

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PROJEKTNO FINANCIRANJE:
PREDSTAVITEV Z VIDIKA BANKE

Ljubljana, november 2004

TANJA KERN

IZJAVA

Študentka TANJA KERN izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. MARKA KOŠAKA, in da dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. OSNOVE PROJEKTHNIH FINANC	2
1.1. DEFINICIJA PROJEKTHNIH FINANC	2
1.2. RAZLIKA MED PROJEKTHNIM IN PODJENIŠKIM FINANCIRANJEM.....	3
1.3. RAZLOGI ZA PROJEKTHNO FINANCIRANJE	5
1.4. UDELEŽENCI V PROJEKTHNEM FINANCIRANJU	6
1.4.1. PROJEKTHNA DRUŽBA	7
1.4.2. SPONZORJI PROJEKTA	8
1.4.3. KREDITODAJALCI ALI UPNIKI.....	9
1.4.4. DRŽAVA IN NJENE AGENCIJE	10
1.4.5. FINANČNI SVETOVALCI.....	11
1.4.6. DOBAVITELJI SUROVINE IN TEHNOLOGIJE TER RAZLIČNI IZVAJALCI.....	11
1.4.7. ODVETNIKI.....	11
2. ORGANIZACIJA PROJEKTHNIH FINANC.....	12
2.1. FINANČNA STRUKTURA PROJEKTA	12
2.1.1. LASTNIŠKO FINANCIRANJE	13
2.1.2. DOLŽNIŠKO FINANCIRANJE.....	14
2.1.2.1. BANČNI DOLG	14
2.1.2.1.1. SINDICIRANO POSOJILO.....	14
2.1.2.2. OBVEZNICE	16
2.1.3.1. ZAKUPNO FINANCIRANJE	17
2.1.4. FINANCIRANJE S POMOČJO EVROPSKE BANKE ZA OBNOVO IN RAZVOJ	17
2.2. POGODBENA STRUKTURA PROJEKTA	19
2.2.1. POTREBNA DOKUMENTACIJA PRI ODOBRAVANJU KREDITA	20
2.2.1.1. FINANČNA DOKUMENTACIJA	21
3. TVEGANJA IN ZAVAROVANJA PRED NJIMI	21
3.1. TVEGANJA V PROJEKTU	23
3.1.1. TVEGANJE V FAZI RAZVOJA PROJEKTA	24
3.1.2. TVEGANJA V FAZI IZGRADNJE PROJEKTA	24
3.1.3. TVEGANJA V FAZI ZAGONA/DELOVANJA PROJEKTA	25
3.2. KREDITNO TVEGANJE.....	26
3.2.1. OCENJEVANJE IN UPRAVLJANJE KREDITNEGA TVEGANJA	27
3.3. ZAVAROVAJE IN PODPORA.....	29
3.3.1. PODPORA SPONZORJEV	29
3.3.2. PODPORA DRŽAVE GOSTITELJICE PROJEKTA	31
4. PROJEKTHNO FINANCIRANJE V PRAKSI.....	32
4.1. PRIMER PROJEKTHNEGA FINANCIRANJA Z VIDIKA BANKE	32
4.1.1. OPIS PROJEKTA	32
4.1.2. BANKA KOT KREDITODAJALEC	34

4.1.2.1. OKVIRNA PONUDBA	34
4.1.2.2. ANALIZA ZASLUŽKOV.....	35
4.1.2.3. ODOBRAVANJE KREDITA	36
4.1.2.4. VRSTA KREDITA IN VRAČILO KREDITA.....	37
4.1.2.5. PROJEKCIJA DENARNIH TOKOV.....	37
4.1.2.6. USTREZNOST ZAVAROVANJA	39
4.1.2.7. ANALIZA TVEGANJ	40
4.1.2.8. MNENJE UPRAVLJALCA S TVEGANJI	40

<u>SKLEP.....</u>	42
--------------------------	-----------

<u>LITERATURA IN VIRI.....</u>	44
---------------------------------------	-----------

PRILOGA

PRILOGA 1: ODLOČITVENI PROCES ZA IZBIRO FINANČNE STRATEGIJE NEKEGA PROJEKTA ..	1
PRILOGA 2: POGODBENA STRUKTURA PROJEKTA.....	2
PRILOGA 3: OBLIKE OZ. SKUPINE ZAVAROVANJ	6
PRILOGA 4: KREDITNI POGOJI ZA FINANCIRANJE PROJEKTA »MULTIKINO KOMPLEKS«.....	8
PRILOGA 5: PROJEKCIJA DENARNIH TOKOV-OSNOVNI PRIMER.....	10
PRILOGA 6: PROJEKCIJA DENARNIH TOKOV-PESIMISTIČNI PRIMER	12
PRILOGA 7: PROJEKCIJA DENARNIH TOKOV-REALNI SCENARIJ	14
PRILOGA 8: PROJEKCIJA DENARNIH TOKOV- PRAG DONOSNOSTI	16
PRILOGA 8: SLOVAR TUJIH IZRAZOV	18

UVOD

Podjetja se odločijo za projektno financiranje v primeru kapitalno intenzivnih projektov, na primer v primerih financiranja infrastrukture (cestninske ceste, letališča in tuneli, čistilne naprave itd.), energetike (elektrarne, alternativni energetski projekti itd.) in industrijskih projektov (postavitve in delovanje telekomunikacijskih projektov, obdelava surovin itd.). Cilj je, da se zagotovi samostojna gospodarska investicija, ki je zmožna preživeti v okviru posebne za projekt ustanovljene organizacijske enote z lastno pravno podobo, ki se imenuje projektna družba (ang. special purpose vehicle). Bistvo tovrstnega financiranja je, da je edini indikator za povračilo kredita denarni tok projekta, ki mora zadostovati za poravnavo vseh nastalih obveznosti, tako lastniških kot dolžniških. Sredstva projekta pa služijo le zavarovalnemu namenu.

Projektno financiranje zahteva, da se najprej definirajo vsi potrebni udeleženci v nekem projektu ter se tudi uredijo njihovi pogodbeni odnosi na način, ki je za projekt najbolj koristen in uporaben. Udeleženci ter njihove naloge v projektnem financiranju so predstavljeni v prvem delu naloge in se od projekta do projekta lahko razlikujejo.

Za organizacijo projektnega financiranja je potrebna tudi primerna finančna struktura. Načini financiranja projekta so predstavljeni v drugem delu diplome. Investitorji lastniškega kapitala se za financiranje projekta odločijo le v primeru, ko podjetje na dolgi rok ustvarja tolikšen dobiček, ki zadošča za poplačilo vseh nastalih stroškov, servisiranja dolga ter za izplačilo dividend. Kreditodajalci, kot so banke, projektno financiranje podpirajo v primeru, ko je pričakovani denarni tok projekta pozitiven, kreditno tveganje sprejemljivo in obvladljivo ter v primeru ustreznega zavarovanja.

Tveganja, povezana z realizacijo nekega projekta, se v primeru projektnega financiranja razdelijo med vse udeležence v projektu. V tretjem delu naloge so tako predstavljena možna tveganja v projektu glede na fazo projekta ter nekatere možnosti zmanjšanja le-teh. Edino tveganje, ki ga banka lahko prevzame, pa je kreditno tveganje. Ker so tovrstni projekti ponavadi finančno zahtevni, ena banka sama težko odobri tako visoke izpostavljenosti. V teh primerih se podjetja financirajo s sindiciranimi posojili, ki omogočijo, da se znesek posojila projektnemu podjetju poveča, zmanjša pa se kreditno tveganje ene banke, saj se le-to razdeli na več bank. Za zavarovanje banka največkrat sprejme prvovrstno hipoteko nad nepremičnino ter si zagotovi še dodatno podporo s strani delničarjev projektne družbe.

Študija primera, opisana v zadnjem delu, temelji na primeru iz slovenskega gospodarskega prostora. Gre za projektno financiranje, ki se financira s pomočjo sindiciranega posojila, ki ga nudita dve banki. Napisana je z vidika ene, ki financira polovični znesek celotnega kredita ter ni agent.

1. OSNOVE PROJEKTHNIH FINANC

1.1. DEFINICIJA PROJEKTHNIH FINANC

Sama definicija projektnega financiranja pravi, da gre za financiranje nekega premoženja, sredstva ali aktive (ang. asset), pri katerem se kreditodajalec osredotoči predvsem na denarni tok, izhajajoč iz projekta kot na vir povračila posojila. Zavarovanje za financiranje izhaja iz materialnega in nematerialnega premoženja projektne družbe. Sponzorji projekta¹ lahko ne prevzamejo jamstva ali ga prevzamejo le omejeno. Tako financiranje poteka izven bilanc stanja sponzorjev. Kreditodajalec tako nima nobenega ali pa le omejen pristop do sponzorjev projekta (Projektfinanzierung-innovative Strukturen und bewährte Modelle, 2003, str. 5). Vidimo, da obstajata dva tipa projektnih financ:

- brez povračila (ang. non-recourse);
- z omejenim povračilom (ang. limited recourse).

Klavzula brez povračila pomeni, da kreditodajalci (banke) in vlagatelji lastniškega kapitala nimajo do sponzorjev projekta nobenih direktnih pravic od njih zahtevati posebna jamstva, kar pa je običajno v primeru klasičnega načina financiranja.

Klavzula z omejenim povračilom pomeni, da imajo kreditodajalci (banke) to prednost, da so deležni podpore zunaj projekta. Če projekt ne uspe, so tako upravičeni do sredstev projektne družbe (ki se obnaša kot kreditodajalec), saj so zavarovani s pogodbo. Kreditna dokumentacija vsebuje zahteve o učinkovitosti projekta ter o ustreznem poplačilu kredita. Sponzorji in delničarji tako jamčijo s svojimi vložki v projekt. To jamstvo je neke vrste garancija za dokončanje projekta v konstrukcijski oziroma začetni fazi. Ta struktura projektnega financiranja bo posojilodajalcem, ki imajo pravico do poplačila od sponzorjev in delničarjev, zagotovila podporo za učinkovitost in plačniške obveznosti s pomočjo pogodbe (Terry, 2002 str. 269). Tako ima v praksi večina projektov to obliko projektnega financiranja, saj se tu tveganja razdelijo med različne udeležence v projektu.

Poznamo dva načina, kako doseči projektno financiranje z omejenim pristopom (Terry, 2002, str. 272):

- s segregacijo (izločitvijo projekta iz celote) projekta v projektno družbo oziroma podjetje in
- s pogodbo, ponavadi kreditno pogodbo, ki upravlja financiranje projekta, ki je ponavadi del večje korporacije.

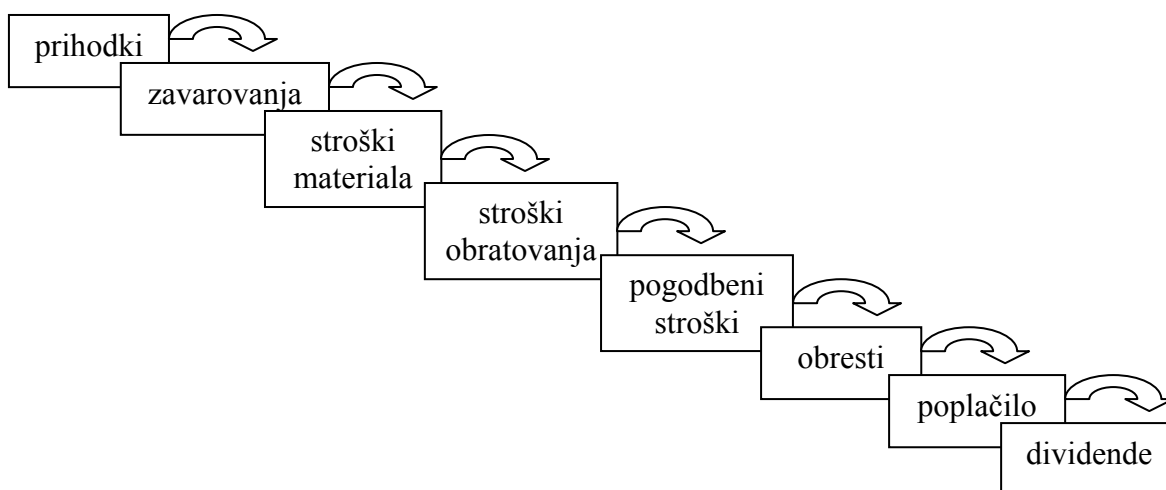
Prvi način je bolj učinkovit, vendar pa je njegova uveljavitev v praksi odvisna od tega, ali zakon to dopušča. Bolj kot je nek projekt kompleksen, tako tehnološko kot tudi

¹ Udeleženci v projektnem financiranju so podrobneje predstavljeni v točki 1.4., med katerimi je tudi podrobneje razloženo, kdo je sponzor projekta in kaj je njegova naloga.

ekonomsko, tem bolj smiselno je, da se ustanovi projektna družba, kar pomeni, da se tveganje razprši na več projektnih partnerjev. Ponavadi so projekti tako veliki in finančno zahtevni, da prekoračijo vse finančne možnosti podjetja in je podjetje prisiljeno v projektno financiranje. Pogodbena omejitev povračila pa je bolj zapletena zaradi same zasnovne finančnih dokumentov in je lahko manj učinkovita v izoliranju tveganja.

Ponavadi podjetniki in bodoči sponzorji projekta zagotovijo večji del kapitala, lastniškega kapitala, medtem ko sindikat komercialnih bank zagotovi dolžniški kapital. Projektno financiranje je tako financiranje, ki je usmerjeno v denarni tok, nastal v določenem projektu, in investitorji tako pričakujejo pozitivni denarni tok, ki bo poplačal vse dane kredite. Zato je pomembna pravilna in točna ocenitev tveganja, ki je iztočnica za podelitev kredita. Pri ocenitvi tveganja nosijo upravljalci tveganja (ang. risk manager) v bankah veliko odgovornost. Denarni tokovi se najprej po principu slapa razporedijo za pokritje vseh stroškov, nastalih pri neki projektni dejavnosti. Vrstni red uporabe prigrisposodarjenih prihodkov je prikazan na spodnji skici.

Slika 1: Uporaba prigrisposodarjenih prihodkov projekta po »principu slapa«



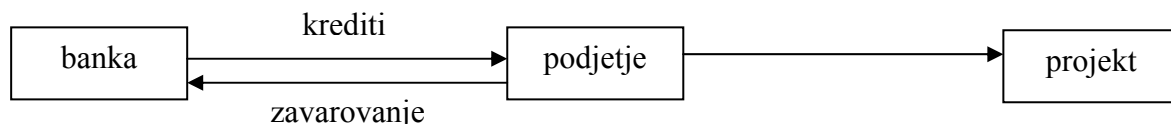
Vir: Projektfinanzierung-innovative Strukturen und bewaehrte Modelle, 2003, str. 9.

1.2. RAZLIKA MED PROJEKTNIM IN PODJENIŠKIM FINANCIRANJEM

Pri klasičnem podjetniškem financiranju (»on-balance sheet financing«) ostane kreditni odnos neposredno med podjetjem in banko. Financiranje pa se odrazi na pasivi bilance stanja podjetja, ki je vzelo kredit. Pri tej vrsti financiranja banka navadno zahteva veliko informacij o finančnem stanju podjetja (premoženje, denarni tokovi, uspešnost poslovanja itd.), kar ji omogoči lažjo ocenitev kreditnih tveganj in omogoči bonitetni službi, da določi kreditno sposobnost podjetja (Krog, 2000/2001, str.13). Podjetje oziroma sponzor za vračilo obveznosti odgovarja s svojim celotnim premoženjem. Tveganja ne nosi projekt sam. Če projekt propade, je banka z različnimi vrstami zavarovanj zaščitena pred možnim neplačilom posojila. Če je podjetje zmožno poslovati dalje v primeru propada projekta, je

odvisno od splošnega finančnega stanja podjetja. Spodaj je predstavljena skica primera podjetniškega financiranja.

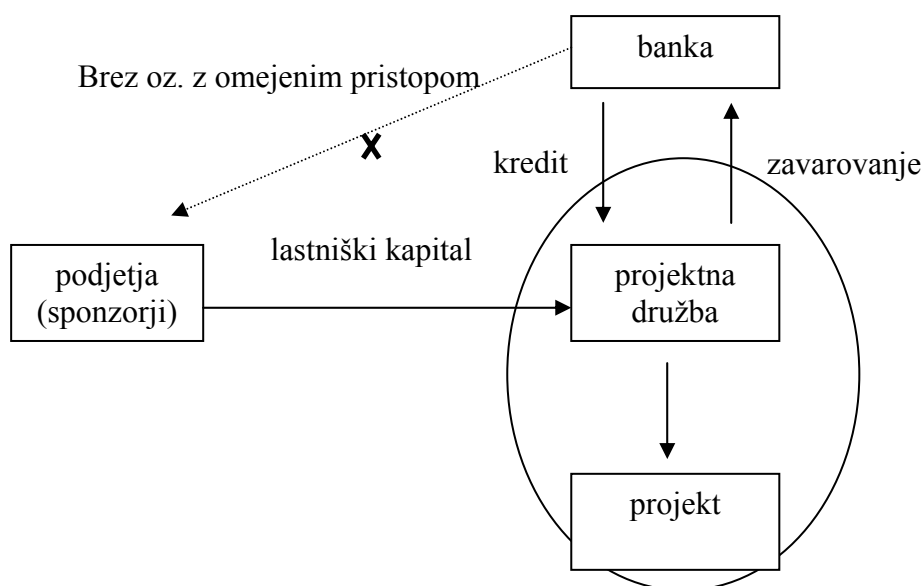
Slika 2: Klasičen način financiranja



Vir: Projektfinanzierung-innovative Strukturen und bewaehrte Modelle, 2003, str. 3.

Pri projektnem financiranju („off-balance sheet financing“) se sklene finančni dogovor med banko in projektno družbo. Financiranje se tako izvrši izven balance stanja sponzorjev projekta. Sponzorji projekta tako za financiranje ne jamčijo ali jamčijo le omejeno. Projektno financiranje nosi v primerjavi s podjetniškim financiranjem bistveno večje začetno tveganje. Vprašati se moramo, ali se bodo upravljalci projekta sposobni držati investicijskega načrta in ga izpolniti v določenem roku in v okviru predvidenega proračuna za določen projekt. Spodaj je predstavljena skica primera projektnega financiranja.

Slika 3: Projektno financiranje



Vir: Projektfinanzierung-innovative Strukturen und bewaehrte Modelle, 2003, st. 3.

Tabela 1: Primerjava med projektnim in podjetniškim financiranjem

Projektno financiranje	Podjetniško financiranje
Ekonomsko samostojen, vase zaprt investicijski projekt.	Investicijski projekt je močno integriran v podjetniško dejavnost.
Posojilo temelji na denarnem toku: glavni vir kredita je bodoči, operativni in trajajoč denarni tok projekta. Zato tudi pride do omejitev glede uporabe izposojenega denarja.	Kredit je podan na osnovi celotne podjetniške dejavnosti in ne direktno glede na specifično investicijo. Managerji imajo ponavadi proste roke, kar se tiče nadaljnje uporabe denarnega toka.
Omejeno povračilo (ang. limited recourse): projektna družba funkcionira enako kot dolžnik.	Popolno povračilo (ang. full recourse): je obstoječe, povezovalno podjetje in je zavezano holdingu.
Delitev tveganja med pogodbenimi strankami (sponzorji, banke, konstruktorji, upravljalci, kupci, država ...)	Ponavadi dolžnik in/ali holding nosi celotno tveganje.
Zavarovanje kredita s sredstvi projekta in tudi s projektno družbo.	Zavarovanje kredita s sredstvi celotnega podjetja.
Kreditna analiza je usmerjena v prihodnost.	Kreditna analiza je usmerjena v preteklost in sedanjost.
Tipično za panoge: energetika, transport, telekomunikacije, obdelovalna industrija.	Ni vezano na nobeno panogo.

Vir: Corporate finance, Training Course, 2003.

1.3. RAZLOGI ZA PROJEKTNO FINANCIRANJE²

Projektno financiranje je dražje kot konvencionalno financiranje predvsem zaradi spodaj naštetih razlogov:

1. časa, ki ga posojilodajalci, njihovi tehnični eksperti in odvetniki porabijo pri oceni projekta in pri posredovanju dokumentacije, ki je ponavadi zelo kompleksna;
2. povečanega zavarovalnega kritja, izjemne posledične izgube in pokritja političnega tveganja, to zavarovanje pa je ponavadi zahtevano;
3. stroškov upravljanja kredita v življenjski dobi projekta in
4. dodatnega zaračunavanja s strani upnikov in možno tudi s strani drugih strank zaradi predvidenega dodatnega tveganja.

Prednosti za dolžnika morajo biti izredno tehtne, da stroške projektnih financ kompenzirajo in se nato odločijo za tovrsten način financiranja projekta in ne za konvencionalen način financiranja. Razlogi so naslednji: delitev tveganja, računovodski postopki, politično tveganje, omejitve pri zadolževanju in davčne koristi.

² Celotno poglavje je povzeto po Chance, 1991, str. 4-6.

Delitev tveganja je najbolj močen motiv za izposojanje z omejenim povračilom. Komercialne banke so pokazale interes za prevzem projektnega tveganja, zato so se sponzorji odločili za ta način financiranja. To je pomemben faktor, če je kreditojemalec majhen glede na velikost projekta. Če se projekt zaradi predvidevanih tveganj kreditodajalca ne uresniči, tako kreditojemalci ali sponzorji ne morejo bankrotirati.

Bolj konvencionalne oblike posojanja imajo lahko večji negativni **učinek na sponzorjevo bilanco stanja** kot pa tehnike, ki se uporabijo v primeru projektnega financiranja. To drži zlasti v primeru financiranja brez povračila.

