispeva k povečanju vrednosti podjetja.

7.7 INDEKS DONOSNOSTI (ID)

Izrazimo ga lahko z naslednjo enačbo³⁵:

³⁴ COF = stroški projekta (negativna števila),

CIF = prihodki projekta (pozitivna števila)

MIRR = popravljen notranja stopnja donosnosti

³⁵ CF_t = pričakovani prihodnji denarni tokovi

$$ID = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}}{CF_0}$$

Indeks donosnosti nam pokaže relativno dobičkonosnost projekta oz. sedanjo vrednost začetnih stroškov na vsak vložen evro.

Projekt sprejmemo, če je indeks donosnosti večji kot 1. Če ima več projektov indeks donosnosti večji od 1, potem sprejmemo tisti projekt, čigar indeks donosnosti je večji.

NSV, NSD, popravljena NSD in Indeks donosnosti bodo vedno pripeljale do enake odločitve o izbiri projektov, ki so medsebojno neodvisni. Če ima projekt pozitivno NSV, potem bo njegova NSD in popravljena NSD vedno večja od zahtevane stopnje donosnosti oz. stroškov kapitala, ter bo indeks dobičkonosnosti večji od 1. Pri projektih, ki pa so medsebojno odvisni, pa pride do konflikta pri rangiranju najboljšega projekta. Vendar analiza tega konflikta presega okvire te magistrske naloge.

8 VREDNOTENJE PRISPELIH PONUDB – PRAKTIČEN PRIMER

V tem poglavju bom opisal vrednotenje prispelih ponudb za organiziranje sindiciranega posojila na konkretnem primeru. Kot sem navedel v uvodu, zaradi narave varovanja informacij ne bom navedel imena bank, ki so poslale posamezno konkretno ponudbo. Banke bom imenoval Banka A, Banka B, Banka C, itd. Do določene mere pa bom spremenil tudi višino obrestne mere, razne provizije in stroške posameznih ponudb.

Abanka Vipa d.d. je na trgu sindiciranih posojil redno prisotna od leta 2000. Od takrat dalje, vsako leto enkrat najema sindicirano posojilo, ki ga porabi za financiranje svojih komitentov. Za konkreten primer sem izbral sindicirano posojilo, ki je bilo najeto v teh letih.

8.1 PRAKTIČEN PRIMER VREDNOTENJA PONUDB

Po odločitvi, da se gre v najetje sindiciranega posojila, je Abanka Vipa d.d. naredila seznam bank, potencialnih organizatorjev sindiciranega posojila. Seznam je bil

CF₀ = začetni stroški

narejen na podlagi preteklih izkušenj pri najemanju sindiciranega posojila, upoštevajoč ugled in izkušnje bank na mednarodnem trgu sindiciranih posojil. Eden izmed kriterijev pri določitvi seznama teh bank je bil tudi dosednji medsebojni poslovni odnos z bankami, potencialnimi organizatorkami sindiciranega posojila. Med pripravo seznama teh bank je Abanka Vipa d.d. opravila nekaj razgovorov z bankami iz seznama, z namenom pridobitve vnaprejšnjih informacij o njihovi pripravljenosti za organizacijo sindiciranega posojila.

Po pripravi seznama je Abanka Vipa d.d. poslala vabilo za organiziranje sindiciranega posojila na 11 izbranih bank. Abanka Vipa d.d. je v tem vabilu navedla določene pogoje in podatke, kateri so bili bankam, potencialnim organizatorkam, v pomoč pri pripravi ponudbe. Glavni pogoji in podatki so bili naslednji:

- znesek posojila – EUR 100 milijonov;
- zapadlost posojila – 5 let od podpisa pogodbe;
- odplačilna shema posojila – odplačilo glavnice v sedmih polletnih obrokih z 2 letnim moratorijem;
- namen posojila – za namene splošnega financiranja (ang. general funding purposes).

V vabilu je bil določen rok, do katerega so morale povabljene banke poslati svoje ponudbe. V tem primeru je bil določen rok en mesec. Abanka Vipa d.d. je tudi zahtevala, da so prispele ponudbe individualne, torej je morala vsaka povabljena banka poslati samostojno ponudbo, obenem pa smo zahtevali, da naj dostavijo v celoti prevzeto ponudbo (ang. fully underwritten offer).

V določenem roku za dostavo ponudb, je na Abanko Vipa d.d. prispelo 8 ponudb za organiziranje sindiciranega posojila. 3 banke ponudbe niso oddale. V tabeli 9 si pogledjmo povzetek teh ponudb.