Obveznosti sponzorjev v primeru »vzemi ali plačaj« sporazumov (ang. take-or-pay agreements) ali drugih sporazumov se vedno ne pojavijo kot take v bilanci stanja ali kot opomba v izkazih.

Če kreditodajalec investira veliko denarja v tujino, se seveda želi zavarovati pred različnimi **političnimi tveganji**, kot so cenovna regulacija, davkarija, ovire pri izvozu in uvozu, dajanje prednosti konkurentu, razlašanje nacionalnosti itd. Zavaruje se na način, da tveganje prevale na banko. Banke iščejo možnosti, da se zavarujejo pred tovrstnimi tveganji ter tako od države gostiteljice zahtevajo jamstvo.

Obstoj **davčnih olajšav** za kapitalske izdatke in davčne počitnice za nova podjetja da spodbudo kreditojemalcem, da se odločijo za projektno financiranje. Da lahko izkoristimo davčne počitnice,³ je nujno, da ustanovimo projektno družbo v relevantni jurisdikciji. Ta družba bo tako kreditojemalec in vsa sredstva projekta so izolirana v tej družbi.

Določila in pogoji obstoječega dolga lahko porajajo **omejitve glede naraščajočega dolga**. Včasih se lahko projekt nadaljuje le z obveznim zmanjšanjem finančnega vzvoda⁴, da izgleda lastniški vložek bolj zanimiv. Če ima sponzor restrikcije glede zadolževanja v kreditni dokumentaciji, bo nujno ali pa vsaj zaželeno, da se pri financiranju te omejitve ne bodo kršile.

1.4. UDELEŽENCI V PROJEKTNEM FINANCIRANJU

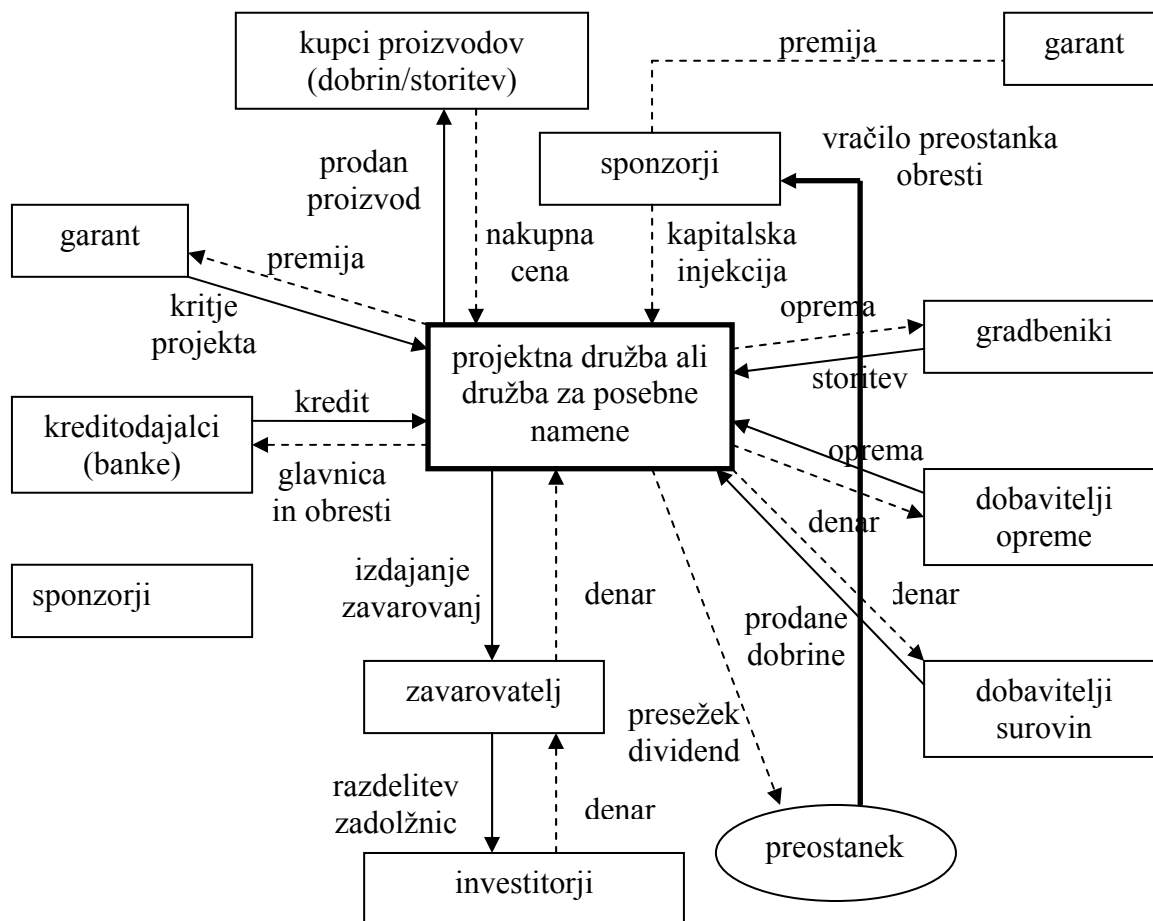
Projektna struktura zahteva institucionalno sodelovanje. Možni udeleženci so vsi tisti, ki pridejo na kakršenkoli način v stik s projektom ali imajo različne interese v projektu. Udeleženci, ki nastopajo v projektnem financiranju, so osnovni element projektnega financiranja. Pri nekem projektnem financiranju lahko nastopa različno število

³ Davčne počitnice so obdobja delnih ali popolnih davčnih oprostitev, npr. za nova podjetja, za podjetja, ki so v velikih investicijah.

⁴ Finančni vzvod je razmerje med lastniškim in upniškim kapitalom in kaže stopnjo zadolženosti podjetja. Visok finančni vzvod pomeni velik delež upniškega kapitala v primerjavi z lastniškim.

udeležencev, od projekta do projekta pa je odvisno, kateri nastopajo. Najpomembnejši so: sponzorji, projektna družba, država in njene agencije, kreditodajalci ali upniki, razni dobavitelji, gradbeni izvajalci, tehnični strokovnjaki, finančni svetovalci, upravljalci projekta, investitorji, posredniki, kupci, agencije za ocenjevanje tveganj, pravniki in še bi lahko naštevali. Nekateri udeleženci so obvezni pri vsakem projektnem financiranju, drugi so specifični od projekta do projekta.

Slika 4: Udeleženci v projektnem financiranju in odnosi med njimi



Vir: Project finance & Commodity finance, 2003, str. 3.

1.4.1. Projektna družba

Sponzor, ki je ponavadi ustanovitelj projekta, tudi ustanovi posebno podjetje s posebnim namenom, ki se imenuje projektna družba ali družba za posebne namene (ang. special purpose vehicle - SPV). Glavna naloga te družbe je, da stremi k dejanski izvedbi projekta. Projektna družba se ustanovi izključno zaradi izvedbe določenega projekta in je ključen element v shemi udeležencev v projektnem financiranju. Ko se določen projekt izvede in zaključi, se tudi projektna družba ukine. Ta družba je tako kreditojemalec.

Pri tipičnem projektnem financiranju sponzorji projekta ustanovijo projektno podjetje kot družbo ali pa kot korporacijo. To projektno podjetje je pravni lastnik vseh sredstev projekta in je ponavadi pravno odgovorno za poplačilo vseh financ, ki so bile porabljene za konstrukcijo in upravljanje projekta. V veliko primerih ima projektno podjetje vnaprej predpostavljeno življenjsko dobo oziroma dobo obstoja. Zaradi velikosti in kompleksnosti večine projektov, za katere pridejo projektne finance v obzir, ponavadi sodeluje več sponzorjev in je en sponzor prava redkost. Različni sponzorji se izberejo zato, da se dosežejo sinergije koristi. Ponavadi to vključuje kombinacijo finančnih, operativnih in konstrukcijskih izvedencev oziroma ekspertov. Zaradi dejstva, da potrebujemo za izvedbo projekta ponavadi več lastnikov, mora biti projektno podjetje ustanovljeno kot družba ali kot »joint venture«⁵, kjer so obveznosti in dolžnosti sponzorjev pravno določene in razjasnjene. Vsaka od teh struktur ima svoje koristi in stroške, ki nato vplivajo na sponzorjevo odločitev. V nadaljevanju so predstavljene glavne razlike (Nevitt, 1980, str. 65).

➤ *Delniška družba:*

- družbeniki so odgovorni za obveznosti, nastale v projektni družbi;
- delniška družba ima določene davčne koristi, kot na primer ta, da se davki na dobiček ne plačujejo na ravni projektnega podjetja;
- družabniki lahko tožijo drug drugega le na osnovi sporazuma o družabništvu;
- sponzorji lahko ustanovijo podružnice, ki so normalno kapitalizirane, nato vstopijo v delniško družbo, s tem pa se zmanjšajo obveznosti in prav tako uživajo davčne koristi.

➤ *Skupno vlaganje (angf. joint venture):*

- obveznosti sponzorjev so omejene glede na njihov investicijski vložek;
- podobne davčne koristi kot v primeru delniške družbe;
- sponzorji lahko tožijo drug drugega zaradi kršenja pogodbe;
- vsak sponzor ima neko zanimanje v projektu kot zakupnik;
- ponavadi težje pridejo do potrebnih financ. Finance pridobijo skozi dodatne strukture ("leasing podjetja" se vrinejo med ostale sporazume);
- skupno vlaganje ima ponavadi omejeno življenjsko dobo, ki je odvisna od narave projekta.

1.4.2. Sponzorji projekta

Vsak projekt ima neke pobudnike. To so glavni povpraševalci po projektu in so hkrati nosilci projektne družbe ter se imenujejo sponzorji projekta. Naloga sponzorja je, da v projekt vloži lastniški kapital, ki je tudi glavni vir lastniškega financiranja. Lastniški

⁵ "Joint venture" je način lastniškega financiranja, v katerem kreditodajalci zberejo potrebna sredstva, projektna družba pa prispeva strokovno znanje. Oba udeleženca nato postaneta partnerja v projektu, saj gre v

kapital sponzorjev in ostalih investitorjev, seveda lastniških, predstavlja tvegani kapital. Tveganje sponzorjev je ponavadi omejeno le na vloženi kapital. Financiranje preko sponzorjev je izven bilančnega financiranja in tako ne vpliva na njihovo kreditno sposobnost.

Poleg tega pa morajo sponzorji tudi vsebinsko podpirati projekt. Pripravijo načrtovanje in izdelavo projekta in imajo tudi znaten delež v kasnejši dejavnosti, če nalog ne predajo bolj kvalificiranemu managementu projektne družbe, ki ga sami določijo.

Sponzor je ponavadi neko podjetje, ki ustanovi določen projekt, lahko pa je sponzor tudi konzorcij zainteresiranih oseb, kot so dobavitelji opreme, dobavitelji surovin, gradbena podjetja ali pa končni uporabniki proizvoda ali storitve, ki je bistvo projekta itd. Število sponzorjev je vezano na velikost projekta, večji je projekt, več je sponzorjev. Sami sponzorji imajo lahko tudi le posreden interes v projektu in so lahko le lastniki zemlje, po kateri bodo tekale na primer nove prometne zveze, in ti tudi pričakujejo, da se bo vrednost njihove zemlje s tem povečala. Vlogo sponzorja lahko prevzame tudi država gostiteljica projekta. V večini primerov vlada gostiteljica ne sodeluje direktno v projektne financiranju kot dolžnik ali kot lastnik projektne družbe. Ponavadi ima nepristranski interes preko agencije ali pa je glavni odjemalec proizvoda ali storitve, ki je predmet projektne financiranja.

1.4.3. Kreditodajalci ali upniki

Nek projekt se ne more izvesti brez ustreznega financerja, zato je namen vključitve kreditodajalcev v projekt, da se zagotovi dodatni kapital. Kot kreditodajalci tako nastopajo banke, komercialne kot tudi investicijske, in imajo dve vlogi. V prvi nastopajo kot financerji, ko podjetju odobrijo kredit, v drugi pa kot finančni posredniki, ko izdajajo vrednostne papirje. Zaradi povpraševanja po financah pridejo kot financerji v obzir le velike banke, banke za razvoj in ostali državni ali naddržavni instituti. Te se ponavadi združijo v kreditni konzorcij. Ponavadi je za večje internacionalne projekte potrebno obsežno refinanciranje, ki ponavadi poteka v obliki sindiciranja na tako imenovanem Eurodolar⁶ trgu po variabilnih obrestih in z rokom odplačevanja kredita do 20 let. Gre za tako imenovane revolver kredite v drugi valuti, kot je valuta države, v kateri ima banka sedež. Poleg financiranja pa ponavadi financerji prevzamejo tudi vlogo finančnega svetovalca, kar zadeva davčna in pravna vprašanja.

Kot kreditodajalci pa lahko poleg bank nastopajo tudi komercialne finančne družbe, investicijske družbe, izvozno kreditne družbe, zakupna podjetja (»leasing« podjetja), institucionalni investitorji (zavarovalnic in pokojninski skladi) ter posamezniki.

tem primeru za skupno vlaganje.

⁶ Eurodollar je deposit, denominiran v USD v bankah izven ZDA.

Kreditodajalci vedno zahtevajo od sponzorjev, vlade in njenih institucij garancije ali jamstva, saj se s tem zavarujejo v največji možni meri. Sponzorji, kot glavni lastniški investitorji, so seveda odgovorni za uspešnost projekta, saj se zavedajo, da v primeru neuspeha projekta sami svoje vloške izgubijo. Zaradi tega dejstva kreditodajalci v sponzorjih vidijo varnost za svoja posojila in jim tako ne dovolijo, da bi izstopili iz projekta, kadar bi pač hoteli.

Cilji komercialnih bank v projektnem financiranju (Vinter, 1995, str. 4):

- ustvarjanje dobička: ti dobički se ustvarjajo na podlagi posojanja z atraktivnimi maržami in po visokih pristojbinah za sporazum;
- prevzemanje le merljivega ali že izmerjenega tveganja: banke bodo financirale nek projekt le v primeru pravočasnega in ustreznega pregleda;
- nadzor nad glavnimi projektnimi odločitvam: ta nadzor je ponavadi izvršen preko omejevalnih zahtev v kreditnem sporazumu;
- prevzem nadzora nad projektom, takoj ko se pojavijo nepravilnosti.

1.4.4. Država in njene agencije

Velikokrat je tudi država gostiteljica projekta na nek način povezana s projektom. Bolj kot je politično stanje neke države nestabilno, večji mora biti lastni interes države glede temeljite izvedbe projekta, da ne bi kasneje prišlo do administrativnih ukrepov, ki bi utegnili dokončno izpeljavo projekta onemogočiti. Vlada pogosto uporabi pristop, ki dovoli privatnemu sektorju, da delno vstopi na trg in zagotavlja javne storitve na pogodbeni ravni. Pristop »izgradi-upravljaj-prenesi (ang.built-operate-transfer), v nadaljevanju BOT, se uporablja predvsem pri izgradnji infrastrukture, kot so пристanišča ali cestninske ceste. Sponzorji projekta zagotovijo potrebne finance v obliki lastniškega in dolžniškega kapitala, potem pa zgradijo, opremijo, upravljajo ter vzdržujejo bistvo projekta, vključno z zbiranjem dohodkov. Po določenem obdobju, ko projekt deluje po pričakovanjih, ko prihodki od prodaje storitve ali proizvoda pokrijejo servisiranje dolga in stroške obratovanja, potem je projekt v polnem obratovanju in takrat se koncesijsko obdobje izteče. Takrat se lastništvo projekta prenese nazaj na državo ali pristojno javno oblast. Trajanje koncesijskega obdobja mora biti dovolj dolgo, da privatni sektor dobi komercialno zanimiv dohodek za njihov investicijski vložek.

Država lahko v projektnem financiranju opravlja dve različni vlogi:

- aktivna vloga: država kot udeleženec pri financiranju (sponzor) ali kot javno podjetje,
- pasivna vloga: država kot regulator.

Država kot udeleženec pri financiranju obstaja kot izdajatelj obveznic na kapitalskem trgu, kot kreditojemalec, preko lastniškega kapitala pa je udeležena z izdajanjem delnic. Velikokrat pa je udeležena tudi v obliki regulatorja z izdajanjem relevantnih koncesij ali

operativnih licenc, davčnih koristi. Pomembna pa je tudi v primeru zavezujočega odjema proizvodov in storitev, ki so bistvo projekta.

1.4.5. Finančni svetovalci

Finančni svetovalec ni nujni udeleženec v projektu in je tako njegova udeležba v projektu odvisna od projekta samega. Velikokrat pa je pomoč svetovalcev nujno potrebna. Finančni svetovalci tako poiščejo strokovno znanje v državi, kjer je projekt lociran, in prevzamejo tudi komunikacijo s projektno družbo. Svetovalec je lahko tudi kreditodajalec, vendar ta odločitev vsebuje potencialni konflikt glede interesov obeh. Svetovalec bo pripravil vse potrebne informacije za projekt, kot je ekonomska izvedljivost projekta, bazirana na predvidevanjih, ki zadevajo stroške projekta, tržne cene in povpraševanje, menjalni tečaj ter profil sponzorjev projekta. Vendar pa bo le redko kdaj akceptiral odgovornost zanj. Zato se v funkciji finančnega svetovalca najpogosteje pojavijo udeleženci, katerih edina naloga je ureditev financiranja projekta. Največkrat so tako finančni svetovalci komercialne banke ali pa velike finančne družbe.

Karakteristike, ki so zaželeni pri izbiri finančnega svetovalca: znanje in informacije o predmetu oz. bistvu projekta, tehnične izkušnje, poznavanje državnih tveganj, sposobnost prevzeti jamstvo za dolg (to lahko naredijo komercialne banke), ugled itd.

1.4.6. Dobavitelji surovine in tehnologije ter različni izvajalci

Odnos med dobavitelji, izvajalci in projektno družbo mora biti usklajen, da lahko projekt nemoteno poteka. Za nemoteno delovanje projekta je pomemben predvsem stalen dotok surovin in potrebna tehnologija ter pravočasna izgradnja projekta. Za dosego želenih ciljev so potrebne vsebinsko ustrezne gradbene pogodbe in pogodbe z dobavitelji.

1.4.7. Odvetniki

Kompleksnost dokumentacije za nek projekt zahteva izkušene odvetnike. Pomembna so predvsem pravna mnenja pri porokih. Za to delo so ponavadi zadolženi glavni odvetniki v bankah upnicah. Priporočeno je, da se odvetnike vključi v zgodnjih fazah projekta, da se zagotovi pravilna in zadostna ekonomska struktura financiranja. Odvetniki so zadolženi tudi za potrebne pogovore glede zavarovanj in za ugotavljanje davčne ali katerekoli druge prednosti.

2. ORGANIZACIJA PROJEKTHNIH FINANC

2.1. FINANČNA STRUKTURA PROJEKTA

Viri financiranja nekega projekta so lahko različni in tudi kombiniranje različnih virov financiranja se lahko od projekta do projekta razlikuje. Nek projekt je lahko popolnoma privatno financiran ali pa popolnoma dolžniško financiran ali pa se financira s pomočjo mešanega kapitala. Kapital v projekt prispevajo:

- različni sponzorji s pomočjo lastniškega kapitala,
- banke, institucionalni investitorji in zakupna podjetja,
- različne svetovne organizacije, kot je na primer IBRD, IFC, EBRD²⁷ itd.

Projektno financiranje je dostopno za večje projekte. V večini primerov projektne financiranja bodo kreditodajalci zagotovili dolg v višini 80% celotnega kreditnega aranžmaja in bodo sprejeli shemo odplačila dolga v obdobju od 8 do 15 let (Obtaining project finance, 2004, str. 7-7). Glavna prednost projektne financiranja je ta, da pridobijo finančna sredstva, ne da bi se odpovedali kontroli nad lastništvom.

Kreditodajalci in investitorji ponavadi ocenijo finančno moč potencialnega projekta s pomočjo naslednjih dveh kazalcev:

- *Koeficient servisiranja dolga - DSCR* (ang. debt service cover ratio): je razmerje med finančnimi obveznostmi podjetja in sposobnostjo servisiranja le-teh, ponavadi računano na letni ravni.

$$DSCR = \frac{CF_t}{S_t}$$

CF... denarni tok (pred servisiranjem dolga) v časovnem obdobju t

S... servisiranje dolga v časovnem obdobju t (obresti ter glavnica)

- *Donosnost lastniškega kapitala - ROE* (ang. return on equity):

$$ROE = \frac{CF_t}{E}$$

²⁷ IBRD (International Bank for Reconstruction and Development) je Svetovna banka za obnovo in razvoj. Zagotavlja posojila in razvojno pomoč manj razvitim in nerazvitim državam ter izboljšuje kvaliteto načrtovanja projektov ter splošno ekonomsko politiko države.

IFC (International Finance Corporation) je Mednarodna finančna korporacija, ki skrbi za pospešeno ustanavljanje zasebnih podjetij v državah članicah, predvsem v državah v razvoju (Kumar, 2000, str. 6).

EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) je Evropska banka za obnovo in razvoj. Več o financiranju projektov s strani te banke je predstavljeno v nadaljevanju.

CF... denarni tok (po servisiranju dolga) v časovnem obdobju t

E... lastniški kapital

ROE nam prikazuje donosnost lastnikov bančnega kapitala. Banke in ostali kreditodajalci dajejo prednost ROE na ravni od 12% do 18% za večino projektov. Zunanji investitorji pa pričakujejo ROE na ravni od 15% do 20% ali več (Obtaining project finance, 2004, str. 7-1).

V nadaljevanju bodo podrobneje predstavljeni trije različni načini financiranja projekta, ki pa lahko služijo financiranju tudi v mešani obliki. Ko za neko podjetje ugotovijo, da ima pozitivno neto sedanjo vrednost in ima nekaj lastniškega kapitala, se nato v nadaljevanju odločijo za pridobitev dodatnih finančnih sredstev. Katerih finančnih sredstev se poslužijo za financiranje nekega projekta, je odvisno od mnogih dejavnikov. V prilogi številka 1 je predstavljen odločitveni proces za izbiro finančne strategije nekega projekta.

2.1.1. Lastniško financiranje

Lastniški kapital zagotovijo različni investitorji z vplačilom delnic, bodisi navadnih bodisi prednostnih³⁸. Vplačila potekajo najpogosteje preko javne izdaje delnic na domačem ali pa na mednarodnem trgu kapitala. Lastniški kapital je kapital, ki ustvarja lastništvo v projektu. Ta kapital je dražji od dolžniškega kapitala zaradi dejstva, da morajo investitorji lastniškega kapitala nase prevzeti večje tveganje kot pa tisti, ki posojajo kapital. Imetniki delnic podjetja dobivajo donose v obliki dividend ali v obliki kapitalskih dobičkov oziroma izgub na osnovi čistega letnega dobička podjetja. Le-ti prevzamejo tudi tveganje, da se donos v obliki dividend ne bo izplačal, če bo podjetje poslovalo z izgubo. Največja prednost financiranja z lastniškim kapitalom je ta, da je tovrstno financiranje lahko dostopno vsem, največja pomanjkljivost pa so, kot že rečeno, veliki stroški.

Da podjetja pridobijo lastniški kapital, morajo seveda motivirati investitorje, da vplačajo delnice. Glavni motivacijski dejavnik je, da so možnosti za doseganje donosa na lastniški kapital neomejene.

Pomembna prednost lastniškega kapitala se odraža tudi v dolgoročnem interesu investitorjev v projektu. Le-ta zagotavlja, da sponzorji določenega projekta ne opustijo pri prvih opaznih problemih, pač pa ga izpeljejo do konca. Če bi določen projekt predčasno opustili, bi seveda preveč izgubili. To dejstvo pa daje varnost tudi kreditodajalcem oziroma bankam, saj le-ti lažje kreditirajo projekt, če določen lastniški kapital že obstaja oziroma

³⁸ Prednostne delnice združujejo značilnosti dolžniškega in lastniškega kapitala. To se odrazi v primeru likvidacije podjetja. Investitorji so tako upravičeni do povračila izplačila dividend, če le-te prej niso bile izplačane itd.

če se zavedajo, da obstaja interes investitorjev za projekt in da se ta interes tudi ohranja do zapadlosti kredita. Lastniški kapital zmanjšuje tveganje projekta, saj manjši kot je delež dolga v strukturi kapitala, manjše je tveganje za kreditodajalce. Če pa sponzorji ponudijo različne garancije ali jamstva s strani tretjih oseb, so posojilodajalci oziroma banke pripravljeni ponuditi tudi večji delež dolžniškega kapitala kot običajno (Gazvoda, 2001, str. 21).

2.1.2. Dolžniško financiranje

2.1.2.1. Bančni dolg

V večini primerov izvedba projekta sloni oziroma zavisi od dolžniškega financiranja, ker je cenejši od lastniškega financiranja. Kot že omenjeno, se projektne finance v splošnem razlikujejo v tem, ali gre za omejen ali neomejen pristop sponzorja glede poplačila. Tako je dolžniški dolg podprt izključno z lastniškimi vložki sponzorjev v projekt in z denarnim tokom in aktivo projekta samega (Kaiser, 1996, str. 159).

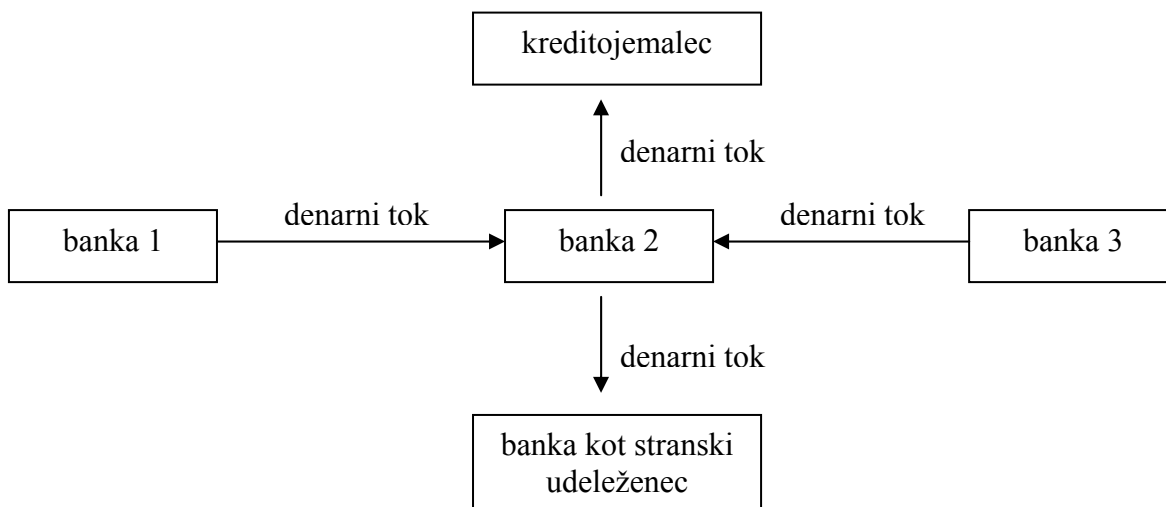
Tako pri dolžniškem financiranju prevladujejo zlasti bančni krediti, ki jih v večini primerov zasledimo v obliki sindiciranih posojil. Zaradi kompleksnosti in velikosti tovrstnih projektov je ponavadi nujno, da se projektni dolg zagotovi prav s pomočjo sindiciranja. Nekaj velikih bank ima posebne oddelke, ki so specializirani v projektne financiranja in imajo veliko znanja o različnih tveganjih in so tako sposobni zagotoviti sredstva po nižjih stroških kot pa banke, ki so neizkušene na tem področju. Bančni dolg na splošno vključuje vnaprej določeno izvršitev, meje ter omejevalne sporazume. Dodatno pa banke skrbno nadzorujejo projektno podjetje, da zagotovijo, da se držijo sporazumov. Ponavadi so pravila za različne banke natančno definirana glede tega, kako zagotoviti in upravljati dolgove, kako zagotoviti zaupanje oziroma kako zavarovati aktivo in kako nadzirati tehnične vidike projekta in projektne izvršitve.

2.1.2.1.1. Sindicirano posojilo

Sindicirano posojilo je posojilo, kjer dve ali več bank priskrbi finančna sredstva posameznemu kreditodajalcu pod enotnimi pogoji, ki veljajo za vse udeležene banke na podlagi skupnih dokumentov. Gre za pogodbeno obveznost skupine bank, da zagotovijo jemalcu posojila določeno vsoto sredstev za določeno število let pod določenimi pogoji. Koliko bank bo vključenih v posamezno posojilo, je odvisno od višine posojila in od velikosti bank oziroma od njihovega prispevka finančnih sredstev. Če želi ena banka izstopiti iz pogodbenega razmerja, tega ne more storiti brez sporazuma z ostalimi udeleženiimi bankami. Take stvari ureja tista banka, ki je tudi skupni agent. Ta agent po podpisu pogodbe nadzoruje in vodi realizacijo transakcije, koordinira pogajanja med udeleženiimi strankami v poslu in vodi vse administrativne zadeve. Za delitev tveganja pa je včasih potrebna še druga banka kot stranski udeleženec (ang. risk participant), pri kateri

ni nobene pogodbene odvisnosti in sindiciranosti, pač pa gre striktno za delitev tveganja. Spodaj je predstavljena shema udeležencev v primeru sindiciranja.

Slika 5: Udeleženci pri sindiciranem posojilu



Vir: Corporate Finance, Training Course, 2003.

Razlogi za sindicirana posojila:

- Tovrstna posojila omogočijo veliko večji volumen finančnih sredstev, ki pa jih ena sama banka težje zagotovi, saj so posamezne banke pri odobravanju posojil omejene s predpisi o bilančni vsoti. Poleg tega, da se zagotovi velika količina finančnih sredstev, pa je zelo pomembno tudi to, da se tveganje razprši na več bank. S tem pa se zmanjša tudi tveganje za podjetje, za sektor in za določeno regijo, v kateri se projekt odvija.
- Učinkovito zbiranje finančnih sredstev s pomočjo agenta, ki je nujen, saj bi brez prisotnosti agenta šlo pravzaprav le za niz bilateralnih odnosov med kreditodajalcem in banko, ki bi bili neodvisni drug od drugega. Agent je v prvi vrsti pogajalski partner pri dogovorih (ang. mandated arranger) in v drugi vrsti skrbi za vso kreditno administracijo (ang. agent).
- Vzpostavitev odnosa med internacionalnimi bankami in investitorji poteka na osnovi standardne dokumentacije. Skupni dokumenti vsebujejo vse pomembne pogoje transakcije in predstavljajo vez med člani sindikata in kreditodajalcem. Da pa se zagotovi enotno nastopanje vseh bank v sindikatu, kot že omenjeno, banke določijo agenta, ki je po podpisu pogodbe odgovoren za realizacijo transakcije.
- Ker na domačem finančnem trgu domači kreditodajalci ne morejo pridobiti želenih finančnih sredstev, jim sindicirana posojila omogočijo, da naredijo prvi korak na mednarodni trg kapitala, kjer jim zagotovijo enostavno pridobitev želenih sredstev.

Ko projektno financiranje poteka s pomočjo sindiciranih posojil, gre največkrat za okvirna posojila (ang. revolving credit facility). Gre za kredit v višini točno določenega zneska za

določeno časovno obdobje, vendar pa daje kreditojemalcu možnost črpanja ter odplačila finančnih sredstev po želji. Je najbolj fleksibilen kredit, ki ga banka lahko ponudi, zaradi dejstva, da je črpanje, odplačevanje in ponovno črpanje možno v toku celotnega življenjskega obdobja kredita. Kreditojemalec se namreč lahko sam odloča, kdaj in v kakšni višini bo kredit dejansko porabil in tudi kdaj in v kakšnih zneskih bo kredit vračal. Vsota, ki pa ostane ob zapadlosti posojila, se vrne banki v celotnem znesku ali pa se spremeni v novo posojilo za določeno časovno obdobje. Shema odplačevanja se določi v pogodbi. Ta kredit ima tako značilnosti kratkoročnega kot tudi dolgoročnega kredita.

2.1.2.2. Obveznice

Projektna družba lahko tudi izda obveznice. Prednost obveznic pred bančnim dolgom je odvisna od več faktorjev. Nekateri verjamejo, da je lažje pridobiti dolgove z daljšo dospelostjo na trgih kot pa pri bankah, ki ne dajejo rade kredite z daljšimi dospelostmi, kot je 12 ali 15 let. Nekateri kot prednost navajajo tudi fleksibilnost. Na ta način pridobljena sredstva so bolj fleksibilna, bolj mobilna, saj se s tovrstnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, večji pa je tudi krog investitorjev. V nekaterih primerih projektna podjetja lahko s pomočjo obveznic pridobijo finance po enakih stroških kot pri bankah, vendar z mnogo manj omejitvenimi sporazumi. Ostali pa pravijo, da so lastniki obveznic veliko manj zaskrbljeni o tem, če se stvari odvijajo tako, kot je dogovorjeno na dnevni ravni, kot pa je banka sama. (Kaiser, 1996, str. 162). Glavna slabost financiranja projektov preko obveznic pa je ta, da ne omogočajo kreditiranja po obrokih, saj izdajatelj dobi po zaključeni prodaji vsa sredstva na enkrat. Kreditiranje po obrokih pa seveda nudijo bančni krediti.

Kreditna sposobnost (ang. rating) podjetja je odločilna ovira in je pomembna pri investiranju v obveznice. Agencije za ocenjevanje kreditne sposobnosti S&P⁹ pravijo, da projekti ne morejo imeti višje kreditne sposobnosti kot pa država, v kateri se projekt izvaja. Ta agencija je izdala tudi listo kriterijev, po katerih se lahko projektne obveznice ocenijo. Ocenjujejo se po kriterijih, kot so: moč gradbenih pogodb, prisotnost garancijskih listin, baziranih na ameriških dolarjih itd.

Glavna prednost obveznic pred sindiciranim bančnim dolgom je večja fleksibilnost. Z večjo uporabo javnih trgov bodo lahko agencije za ocenjevanje kreditne sposobnosti postale pomembna stranka v procesu projektnega financiranja⁴.

2.1.3. Financiranje s pomočjo tretje stranke

Če je v primeru nekega projekta nemogoče zbrati zahtevan kapital s pomočjo lastniških in dolžniških vložkov ali če niso pripravljeni prevzeti vseh tveganj, povezanih s tema

⁹ Standard & Poor's je ena od bonitetnih agencij, ki ugotavlja kreditne raitinge. Poznamo še naslednje: Thomson's bank Watch, Moody's Investor Service, Fitch IBCA ter Capital Intelligence.

načinoma financiranja projekta, se lahko poslužijo financiranja s pomočjo tretje stranke. S tem načinom financiranja se sponzorji projekta odrečejo določenim ekonomskim prednostim. Tretja stranka tako postane odgovorna za zbiranje sredstev, izvršitev projekta, sistemsko delovanje itd. Pomanjkljivosti financiranja s pomočjo tretje stranke vključujejo kompleksnosti v računovodstvu in obveznostih ter možnost izgube davčnih koristi sponzorjev projekta.

2.1.3.1. Zakupno financiranje

Zakupno financiranje (ang. leasing) zajema razne strategije, v katerih projektno podjetje najame vse ali le del sredstev projekta od lastnika sredstev. Tipični najemni dogovori zagotovijo prednosti prenašanja davčnih koristi (npr. pospešena amortizacija, davčne ugodnosti pri porabi energiji itd.) stranki, ki te ugodnosti lahko koristi najlažje in na najboljši način. Najemni sporazumi ponavadi določajo najem z opcijo nakupa najetih sredstev ali podaljšanja roka najetja in podobno.

Najbolj pogost je »finančni leasing«, ki je podoben zadolževanju, in tako projektному podjetju predstavlja alternativo najemu kredita pri banki oziroma financiranju preko trga kapitala v primeru večjih kapitalskih projektov. Zakup se uporablja za financiranje premoženja, ki nastopa v obliki nepremičnin ter pri financiranju opreme. Za »finančni leasing« je značilno, da je doba trajanja enaka življenjski dobi sredstva, za vzdrževanje najemnih sredstev je zadolžen najemnik, ki po poteku pogodbe postane lastnik.

2.1.4. Financiranje s pomočjo Evropske banke za obnovo in razvoj

Evropska banka za obnovo in razvoj (ang. European Bank for Reconstruction and Development – EBRD¹⁰) investira od 5 do 250 milijonov EUR v privatni sektor omenjenih držav. V povprečju financira nek projekt s 25 milijoni EUR. Normalno ne prevzame več kot 35% celotne vsote projekta. Ostali del financirajo sponzorji in finančne institucije, ki imajo vlogo sofinancerja (Poell, 2004, str. 8). Sama EBRD se tudi zelo trudi, da najde primerne investitorje za te projekte. Tako ima ta banka vlogo prednostnega kreditodajalca, saj lahko prevzame določena tveganja, kot so na primer nepredvidljiva politična tveganja. To dejstvo spodbuja tudi ostale investitorje, da investirajo v določen projekt, saj se počutijo bolj varne.

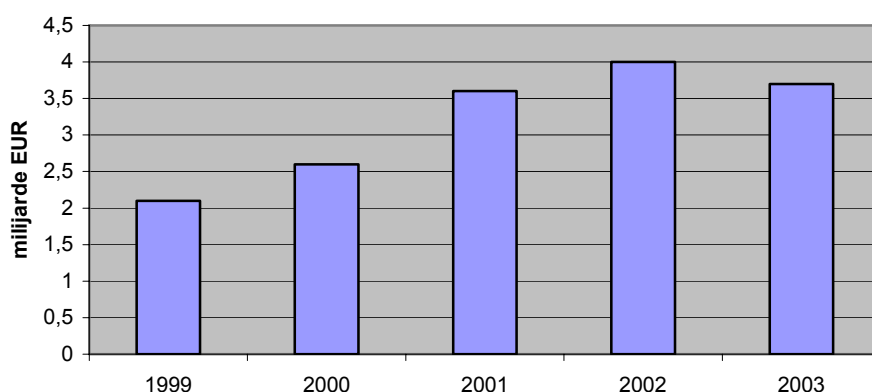
¹⁰ EBRD je banka za obnovo in razvoj osrednje in vzhodne Evrope. Ustanovljena je bila leta 1990 v Parizu (Kumar, 2000, str. 8). Danes je EBRD mednarodna institucija s 60 članicami. Njena glavna naloga je pomoč posameznim državam pri prehodu iz socialističnega v tržno gospodarstvo ter njihovi gospodarski obnovi. Glavni cilj te banke je pospešena privatizacija v tranzicijskih državah. Poleg tega pomaga banka pri mobilizaciji domačega kapitala in nudi tehnično sodelovanje na določenih področjih. Zagotavlja direktno financiranje finančnih institucij, infrastrukture, industrije in trgovine. Glavni načini financiranja so posojila, lastniško investiranje in garancije. Prav tu pa postane EBRD zanimiva tudi za področje projektne financiranja v teh državah.

Najbolj pogosti načini financiranja EBRD so garancije, posojila in udeležba v kapital. Obseg posojila EBRD določi glede na pričakovane denarne tokove projekta ter si tudi priskrbi mnenje tretje strani ter na ta način bolj preudarno presodi nastale situacije.¹¹ Preveri tudi, če je poplačilo kredita do pogodbeno določenega časovnega obdobja sploh možno. Znesek posojila od 5 do 15 milijonov EUR se običajno ne prekorači in rok odplačila je med 5 in 15 leti (Poell, 2004, str. 9). Udeležba v kapitalu EBRD poteka predvsem preko glavnega vložka kapitala in preko prednostnih delnic. V tem primeru EBRD pričakuje tudi primeren letni donos na kapitalske vloške.

EBRD se udeležuje na mnogih področjih v različnih državah. Vzpodbuja izgradnjo finančnih institucij, infrastrukture (telekomunikacije, promet ...), oskrbe z električno energijo, okolja itd. Do sedaj je EBRD podprla več kot 1000 projektov in za njih namenila preko 21,5 milijard EUR. Dobiček po poravnavi vseh obveznosti s temi podjetji je znašal 378,2 milijonov EUR (Poell, 2004, str. 10). Financiranje izgradnje finančnih institucij je za EBRD glavnega pomena, saj je od teh institucij odvisno celotno funkcioniranje gospodarstva neke države. To področje predstavlja 30% celotnega portfolija EBRD-ja. Banka ne investira le v banke in zavarovalnice, temveč tudi v okrepitev in ohranitev urejenega poslovanja teh institucij.

Leta 2003 so podpisali pogodbe s 119 različnimi projekti in jih podpirali v skupni vrednosti 3.7 milijard EUR (Poell, 2004, str. 11). Naslednji graf prikazuje višino zneskov, ki jih je imela EBRD na razpolago za financiranje projektov od leta 1999 do leta 2003. Zaradi devalvacije ameriškega dolarja napram EUR se je zmanjšala vrednost investicij proti koncu leta za 20 odstotkov (Poell, 2004, str.11).

Slika 6: Letne privolitve EBRD v projektno financiranje

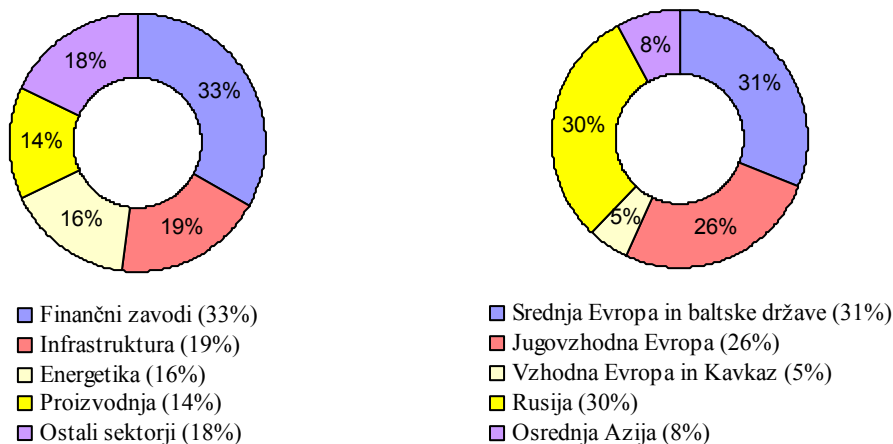


Vir: Poell, 2004, str. 11.

¹¹ Od podjetij zahteva, da vodijo svoje bilance po IAS (International Accounting Standards) ali po GAAP (Generally Accepted Accounting Procedures) standardih. S tem omogoči podjetjem lažji dostop do internacionalnih trgov kapitala. Tako so podjetja prisiljena voditi svoje bilance po dveh pravilih, po računovodskih standardih države, v kateri poslujejo, in po standardih, ki jih predpisuje EBRD.

Naslednja dva grafikona predstavljata razdelitev finančnih sredstev glede na gospodarske sektorje in regije v odstotkih. V primeru infrastrukture gre predvsem za področji komunalne in prometne infrastrukture. Pod ostale sektorje pa sodijo kmetijstvo, nepremičnine, turizem ter telekomunikacije.

Slika 7: Razdelitev finančnih sredstev glede na gospodarske sektorje in regije



Vir: Poell, 2004, str. 11.