Tabela 9: Povzetek pogojev prispelih ponudb

Ponudnik	Obrestna marža (v % p.a.)	Nadomestilo (v %)	Marža in nadomestilo (v % p.a. nad EURIBOR-jem) Za 5 let	Marža in nadomestilo (v % p.a. nad EURIBOR-jem) Za 3,5 let	IRR (v %)	Agentski stroški / drugi stroški
BANKA A	0,825	0,435	0,912	0,9493	0,9645	600 € na banko p.a., max. 7.500 € p.a. / 24.000 €
BANKA B	0,835	0,48	0,931	0,9721	0,9879	750 € na banko p.a., max. 10.000 € p.a. / 20.000 €
BANKA C	0,835	0,51	0,937	0,9807	0,9966	750 € na banko p.a., max. 10.000 € p.a. / n.p.
BANKA D	0,825	0,41	0,907	0,9421	0,9572	750 € na banko p.a., max. 10.000 € p.a. / 20.000 €
BANKA E	0,825	0,48	0,921	0,9621	0,9777	1.000 € na banko p.a., max. 15.000 € p.a. / 18.000 €
BANKA F	0,855	0,46	0,947	0,9864	1,0024	750 € na banko p.a., max. 10.000 € p.a. / 40.000 €
BANKA G	0,825	0,46	0,917	0,9564	0,9718	n.p.
BANKA H	0,83	0,46	0,922	0,9614	0,9769	750 € na banko p.a., max. 10.000 € p.a. / n.p.

Vir: Interno gradivo Abanke Vipa d.d.

Povprečna življenjska doba posojila je krajša od dejanske zapadlosti, saj se glavnica vrača v sedmih polletnih obrokih po preteku dve letnega moratorija. Tako znaša povprečna življenjska doba posojila 3 leta in pol.

Poglejmo, kako smo pri Banki A izračunali koliko znašata marža in nadomestilo za organizacijo na letnem nivoju. Marža je izražena v odstotkih na letnem nivoju, nadomestilo za organizacijo pa se plača v enkratnem znesku. Da dobimo ceno posojila v odstotkih na letnem nivoju, moramo nadomestilo spremeniti v odstotke, izražene na letnem nivoju. Banka A je v svoji ponudbi napisala, da znaša nadomestilo za organizacijo 0,435% enkratno od zneska posojila. V tabeli sem upošteval dejansko dobo vračila posojila, ki znaša 5 let in povprečno dobo vračila posojila, ki znaša 3,5 leta. Nadomestilo za organizacijo preračunamo v odstotke na letnem nivoju tako, da višino nadomestila delimo s številom let. Poglejmo na primeru:

$$\text{Nadomestilo za organizacijo v \% p.a.} = \frac{0,435\%}{5\text{let}} = 0,087\% \text{ p.a.}$$

Na isti način izračunamo, koliko znaša nadomestilo za organizacijo v odstotkih na letnem nivoju za 3,5 leta.

$$\text{Nadomestilo za organizacijo v \% p.a.} = \frac{0,435\%}{3,5\text{let}} = 0,1243\% \text{ p.a.}$$

Dobljena rezultata nato prištejemo marži in tako dobimo višino marže in nadomestila v % na letnem nivoju za 5 in za 3,5 leta.

$$\text{Marža in nadomestilo v \% p.a. za 5 let} = 0,825 + 0,087 = 0,912\% \text{ p.a.}$$

$$\text{Marža in nadomestilo v \% p.a. za 3,5 let} = 0,825 + 0,1243 = 0,9493\% \text{ p.a.}$$

Na enak način smo tudi za vse ostale banke izračunali, koliko znašata marža in nadomestilo za organizacijo na letnem nivoju.

Pri izračunu notranje stopnje donosnosti smo upoštevali samo obrestno maržo in nadomestilo za organizacijo posojila. Predpostavili smo, da bomo obresti plačevali polletno. Naslednja predpostavka je bila, da bomo posojilo črpali v enkratnem znesku. Vse podatke smo vnesli v Excelovo tabelo in s pomočjo vgrajene finančne funkcije izračunali notranjo stopnjo donosnosti. Poglejmo izračun notranje stopnje donosnosti za Banko A.

Tabela 10: Izračun notranje stopnje donosnosti za Banko A

Datum	Število dni kumulativno	Črpanje posojila	Stanje glavnice konec obdobja	Odplačilo glavnice	Plačilo obresti	Plačilo nadomestila za organizacijo	Neto denarni tok
1. 3. 07		100.000.000,00	100.000.000,00			435.000,00	99.565.000,00
1. 9. 07	184		100.000.000,00		421.666,67		-421.666,67
1. 3. 08	366		100.000.000,00		417.083,33		-417.083,33
1. 9. 08	550		100.000.000,00		421.666,67		-421.666,67
1. 3. 09	731		85.714.385,71	14.285.714,29	414.791,67		-14.700.505,95
1. 9. 09	915		71.428.571,43	14.285.714,29	361.428,57		-14.647.142,86
1. 3. 10	1096		57.142.857,14	14.285.714,29	296.279,76		-14.581.994,05
1. 9. 10	1280		42.857.142,86	14.285.714,29	240.952,38		-14.526.666,67
1. 3. 11	1461		28.571.428,57	14.285.714,29	177.767,86		-14.463.482,14
1. 9. 11	1645		14.285.714,29	14.285.714,29	120.476,19		-14.406.190,48
1. 3. 12	1827		0	14.285.714,29	59.583,33		-14.345.297,62
Skupaj:				100.000.000	2.931.696,43		-3.366.696,43

Vir: Interno gradivo Abanke VipA d.d.