Podatki za prvo četrletje za leto 2004 navajajo, da je EBRD dala na razpolago 632 milijonov EUR za posojila in udeležbo v kapitalu. S tem denarjem je bilo financiranih 15 projektov. V enakem časovnem obdobju leta 2003 je EBRD namenila 702 milijonov EUR in s tem denarjem financirala 20 projektov. Vendar pa je banka v prvih treh mesecih leta 2004 naredila večji dobiček kakor pa v enakem časovnem obdobju leto poprej. V prvem četrletju tekočega leta je imela tako 84,3 milijonov EUR po vračilih posojil, leto poprej pa je imela dobička 22,3 milijonov EUR (Poell, 2004, str. 12). Vidimo, da je banka glede na leto poprej financirala manj projektov, vendar pa je bil njen donos višji, kar kaže na večjo uspešnost finančno podprtih projektov.

2.2. POGODBENA STRUKTURA PROJEKTA

Obstoj pogodb v primeru projektnega financiranja je pomemben predvsem zaradi delitve tveganj med same udeležence projekta. Tovrstni projekti so ponavadi tako kompleksni, da posamezen udeleženec ne more prevzeti celotnega tveganja projekta. Možnih negativnih finančnih posledic ne bi mogel preživeti. Vsak posamični projekt tako potrebuje ugledne finančne svetovalce in pravnike, ki so zadolženi za varnost ter za izvedbo skrbnega pregleda poslovanja in za ugotovitev donosnosti ter izvedbo finančnih analiz, katere nato posredujejo zainteresiranim strankam oziroma potencialnim investitorjem in kreditodajalcem projekta.

Pogodbeno strukturo projekta lahko razdelimo na dva dela. Prvi je finančni del, ki zajema pogodbo o ustanovitvi projektnega podjetja, razvojni sporazum ter delničarski sporazum. Podrobneje so predstavljeni v prilogi številka 2. Drugi del pa je sestavljen iz številnih pogodb, ki so ključne za izvedbo in dokončanje projekta ter za njegovo upravljanje. Najbolj pomembne so gradbena pogodba, pogodba o dobavi in pogodba o prodaji proizvoda. Gradbena pogodba in pogodba o prodaji proizvoda sta podrobneje predstavljeni v prilogi številka 2. Če projektna družba projekta ne upravlja sama ter poslovanje zaupa tretji stranki, potem potrebuje tudi pogodbo o upravljanju projekta. Če gre na primer za BOT projekte, so nujne tudi razne koncesijske pogodbe z državo gostiteljico projekta in podobne komercialne pogodbe.

2.2.1. Potrebna dokumentacija pri odobranju kredita

Kreditorejmalci in njihovi odvetniki morajo posvetiti veliko pozornosti ne le zasnovi kredita in zavarovalni dokumentaciji, pač pa tudi dokumentaciji, ki zadeva odnose med projektnimi sponzorji in ostalimi udeleženci, saj se le-ta vzpostavijo, preden kreditorejmalci navežejo stike s kreditodajalcem za pridobitev potrebnih sredstev. Če se pojavijo kakršne koli dvomnosti, se mora o tem obvestiti sponzorje projekta. Osnovna dokumentacija naj bi tako zajemala delničarske sporazume, dva dokumenta o ustanovitvi projektnega podjetja, gradbene sporazume, garancije za dobro izvedbo del s strani gradbenikov, koncesijsko pogodbo, vladne licence, sporazume o licenčnini, sporazume o skupnih vlaganjih, zavarovanja projekta, pogodbe z različnimi dobavitelji in prodajne pogodbe, tehnološke in operativne licence, odobritve s strani urada za okolje in planiranje, sporazume o oskrbi z vodo, elektriko in plinom, transportne sporazume ter ostale potrebne finančne dokumente sponzorjev projekta, katerih potreba je odvisna od narave projekta (Chance, 1991, str. 24-25).

Preden se kreditodajalci zavežejo posoditi finančna sredstva za nek projekt, morajo prav tako vztrajati na pridobitvi zadostnih poročil in mnenj od naslednjih strokovnjakov (Chance, 1991, str. 28):

- *inženirjev*: predvsem glede tehnične in ekonomske študije izvedljivosti projekta,
- *zavarovalnih strokovnjakov*: predvsem glede skladnosti oziroma primernosti zavarovanja projekta,
- *računovodij*: predvsem glede finančnega stanja sponzorjev projekta in kapitalizacij projektnega podjetja,
- *pravnih svetovalcev v državi gostiteljici in domače jurisdikcije glede zavarovanj in podpore tretjih strank do kreditodajalcev*. Pomembno je preveriti izterljivost kreditne in zavarovalne dokumentacije; pravni status, moč in ugled stranke, ki se v dokumentaciji individualno zaveže; potrebe po pridobitvi in podreditvi licenc, koncesij in ostalih urejevalnih ukrepov; obstoj nadzora nad menjavo davkov in ostalih dajatev; obstoj in stopnja vsakršne nedotakljivosti (imunitete).

2.2.1.1. Finančna dokumentacija

Finančna dokumentacija mora vsebovati (Chance, 1991, str. 26-27):

- Kreditno pogodbo, ki mora vključevati znesek in namen financiranja, obrestno mero in shemo servisiranja dolga, uporabo denarnih tokov, omejitve glede klavzule o pristopu (če imamo klavzulo z omejenim pristopom do kreditojemalcev in ostalih strank, se mora posvetiti veliko pozornosti pričakovanemu denarnemu toku), varovalne klavzule (davki, povečani stroški, tržni razkol itd.), projektne zaveze (ang. project covenants), omejitvene zaveze (omejitve kreditodajalca, negative pledge klavzula¹², pari passu klavzula¹³, klavzula verižne kršitve¹⁴), primere neizpolnitev ali kršitev pogodbenih obveznosti (ang. events of default) itd. Nekateri deli vsebine kreditne pogodbe, predvsem kreditni pogoji, bodo predstavljeni v zadnjem delu diplome na izmišljeni študiji primera;
- Dokumentacijo o zavarovanju, saj je v primeru projektnega financiranja prisotna obveznost zavarovanja (ang. insurance undertaking). Kreditojemalec je tako dolžan skleniti in vzdrževati zavarovalne police za in v zvezi s svojim premoženjem, s sredstvi in poslovno dejavnostjo na način in v zneskih, ki sta razumni in običajni za podjetja, ki se ukvarjajo z enako ali podobno poslovno dejavnostjo na istih ali podobnih lokacijah.
- Sporazume o zaupanju in koordinaciji med kreditodajalci in zakupniki zavarovalnih pravic;
- Garancije, izjave o boniteti in ostale podporne dokumente;
- Dokumente o zbiranju sredstev: izdaja delnic, delnice, dražba itd.

Zavarovalna in podporna dokumentacija sta prav tako nujni in pomembni za kreditodajalce pri odobranju financiranja in sta zato podrobneje predstavljeni v tretjem delu diplomske naloge v podpoglavju zavarovanje in podpora.

3. TVEGANJA IN ZAVAROVANJA PRED NJIMI

¹² »Negative pledge« klavzula ali klavzula »negativna zastava« pomeni, da se kreditojemalec skladno z obojestranskim dogovorom s podpisom kreditne pogodbe zavezuje, da za čas trajanja dolga brez pisnega soglasja kreditodajalca ne bo dovolil ali dopustil v korist tretjih oseb ustanovitev kakršne koli zastavne pravice ali druge vrste zavarovanja (obremenitev) na svojem sedanjem ali bodočem premoženju (nepremičninah, premičninah ali drugi lastnini, terjatvah) razen, v kolikor bo kreditojemalec najmanj istočasno zavaroval ta dolg z istovrstnim, istovrednim in enakopravnim zavarovanjem v korist kreditodajalca.

¹³ »Pari passu« klavzula ali klavzula »enako obravnavanje med sebi enakimi« pomeni, da se kreditojemalec skladno z dogovorom s podpisom kreditne pogodbe zavezuje in jamči, da so terjatve in zahtevki kreditodajalca po tej pogodbi najmanj enakovredne (pari passu) terjatvam drugih upnikov kreditojemalca in da bo v primeru kakršnegakoli preferenčnega položaja kateregakoli njegovih drugih upnikov zagotovil kreditodajalcu najmanj tak položaj, v obliki in vsebini, sprejemljivi za posojilodajalca, brez stroškov za kreditodajalca ter v skladu z vsakokratno veljavno zakonodajo.

¹⁴ Klavzula verižne kršitve (ang. cross-default) pomeni, da bo kreditojemalec zagrešil kršitev, če ne bo plačal ali ne bo izpolnil katerekoli obveznosti v zvezi s katerimikoli drugimi sredstvi, ki si jih je izposodil na podlagi pogodb in drugih finančnih instrumentov, razen tistih, ki si jih je izposodil na podlagi te pogodbe.

Tveganje je možnost, da nastopijo situacije, za katere predhodne odločitve niso več optimalne. Označuje možnost oziroma nevarnost neke izgube ali nastale škode.

Tveganja glede na kriterij izvora delimo na tehnična, gospodarska, državna tveganja in na tveganja višje sile. *Tehnična tveganja* so lahko tveganje naravnih rezerv in izkoriščanja letih. Sem sodi tudi tveganje dokončanja, ko projekt ni dokončan ali ni dokončan glede na določene predpise in zahteve ali je končan z zamudo ali z večjimi stroški od načrtovanih. Tehnično tveganje je tudi tveganje tehničnih postopkov, ko se načrtovani dosežki zaradi uporabljene tehnologije ne morejo doseči. Obratovalno in upravljalno tveganje je eno izmed *gospodarskih tveganj* in nastopi, ko pride do prekinitev proizvodnje in izgube kvalitete zaradi obratovalnih razlogov (npr. zaradi napačne uporabe tehnologije, pomanjkljivega vzdrževanja) ali zaradi napak v managementu. Gospodarska tveganja vključujejo tudi tržna tveganja, ko pride do odstopanj od zastavljenih nivojev prihodkov zaradi spremenjene cene ali količine na določenem trgu. Sem sodita tudi tveganje spremembe obrestne mere, ko se povečajo stroški financiranja zaradi povečanih obrestnih mer v primeru variabilnih obrestnih mer ali ko pride do dodatnih oportunitetnih stroškov pri dolgoročnem fiksnemu financiranju v primeru znižanja nivoja obresti ter tveganje spremembe deviznega tečaja. Pod pojmom *državno tveganje* razumemo nevarnosti, ki izhajajo iz državnih institucij ali s strani vlad držav gostiteljic projekta in ki negativno vplivajo na izvedbo projekta in na izpolnjevanje kreditnih zahtev. Tu poznamo tveganje razlastitve, tveganje razpoložljivosti in tveganje transferja oziroma prenosa. *Tveganja višje sile* so tveganja, na katera udeleženci v projektu ne morejo vplivati in so lahko tako naključna (npr. naravne katastrofe) kot nenaključna (npr. vojna, nemiri, sabotaže, omejitve pri uvozu in izvozu itd.).

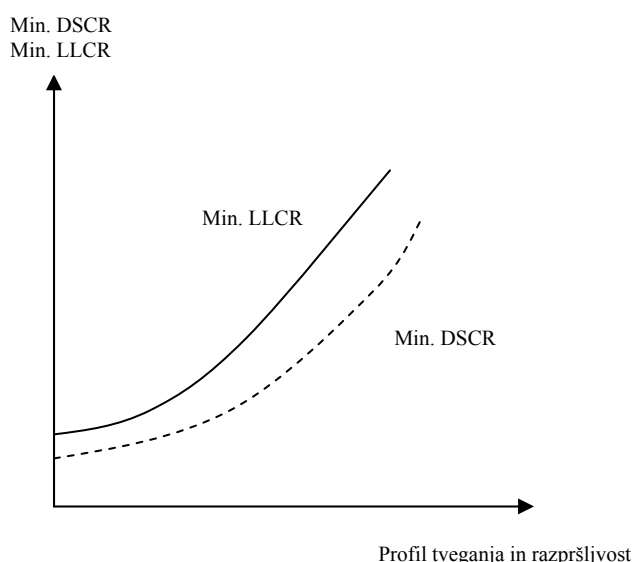
Metode za kvantifikacijo tveganj projekta se izvedejo s pomočjo analize vplivov tveganj projekta na uspeh projekta. Ločimo statične in dinamične metode te analize. Dinamične metode so možne s pomočjo podpore računalniško vodenih analiz, ki najdejo povezave med tveganji projekta in denarnimi tokovi projekta. Sem sodijo analiza občutljivosti, različne tehnike različnih scenarijev in Monte Carlo simulacijo. Pri statičnih metodah gre predvsem za vrednotenje tveganj s pomočjo kazalnikov. Cilj teh vrednotenj je kvantificiranje zmožnosti odplačevanja dolgov. Osrednji pomen imajo denarni tokovi v posameznem časovnem obdobju oziroma denarna vrednost napovedanih denarnih tokov.

Tako sta pomembna predvsem koeficienta *koeficient servisiranja dolga - DSCR* (glej *podpoglavje 2.1. na str. 11*), katerega želena vrednost je od 1,3 do 1,5, ter *koeficient obsega življenjske dobe dolga – LLCR* (ang. loan life cover ratio), katerega želena vrednost je večja od 1,5.

$$LLCR = \frac{CCF_t}{C_t}$$

CCF... denarna vrednost prihodnjih denarnih tokov med rokom odplačevanja posojila
C... stanje posojila v časovnem obdobju t

Slika 8: Koefficient servisiranja dolga in koefficient obsega življenjske dobe dolga



Vir: Boeger, 2004, str. 32.

Oba koefficienta imata odločilno najnižjo vrednost med rokom odplačevanja dolga.

3.1. TVEGANJA V PROJEKTU¹⁵

Zmožnost pridobiti finance za določen projekt in struktura tovrstnega financiranja sta odvisni od narave in karakteristik vsakega projekta posebej. Kritične karakteristike projekta privlačijo različna tveganja. Uspešna struktura projektnih financ bo učinkovito razporedila različne tipe tveganj na različne udeležence v projektu, na tiste, ki ta tveganja najlažje prevzamejo. To pa zmanjša stroške kapitala v primerjavi s konvencionalnim financiranjem. Pri klasičnem financiranju veliko večino tveganj prevzame država, pri projektnem financiranju pa se bistveno večji del tveganj prenaša na privatni sektor.

Poleg spodaj navedenih tveganj pa se vsak finančni manager v vsakem podjetju, predvsem v izvozno-uvozno usmerjenih podjetjih, srečuje s finančnimi tveganji, kot sta tveganje

¹⁵ Različne vrste tveganj, razložene glede na to, v kateri fazi projekta se nahajamo so povzete po Kaiser, 1996, str. 164-167.

spremenbe obrestne mere in valutno tveganje. Ta tveganja se lahko omilijo s pomočjo transakcij na deviznih trgih¹⁶.

3.1.1. Tveganje v fazi razvoja projekta

Tveganje ponudbe (ang. bid risk): V primeru večjih infrastrukturnih projektov je skupina sponzorjev v ponudbenem procesu izbrana s strani lokalne vlade, ki jim nato poda koncesijo. V teh primerih pobudniki, razvijalci projekta, pogodbeniki, finančni svetovalci in ostali investitorji v lastniški kapital prevzamejo tveganje, da njihov projekt ne bo nikoli izpeljan. Odškodnino za tovrstno tveganje investitorji dobijo povrnjeno v obliki plačila za izvedeno delo ali v obliki dividend za začetno vložen lastniški kapital.

Kreditno tveganje (ang. credit risk): Kreditna sposobnost različnih pobudnikov med pobudo in dovršitvijo ponudbe naredi projekt tvegan za vse udeležence. Za olajšanje tveganja sponzorji velikokrat zagotovijo akreditiv oz. kreditno pismo¹⁷ (ang. letter of credit), ki ga izdajo od njih izbrane banke. Te banke nosijo del tega kreditnega tveganja, preostanek pa sponzorji projekta.

Tveganje sredstev ali tehnološko tveganje (ang. resource or technology risk): Obstaja tveganje, da se razvijajoča tehnologija izkaže kot neizvedljiva. Podobno lahko sponzorji precenijo kvaliteto sredstev ali virov ali pa njihovo kvantiteto ali pa možnost njihovega izkoriščanja. Zmožnost izrabe sredstev ali uporabe določene tehnologije je obremenjena tudi z zakonodajo ali regulatornimi spremembami. Tehnološko tveganje in tveganje sredstev se lahko zmanjšata s pomočjo različnih znanstvenih in inženirskih študij. Tveganje se lahko delno razporedi na podjetnika s pomočjo pogodbeno določenega vračila najdenih sredstev (tako kvalitativno kot kvantitativno). Tveganje regulatornih sprememb glede uporabljene tehnologije med razvojem projekta je bistveno težje nadzirati. Investitorji v lastniški kapital pa nosijo preostali del te vrste tveganja.

3.1.2. Tveganja v fazi izgradnje projekta

Tveganje prekoračitve stroškov (ang. cost overrun risk): Obstaja veliko razlogov za prekoračitev stroškov. Večino tovrstnega tveganja nosijo podjetniki in gradbeniki, a se ga lahko tudi deli s kreditodajalci preko predizvršitvenega financiranja prekoračitve stroškov. Posojilodajalci tako ponudijo nova posojila ali pa so gradbeniki prisiljeni v dodatna plačila. Včasih se lahko to tveganje preloži tudi nazaj na dobavitelje preko pogodb o fiksnih cenah

¹⁶ Pet skupin transakcij na deviznih trgih: promptne devizne transakcije (ang. spot transactions), enostavne treminske pogodbe (ang. forward transactions), terminske zamenjave (ang. maturity swaps), standardizirane terminske pogodbe (ang. futures) in opcije.

¹⁷ So dokumenti, ki jih izdajo banke. Banke z njimi obljubijo, da bodo plačale določen znesek na določen dan, vendar le, če bo uporabnik tega posla predložil dokumente, ki so v temu pismu zahtevani (Prohaska, 1999, str. 52).

ali pa naprej na kupce s pomočjo večjih nakupnih cen. Vsa preostala tveganja pa nosijo investitorji v lastniški kapital.

Tveganje dobre izvedbe (ang. performance risk): Razvijalci projekta ali gradbeniki se včasih ne držijo vseh kvalitativnih standardov, iz česar sledi slaba izvršitev projekta, ki pa lahko upočasni projekt ali pa ga celo »ubije«. Pogodbeniki ponavadi podajo neke vrste garancije za izvedbo projekta po minimalnih kvalitativnih standardih. Te garancije tveganje dobre izvedbe tako prenesejo na gradbenika. To tveganje pa se lahko zmanjša s tem, da se sodeluje z uglednimi podjetji.

Tveganje dovršitve (ang. completion risk): Zaradi stavk, zakasnelih dostav surovin ali opreme, nepričakovanih gradbenih težav itd. obstaja tveganje, da projekt ne bo zaključen pravočasno ali da sploh ne bo zaključen. To tveganje ponavadi nosijo gradbeniki, ki pa ga lahko delno preložijo na dobavitelje. Gradbeniki ponavadi podajo garancije, ki specificirajo datum izvršbe projekta ter navedejo kazenska plačila (penale) v primeru, da se dela zavlečejo za določeno kratkoročno obdobje. To tveganje se minimizira, če sodelujejo z uglednimi podjetji ter če se sponzorjem zagotovi, da bodo deležni finančnih sredstev v primeru uspeha podjetja (Zakrzewski, 1999, str. 2). Preostalo tveganje nosijo investitorji v lastniški kapital.

Politično tveganje (ang. political risk): Kot že omenjeno, zakonodajne ali regulatorne spremembe vplivajo na izvedljivost projekta ter se lahko pojavijo tudi med fazo izgradnje. Tovrstne spremembe nastopijo večinoma v davčnem pravu ali v primeru politike okolja. Bolj ekstremni primeri vključujejo prepoved vrnitve denarnih tokov v državo lastnico projekta ali pa državljansko vznemirjanje glede izvedbe projekta ali celo terorizem. Tovrstno tveganje se zelo težko nadzira, vendar se lahko zmanjša z vključitvijo sponzorja v konzorcij, ki ima izkušnje z državo gostiteljico projekta in ki bo pripomogel pri pridobivanju politične podpore v zgodnji fazi projekta.

3.1.3. Tveganja v fazi zagona/delovanja projekta

V tej fazi se pojavijo bolj tradicionalne oblike financiranja. Dolg, ki je v začetnih fazah vseboval garancije sponzorjev, se preoblikuje v dolg z ali pa brez pristopa. Kreditodajalci lahko vzamejo nek fiksni znesek denarnega toka projekta kot zavarovanje in na ta način priskrbijo dolg brez pristopa po sprejemljivih obrestnih merah.

Tveganje prekoračitve stroškov (ang. cost overrun risk): Možno je, da se stroški uporabe vložkov, dela, goriva, surovin itd. podcenijo. Nekaj tega tveganja lahko nase prevzamejo dobavitelji s pomočjo pogodb o fiksnih cenah. V zameno za to pa imajo garantiran posel po takratni cenovni ravni. Bolj pogosto pa tako imenovani »iti skozi« sporazumi (ang. pass through agreement) omogočijo povečanje cen za nakupne pogodbe

in se na ta način to tveganje prenese na kupca. Preostalo tveganje pa nosijo investitorji v lastniški kapital.

Tveganje dobre izvedbe (ang. performance risk): Obratovalni in vzdrževalni pogodbeniki včasih ne izpolnjujejo kvalitativnih standardov. Zaradi tega lahko trpi izvršljivost projekta (rjavenje, nestabilnost lokalnega trga dela itd.). To se odraža v zmanjšanih donosih in povečanih stroških. To tveganje nosijo gradbeniki. Najbolj gotov način za zmanjšanje tega tveganja je pazljiv management (primerno izobraževanje, nadzor fizičnih sredstev, podpora vlade itd.). Preostalo tveganje pa nosijo investitorji v lastniški kapital.

Tveganje odgovornosti (ang. liability risk): Glavno tveganje odgovornosti je tveganje smrti ali poškodb pri delu. To tveganje je na splošno lahko prenesljivo na državo gostiteljico ali na privatno zavarovalnico.

Tveganje preprodaje lastniškega kapitala (ang. equity resale risk): Kot že omenjeno, je izhod začetnih sponzorjev iz projektnega podjetja, kar zahteva njihov vložen lastniški kapital, zelo težaven ali pa celo nemogoče. Temu tveganju se lahko izognemo tako, da se projekt pretežno dolžniško financira. Izdan dolg sponzorjem bo sicer zagotovil manjše tveganje, vendar bo tudi donos manjši, kot če bi šlo za pretežno lastniško financiranje.

Ekonomsko tveganje (ang. economic or off-take risk): Zaradi različnih razlogov lahko projekt ne doseže pričakovanih donosov. To vsebuje nekaj predhodno omenjenih tveganj in vse ostalo, kar ima lahko negativen vpliv na cene ali na povpraševanje. Tovrstno tveganje se lahko zmanjša s pomočjo »vzemi ali plačaj« pogodbe, ki od kupca zahteva, da plača minimalni znesek, neodvisno od tega, ali se dostava izvrši ali ne. V urejenem ekonomskem okolju se velik del tega tveganja lahko prenese na kupce, v ostalih primerih pa ga nosijo investitorji v lastniški kapital.

3.2. KREDITNO TVEGANJE

Glavna tveganja, s katerimi se srečuje banka, se nanašajo na kreditno izpostavljenost, likvidnost, kapitalsko ustreznost, spremembe obrestnih mer in deviznih tečajev. Obvladovanje teh tveganj je v bančnem poslovanju izjemno pomembno ne le zaradi varnosti poslovanja posamezne institucije, temveč tudi v širšem smislu zaradi občutljivosti na finančnih trgih, ki se takoj odzovejo na negativne informacije, ki jih povzročajo morebitne težave v poslovanju posamezne finančne institucije.

Banka kot kreditodajalec v primeru projektnega financiranja sme prevzeti le kreditno tveganje. Razlog za to najdemo v dejstvu, da je banka udeleženec v projektnem financiranju, ki tovrstno tveganje najlažje in najbolj učinkovito obvladuje. Kreditna

tveganja predstavljajo tveganja nastanka finančnih izgub, do katerih pride zaradi neizpolnjevanja obveznosti s strani kreditojemalca ali nasprotne stranke v transakciji do banke. To tveganje je lahko trajna (zaradi nesolventnosti¹⁸) ali pa le začasna (zaradi nelikvidnosti¹⁹) nezmožnost kreditojemalca, da v določenem roku v celoti izpolni svoje obveznosti do banke.

3.2.1. Ocenjevanje in upravljanje kreditnega tveganja

Banka mora tako imeti strogo opredeljene postopke za obdelavo vseh kreditnih zahtevkov. Nekatere naložbe so netvegane ali pa imajo prisotno minimalno tveganje ter banki prinašajo nižje dohodke, druge naložbe pa imajo prisotno kreditno tveganje. Pri naložbah, kjer je kreditno tveganje prisotno, mora banka od potencialnega kreditojemalca zbrati vse potrebne informacije, s katerimi lahko uspešno analizira njegovo finančno situacijo ter ovrednoti tveganje. Ocenjevanje kreditnega tveganja pri posameznem posojilu je za banko nujno, saj lahko s tem, ko posojilo pravilno ovrednoti, postavi primerne omejitve (limite) za zneske posojil glede na njegovo kreditno sposobnost ter tako sprejme pravilno ter ustrezno izpostavljenost do posameznega kreditojemalca. Banka omejuje izpostavljenost do kreditnih tveganj tako, da od kreditojemalca pridobi zavarovanje (jamstvo) za njegove obveznosti. Donos od naložb, ki imajo prisotno kreditno tveganje, je tako tudi znatno višji.

Kreditno tveganje je odvisno od več dejavnikov (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 144):

- (a) kvalitete informacij kot funkcije kreditojemalčeve osebnosti $\rightarrow I(C)$;
- (b) višine in stabilnosti kreditojemalčevega denarnega toka kot osnovnega vira odplačila posojila $\rightarrow CF$;
- (c) višine neto premoženja kreditojemalca $\rightarrow NW$;
- (d) zunanjih garancij $\rightarrow G$.

Tako lahko pričakovano verjetnost neizpolnitve kreditojemalčevih obveznosti zapišemo v obliki funkcije:

$$d = d(I(C), CF, NW, G)$$

Bolj kot so informacije, na katerih banka odobri posojilo, točne in kakovostne, nižja je verjetnost neplačila posojila s strani posojilojemalca. Kreditojemalec pa običajno razpolaga s kvalitetnejšimi informacijami o svoji kreditni sposobnosti kot banka sama (asimetričnost informacij). Od kreditojemalca je torej odvisno, ali je pripravljen posredovati točne, ustrezne in pravočasne informacije banki, na podlagi katerih banka odobri posojilo. Če so posredovane informacije neustrezne, lahko banka napačno oceni kreditojemalca in tako poveča svojo izpostavljenost kreditnemu tveganju.

¹⁸ Nesolventnost pomeni, da podjetje na dolgi rok ni plačilno sposobno.

¹⁹ Nelikvidnost je nesposobnost kreditojemalca, da v vsakem trenutku pravočasno izpolnjuje zapadle obveznosti.

Kreditojemalec lahko finančna sredstva za poplačilo posojila pridobi tudi s prodajo lastnih realnih sredstev, z novim zadolževanjem ali iz lastnega kapitala, vendar ostaja denarni tok osnovni vir odplačila dolga. Zato je višina in variabilnost kreditojemalčevih denarnih tokov eden glavnih dejavnikov kreditnega tveganja v banki.

Kreditojemalčev kapital²⁰ kot eden izmed virov finančnih sredstev za poplačilo posojila pozitivno vpliva na kreditno sposobnost kreditojemalca ter znižuje kreditno tveganje.

Zunanje garancije oziroma zavarovanja prav tako znižujejo kreditno tveganje banke. Zavarovanja bodo podrobneje predstavljena v naslednjih točkah.

Štirje osnovni načini minimiziranja kreditnega tveganja v bankah (Dimovski, Gregorič, 2000, str. 145):

➤ *s postavljanjem ustrezne aktivne obrestne mere (cena posojila):*

obrestna mera za posojilo mora pokrivati tržno obrestno mero netveganih naložb, administrativne stroške posojila in premijo za tveganje.

$$R = (1+r)/(1+d)-1$$

Pri čemer je:

R...obrestna mera na bančno posojilo (aktivna obrestna mera);

r...netvegana obrestna mera;

d...verjetnost neizpolnitve kreditojemalčeve obveznosti ali kreditno tveganje.

Če je kreditno tveganje enako nič ($d=0$), potem banka posodi denar po netvegani obrestni meri (r) in je tako premija za kreditno tveganje enaka nič ($R-r=0$). Ko narašča kreditno tveganje, narašča tudi premija za kreditno tveganje ter tudi pogodbeni obrestna mera na posojilo.

➤ *Z racionalizacijo posojil:*

Banke postavijo določene meje zadolževanja za posamezne komitente ter jih upoštevajo pri odločanju o posojilih.

➤ *Z uporabo garancij:*

Banka mora nadzirati tudi gibanje cen sredstev, ki so bila dana v garancijo posojila. Če pade vrednost sredstev ob nespremenjeni vrednosti posojila in nespremenjeni obrestni meri, mora banka zahtevati dodatne garancije do višine, potrebne vrednosti za zavarovanje posojila.

➤ *Z razpršitvijo posojil:*

Banka lahko z ustrezno razpršitvijo posojil popolnoma odpravi nesistematično tveganje svojega portfelja. Banke lahko razpršijo svoja posojila glede na več kriterijev: namen

²⁰ Neto vrednost kapitala je razlika med tržno vrednostjo naložb in tržno vrednostjo obveznosti.

posojila, vrsta garancije, obrestna mera (fiksna ali spremenljiva), kreditna sposobnost, standardna klasifikacija dejavnosti, domača in tuja posojila, višina posojila ...

3.3. ZAVAROVAJE²¹ IN PODPORA

Pri projektnem financiranju je običajno, da se kreditodajalci zavarujejo na način, da sprejmejo poroštva na sredstva projekta v tolikšni meri, kot je le možno v skladu s pravnimi načeli države, v kateri so sredstva nameščena. Če kreditojemalec ne poplača vseh svojih obveznosti, se sproži pravni postopek na vrednost nepoplačanega dolga. V tem primeru lahko kreditodajalci kreditojemalcu odvzamejo zavarovana sredstva in z njimi razpolagajo v svojo korist. Realno gledano naj bi bila ta sredstva tržno orientirana z določljivo vrednostjo, da jih kreditodajalci lažje prodajo. Kreditodajalci naj imajo tudi proste roke pri prodaji teh sredstev brez pomoči tretje stranke. V primeru projektnega financiranja je trg velikokrat omejen in vsega ni moč prodati. Tako se lahko vprašamo, zakaj bi se sploh obremenjevali z zavarovanjem v primeru projektnega financiranja. Odgovor je ta, da obstajata vsaj dva druga razloga za zavarovanje. Prvi je, da zavarovanje služi obrambnim in ofenzivnim namenom. Če ima upnik poroštvo nad določenimi sredstvi, je v prednosti pred drugimi nezavarovanimi upniki in se lahko vmeša v posojilojemalca, ki ima v tem odnosu omejen položaj. Drugi pa je ta, da zavarovanje kreditodajalcem da pravico nad uporabo sredstev in jih lahko tudi proda (Vinter, 1995, str. 80).

Včasih obstajajo tudi razlogi in primeri, ko je nemogoče doseči primerno zavarovanje ali pa zavarovanje sploh ni možno, in takrat se morajo zanesti na negativno poroštvo (ang. negative pledge). To ponavadi nastopi v primeru, ko se projekt izvaja v državah, kjer je upnikom njihov pravni sistem in pravo neznano in v teh primerih upniki ne morejo zahtevati, da bo poroštvo dostopno in enako izvedljivo kot doma.

Zavarovalna dokumentacija naj v primeru projektnega financiranja vsebuje zastavo nepremičnine, fiksne ali variabilne obremenitve na premičninah ali nad proizvodnjo v razvoju, garancijske račune za nadzor in ohranjanje denarnih tokov, povezanih s projektom, zastavo delnic projektne družbe, vključno z obremenitvijo pravic nad izplačilom dividend, določitev osnovnih pravic v osnovni dokumentaciji (npr. v gradbenih pogodbah razne garancije za dobro izvedbo del) itd. (Chanc, 1991, str. 27).

3.3.1. Podpora sponzorjev

Poznamo več načinov, kako zagotoviti podporo sponzorjev. Predstavljeni so v nadaljnjem besedilu.

²¹ Posamezne tipe oz. oblike zavarovanj razvrstimo v več skupin, ki so podrobneje predstavljene v prilogi številka 3.

Garancije za dovršitev (ang. completion guarantees) - Kreditodajalci so ponavadi pripravljeni sprejeti tveganje, da bo projekt potekal normalno naprej tudi potem, ko se bo začela proizvodnja, vendar ponavadi zahtevajo od delničarjev, da jamčijo, da bo projekt res dosegel fazo zagona proizvodnje. Najlažje se to doseže na način, da se od enega ali več sponzorjev projekta zahteva jamstvo za dovršitev, ki je definirana v preizkusih del, zapisanih v finančnih dokumentih, do določenega datuma. Idealno s strani kreditodajalca je, da sponzorji jasno jamčijo za poplačilo posojila, v primeru da do dovrčitve ne pride. Tu moramo nujno razlikovati med terjatvami za plačilo dolga in terjatvami za morebitno nastalo škodo. Dolg je sporazum o povračilu določene vsote denarja ali za izvršitev določene obveznosti ali na določen dan ali na določen dogodek ali pogoj. Terjatve za nastalo škodo so terjatve za splošne odškodnine za neizvržbo del. Če nekdo terjaja plačilo dolga, mora le dokazati, da je izvršitelj obveze ali da je nastopil s pogodbo določen datum ali se je zgodil določen dogodek ali izpolnil določen pogoj. Ni mu potrebno potrditi, da je utrpel kakršnokoli izgubo. Če pa nekdo terjaja povračilo nastale škode, pa mora dokazati, da mu je prekinitev pogodbe povzročila škodo ter izgubo (Vinter, 1995, str. 108).

Vzdrževanje delovnega kapitala/jamstva za morebitne denarne injekcije - možno v določenih okoliščinah, kot je na primer prekoračitev stroškov. Tovrstni sporazumi preskrbijo, da delničarji ali sponzorji projektne družbe skupaj s kreditodajalci jamčijo (vpišejo delnice ali zagotovijo dolžniški kapital), da bo projektna družba imela vedno dovolj finančnih sredstev za dokončanje in delovanje projekta ali vsaj da zadovolji določena finančna razmerja, ki so potrebna. Denar se zagotovi z dodatnim delniškim kapitalom ali bolj pogosto (zaradi večje fleksibilnosti) s podrejenimi dolgovi. Podrejeni dolgovi se lahko pridobijo na različne načine in pomembno je, da se udeleženci strinjajo o primerni količini podrejenih dolgov za posamezen projekt. Podrejeni kreditodajalci lahko prejemajo obresti od podrejenih dolgov toliko časa, dokler se izpolnjujejo obveznosti iz naslova prvotnega dolga (ang. senior debt).

*Izjava o bonitet ali patronatska izjava (ang. letter of comfort)*²² - Sponzorji se lahko dogovorijo in kreditodajalcu izdajo izjavo o boniteti. To izjavo sponzorji vidijo kot pravno nezavezujočo, vendar imajo posojilodajalci običajno ravno nasprotno predstavo o tej izjavi. Da se izognejo nespোরазумom in kasnejšim pravnim zadevam, je pomembno, da obe strani točno določita, do katere mere je ta izjava pravno obvezujoča. Te izjave ponavadi

²² Naš pravni sistem garancijskih izjav podjetij ne ureja. Predvsem gre za instrumente, ki jih pozna anglosaško pravo. Običajno jih dajejo tuja matična podjetja za svoja hčerinska podjetja. Poznamo več oblik teh izjav, med seboj pa se ločijo po »moči« in »uporabnosti«, in sicer:

- a) Garancijso pismo ali »letter of guarantee«, ki je najmočnejša garancijska izjava, saj matično podjetje izjavi, da bo v primeru, da hčerinsko podjetje ne poravnava svojih obveznosti, le-te poravnalo.
- b) Izjava o boniteti ali »letter of comfort«, ki vsebuje zgolj izjavo matičnega podjetja, da je seznanjeno z zadolževanjem hčerinskega podjetja in da se s tem strinja.

Garancijska izjava trenutno za banko (še) ne predstavlja nobenega materialnega zavarovanja, pač pa vpliva zgolj na kreditno sposobnost posameznega hčerinskega podjetja, pri slovenskih podjetjih pa tudi na klasifikacijo Banke Slovenije. Nepreklicna, brezpogojna bančna garancija pa je plačljiva na prvi poziv in izdana s strani prvovrstnih bank ali finančnih institucij ter predstavlja 100% materialno zavarovanje.

vsebujejo lastništvo sponzorjev v projektni družbi in preskrbo z osebjem in tehničnimi viri za projektno družbo. Ponavadi vključujejo tudi izjavo o sedanjih namerah sponzorjev, če pride do določenih dogodkov v prihodnosti, ki so navedeni v kreditni pogodbi. Izjava lahko vsebuje tudi izjavo, da je matica v različnih finančnih zadregah že pomagala njenim podružnicam in podobno (Vinter, 1995, str. 110).

Podprtje cene (ang. price underpinning) - Sponzorji se lahko dogovorijo in garantirajo minimalno ali »talno« ceno za proizvode ali storitve projektne družbe.

»Oskrbi ali plačaj« pogodbe (ang. supply-or-pay agreements) - Ti sporazumi so usmerjeni na dobavitelje energije, surovin ali proizvodov. Od dobavitelja zahtevajo, da zagotovi potrebni input ali da zagotovi plačila v znesku, ki je zadosten, da projektni družbi onemogoči, da si zagotovi dobavitelje iz drugih virov.

Dogovor v vnaprejšnjem nakupu (ang. forward purchase agreements) - Kreditodajalci ustanovijo posebno podjetje, ki odkupi dogovorjeno količino prihodnjega proizvoda ali storitve od projektne družbe. Naloga projektne družbe je, da dostavi te proizvode ali storitve, kar pa sovпада s servisiranjem dolga pri kreditodajalcu. Projektna družba tako pridobljena sredstva uporabi za izgradnjo projekta, katerega proizvod pa nato pripada kreditodajalcu. Nakupna pogodba ponavadi zahteva od projektne družbe, da odkupi proizvode ali da jih proda naprej tretjim strankam kot agent v imenu kreditodajalca ali na trgu ali pa s pomočjo sporazumov »vzemi ali plačaj« ali podobnimi sporazumi. Je posebna pogodba o odkupu proizvoda in ima značaj neke garancije.

3.3.2. Podpora države gostiteljice projekta

Podpora države gostiteljice projekta je pomembna predvsem v primerih, ki so kritični za državno infrastrukturo ali nacionalno varnost države gostiteljice projekta, kot je na primer izgradnja cest, železnic, letališč, bolnic, vojaških baz. V teh primerih je država gostiteljica projekta vpletena v vseh fazah; v fazi planiranja, financiranja, izgradnje in delovanja projekta.

V vseh navedenih primerih projektni sponzorji in kreditodajalci od države gostiteljice projekta pričakujejo, da jim zagotovi pozitivno mnenje o uspešnosti projekta. Zagotoviti si želijo tudi jamstvo, da država gostiteljica projekta ne bo ogrožala tehnične in ekonomske študije izvedljivosti projekta ali zmožnosti sponzorjev in kreditodajalcev, da dobijo zaželen donos na njihovo investicijo. Ta negativni pogled na podporo države gostiteljice pa je povezan s političnim tveganjem določene države. Kreditodajalci se morajo zavedati, da je to občutljivo področje s strani političnega tveganja in da se le-ta lahko vedno pojavi. Zavedati se morajo, da so jim vlade lahko nenaklonjene in da jim onemogočijo suverenost brez kakršnega koli razloga. Redko se vlade zavežejo s pogodbo in z raznimi razgovori, kjer so rezultati obojestransko zaželeni.

4. PROJEKTNO FINANCIRANJE V PRAKSI

4.1. PRIMER PROJEKTNEGA FINANCIRANJA Z VIDIKA BANKE

V nadaljevanju opisani primer projektnega financiranja je narejen za slovenski gospodarski prostor. Temelji na podatkih za projekt, ki je bil dejansko izveden v Sloveniji, natančneje v Mariboru, vendar so zaradi tajnosti podatkov imena in nekateri podatki spremenjeni ter prikrojeni.

4.1.1. Opis projekta

Projekt »Multikino kompleks Film« je izgradnja multikino kompleksa z desetimi kino dvoranami ter z 2200 sedeži v mestu z velikim povpraševanjem po tovrstnem preživljanju prostega časa. Celotni stroški projekta so ocenjeni na približno 13.5 mio EUR. Projekt je financiran s pomočjo lastniškega kapitala (v obliki zemlje in denarja) v višini 33,33% celotne vrednosti investicije ter s pomočjo dolžniškega kapitala v višini 66,67% celotne vrednosti investicije.

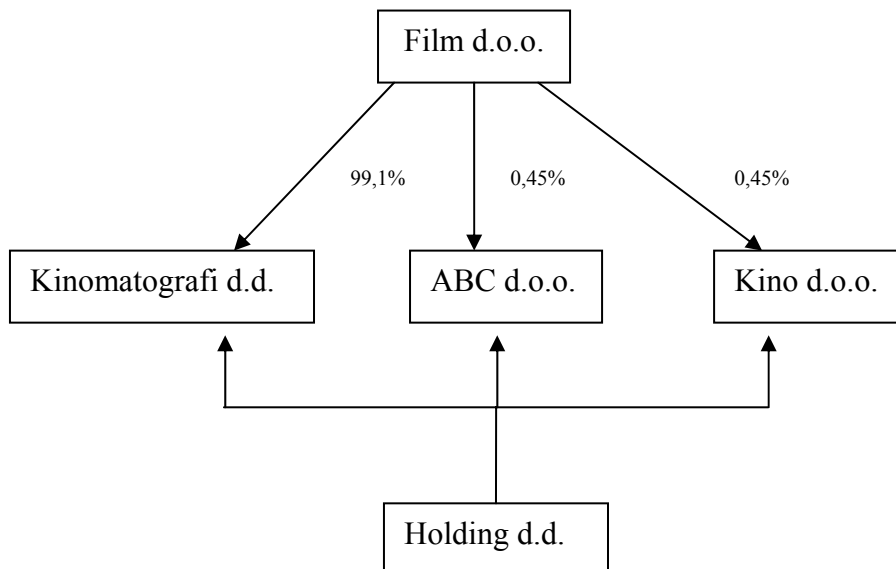
Tabela 2: Struktura financiranja projekta »Multikino kompleks Film«

Financerji	%	Znesek v EUR
FILM d.o.o.	33.33	4.500.000
Bančni kredit	66.67	9.000.000
SKUPAJ	100	13.500.000

Vir: Lasten

Družba za posebne namene ali projektna družba je Film d.o.o. Ustanovljena je bila aprila 2003 kot skupno vlaganje (ang. joint venture) med Kinomatografi d.d., ABC d.o.o., ki že vodi podoben multikino kompleks v glavnem mestu, ter Kinom d.o.o. Vrednost vplačanega kapitala je bila 1 mio EUR. Večino vplačanega kapitala predstavlja obstoječe zemljišče (13.254 m²), na katerem naj bi se gradil multikino kompleks Film.