Kot že rečeno, smo s pomočjo vgrajene finančne funkcije v Excelu (IRR (vrednosti; [ocena])), izračunali notranjo stopnjo donosnosti. Pri tem smo morali paziti, da smo v blok zapisali celotni finančni tok in navedli primeren začetni približek ocena. V našem primeru smo se zanesli na privzeto začetno vrednost 10%. Pri izračunu notranje stopnje donosnosti, moramo biti pozorni na naslednje stvari (Čibej, 1998, str. 33-34):

- da bi funkcija IRR lahko izračunala notranjo stopnjo donosnosti, mora argument vrednosti vsebovati vsaj eno pozitivno in vsaj eno negativno vrednost;
- funkcija upošteva vrstni red vrednosti pri obdelavi vrste denarnih tokov, zato vedno preverimo, ali smo vnesli svoje vrednosti za plačila (odhodke) in dohodke v vrstnem redu, ki ga želimo;
- če argument, ki je matrika ali sklic, vsebuje besedilo, logične vrednosti ali prazne celice, program zanemari te vrednosti; vendar pa upošteva celice z vrednostmi nič;
- Microsoft Excel uporablja iterativni način (s ponavljanjem) za računanje funkcije IRR. Začetna vrednost je vrednost argumenta »domneva«. Funkcija ponavlja izračun toliko časa, da je rezultat natančen na 0,00001 odstotka. Če funkcija IRR v določenem številu ponovitev ne doseže uporabnega rezultata, javi napako.

Sistem nam je izračunal notranjo stopnjo donosnosti za Banko A, ki znaša 0,4823%. Ker smo predpostavili, da obresti plačujemo polletno, navedeni izračun notranje stopnje donosnosti izraža polletno vrednost. Da bi dobili vrednost notranje stopnje donosnosti na letnem nivoju, polletno vrednost pomnožimo z 2.

IRR za Banko A v % p.a. = $0,4823 * 2 = 0,9645\%$ p.a.

Na enak način smo tudi za vse ostale banke izračunali, koliko znaša notranja stopnja donosnosti na letnem nivoju.

Za posojilojemalca je najboljša tista ponudba, ki ima najnižjo notranjo stopnjo donosnosti. Poglejmo kakšen vrstni red glede notranje stopnje donosnosti so dosegle banke, ki so poslale ponudbo za organizacijo sindiciranega posojila:

1.	Banka D	0,9572
2.	Banka A	0,9645
3.	Banka G	0,9718
4.	Banka H	0,9769
5.	Banka E	0,9777
6.	Banka B	0,9879
7.	Banka C	0,9966

8. Banka F 1,0024

Za bolj natančen izračun notranje stopnje donosnosti, bi morali upoštevati še višino pravnih stroškov, agentske provizije in višino t.i. »out of pocket« stroškov. V našem primeru smo te stroške zanemarili, saj niso vplivali na vrstni red bank glede na izračun notranje stopnje donosnosti.

Ker je bil znesek, ki smo ga želeli dobiti, relativno visok, smo se odločili, da bomo izbrali 5 bank, ki bodo za nas organizirale sindicirano posojilo. Že takoj na začetku smo izločili Banko C in Banko F, ki sta poslali najslabši ponudbi. Na izbiro nam je ostalo še 6 bank. Odločili smo se, da pri izbiri 5-ih bank, ne bomo upoštevali samo notranje stopnje donosnosti, temveč tudi višino agentskih stroškov, pravnih stroškov in t.i. »out of pocket« stroškov, veliko težo pri izbiri pa je imel kriterij dosedanjega medsebojnega poslovnega sodelovanja.

Po opravljeni analizi, smo se odločili, da pri izbiri izločimo še Banko G, in to kljub temu, da je ponudila tretjo najboljšo ponudbo za organizacijo sindiciranega posojila. Prevladal je kriterij dosedanjega medsebojnega sodelovanja, ki je bil bolj v prid ostalim bankam, ki smo jih na koncu izbrali. Ocenili smo, da bi v primeru, če bi izločili katerokoli drugo banko, naredili veliko škodo v naših medsebojnih odnosih, saj s temi bankami veliko sodelujemo tudi na drugih področjih. Na koncu se je izkazalo, da smo naredili pravo potezo.

Tako smo se odločili, da Banko A, Banko B, Banko D, Banko E in Banko H povabimo, da nam posredujejo skupno ponudbo za organiziranje sindiciranega posojila. Še prej pa smo se z njimi pogajali o velikosti marže in nadomestila za organiziranje posojila, o višini pravnih in »out of pocket« stroškov, ter o višini agentske provizije. Najnižja marža, ki nam je bila ponujena, je bila 0,825% p.a., najnižje nadomestilo za organizacijo posojila pa je znašalo 0,41% od zneska posojila enkratno. Da bi transakcija na trgu doživela uspeh oz. da ne bi imeli večjih težav pri splošnem sindiciranju, smo se na koncu z izbranimi bankami uskladili, o višini marže 0,83% p.a. in o višini nadomestila za organizacijo pa 0,48% od zneska posojila enkratno. Pri pogajanju o višini agentske provizije smo se na koncu z bankami dogovorili, da bo višina agentske provizije znašala 700 evrov na posojilodajalca letno, oz. maksimalno 10.000,00 evrov letno ob vsaki obletnici podpisa posojilne pogodbe. Višina pravnih stroškov je znašala 17.000,00 evrov, višina t.i. »out of pocket« stroškov pa 3.000,00 evrov.