Slika 9: Lastniki projektne družbe Film d.o.o.



Vir: Lasten

Kreditojemalka je projektna družba Film d.o.o.. Projektni stroški ter znesek odobrenega bančnega kredita so predstavljeni v spodnji tabeli.

Tabela 3: Poraba in viri sredstev

Poraba sredstev	v EUR	v %
Zemljišče – nakup	2.584.000	19,0
Gradbena dela	9.774.000	72,0
Projektna dokumentacija	452.000	3,0
Tehnološka oprema	690.000	5,0
Stroški obratnega kapitala ²³	136.000	1,0
SKUPAJ	13.636.000	100,0
Viri sredstev	v EUR	v %
Lastna sredstva (zemljišče ...)	4.636.000	34,0
Bančni kredit (obe banki financirata projekt v enakem znesku, vsaka po EUR 4,5 mio)	9.000.000	66,0
SKUPAJ	13.636.000	100,0

Vir: Lasten

Osnovni scenarij (ang. base case) temelji na študiji, ki je izvedena s strani projektne družbe. Ta študija predvideva, da bo v prvem letu obratovanja multikino kompleksa število obiskovalcev doseglo 565 tisoč ter se bo nato stabiliziralo na 510 tisoč obiskovalcev v nadaljnjih letih. Cena vstopnice je vezana na EUR in je planirana na 3,66 EUR do leta 2006 ter 4,03 EUR za naslednja leta. Povprečna poraba različnih priboljškov (hrana in pijača) na obiskovalca je 0,95 EUR. Letni dohodek od najemnin prostorov pa je fiksni in

²³ Med stroške obratnega kapitala v tem primeru štejemo gotovino, zaloge ter stroške otvoritvene ceremonije.

znaša 511 tisoč EUR na leto. Največji strošek podjetja je strošek zakupnine filmov, ki predstavlja 40% v prvih treh letih obratovanja multikino kompleksa ter 45% v nadaljnjih letih, celotnih prihodkov od vstopnin in je tudi popolnoma variabilen strošek. Stroški prodanih dobrin obsegajo stroške pijače in hrane, ki predstavljajo 30% od prodaje prigrizkov in stroške za vstopnice, ki predstavljajo 0.67% od prodaje vstopnic. Tržni stroški predstavljajo 8% zaslužka projekta v prvem letu in 2% zaslužka projekta v nadaljnjih letih. Projekcija denarnih tokov za primer osnovnega primera je predstavljena v prilogi številka 5. Vidimo, da projektna družba pričakuje, da bo neto denarni tok do sponzorjev v vseh letih koriščenja kreditnega aranžmaja pozitiven. Kumulativa neto denarnega toka pa navaja, da bodo celotne investicije v projekt povrnjene že v devetem letu poslovanja.

4.1.2. Banka kot kreditodajalec

Poglavja, ki sledijo, so napisana z vidika ene banke v okviru sindiciranega posojila, ki financira polovični znesek celotnega kredita ter ni agent.

4.1.2.1. Okvirna ponudba

Banka najprej na podlagi trenutno znanih in dostopnih informacij, pridobljenih iz različnih virov, pripravi okvirno ponudbo financiranja projekta, ki vključuje vse pogoje financiranja. Za opisan primer je banka navedla kreditne pogoje²⁴, kot so na kratko opisani v nadaljevanju.

Vrsta posojila je *dolgoročni investicijski kredit za financiranje projekta* v višini 4,5 mio EUR. Banka je določila obrestno mero v višini šestmesečnega EURIBOR-a plus pripadajoča obrestna marža. Kreditojemalec ima pravico fiksirati obrestno mero na koncu vsakega obrestnega obdobja (obrestna zamenjava ali obrestni SWAP). V tem primeru bo obrestna mera sestavljena iz stroškov refinanciranja in obrestne marže, ki jih določi banka.

Tabela 4: Obrestna marža

Delež lastnih sredstev v bilančni vsoti	Pripadajoča obrestna marža p.a.
lastna sredstva $\geq$ 45% bilančne vsote	0,90%
lastna sredstva $>$ 28% bilančne vsote in $<$ 45% bilančne vsote	0,95%
lastna sredstva $\leq$ 28% bilančne vsote	1,30 %

Vir: Lasten

²⁴ Kratak pregled kreditnih pogojev je predstavljen v prilogi 4.

Pripadajoča marža se lahko zniža ali poviša glede na izračunane kreditojemalčeve kreditne sposobnosti (ang. rating). Podatki temeljijo na konsolidiranih letnih finančnih poročilih kreditojemalca. Marža se zniža ali zviša z začetkom naslednjega obrestnega obdobja.

Pri projekcijah denarnih tokov predvidevam, da bo letna obrestna mera ob odobritvi kredita enaka šestmesečnemu EURIBOR-ju plus marža 0,95% p.a.. Na datum pogodbe se delež lastnih sredstev v bilančni vsoti giblje v razponu med 29% in 44% in glede na ta delež je določena marža. Kasneje se marža lahko spremeni, če se spremeni delež lastnih sredstev v bilančni vsoti.

Za kredit banka zaračuna tudi strošek priprave kredita (ang. front end fee), ki v tem primeru znaša 0,35% od zneska kredita, ki je plačljivo enkratno ob podpisu kreditne pogodbe. 50% stroškov odobritve je plačljivih tudi v primeru, če po potrditvi ponudbe s strani kreditojemalca ter odobritvi kredita s strani pristojnih organov banke ne pride do sklenitve kreditne pogodbe. Zaračuna tudi strošek pripravljenosti sredstev (ang. commitment fee), ki znaša 0,2% p.a. od neuporabljenega dela kredita.

Banka končno zapadlost kredita določi na dan 31.12.2014. Poplačilo kredita bo izvedeno v okviru osemnajstih enakih polletnih obrokih z enoletnim odlogom plačila ali moratorijem (ang. grace periode). Predčasno vračilo kredita je možno na koncu obrestnega obdobja na podlagi pisnega obvestila, ki ga morajo izdati vsaj 30 dni pred vračilom.

4.1.2.2. Analiza zaslužkov

Banka pri pripravi kreditnih pogojev le-te navede tako, da ima pri vsakem poslu določen dobiček. Kalkulacija zaslužkov banke po prvem letu od odobritve kredita je prikazana v spodnji tabeli.

Tabela 5: Zaslužek banke po prvem letu od odobritve kredita

V EUR/p.a.	Vrednost/marža/stroški	Zaslužek
Vrednost kredita	4.500.000	
Obrestna mera klienta	3,71%	
Referenčna obrestna mera	2,58%	
Neto obrestna marža ²⁵	(3,71-2,58) 0,95%	(4,5 mio*0,95%) 42.750
Stroški		
Strošek priprave kredita	0,35%	(4,5 mio*0,35%) 15.750
Strošek pripravljenosti sredstev	0,20%	(1 mio*0,20%) 2.000
SKUPAJ		60.500
Sedanja vrednost zaslužka banke²⁶:		56.019

Vir: Lasten

Sedanja vrednost zaslužka banke po prvem letu odobritve kredita je enaka EUR 63.512.

4.1.2.3. Odobravanje kredita

Če se kreditojemalec z okvirno ponudbo strinja, banka oziroma skrbnik podjetja v banki pripravi kreditni predlog, ki je skrbno pregledan s strani upravljalca s tveganji v banki. Pri odobravanju kreditov banka sledi naslednjim osnovnim načelom:

- namen kredita in vračilo kredita,
- položaj panoge oz. dejavnosti komitenta ter položaj komitenta ter položaj komitenta v okviru panoge (občutljivost komitenta na ekonomska in tržna tveganja),
- lastnosti in sloves komitenta v preteklih kreditnih aranžmajih glede pravočasnega vračila dolgov oz. izpolnjevanja pogodbenih obveznosti,
- dolžnikova sposobnost vrniti kredit, ki temelji na preteklih finančnih trendih in projekcijah denarnih tokov,
- ustreznost zavarovanja ter
- morebitna tveganja.

Če je njegovo mnenje pozitivno ter brez neizvedljivih pogojev, banka odobri znesek kredita kreditojemalcu. Banka pred odobritvijo kredita tako zahteva določeno projektno dokumentacijo, ki naj bi v tem primeru vsebovala naslednje dokumente:

- finančne projekcije in poslovni načrt (vključno z analizo lokacije, ekološkim pregledom projekta, tržno analizo, natančnim pregledom stroškovne strukture projekta, načrtom trženja, davčnim pogledom itd.) za celotno obdobje trajanja projekta;

²⁵ Neto obrestna marža (ang. Net interest margin) je razmerje med neto obrestnimi prihodki banke ter aktivno banke. Kaže uspešnost pri doseganju čim večje donosnosti finančnih naložb (Košak, 2003, B.s.).

²⁶ Sedanja vrednost denarnega zneska je enaka dobljenemu znesku konec prvega leta deljeno z diskontnim faktorjem ($1/(1+r)$). Faktor r je diskontna stopnja, ki je v tem primeru enaka 8%. Faktor r pove, za koliko mora biti denarni znesek relativno večji na koncu prvega leta od denarnega zneska na začetku prvega leta, da bi banki predstavljal enako vrednost. Faktor r se imenuje tudi zahtevana stopnja donosa.

- zemljiško knjižni izpisek in katastrski načrt zemljišča, ki je predmet projekta;
- dokazila o nakupni ceni oziroma vrednosti zemljišča in ostalih investicijskih stroških, nastalih do podpisa kreditne pogodbe, kot podlaga za ugotovitev višine lastne udeležbe v projektu;
- dokumenti, ki se nanašajo na zavarovanja kredita;
- pogodbe z izvajalci projekta in pogodbe o tehničnem nadzoru projekta;
- terminski plan, potrjen s strani izvajalca in naročnika;
- garancije izvajalcev za dobro in pravočasno izvedbo del.

4.1.2.4. Vrsta kredita in vračilo kredita

Dolžniško financiranje v višini 9 mio EUR se izvede s pomočjo sindiciranega posojila dveh bank. Znesek financiranja banki delita na pol, tako da vsaka banka financira projekt v vrednosti 4,5 mio EUR. V tem primeru gre za projektno financiranje z omejenim pristopom med fazo izgradnje projekta v odvisnosti do sponzorja, saj le-ta izda garancijo dokončanja projekta.

Vse nadaljnje je napisano z vidika ena banke kreditodajalke, ki ta projekt dolžniško financira v višini 4,5 mio EUR in ni agent.

4.1.2.5. Projekcija denarnih tokov

Projekcija denarnih tokov je najprej narejena na podlagi osnovnega primera, ki temelji na ocenjenih podatkih, posredovanih s strani kreditojemalca. Glavni ocenjeni podatki so predstavljeni v podpoglavju 4.1.1..

Glede na to, da vsako podjetje vedno bolj optimistično prikaže ocene in napovedi, sem se odločila, da v nadaljevanju prikažem še dve projekciji denarnih tokov, in sicer eno zelo pesimistično, kjer se število obiskovalcev zmanjša za 50%, ter eno realno projekcijo, kjer se število obiskovalcev zniža le za 15%. Zakaj sem se odločila za prikaz spremembe le ene spremenljivke, to je števila obiskovalcev, je to, da sem mnenja, da je le-ta spremenljivka najbolj pomembna, saj so nihanja ostalih spremenljivk odvisna prav od nje. Če se zmanjša število obiskovalcev, se posledično zmanjša količina prodane pijače in hrane, prav tako pa bi se verjetno zaradi drastičnega upada obiskovalcev (v primeru, ko bi prišlo do polovičnega upada obiskovalcev) zmanjšal obisk ostalih trgovin in le-te bi se v najslabšem primeru, zaradi zmanjšanja prihodkov, odločile za odmik iz tega kompleksa. Tako bi lahko nastopil problem pri oddajanju poslovnih prostorov in lahko bi prišlo do izpada prihodkov iz naslova najemnin.

V primeru znižanja obiskovalcev za polovico je neto denarni tok do sponzorjev pozitiven le v prvem letu poslovanja in postane pozitiven zopet po plačilu celotnega dolga. V vseh nadaljnjih petih letih, za katere je projekcija narejena, znaša neto denarni tok do sponzorjev

okrog 700 tisoč EUR. Kumulativa neto denarnega toka nas opozarja na to, da tudi po petnajstih letih obratovanja multikino kompleksa sponzorji ne bodo dobili povrnjenih celotnih investicij v projekt. Pri analizi koeficienta ROE, ki prikazuje donosnost lastnikov bančnega kapitala, vidimo, da projekt ne prinaša željene stopnje donosnosti bančnega kapitala (med 12% do 15%). Prinaša jo šele v petnajstem letu poslovanja podjetja, kjer ROE znaša 13,70%. Koeficient servisiranja dolga je v letih servisiranja dolga konstanten in nizek, kar je logično, saj ima ta koeficient najnižjo vrednost v letih odplačevanja dolga ter v konkretnem primeru znaša od 0,6 do 0,7. Projekcija denarnih tokov za primer polovičnega zmanjšanja obiskovalcev je predstavljena v prilogi številka 6.

V primeru realnega scenarija, ko se število obiskovalcev lahko zmanjša za 15% glede na osnovni primer, pa je neto denarni tok do sponzorjev prvo leto pozitiven, saj se odplačevanje kredita še ni pričelo, nato štiri leta minimalno negativen ter v petih letih poslovanja postane zopet pozitiven. Po odplačilu dolga se ustali in je približno enak kot v prvem letu poslovanja. Kumulativa neto denarnega toka nam prikazuje, da se celotne investicije v projekt povrnejo v dvanajstem letu poslovanja. Koeficient ROE drugo leto po odplačilu dolga prinese željeno stopnjo donosnosti, ki je med 12-18%. Koeficient servisiranja dolga v letih odplačevanja znaša med 1,0 in 1,2, kar ni zaželjena vrednost tega koeficienta, ki je med 1,3 in 1,5, vendar pa je podjetje sposobno tekoče odplačevati kredit. Neto denarni tok do sponzorjev je do šestega leta sicer negativen, vendar pa po odplačilu dolga postane le za približno 300 tisoč EUR manjši kot pa v projekciji denarnih tokov za osnovni primer. Projekcija denarnih tokov za primer zmanjšanja obiskovalcev za 15% je predstavljena v prilogi številka 7.

Zadnja projekcija denarnih tokov je narejena za primer točke preloma oziroma prikazuje prag donosnosti (ang. break even point) v primeru spreminjanja spremenljivke obiskovalci kina, in je prikazana v prilogi številka 8. Spremenljivko neto denarni tok fiksiramo na nič. Ta projekcija nam pokaže, kakšen mora biti neto denarni tok projekta pred servisiranjem dolga, da se bančni dolg ravno pokrije. Po obdobju desetih let, ko je kredit poplačan, podjetje ustvarja minimalni dobiček. Koeficient servisiranja dolgov je enak 1,0, kar pomeni, da bi kreditojemalcu lahko določili finančno zavezo, da ta koeficient v času odplačevanja kredita ne sme biti manjši od 1,0. Število obiskovalcev je v prvem letu pod pričakovanji, v naslednjih letih pa se povečuje ter je obisk večji kot v primeru pesimističnega scenarija, vendar malo manjši kot v primeru realnega scenarija.

Glede na prikazane projekcije denarnih tokov se pri odobravanju kredita lahko zanesemo na realno projekcijo, ko se število obiskovalcev kina zmanjša za 15% glede na ocenjeno število s strani kreditojemalca, ki nam prikaže denarni tok projekta, ki bo zadostoval za poplačilo projekta.

4.1.2.6. Ustreznost zavarovanja

Banka pri ocenjevanju kreditnega tveganja upošteva tudi faktor materialnega zavarovanja, ki ponazarja odnos oz. razmerje med materialno ovrednotenim zavarovanjem in izpostavljenostjo oz. dolgom. V tem primeru banka kredit zavaruje s prvovrstno zastavno pravico (hipoteko) na nepremičnini²⁷, ki je predmet financiranja.

Vrednost zavarovanja je izračunana na osnovi stroškovnega pristopa. Vrednost zemljišča je ocenjena na 12,8 mio EUR. Ker gre za sindicirano posojilo in si banki razdelita celotno vrednost posojila na pol, vsaka banka prevzame financiranje v vrednosti 4,5 mio EUR. Tudi vrednost zemljišča se deli v primernem razmerju. Končna vrednost zavarovanja za eno sindicirano banko je tako 6,4 mio EUR. Koeficient materialnega zavarovanja znaša 50% in je tako znesek materialno ovrednotenega zavarovanja 3,2 mio EUR.

Materialno zavarovanje = materialno ovrednoteno zavarovanje/dolg

$$= 3,2 \text{ mio} / 4,5 \text{ mio} = 70,1\%$$

Projektno financiranje z vidika opisane banke je tako preko 70% materialno zavarovano.

Dodatno podporo pa predstavlja še

- Poroštvo podjetja Holding d.d. za dokončanje projekta,
- odstop zavarovalne police v korist banke,
- 10 bianco menic.

Podpora delničarjev:

- prispevek lastniškega kapitala v višini skoraj 34% celotnih stroškov projekta,
- managerska podpora,
- tehnično sodelovanje,
- tržno sodelovanje,
- obveza za pokritje vsakega zneska prekoračitve stroškov nad 13,6 mio EUR, ki so rezultat prekoračitve med fazo izgradnje do dovršitve projekta,
- omejitev glede izplačevanja dividend.

²⁷ Zastavna pravica je pravica zastavnega kreditodajalca, da se poplača iz vrednosti zastavljenega predmeta pod pogojem, da zavarovana terjatev ob zapadlosti ni plačana. Zastavna pravica na nepremičnini (hipoteka) je zelo pogosto uporabljena oblika zavarovanja in je namenjena zavarovanju terjatve vse do dokončnega poplačila le-te. V kolikor je nepremičnina zastava, ki bo služila zavarovanju terjatve, vpisana v zemljiško knjigo, se ustanovitev hipoteke prav tako zaznamuje v zemljiški knjigi. V nasprotnem primeru, t.j., če nepremičnina ni vpisana v zemljiško knjigo, se za vzpostavitev hipoteke zahteva predložitev vseh pogodb, ki dokazujejo lastništvo nepremičnine, t.j. verigo izvirnikov kupoprodajnih pogodb od zemljiškoknjžnega lastnika do zastavljalca.

4.1.2.7. Analiza tveganj

Tveganje nedokončanja gradnje ne obstaja, saj banka sprejme garancijo za dovršitev projekta (ang. completion Guarantee) od Holding d.d.

Tveganje prekoračitve stroškov (do dokončanja projekta) je zmanjšano zaradi dejstva, da investitor že ima izkušnje z izgradnjo tovrstnega objekta, z oceno stroškov ter z managementom v tovrstnih projektih, saj je v glavnem mestu že bil zgrajen tovrstni multikino kompleks.

Tržno tveganje je omejeno. Regija, v kateri se gradi tovrstni projekt, je še nerazvita z vidika kino dvoran in ima zato velik tržni potencial. Investitorji bodo v času začetnega delovanja multikino kompleksa in verjetno tudi nekaj časa za tem uživali monopolni položaj. Poleg tega v Evropi opazamo trend tovrstne zabave.

Tveganje izhoda je tudi omejeno. Glede na dejstvo, da je ocenjena tržna vrednost gradbenega zemljišča ocenjena na več kot 55% večjo vrednost kot pa obstoječi dolg, banka ocenjuje, da v primeru likvidacije projektne družbe ne bo velikih problemov s prodajo tega zemljišča v vrednosti, ki bo enaka vrednosti dolga in nastalih stroškov.

Tveganje obrestne mere je tudi omejeno, a nadzorovano. Obstaja tveganje, da se bo EURIBOR kot referenčna mera kreditnega aranžmaja povečal. Glede na obstoječe obrestne mere je pričakovati, da bodo investitorji vzeli fiksne obrestne mere ali pa bodo izvedli primerne zamenjave v tuji valuti.

Valutno tveganje je nizko zaradi dejstva, da so vse cene vstopnic, ki so glavni vir prihodkov podjetja, vezane na EUR, ki predstavlja naravno zavarovanje finančnim obveznostim. Glavni stroški podjetja pa so avtorske pravice filmov, ki pa so tudi denominirane v EUR.

4.1.2.8. Mnenje upravljalca s tveganji

Po pregledu kreditnega predloga pristojni upravljalec s tveganji v banki najprej opredeli pozitivne in negativne vidike projekta. V pomoč je na voljo SWOT analiza projekta, ki je prikazana v spodnji tabeli.

Tabela 6: SWOT analiza

Moč (ang. strength)	Slabosti (ang. weaknesses)
– izkušnje z izgradnjo podobnega multikino kompleksa v glavnem mestu države gostiteljice projekta; – pridobljeno gradbeno dovoljenje; – vsa potrebna zemlja za gradnjo že kupljena.	– kupna moč obiskovalcev v tej regiji je manjša kot v glavnem mestu, zato je projekcija denarnih tokov (osnovni primer) vprašljiva; – možnost prekoračitve stroškov.
Priložnosti (ang. opportunities)	Grožnje (ang. threats)
– dobra lokacija projekta (v središču mesta in v bližini transportnih možnosti ...); – ta regija je še nerazvita glede tega načina zabave; – možnost večjega števila tujih kino obiskovalcev (iz Avstrije).	– Možnost izgradnje podobnega multikino kompleksa v bližini ter posledično znižanje cene vstopnice; – izpad načrtovanih prihodkov zaradi potrebnega znižanja cene vstopnice (konkurenca s strani filmov v DVX formatu in piratskih DVD-jev, ki ponavadi stopijo na črni trg pred kino premiero).