Izbrane banke so nam v določenem roku poslale skupno ponudbo za organiziranje sindiciranega posojila. Odločile so se, da bodo sindiciranje izvedle v dveh fazah, kar se je na koncu izkazalo kot izredno uspešna strategija, saj je bilo zanimanje za

sodelovanje v tem sindiciranem posojilu za 30% večje od zneska, ki smo ga nameravali zbrati s to transakcijo.

Iz navedenega primera lahko vidimo, da je izbira primerne višine marže izrednega pomena za uspeh transakcije na trgu. Če bi bila izbrana marža premajhna, potem bi lahko nastopile težave pri splošnem sindiciranju, saj investitorji ne bi bili pripravljeni vložiti svojega denarja v to transakcijo. Zato je pomembno, da posojilojemalec za glavne organizatorje izbere tiste banke, ki so si na trgu sindiciranih posojil nabrale bogate izkušnje, ki poznajo trg in vedo katera cena je prava za posameznega posojilojemalca. Tako posojilojemalec kot posojilodajalec si želita, da bi bila transakcija na trgu dobro sprejeta, saj je v primeru neuspeha to za vse udeležene strani zelo slaba reklama.

9 SKLEP

Zaostrena konkurenca na bančnem trgu, tako na strani ponudbe, kot tudi na strani povpraševanja, razvoj donosnejših naložbenih produktov (npr. vzajemni skladi, bančno – zavarovalništvo itd) za prebivalstvo, strožja regulativa glede upravljanja tveganj (npr. Basel II), silijo banke k pridobivanju čimbolj primernih in ugodnih virov. Banke lahko pridobivajo vire sredstev z zbiranjem vlog prebivalstva in gospodarstva, trgovanjem na medbančnem trgu, izdajanjem dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev in najemanjem posojil. Za posojilojemalca je izredno pomembno, da sredstva na trgu sindiciranih posojil dobi kar najbolj ugodno. To od njega zahteva vse večja konkurenca v bančnem prostoru, pa tudi njegovi komitenti (tako pravne kot fizične osebe) zahtevajo vedno nižje obrestne mere.

Relativno enostavno in hitro lahko pridobi banka večji znesek virov z najemom sindiciranega posojila. Udeležba na trgu sindiciranih posojil pa banki posojilojemalki ne prinaša samo potrebnih virov, ampak tudi prispeva k izboljšanju poslovnih odnosov z ostalimi bankami in povečuje njen ugled. Banka posojilojemalka pa preko udeležbe v sindiciranem posojilu zmanjša izpostavljenost kreditnemu tveganju do posameznega posojilojemalca, lažje vstopa na nove trge in vzpostavlja nove poslovne odnose na mednarodni ravni.

Kljub naštetim prednostnim trga sindiciranih posojil, najemanje sindiciranega posojila ni preprost in strokovno nezahteven postopek. Zlasti, kar zadeva izbiro najugodnejše ponudbe. Zato sem si za cilj magistrske naloge zadal predstavitev različnih načinov vrednotenja prispelih ponudb za najem sindiciranega posojila, ob upoštevanju različnih dejavnikov pri izbiri. Da bi naloga dosegla cilj, sem se namenil predstaviti

sindicirano posojilo, z vsemi pomembnejšimi elementi in fazami sklepanja pogodbe o sindiciranem posojilu.

Najprej sem predstavil razvoj trga sindiciranih posojil, od njegovih začetkov pa do današnjih dni. Tako kot vsaka stvar v življenju, je imel tudi trg sindiciranih posojil svoje vzpone in padce. Danes pa je ta trg izredno dobro razvit, saj je obseg sindiciranih posojil od začetka 90-ih let prejšnjega stoletja pa vse do danes, na njem vseskozi strmo narašča. Vzrok je iskati v dejstvu, da je ta trg eden največjih in najbolj fleksibilnih virov zagotavljanja dolgoročnih sredstev na mednarodnem finančnem trgu. Posojilojemalci se v vse večjem številu pojavljajo na tem trgu, saj le-ta predstavlja možnost, da naenkrat pridobijo večjo količino sredstev. To velja tudi za slovenske banke, saj se velikost najetih sredstev na trgu sindiciranih posojil povečuje iz leta v leto. Kot zaenkrat kaže, se bo ta trend tudi nadaljeval, saj je v marcu 2007 Nova Ljubljanska banka najela doslej največje sindicirano posojilo v Sloveniji v višini 850 milijonov evrov, Abanka pa je v aprilu 2007 najela doslej njeno največje sindicirano posojilo v višini 260 milijonov evrov. Ta sredstva se najemajo zaradi povečanih potreb po financiranju svojih komitentov in zaradi širjenja na druge trge.

Predstavitvi trga sindiciranih posojil sledi predstavitev sindiciranega posojila. Sindicirano posojilo je tisto posojilo, ki ga najmanj dve banki, lahko pa tudi več bank, organizirata/organizirajo za posojilojemalca pod enotnimi pogoji in enotno dokumentacijo. Od navadnega posojila se loči po tem, da je na strani posojilodajalcev več subjektov. Sindicirana posojila so praviloma srednjeročna, z rokom zapadlosti od 2 do 10 let, redkeje so dolgoročna. Predstavil sem tudi značilnosti sindiciranih posojil (npr. zagotovitev velikih vsot denarja, geografska razpršenost, ohranjanje poslovnih odnosov z bankami itd) in prednosti udeležbe na trgu sindiciranih posojil za posojilojemalce in posojilodajalce. Obravnaval sem različne vrste sindiciranih posojil, vključno z različnimi zapadlostmi in odplačilnimi shemami ter obrestnimi merami. Podrobneje so obdelane tudi različne provizije, saj le-te lahko pomembno vplivajo na celotno ceno sindiciranega posojila. V nadaljevanju so predstavljene vloge udeležencev v sindiciranem posojilu in faze njegovega najemanja – od nastanka potrebe posojilojemalca po sredstvih v obliki sindiciranega posojila, do odplačevanja glavnice in obresti. Poleg izbire najugodnejše ponudbe, je najbolj pomembna stvar pri pripravi sindiciranega posojila oblikovanje posojilne pogodbe. Zato so v nadaljevanju predstavljene najbolj pogoste oz. običajne pravne klavzule v posojilnih pogodbah. Pri pogajanjih o vsebini posojilne pogodbe je potrebno vložiti veliko napora in imeti odlične pogajalske sposobnosti. Posojilodajalci se s posojilno pogodbo zavarujejo pred tveganji, katerim so izpostavljeni s tem, ko posodijo denar posojilojemalcu. V pogodbi so določena stroga pogodbena določila in omejitvene zaveze, katere mora posojilojemalec izpolnjevati in se jih držati skozi celotno obdobje trajanja posojila. Zato mora posojilojemalec skrbno pregledati posojilno pogodbo, saj se lahko zgodi, da na koncu podpiše nekaj, kar ne bo mogel

izpolnjevati. In če ne bo mogel izpolnjevati pogodbenih določil, bo kršil pogodbo in posledično bo moral predčasno vrniti izposojena sredstva. To pa pomeni izgubo ugleda na mednarodnem finančnem trgu. Kakšne so posledice, pa si lahko samo predstavljamo. Zavedati se je potrebno, da je najtežje povrniti izgubljeno zaupanje.

V sedmem poglavju sem opisal teoretične metode vrednotenja. Vendar kot vemo, se teorija in praksa razlikujeta. V cilju magistrske naloge sem napisal, da se bom v prikazu praktičnega primera najetja sindiciranega posojila, najbolj osredotočil na metodo notranje stopnje donosnosti in neto sedanje vrednosti. Vendar sem že kaj kmalu naletel na težavo. V razgovorih z nekaterimi domačimi in tujimi bankami sem prišel do zaključka, da se za vrednotenje najboljših ponudb uporablja samo metoda notranje stopnje donosnosti. Zato sem v prikazu praktičnega primera vrednotenja konkretnih ponudb tudi sam uporabil metodo notranje stopnje donosnosti. Notranja stopnja donosnosti nam na isti imenovalec pretvori obrestno mero sindiciranega posojila in vse stroške, ki jih moramo plačati ob njegovem najetju. Ker vir najemamo, izberemo tisto ponudbo, ki ima najnižjo vrednost notranje stopnje donosnosti. Naj na tem mestu še enkrat poudarim, da zaradi narave varovanja informacij nisem navedel konkretna imena bank, spremenjeni pa so bili tudi podatki o višini marže ter višina stroškov, ki jih je potrebno plačati pri najetju sindiciranega posojila.

Seveda pa je po izbiri najboljše ponudbe potrebno ogromno znanja in dela, da pride do podpisa pogodbe sindiciranega posojila. Zato morajo tako posojilodajalec in posojilodajalec imeti dobro usposobljene in strokovne ljudi, ki obvladajo svoj posel in imajo s tem že določene izkušnje. Ne smemo pa prezreti najpomembnejšega -t.j. dobrih poslovnih odnosov.

V Abanki se tega zavedamo, zato poskušamo s tujimi bankami vseskozi vzdrževati dobre in korektne poslovne odnose, ne samo na nivoju banke, temveč tudi na nivoju posameznih oseb, zaposlenih v tujih bankah in v naši banki. Veliko lažje je, če poznaš posamezno osebo na tuji banki, saj ti tako ni potrebno na dolgo in široko razlagati iz katere banke prihajaš, kakšna je njena bilančna vsota, kapital, neto dobiček, kdo so največji delničarji, njena bonitetna ocena ter kdo si ti, kaj delaš, itd. Svečana podpisna slovesnost, kjer se podpiše sindicirana posojilna pogodba, predstavlja priložnost, da se osebe, ki so aktivno sodelovale pri pripravljanju te transakcije, osebno srečajo in izmenjajo svoje izkušnje in mnenja. Predstavlja tudi priložnost, da se medsebojni odnosi še bolj utrdijo in poglobijo. Zato je pomembno, da se na to slovesnost povabi prav vsakega posojilodajalca.