Vir: Lasten

V tem primeru ocenjevalci tveganja ne vidijo dodatnih pogojev ter se strinjajo z izgradnjo multikompleksa. Le v primeru neizvršitve projekta obstaja ovira, kako nadalje tržiti objekt, saj ga je za druge namene težko uporabiti. To tveganje se zmanjša le z dejstvom, da je lokacija objekta blizu mesta in je zelo atraktivna ter bi banka lahko zemljišče lažje prodala po ceni, ki bi pokrila kredit in z njim nastale stroške.

Projektno financiranje v višini 4,5 mio EUR se tako odobri na podlagi naslednjih glavnih dognanj:

- *Sprejemljivo kreditno tveganje:* Kreditni aranžma je dobro strukturiran z začetnim lastniškim vložkom delničarjev v višini 34%. Poleg tega gre za projektno financiranje z omejenim pristopom k projektному podjetju Film d.o.o. ter za dodatno podporo s strani delničarjev (garancija za dovršitev od Holding d.d.). Dodatno se kredit zavaruje s prvovrstno zastavno pravico (hipoteko) na nepremičnini, ki je predmet financiranja. Dodatno pa sledijo še finančni sporazumi.
- *Atraktivna lokacija zemljišča* nudi banki dovolj veliko materialno zavarovanje, poleg tega pa multikompleks nudi veliko najemnih površin, ki so dane v najemnino na podlagi dolgoročnih pogodb.
- *Precejšen tržni uspeh* že obstoječega multikino kompleksa v glavnem mestu države gostiteljice projekta. Poleg tega pa v predvideni regiji za izgradnjo novega multikino kompleksa ni velike kino ponudbe in na splošno ni velike izbire načinov zabave, tako da se pričakuje tudi veliko novih obiskovalcev.

SKLEP

Namen diplomskega dela je predstavitev projektnega financiranja in njegovega razlikovanja od klasičnega načina financiranja ter poskus prikaza tega načina financiranja v slovenskem bančnem prostoru. Zaradi velikosti in kompleksnosti projektov, ki se izvajajo s pomočjo projektnega financiranja, nastanejo veliki projektni stroški za kreditodajalce ter velika izpostavljenost različnim tveganjem.

Projektno financiranje se močno razlikuje od klasičnega načina financiranja. V primeru klasičnega načina financiranja kreditodajalec odobri kredit na osnovi celotne podjetniške dejavnosti, v primeru projektnega financiranja pa kredit temelji na ocenah, ali bo generirani denarni tok projekta zadostoval za servisiranje dolga ter za izplačilo dividend sponzorjem projekta. Pomembna razlika je tudi pri delitvi tveganj, saj se v primeru projektnega financiranja tveganja porazdelijo med vse udeležence v projektu ter projektna družba ne nosi celotnega tveganja, kot je to običajno pri klasičnem financiranju. Pomembna ločitev je vidna tudi v načinu zavarovanja, ko je v primeru projektnega financiranja kredit zavarovan s sredstvi projekta, z aktivo ter s projektno družbo, ne pa s premoženjem sponzorjev. Pri klasičnem financiranju pa je kredit zavarovan s sredstvi celotnega podjetja ter tudi z lastnim premoženjem lastnikov.

Ker so tovrstni projekti zelo kompleksni ter obsežni, se seveda poraja veliko možnosti za nastop številnih tveganj. Vsi stremijo k uspešni strukturi projektnih financ, ki uspešno porazdeli tveganja na tiste, ki ta tveganja najlažje prevzamejo in imajo največ možnosti za zmanjšanje le-teh. Največji delež posameznih tveganj v fazah projekta nosijo vlagatelji lastniškega kapitala oziroma sponzorji. Banka kot kreditodajalec sme prevzeti le kreditno tveganje. Projektne finance se ponavadi odvijajo s klavzulo o omejenem povračilu (ang. limited recourse). Če se projekt zaradi uresničitve kateregakoli tveganja ne izpelje do konca ali propade, sponzorji ne morejo bankrotirati, saj kreditodajalec od njih ne more zahtevati nobenega dodatnega kritja, razen premoženja projektne družbe.

Skladno z gospodarskimi smernicami je projektno financiranje zanimivo tudi z vidika zasebnega vlaganja v velike projekte. Država je pri svojih finančnih resursih omejena in tako so privatni ter tuji sponzorji seveda dobrodošli. Po mojem mnenju se Slovenija še navaja na to vrsto financiranja, saj je v preteklosti večinoma država poskrbela za izgradnjo potrebne infrastrukture. Tudi banke, ki poslujejo na slovenskem prostoru, so se odzvale na te potrebe in ponujajo storitve projektnega financiranja. Predvsem podružnice tujih bank v Sloveniji ponujajo te storitve in nekatera podjetja se jih že uspešno poslužujejo. Tako je izgradnja mariborkega Koloseja tipičen primer projektnega financiranja na slovenskem gospodarskem prostoru. Aktualen, a manjši projekt je na primer izgradnja stanovanjskega naselja na Brezovici pri Ljubljani, imenovan »Drobtinka«.

Število uspešno izvedenih projektov s pomočjo projektnega financiranja po svetu kaže na to, da je ta način financiranja v svetovni ekonomiji uspešno uveljavljen. Eden najbolj znanih primerov je izgradnja Eurotunnel-a, ki povezuje Anglijo in Francijo. Zgrajen je bil s pomočjo mednarodnega projektnega financiranja. Ta način financiranja počasi ter uspešno spoznava tudi Slovenija. Banke na slovenskem bančnem trgu lahko pripomorejo k še večji uveljavitvi tega načina financiranja, z uspešnim finančnim svetovanjem ter vlaganjem v tovrstne projekte.

LITERATURA IN VIRI

Literatura

1. Boeger Torsten R.: Projektfinanzierung. Berlin, 2004. [URL: http://wip.tu-berlin.de/de/lehe/infra_vk/inframangement/gastvortrag_boeger-projektfinanzierung-grundbegriffe_anwendungsmoeglichkeiten_beispiele-23.6.2004.pdf], 23.6.2004.
2. Chance Clifford: Project Finance. B.k., 1991. 48 str.
3. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
4. Gazvoda Maja: Vloga poslovne banke v projektnem financiranju. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 105 str.
5. Giddy Ian: Project Financing. New York University. Stern School of Business [URL: <http://www.pages.stern.nyu.edu/~giddy/ABS/abs-project.pdf>], 8.8.2004.
6. Kaiser Kevin: Corporate Restructuring: Project finance. Chapter 9.[URL: <http://www.amphia.com/CFLectureNotes/Projfin.pdf>], 3.8.1996.
7. Košak Marko: Bančništvo: Prosojnice. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003.
8. Krog Michael: Projektfinanzierung und Kostenmanagement. 31 str. [URL: <http://www.tu-harburg.de/fsrs/krog-projektfinanzierung.pdf>], 2000/2001.
9. Kumar Andrej, Bovha Simona, Aristovbik Aleksander: Mednarodna ekonomika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 130 str.
10. Nevitt Peter K.: Project financing.. London : Euromoney Publications Limited, 1980. 171 str.
11. Poell Guenther: Europaeische Projektfinanzierung. Linz : Johannes Kepler Universitaet, Institut fuer betriebliche Finanzwirtschaft, 2004. 28 str.
12. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. str. 205.
13. Terry Brian J.: Institutional finance and investment. London : The chartered institute of bankers, 2002. 598 str.

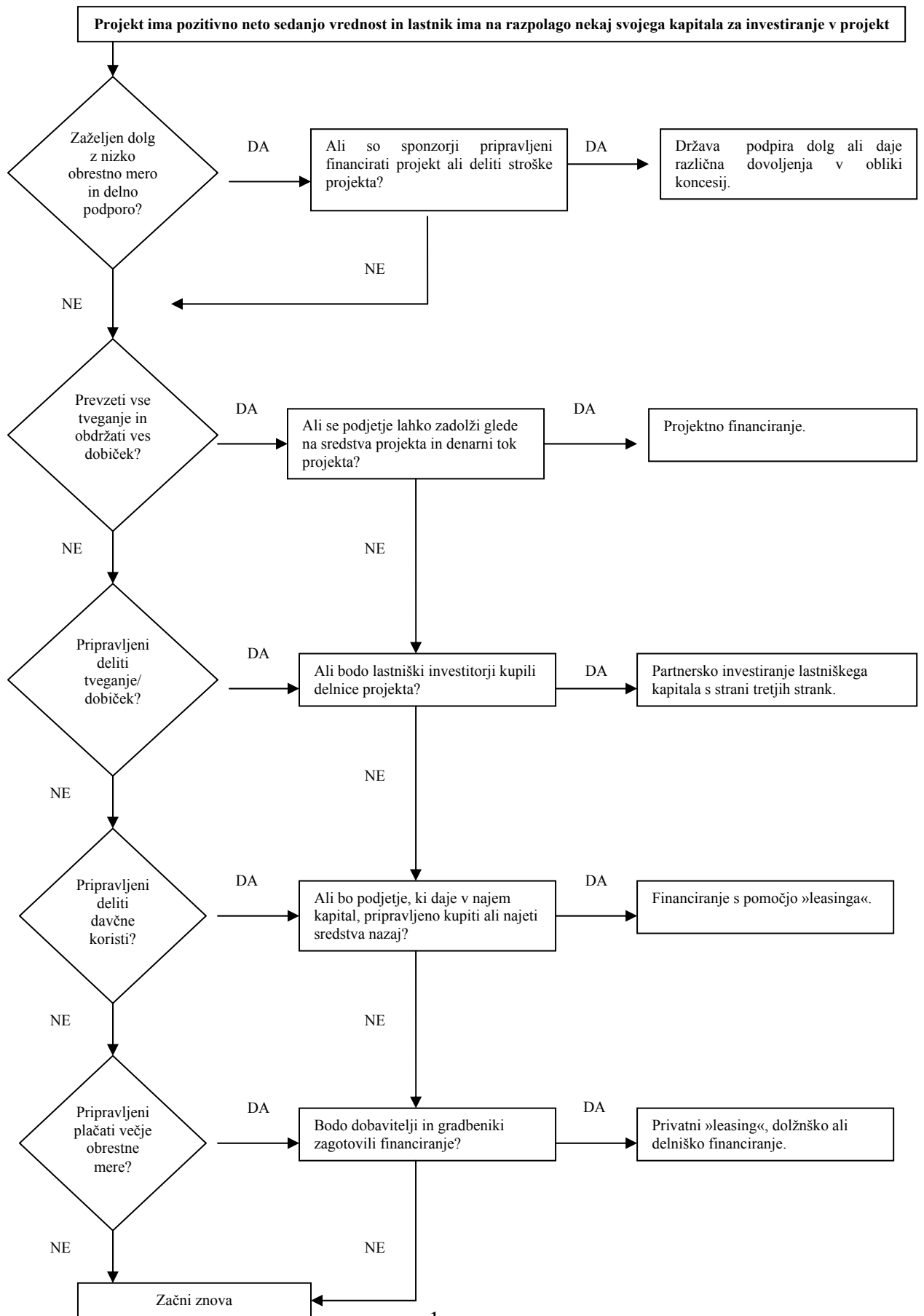
14. Vinter Graham D.: Project Finance. A Legal Guide. London: Sweet & Maxwell, 1995. 151 str.
15. Zakrzewski Rafal A.: Risk minimisation in project finance. The Poland library. 4 str. [<http://www.masterpage.com.pl/outlook/risk.html>], 1999.
16. Zupanc Urška: Projektno financiranje. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 47 str.

Viri

1. Angleško-slovenski in slovensko-angleški poslovni slovar. Ljubljana: DZS, 1996. 371 str.
2. Corporate Finance, Training course, 2003: Interno gradivo. Kraj: bank Austria Creditanstalt d.d., Ljubljana.
3. Forst Wyatt: Project Finance Glossary.
[URL:[http://www.forstwyatt.com/Cranfield%20SFE3%20files \[/SFE3%20 glossary%20100.4.03.pdf\]](http://www.forstwyatt.com/Cranfield%20SFE3%20files%20glossary%20100.4.03.pdf)], 3.6.2004.
4. Introduction to project finance – A guide for contractors and engineers.
[http://www.constructionweblinks.com/resource/industry_reports_newsletters/june_3_2002/projec_finance], 31.3.2004.
5. Project finance & Commodity finance, 2003.17 str.
[<http://www.unchicago.edu/fac/.../teaching/B35152/35152-AUTO3-6.pdf>]. 5.6.2004
6. Projektfinanzierungen – innovative Strukturen und bewaehrte Modelle. B.k.Investkredit Bank AG,17 str.
[URL: <http://www.investkredit.at/investnew/de/img/zone/103/dload-zone7.pdf>], 2003.
7. Obtaining Project Financing. Chapter 7.
[URL:<http://www.epa.gov/agstar/pdf/handbook/chapter7.pdf>], 3.6.2004.
8. What is project finance?.
[http://www.eagletrades.com/loans/loans_what_is_project_finance.htm],26.3.2004.

PRILOGE

PRILOGA 1: Odločitveni proces za izbiro finančne strategije nekega projekta



PRILOGA 2: Pogodbena struktura projekta

Finančni del se začne na osnovi dogovora med delničarji s **pogodbo o ustanovitvi projektnega podjetja**, ki je običajno delniška družba. V začetni fazi se najprej izvajajo *študije tehnične in ekonomske zmožljivosti projekta*. Predstavljena mora biti na prepričljiv in ugleden način. Za izdelavo te študije je potrebna koordinacija tehničnih ekspertov, finančnih in pravnih svetovalcev. V študiji mora biti pregled vseh kritičnih pogledov na sposobnost in zmožnost preživetja določenega projekta.

Sponzorji projekta, še posebno če je le-teh veliko, morajo med seboj urediti vsa pogodbena razmerja. Zato sponzorji že pred začetkom projekta podpišejo **razvojni sporazum** (ang. pre-development ali project development agreement), ki služi za ureditev medsebojnih odnosov med samimi sponzorji. Ta sporazum vključuje naslednje (Vinter, 1995, str. 6-7):

➤ *Izjava o ekskluzivnosti*

Izjava o ekskluzivnosti je vključena v sporazum v primeru, če projekt sodeluje na razpisu za ponudbo, na katerem sodelujejo tudi drugi konzorciji. Namen te izjave je, da se sponzor z njo zaveže, da ne bo sodeloval v nobenem drugem konzorciju oziroma da bo sodeloval le v enem konzorciju.

➤ *Zaveza za izvedbo razvojnega programa*

Stranke se zavežejo, da bodo izvedle razvojni program, ki vključuje tehnični, pogodbeni in finančni vidik projekta. Program vključuje dogovor o izvedbi študije izvedljivosti (ang. feasibility study), predvidi iskanje novih sponzorjev oz. investitorjev, identificira potencialne pogodbene stranke in določi računalniški model za izračun ekonomičnosti projekta. Ta program lahko vključuje tudi smernice za izgled ključnih pogodb ter izbor skupine bank ter odvetnikov. Poleg tega lahko od sponzorjev zahteva, da definirajo strukturo projekta, na kateri nato ustanovijo primerno projektno podjetje. Določi tudi, katera posebna dovoljenja je potrebno pridobiti za uspešen potek projekta. V okviru razvojnega programa se določi tudi terminski plan vseh nalog posameznih sponzorjev.

➤ *Dogovor o financiranju stroškov razvojnega obdobja*

Tu ni strogih pravil, ker je to stvar dogovora med sponzorji. Velikokrat se zgodi, da določeni sponzorji ne sodelujejo s finančnimi prispevki v razvojni fazi, ker prispevajo svoj lasten »know-how«. V razvojnem dogovoru se že običajno predloži okvirni predračun projekta.

➤ *Glasovalna določila*

Obstajajo določila, ki določajo, kako se sprejemajo pomembne odločitve glede projekta. Pomembno je, da se pri sprejemanju zagotovi anonimnost posameznih sponzorjev pri odločanju.

➤ *Določitev vlog*

Določitev vlog poteka v primeru velikega števila sponzorjev. Individualnim sponzorjem (ali skupini sponzorjev) se določijo oz. predpišejo specifične naloge.

Sponzorji pa so nato zavezani, da o svojem delu poročajo vsem ostalim sponzorjem ali pa posebni komisiji, ki je ustanovljena za ta namen.

➤ *Izstop in opustitev projekta*

V primeru, da določen sponzor v projektu ne želi več sodelovati, lahko iz njega izstopi brez dodatnih finančnih obveznosti. Če gre v tem primeru za sponzorja, ki je veliko prispeval k financiranju stroškov razvojne faze (ker seveda zahteva vračilo teh sredstev), pa to pomeni veliko finančno breme za preostale sponzorje. Če je breme zelo veliko, se lahko zgodi, da tudi ostali sponzorji želijo izstopiti iz projekta. Zato obstaja možnost, da vsi sponzorji lahko izstopijo iz projekta in se projekt nato formalno opusti.

➤ *Zaupnost*

Informacije so zelo zaupne v začetni fazi projekta, saj lahko njihov pojav v javnosti pomembno vpliva na poslovni izid podjetja. Zaradi tega je zaupnost informacij zelo pomemben element razvojnega sporazuma.

Šele po tem, ko na podlagi vseh potrebnih analiz postane jasno, da bo projekt mogoče uspešno izpeljati, se ustanovi projektno podjetje. Pred ustanovitvijo projektnega podjetja sponzorji podpišejo **delniški sporazum** (ang. shareholders agreement), ki ureja določena vprašanja glede medsebojnih odnosov delničarjev v skupnem podjetju. Pomembna določila delniškega sporazuma (Vinter, 1995, str.22-24):

➤ *Dodatni kapitalski vložki*

Banke ne vztrajajo več na hkratnih vložkih dodatnega kapitala s strani vseh delničarjev, pač pa dovoljujejo, da se kapital dodaja po fazah in celo na koncu razvojne faze projekta (ang. back-ended equity). To privlači delničarje, saj lahko pomaga izboljšati stopnjo donosnosti projekta. Če se pokaže potreba po dodatnem kapitalu, je možno, da posamezen delničar tega dodatnega kapitala ni sposoben zagotoviti. Te okoliščine je potrebno predvideti že vnaprej, zato morajo delničarji predložiti neko obliko jamstva, ki delničarju zagotavlja potrebno kredibilnost in ga kapitalsko ne sme obremenjevati. Odločitev o načinu zavarovanja za potrebe dodajanja dodatnega kapitala najpogosteje predpiše kar država sama, v kateri se projekt izvaja. Najpogosteje je to bančna garancija ali pismo o nameri.

➤ *Stvarni vložki*

Včasih je edini kapital, ki ga stranka lahko vloži, le stvarni kapital. Tu je pomembno vprašanje vrednotenja tovrstnih vložkov, saj morajo imeti le-ti primerno vrednost in morajo biti pravilno ovrednoteni, da lahko vsi delničarji dosežejo svojemu vložku proporcionalni donos.

➤ *Prednostne pravice*

Prednostna pravica je način, kako zavarovati interese delničarjev v podjetjih, kjer je krog delničarjev omejen. Če želi nek partner v projektnem podjetju svoj delež prodati, mora tega najprej ponuditi obstoječim partnerjem. Prodajna cena je lahko odvisna tudi od cene, ki jo ponudi tretja stranka.

➤ *Konflikt interesov*

Če ima projektno podjetje s katerim od delničarjev podpisano kakršnokoli komercialno ali drugo vrsto pogodbe, imajo preostali delničarji pravico tega posameznega delničarja izključiti pri odločanju glede projektnega podjetja.

➤ *Konkurenčna klavzula*

Ta klavzula delničarjem zagotovi, da nihče izmed njih ne bo opravljal kakršnihkoli aktivnosti, ki bi bile konkurenčne projektному podjetju.

Gradbena pogodba

Gradbene pogodbe (ang. constructional contract) so enostavne v teoriji in zapletene v praksi. Bistvo te pogodbe je, da se ena stranka (gradbenik) zaveže, da bo zgradila nek objekt za projektno družbo, za dogovorjeno plačilo in v določenem obdobju (Vinter, 1995, str. 29). Ker se tovrstne pogodbe lahko različno interpretirajo, se danes najpogosteje poslužijo standardnih tipov pogodb, ki enakopravno zastopajo interese obeh strank. V projektnem financiranju naj bi standardna gradbena pogodba zajemala strukturo izgradnje del, ceno gradbenih del, končni datum izgradnje objekta, način plačila, morebitne izdane garancije konstruktorja, kot je na primer garancija za dobro izvedbo del itd.

Struktura izgradnje del je odvisna od odločitve podjetja, ali bo najelo enega konstruktorja za izvedbo vseh gradbenih del ali pa bodo najeli individualne konstruktorje, s katerimi bodo sklenili posamične pogodbe in katere bo nadziral le skupen projektni manager. Obe strukturi imata prednosti in pomanjkljivosti. V prvem primeru je edini konstruktor odgovoren za vsa dela svojih podizvajalcev, ki jih najame za specifična dela in nase prevzame vsa tveganja, povezana z njimi, v drugem primeru pa projektna družba lahko od vseh individualnih konstruktorjev zahteva odškodnino za morebitno nastalo škodo, vendar mora seveda dokazati, kateri od konstruktorjev je odgovoren za škodo. V velikih internacionalnih projektih pa srečamo še tretji način strukture izvedbe gradnje nekega objekta. Vsa specifična gradbena podjetja oblikujejo gradbeni konzorcij, ki nato sklene pogodbo s projektno družbo. Prednost te strukture je ta, da v primeru slabe izvedbe del zanjo jamči celotni konzorcij in ne le posamično gradbeno podjetje v njem. Projektna družba tako prejme odškodnino od konzorcija samega v enotnem znesku.