Upam, da sem s to magistrsko nalogo pokazal, da je za najetje sindiciranega posojila potrebnega veliko znanja, naporov, izkušenj ter trdega dela ter rednega spremljanja razmer na trgu sindiciranih posojil.

LITERATURA

1. Andersen Torben Juul: Euromarket Instruments. A Guide to the World's Largest Debt Market. New York: New York Institute of Finance, 1990. 308 str.
2. Bierman h., Seymour S.: The Capital Budgeting Decision: Economic Analysis of Investment Projects. New Yersey: Prentice HallInc., 1993. 591 str.
3. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management, Seventh Edition. London: Thomson Learning, 2002. 988 str.
4. Buccheit Lee C.: How to negotiate Eurocurrency Loan Agreements. London: Euromoney Publications PLC, 1995. 180 str.
5. Clark Ephraim, Levasseur Michel, Rousseau Patrick: International Finance. London: Chapman & Hall, 1993. 623 str.
6. Čibej Jože Andrej: Vsako posojilo se vračila veseli. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, št. 7-8, str. 37-40
7. Čibej Jože Andrej: Periodični denarni tokovi. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997a, št. 9, str. 30-33
8. Čibej Jože Andrej: Težave z dospevanjem in kapitalizacijo. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997b, št. 10, str. 25-28
9. Čibej Jože Andrej: Donosnost investicij. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997c, št. 11, str. 29-33
10. Čibej Jože Andrej: Finančna matematika in računalniki, Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, št. 1-2, str. 28-34
11. Fight Andrew: Practical introduction to Syndicated Lending. London: Euromoney Publications PLC, 1996. 5 knjig
12. Golin Jonathan L.: The Bank Credit Analysis Handbook: A Guide for Analysts, Bankers and Investors. Singapore: John Wiley & Sons, 2001. 740 str.
13. Gibson H. D.: International Finance. London & New York: Longman, 1996. 355 str.

14. Grabbe J. Orlin: International Financial Markets. Second Edition. New York: Elsevier, 1991. 421 str.
15. Heffernan Shelagh: Modern Banking in Theory and Practice. Chichester: John Wiley and Sons, 1996. 455 str.
16. Hladnik Primož: Sindicirana posojila. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 49 str.
17. Hočevar Tika: Zakaj je neto sedanja vrednost eden izmed najprimernejših investicijskih kriterijev. Diplomsko delo. Koper: Gea College, Visoka šola za podjetništvo, 2006. 54 str.
18. Hočevar Tina: Odobritev sindiciranega posojila na primeru slovenske banke. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 47 str.
19. Hurn Stanley: Syndicated loans. New York: Woodhead-Faulkner, 1990. 214 str.
20. Hvala Kristijan: Mednarodna sindicirana posojila (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, št. 11, str. 12-19
21. Hvala Kristijan: Mednarodna sindicirana posojila (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 2000a, št. 12, str. 12-20
22. Hvala Kristijan: Mednarodna sindicirana posojila (3). Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, št. 1/2, str. 19-24
23. Jan Marjeta: Metodologije izbire instrumenta zadolževanja v tujini in vrednotenja ponudb: predlog za Novo Ljubljansko banko. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 105 str.
24. Judnič Darja: Sindicirana posojila. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 67 str.
25. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
26. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
27. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.

28. Novak Bojana: Sindicirana posojila kot samostojen bančni produkt. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 101 str. 29 pril.
29. Prohaska Zdenko: Gradivo za predmet Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004
30. Rhodes Tony: Syndicated Lending. Practice and Documentation. Third Edition. London: Euromoney Books, 2000. 504 str.
31. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, CISEF, 1994. 229 str.
32. Ribnikar Ivan: Evrovaluta (ksenovaluta), evroposjilo (ksenoposjilo)... Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, št. 4, str. 52-53
33. Ribnikar Ivan: Referenčna in druge obrestne mere. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, št. 3, str. 50-53
34. Saunders Anthony, Cornett Marcia Millon: Financial Institutions Management: A risk Management Approach, Forth Edition. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2003. 778 str
35. Smole Petra: Sindicirana posojila: značilnosti in postopki. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 50 str.
36. Wilson J. S. G.: Managing Bank Assets and Liabilities. London: Euromoney Publications PLC, 1988, 290 str.
37. Wood Philip R.: International Loans, Bonds and Securities Regulation. London: Sweet & Maxwell, 1996. 561 str.
38. Wood Philip R.: Project Finance, Subordinated Debt and State Loans. London: Sweet & Maxwell, 1995. 308 str.

VIRI

1. Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits. BIS Working Papers, No 132. [URL: <http://www.bis.org/publ/work132.pdf>], 9.5.2006
2. Gadanez Blaise: The syndicated loan market: structure, development and implicatins [URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf], 9.5.2006
3. Interno gradovo Abanke Vipa d.d.
4. Interno gradivo BayernLB
5. Interno gradivo ING Bank N.V.
6. Letno poročilo 2005 BayernLB. [URL: http://www.bayernlb.de/p/_en/downloads/enoffen/1320_konzernkommunikation/Geschaeftsbericht0905engl.pdf], 9.5.2006
7. Letno poročilo 2005 Commerzbank AG, Frankfurt am Main. [URL: https://www.commerzbank.com/aktionaere/konzern/2006/gb2005/download/commerz_gb_e_2005.pdf], 11.5.2006
8. Li Shunlai: The Effects of Geographic Banking Deregulation on Banking Lending: Bilateral Loans versus Syndicated Loans. [URL: http://www.fma.org/NewOrleans/Papers/paper_sl.pdf#search='syndicated%20ending'], 16.6.2006
9. Nini Greg: The Role of Local Banks in Promoting External Finance: A Study of Syndicated Lending to Emerging Market Borrowers [URL: <http://www.bis.org/publ/cgfs22fedboard1.pdf>], 9.5.2006
10. Schure Paul et al: A Theory of Loan Syndication. University of Victoria [URL: <http://web.uvic.ca/econ/schure.pdf>], 9.5.2006
11. Syndicated Lending. [URL: http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_sep05/PDF/bu_0905_1.pdf#search='syndicated%20lending'], 16.6.2006
12. Syndicated Loans Review. Third Quarter 2005. Thomson Financial. [URL: http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league_table/syndicated_loans/3Q2005/3Q05_Loans_Review.pdf], 9.5.2006
13. Syndicated Loans Review. Fourth Quarter 2005. Thomson Financial. [URL: http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league_table/syndicated_loans/4Q2005/4Q05_SL_Global.pdf], 9.5.2006

14. Syndicated Loans Review. First Quarter 2006. Thomson Financial. [URL: <http://www.thomsonfinancial.co.jp/pdf/Loan1Q2006.pdf>], 10.5.2006
15. Syndicated Loans Review. Second Quarter 2006. Thomson Financial. [URL: http://www.thomson.com/pdf/financial/league_table/sl/2Q2006/2Q06_SL_Global], 4.12.2006
16. Syndicated Loans Review. Third Quarter 2006. Thomson Financial. [URL: http://www.thomson.com/pdf/financial/league_table/sl/98777/3Q2006_SL_Review], 4.12.2006
17. Syndicated Loans Review. Fourth Quarter 2006. Thomson Financial. [URL: http://www.thomson.com/pdf/financial/league_table/sl/150584/4Q06_SL_Global], 20.2.2007
18. The Syndicated Bank Loan Market: A North American Perspective. Treasury Management Association of Canada. [URL: https://www.tmac.ca/conference/2004/presentations/c_chambers.pdf#search=syndicated%20lending'], 16.6.2006

PRILOGA ŠT. 1: SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV

accounting rate of return	-	računovodska stopnja donosa
advance payment guaranty	-	avansna garancija
administration information request	-	zahtevek za dostavo admin. informacij
agency fee	-	agentska provizija
agency fee letter	-	pismo o določitvi agentske provizije
annual fee	-	letna provizija
arrangement fee	-	organizacijska provizija
arranger	-	organizator
acquisition	-	akvizicija
assignment	-	prenos, cesija, odstop terjatev
balloon schedule	-	balonska shema odplačila
basic point	-	bazična točka
best effort offer	-	ponudba po najboljših močeh
bilateral loan	-	bilateralno posojilo
blue chip banks	-	najboljše banke, prvorazredne banke
book runner	-	banka, ki vodi knjige
bottom line	-	dno
Brady bonds	-	Bradyjeve obveznice
bridge financing	-	premostitveno financiranje
broken funding indemnity	-	povračilo izgube za prekinjeno financiranje
bullet schedule	-	metek odplačilna shema
cap	-	obrestna kapica
club loan	-	klubsko posojilo
co-lead manager	-	pridruženi vodilni manager
collar	-	obrestna ovratnica
commitment fee	-	provizija za nečrpan del posojila
conditions precedent to drawdown	-	potrebni pogoji za črpanje sredstev
confidentiality letter	-	pismo o zaupnosti
consortium loan	-	konzorcijsko posojilo
covenants and undertakings	-	zaveze in obveze

conventional schedule	-	konvencionalna shema odplačila
corporate investor	-	podjetniški investitor
cross-default	-	navzkrižna kršitev
decision tree	-	drevo odločanja
default interest	-	zamudne obresti
discount	-	diskont
discount rate	-	diskontna stopnja
discounted payback	-	diskontirana doba povračila
documentation agent	-	dokumentacijski agent
domestic transaction	-	domača transakcija
dual currency loan	-	posojilo z dvojno valuto
economic value added	-	ekonomska dodana vrednost
emerging markets	-	razvijajoči se trgi
equitable assignment	-	kapitalski odstop
equity issues	-	izdaja lastniškega kapitala
event of default	-	kršitev pogodbe
execution copy	-	končna verzija (pogodbe)
expense reimbursement	-	povrnitev stroškov
extension fee	-	provizija za podaljšanje posojila
facility agent	-	kreditni agent
facility fee	-	provizija na posojilni aranžma
fee letter	-	provizijsko pismo
final draft	-	zadnji osnutek
financial covenants	-	finančne zaveze
financial indebtedness	-	finančna zadolženost
fixed interest rate	-	nespremenjena obrestna mera
flat fee	-	enkratna provizija
floor	-	obrestno dno
front-end fee	-	začetna provizija
fully underwritten offer	-	v celoti prevzeta ponudba
general funding purposes	-	financiranje za splošne potrebe
geographic diversification	-	geografska razpršenost
governing law	-	veljavno pravo
gross-up payment	-	dodatno plačilo
hybrid transaction	-	hibridne transakcije
illegality	-	nezakonitost

immunity	-	imuniteta
important notice	-	pomemben zaznamek
incentive margin	-	spodbujevalna marža
information memorandum	-	informacijski memorandum
insurance firm	-	zavarovalnica
interest rate swap	-	zamenjava obrestnih mer
internal rate of return	-	notranja stopnja donosnosti
international transaction	-	mednarodna transakcija
invitation letter	-	povabilno pismo
joint lead manager	-	sodelujoči vodilni manager
kill fee	-	provizija za neuspeh
know your customer	-	poznaj svojega komitenta
legal assignment	-	pravni odstop
LIBOR back-set swap	-	LIBOR back-set zamenjava
linear pricing	-	linearna cenitev
loan portfolio	-	posojilni portfelj
mandate letter	-	mandatno pismo
margin	-	marža
market-maker	-	ustvarjalec trga
market value added	-	tržna dodana vrednost
material adverse change	-	bistveno poslabšanje v poslovanju
maturity	-	zapadlost
medium term	-	srednjeročen
merger	-	združevanje
milestone	-	mejnik
modified internal rate of return	-	prilagojena notranja stopnja donosnosti
money bond	-	denarna obveznica
Monte Carlo Analysis	-	Monte Carlo analiza
moratorium schedule	-	moratorijska shema odplačila
multi-bank bidding group	-	ponudba skupine bank
negative pledge	-	prepoved obremenitve dolžnikovega premoženja
net present value	-	neto sedanja vrednost
novation	-	novacija, odstop terjatev, pravic in obveznosti
open bidding	-	odprto povpraševanje

original lender	-	prvotni posojilodajalec
pari passu	-	enakopravnost upnikov
participant bank	-	sodelujoča banka
participation	-	participacija, udeležba
participation fee	-	provizija za udeležbo
partly underwritten offer	-	delno prevzeta ponudba
payback	-	doba povračila
pension fund	-	pokojninski sklad
performance bond	-	garancija za dobro izvedbo posla
pool	-	sklad
post mandate phase	-	pomandatna faza
post signing phase	-	pomandatna faza
power of attorney	-	pisno pooblastilo
praecepium	-	organizatorska provizija
pre mandate phase	-	predmandatna faza
prepayment fee	-	provizija za predčasno vračilo posojila
profitability index	-	indeks donosnosti
process agent	-	procesni agent, vročitveni agent
publicity agent	-	agent za stike z javnostjo
rate of return	-	stopnja donosa
reference interest rate	-	referenčna obrestna mera
repayment schedule	-	odplačilna shema
representations and warranties	-	izjave in jamstva
request for proposal	-	prošnja za pridobitev (ponudbe)
return on assets	-	donos na vložena sredstva
return on equity	-	donos na kapital
revolving credit facility	-	obnavljajoče se posojilo
risk participation	-	udeležba v tveganju
schedule to the loan agreement	-	dodatek k posojilni pogodbi
secondary market	-	sekundarni trg
securitization	-	listinjenje
security agent	-	varnostni agent
senior management	-	višji management
sharing among the lenders	-	delitev plačil med posojilodajalci

signing agent	-	podpisni agent
sole bid	-	samostojna ponudba
spread	-	pribitek
standard margin	-	standardna marža
standby facility	-	pomožno posojilo
standby letter of credit	-	pomožno posojilno pismo
status report	-	poročilo o trenutnem položaju
step down margin	-	padajoča marža
step up margin	-	naraščajoča marža
straight disbursement	-	enkratno črpanje, črpanje v celoti
submission to jurisdiction	-	pristojnost sodne oblasti
sub-participation	-	podparticipacija
summary of terms and conditions	-	povzetek pogojev
syndicated loan	-	sindicirano posojilo
syndication book	-	knjiga sindiciranja
tax gross-up	-	zvišanje plačil zaradi davkov
technical agent	-	tehnični agent
term loan	-	terminsko posojilo
terminal value	-	vrednost investicije na koncu življenjskega obdobja
termination	-	prenehanje, iztek (pogodbe)
tombstone	-	javni razglas
transfer certificate	-	prenosni certifikat
unequal schedule	-	neenaka shema odplačila
underwriting fee	-	prevzemniška provizija
up-front fee	-	začetna provizija
usage fee	-	provizija za črpani del posojila
user friendly	-	uporabniku prijazno
utilization fee	-	provizija na uporabo sredstev
utilization request	-	zahtevke za črpanje
variable margin	-	spremenljiva marža
withholding tax	-	odbitni davek