Cena gradbenih del je ponavadi vnaprej določena in fiksna, predvsem v primeru velikih projektov. Cena lahko vključuje začasne zneske (ki so le ocena dela, ki ni bil pravilno ovrednoten v času nastanka pogodbe zaradi katerihkoli razlogov) in razne fiksne cene postavke dela in postavke povračila stroškov ter določene marže. Vsaka fiksna cena se lahko poviša v primeru dodatnega dela konstruktorja, ker se pojavijo tveganja predvidevanega s strani projektne družbe. Tveganja so na primer nepredvidene razmere tal, na katerih se izvaja gradnja objekta, morebitne spremembe zakonodaje itd. Fiksna cena pa se lahko zviša tudi zaradi menjajočih se del s strani projektne družbe. Redko se zgodi, da

se celotno plačilo izvrši ob končnem datumu izgradnje projekta. Pogosta so plačila v nekaj fazah.

Navadno je v gradbenih pogodbah končni datum dokončanja vseh gradbenih del določen, vendar pa se v primeru dodatnih predvidenih tveganj projektne družbe (nepredvidene razmere tal, na katerih se izvaja izgradnja projekta, ali neugodne vremenske razmere) ta datum lahko podaljša. Končni datum izgradnje del je za celotno projektno financiranje zelo pomemben element, saj se lahko le v primeru popolnega dokončanja gradbenih del začne proizvodnja, ki posledično ustvarja denarni tok, ki nato služi za servisiranje dolga.

Pogodba o prodaji proizvoda

Ni nujno, da ima določen projekt sklenjeno pogodbo o prodaji proizvoda (ang. offtake agreement) v obliki dolgoročne nakupne pogodbe, saj je lahko proizvod prodajan le na spot trgu ali pa je prihodek od teh proizvodov plačilo širše javnosti (v primeru cestnine ali trajektov).

V primeru, da ima projekt sklenjeno pogodbo o prodaji proizvoda, pa sodi v eno od dveh naslednjih kategorij (Vinter, 1995, str. 37):

- pretočni sporazum (ang. pass-through sale agreement), kjer projektna družba prenaša tveganja na ostale pogodbene udeležence²⁸;
- prava prodajna pogodba, kjer se proizvod prodaja po tržni ceni ali pa po ceni, ki je blizu tržne cene. V tem primeru imamo dve različici te pogodbe. Prva je »vzemi ali pusti« pogodba (ang. take-or-pay agreement), ki je dolgoročna pogodba in zagotavlja periodičnost plačil v določenih minimalnih zneskih za dobavo storitev ali dobrin. Kritično pri teh pogodbah je to, da so brezpogojne in da morajo biti plačila projektni družbi s strani kupca opravljena ne glede na to, ali so storitve dejansko izvedene ali dobrine dejansko dostavljene. Ta pogodba je neke vrste garancija, ki jo zahtevajo posojilodajalci, da vidijo, da bo podjetje res sposobno servisirati nastali dolg. Druga je »vzemi in plačaj« pogodba (ang. take-and-pay agreement), ki ni brezpogojna in so plačila projektni družbi s strani kupca opravljena le, če je storitev dejansko opravljena ali dobrina dejansko dostavljena. Ta pogodba je garancija za investitorje, da obstaja povpraševanje po proizvodih ali/in storitvah, ki so bistvo projekta, vendar pa ta pogodba ne jamči za dokončanje in izvedbo projekta (Chance, 1991, str. 37).

²⁸ Dober primer za pretočni sporazum je pogodba za odkup električne energije, kjer pretočni sporazum poteka po naslednjem mehanizmu. V primeru elektroenergetskega projekta ceno proizvedene elektrike sestavljata dva dela in sicer iz fiksni stroški (ang. Capacity charge) ter variabilni stroški, ki so povezani z dobavljeno energijo za projektno družbo (ang. Energy charge). "Capacity charge" in "energy charge" skupaj predstavljata skupaj predstavljata ceno proizvedene elektrike v elektroenergetskem projektu, ki se imenuje "contract charge". Fiksni in variabilni stroški se prenesajo na odjemalce oziroma kupce električne energije. Fiksni stroški so na primer stroški poslovanja, stroški servisiranja dolgov itd. Te stroške nato zaračuna kupcem elektrike kot "capacity charge". Na enak način zaračuna na primer stroške dobave energije za projektno družbo, ki so variabilni strošek, zaračuna kupcem energije v obliki "energy charge" (Vinter, 1995, str.40-41).

PRILOGA 3: Oblike oz. skupine zavarovanj

Finančna zavarovanja na sredstvih kreditojemalca pri banki kreditodajalki ali na sredstvih kreditojemalca pri drugih bankah in finančnih institucijah:

- zastava sredstev na računu,
- zastava depozita,
- zastava sredstev na hranilni knjižici,
- zastava vrednosti, hranjenih v bančnih trezorjih,
- zastava projektnih računov.

Instrumenti zavarovanja, izdani s strani zavarovalnic:

- zastava police življenjskega zavarovanja (life insurance),
- zastava police nezgodnega zavarovanja (life assurance),
- zastava police premoženjskega zavarovanja,
- zavarovalna polica nacionalne izvozne družbe - direktna in indirektna.

Neposredna osebna zavarovanja:

- garancija,
- poroštvo (subsidiarno, solidarno),
- menice,
- zadolžnice,
- obveznice,
- patronatska izjava ali izjava o boniteti,
- menica z regresno pravico.

Posredna osebna zavarovanja:

- garancija, ki jo upravičenec (kreditojemalec) asignira v korist banke,
- dokumentarni akreditiv.

Zastava nepremičnine

- hipoteka.

Odstop terjatev v zavarovanje:

- individualni odstop,
- globalni odstop.

Zastava premočnin:

- strojev,
- blaga,

- motornih vozil,
- surovin,
- letal,
- ladij,
- žlahtnih kovin,
- drugih premičnin.

Drugo:

- zastava premoženja,
- zastava lastnih delnic, ki kotirajo na borzi,
- zastava lastnih delnic, ki ne kotirajo,
- odstop najemnin,
- zastava mesečnih prihodkov,
- zastava pravic,
- drugo.

PRILOGA 4: Kreditni pogoji za financiranje projekta »multikino kompleks«

Kreditojemalec:	FILM d.o.o.								
Vrsta posojila:	Dolgoročno projektno financiranje v EUR								
Namen:	Financiranje projekta »Multikino kompleks FILM«								
Obveznost/znesek:	9 mio EUR, ki predstavlja maksimalno 66,67% celotnih stroškov.								
Kreditodajalec:	Banka XX d.d. in Banka XY d.d., vsaka s končnim zneskom 4,5 mio EUR.								
Agent:	Banka XY d.d.								
Obdobje razpoložljivosti sredstev:	15.05.2004 do 31.12.2014								
Poplačilo:	V 18. enakih polletnih obrokih, ki se plačujejo na vsaki 15.05. in 15.11. Končajo se 15.11.2014. Enoletni odlog odplačila dolga ali moratorij.								
Končna dospelost:	15.11.2014								
Obrestna mera:	6m EURIBOR + pripadajoča obrestna marža								
Marža:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Delež lastnih sredstev v bilančni vsoto</th><th>Pripadajoča obrestna marža p.a.</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>lastna sredstva $\geq 45\%$ bilančne vsote</td><td>0,90%</td></tr> <tr> <td>lastna sredstva $> 28\%$ bilančne vsote in $< 45\%$ bilančne vsote</td><td>0,95%</td></tr> <tr> <td>lastna sredstva $\leq 28\%$ bilančne vsote</td><td>1,30%</td></tr> </tbody> </table>	Delež lastnih sredstev v bilančni vsoto	Pripadajoča obrestna marža p.a.	lastna sredstva $\geq 45\%$ bilančne vsote	0,90%	lastna sredstva $> 28\%$ bilančne vsote in $< 45\%$ bilančne vsote	0,95%	lastna sredstva $\leq 28\%$ bilančne vsote	1,30%
Delež lastnih sredstev v bilančni vsoto	Pripadajoča obrestna marža p.a.								
lastna sredstva $\geq 45\%$ bilančne vsote	0,90%								
lastna sredstva $> 28\%$ bilančne vsote in $< 45\%$ bilančne vsote	0,95%								
lastna sredstva $\leq 28\%$ bilančne vsote	1,30%								
Strošek priprave kredita:	0.35% od zneska kredita								
Strošek pripravljenosti sredstev:	0,20% p.a.								
Zavarovanje:	Prvovrstna hipoteka na nepremičnini, ki je predmet financiranja.								
Podpora:	Garancija dovršitve. 10 bianco menic z menično izjavo								
Podpora delničarjev:	Prispevek lastniškega kapitala v višini skoraj 34% celotnih stroškov projekta. Managerska podpora. Tehnično sodelovanje. Tržno sodelovanje. Obveza za pokritje vsakega zneska prekoračitve stroškov nad 13,6 mio EUR, ki so rezultat prekoračitve med fazo izgradnje do dovršitve projekta. Omejitev glede izplačevanja dividend.								

PRILOGA 5: Projekcija denarnih tokov-osnovni primer

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Investicije v stalna sredstva	-13.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investicije v obratni kapital	-136	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotne investicije	-13.636	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotni prihodki iz poslovanja	-	4.247	3.924	3.726	3.915	3.863	3.868	4.053	4.096	4.096	4.096	4.096	4.096	4.096	4.096	4.096
Obiskovalci kina	-	2.068	2.050	2.031	2.176	2.136	2.096	2.220	2.198	2.198	2.198	2.198	2.198	2.198	2.198	2.198
Prigrizki in pijače	-	537	532	577	621	610	655	716	780	780	780	780	780	780	780	780
Oglaševanje	-	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Najemnine	-	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512
Parkirišče	-	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Izredni prihodki	-	525	225	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotni stroški iz poslovanja	-	-2.171	-1.898	-1.900	-2.087	-2.063	-2.059	-2.138	-2.149	-2.149	-2.149	-2.149	-2.149	-2.149	-2.149	-2.149
Stroški najema filma	-	-827	-820	-813	-979	-961	-943	-999	-989	-989	-989	-989	-989	-989	-989	-989
Obratovalni stroški (COGS, nakup, komercialni stroški ...)	-	-354	-92	-88	-93	-92	-91	-96	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97	-97
Obratovalni stroški (fiksna obremenitev - koriščenje, vzdrževanje)	-	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543
Hrana in pijača	-	-161	-160	-173	-186	-183	-197	-215	-234	-234	-234	-234	-234	-234	-234	-234
Stroški dela	-	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265
Ostali stroški iz poslovanja (skupaj)	-	-21	-19	-19	-21	-20	-20	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21
Zaslutek pred plačanimi obrestmi, davki in amortizacijo	-	2.077	2.026	1.826	1.828	1.800	1.810	1.915	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947	1.947
Amortizacija	-	-416	-416	-394	-394	-394	-375	-375	-375	-185	-185	-184	-183	-182	-181	-180
Zaslutek pred plačanimi obrestmi in davki	-	1.660	1.610	1.432	1.434	1.406	1.435	1.540	1.573	1.762	1.762	1.763	1.764	1.765	1.766	1.767
Obrestni stroški	-	-216	-432	-356	-312	-267	-220	-176	-132	-88	-44	-	-	-	-	-
Dobiček pred davki	-	1.444	1.178	1.076	1.123	1.139	1.215	1.364	1.441	1.674	1.718	1.763	1.764	1.765	1.766	1.767
Davki (25%)	-	-	-	-269	-281	-285	-304	-341	-360	-419	-430	-441	-441	-441	-442	-442
Neto dobiček	-	1.444	1.178	807	842	854	911	1.023	1.081	1.256	1.289	1.322	1.323	1.324	1.325	1.325
+ Amortizacija	-	416	416	394	394	394	375	375	375	185	185	184	183	182	181	180
+ Plačane obresti	-	216	432	356	312	267	220	176	132	88	44	-	-	-	-	-
Neto denarni tok pred servisiranjem dolga	-13.636	2.077	2.026	1.557	1.548	1.515	1.506	1.574	1.587	1.529	1.518	1.507	1.506	1.506	1.506	1.506
Sedanja vrednost neto denarnega toka pred servisiranjem dolga	-13.636,0	1.922,7	1.737,2	1.236,0	1.137,5	1.031,0	948,9	918,3	857,5	764,8	703,0	646,1	598,2	553,8	512,7	474,6
Bilanca kredita (začetek)	-	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-

Nadaljevanje priloge 5: Projekcija denarnih tokov-osnovni primer																
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Črpanje kredita	9.000,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poplačilo kredita (enake tranše v 10-ih letih)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Obresti	-	216,0	432,0	356,0	311,5	267,0	220,0	176,0	132,0	88,0	44,0	-	-	-	-	-
Bilanca kredita (konec)	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-	-
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	1.860,5	594,3	201,0	236,0	247,9	285,8	397,8	455,2	440,8	473,8	1.506,6	1.506,3	1.506,1	1.505,8	1.505,6
Sedanja vrednost neto denarnega toka do sponzorjev	-4.636,0	1.722,7	509,5	159,6	173,5	168,7	180,1	232,1	245,9	220,5	219,5	646,1	598,2	553,8	512,7	474,6
Diskontna stonja- r	8,0%			Izračun diskontne stopnje:	Netvegana stopnja	4,0%										
NSV pred servisiranjem dolga	406,3				Premija za tveganje	4,0%										
NSV do sponzorjev	1.981,5				Likvidnostna premija	0,0%										
						8,0%										
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	1.860,5	594,3	201,0	236,0	247,9	285,8	397,8	455,2	440,8	473,8	1.506,6	1.506,3	1.506,1	1.505,8	1.505,6
Kumulativa neto denarnih tokov	-4.636,0	2.775,5	2.181,2	-1.980,2	-1.744,2	1.496,3	1.210,5	-812,7	-357,5	83,3	557,1	2.063,7	3.570,0	5.076,1	6.581,9	8.087,5
ANALIZA KOEFICIENTA ROE IN DSCR:																
Lastniški kapital	4.636,0	6.496,5	7.090,8	7.291,8	7.527,8	7.775,7	8.061,5	8.459,3	8.914,5	9.355,3	9.829,1	11.335,7	12.842,0	14.348,1	15.853,9	17.359,5
ROE		28,64%	8,38%	2,76%	3,14%	3,19%	3,55%	4,70%	5,11%	4,71%	4,82%	13,29%	11,73%	10,50%	9,50%	8,67%
Koeficient servisiranja dolga - DSCR	n.a.	9,6	1,4	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

PRILOGA 6: Projekcija denarnih tokov-pesimistični primer

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Investicije v stalna sedstva	-13.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
Investicije v obratni kapital	-136	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
Celotne investicije	-13.636	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	4	6	8	10
Celotni prihodki iz poslovanja	-	2.877	2.565	2.354	2.448	2.422	2.425	2.517	2.539	2.539	2.539	2.539	2.539	2.539	2.539	2.539
Obiskovalci kina	-	1.034	1.025	1.016	1.088	1.068	1.048	1.110	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099
Prigrizki in pijača	-	268	266	289	311	305	328	358	390	390	390	390	390	390	390	390
Oglaševanje		163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Najemnine	-	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Parkirišča		443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Izredni prihodki		525	225													
Celotni stroški iz poslovanja	-	-1.554	-1.503	-1.502	-1.540	-1.530	-1.529	-1.565	-1.571	-1.571	-1.571	-1.569	-1.567	-1.565	-1.563	-1.561
Stroški najema filma	-	-414	-410	-406	-435	-427	-419	-444	-440	-440	-440	-440	-440	-440	-440	-440
Obratovalni stroški (COGS, nakup, komercialni stroški ...)	-	-237	-58	-54	-56	-56	-56	-58	-58	-58	-58	-58	-58	-58	-58	-58
Obratovalni stroški (fiksna obremenitev - koriščenje, vzdrževanje)		-543	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-675	-674	-673	-672	-671
Hrana in pijača	-	-81	-80	-87	-93	-91	-98	-107	-117	-117	-117	-117	-117	-117	-117	-117
Stroški dela	-	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265
Ostali stroški iz poslovanja (skupaj)	-	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Zasluzek pred plačanimi obresti, davki, amortizacija	-	1.323	1.062	851	907	892	896	952	968	968	968	970	972	974	976	978
Amortizacija	-	-416	-416	-394	-394	-394	-375	-375	-375	-185	-185	-184	-183	-182	-181	-180
Zasluzek pred plačanimi obrestmi in davki	-	907	646	457	513	498	521	577	593	782	782	785	788	791	794	797
Obrestni stroški	-	-450	-450	-400	-350	-300	-250	-200	-150	-100	-50	-	-	-	-	-
Dobiček pred davki	-	457	196	57	163	198	271	377	443	682	732	785	788	791	794	797
Davki (25%)	-	-114	-49	-14	-41	-50	-68	-94	-111	-171	-183	-196	-197	-198	-199	-199
Neto dobiček	-	342	147	43	123	149	204	283	332	512	549	589	591	594	596	598
+ Amortizacija	-	416	416	394	394	394	375	375	375	185	185	184	183	182	181	180
+ Plačane obresti	-	450	450	400	350	300	250	200	150	100	50	-	-	-	-	-
Neto denarni tok pred servisiranjem dolga	-13.636	1.209	1.013	837	867	843	828	858	857	797	784	775	778	782	785	788
Sedanja vrednost neto denarnih tokov pred servisiranjem dolga	13.636,0	1.119,0	868,3	664,4	636,9	573,4	521,9	500,4	462,9	398,7	363,4	332,5	309,1	287,4	267,3	248,5
Bilanca kredita (začetek)	-	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Črpanje kredita	9.000,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Nadaljevanje priloge 6: Projekcija denarnih tokov-pesimistični primer

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Poplačilo kredita (enake tranše v 10-ih letih)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Obresti	-	450,0	450,0	400,0	350,0	300,0	250,0	200,0	150,0	100,0	50,0	-	-	-	-	-
Bilanca kredita (konec)	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-	-
<i>Neto denarni tok do sponzorjev</i>	-4.636,0	758,5	-437,2	-563,0	-483,4	-457,5	-421,8	-342,5	-293,2	-303,0	-265,5	775,2	778,5	781,7	785,0	788,2
Sedanja vrednost neto denarnega toka do sponzorjev	4.636,0	-374,8		-446,9	-355,3	-311,3	-265,8	-199,8	-158,4	-151,6	-123,0	332,5	309,1	287,4	267,3	248,5
Diskontna stopnja- r	8,0%			Izračun diskontne stopnje:	Stopnja tveganja	4,0%										
NSV pred servisiranjem dolga	-6.081,8				Prenija za tveganje	4,0%										
NSV do sponzorjev	-5.578,2				Likvidnostna premija	0,0%										
						8,0%										
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	758,5	-437,2	-563,0	-483,4	-457,5	-421,8	-342,5	-293,2	-303,0	-265,5	775,2	778,5	781,7	785,0	788,2
Kumulativa neto denarnega toka do sponzorjev	-4.636,0	3.877,5	4.314,6	-4.877,6	-5.361,1	5.818,5	6.240,3	6.582,8	6.876,0	7.179,0	7.444,6	6.669,4	5.890,9	5.109,2	4.324,2	3.535,9
ANALIZA KOEFICIENTA ROE IN DSCR:																
Latniški kapital	4.636,0	5.394,5	4.957,4	4.394,4	3.910,9	3.453,5	3.031,7	2.689,2	2.396,0	2.093,0	1.827,4	2.602,6	3.381,1	4.162,8	4.947,8	5.736,1
ROE		14,06%	-8,82%	-12,81%	-12,36%	13,25%	13,91%	12,73%	12,24%	14,48%	14,53%	29,79%	23,02%	18,78%	15,87%	13,74%
Koeficient servisiranja dolga - DSCR	n.a.	2,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

PRILOGA 7: Projekcija denarnih tokov-realni scenarij

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Investicije v stalna sredstva	-13.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
Investicije v obratni kapital	-136	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5
Celotne investicije	-13.636	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	4	6	8	10
Celotni prihodki iz poslovanja	-	3.788	3.469	3.267	3.427	3.383	3.387	3.544	3.581	3.581	3.581	3.581	3.581	3.581	3.581	3.581
Obiskovalci kina	-	1.758	1.742	1.727	1.850	1.816	1.781	1.887	1.868	1.868	1.868	1.868	1.868	1.868	1.868	1.868
Prigrizki in pijače	-	456	452	491	528	518	557	608	663	663	663	663	663	663	663	663
Oglaševanje		163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Najemnine	-	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Parkirišča		443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Izredni prihodki		525	225													
Celotni stroški iz poslovanja	-	-1.982	-1.873	-1.874	-1.939	-1.921	-1.919	-1.981	-1.991	-1.991	-1.991	-1.990	-1.989	-1.988	-1.987	-1.986
Stroški najema filma	-	-703	-697	-691	-740	-726	-713	-755	-747	-747	-747	-747	-747	-747	-747	-747
Obratovalni stroški (stroški prodanih dobrin, nakup, komercialni stroški...)	-	-315	-81	-77	-81	-80	-80	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84	-84
Obratovalni stroški (fiksna obremenitev - koriščenje, vzdrževanje)		-543	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-676	-675	-674	-673	-672	-671
Hrana in pijača	-	-137	-136	-147	-158	-155	-167	-183	-199	-199	-199	-199	-199	-199	-199	-199
Stroški dela	-	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265
Ostali stroški iz poslovanja (skupaj)	-	-20	-19	-19	-19	-19	-19	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Zasluzek pred plačanimi obrestmi, davki in amortizacijo	-	1.806	1.596	1.393	1.488	1.462	1.469	1.564	1.590	1.590	1.590	1.591	1.592	1.593	1.594	1.595
Amortizacija	-	-416	-416	-394	-394	-394	-375	-375	-375	-185	-185	-184	-183	-182	-181	-180
Zasluzek pred plačanimi obrestmi in davki	-	1.390	1.180	999	1.094	1.068	1.094	1.189	1.216	1.405	1.405	1.407	1.409	1.411	1.413	1.415
Obrestni stroški	-	-450	-450	-400	-350	-300	-250	-200	-150	-100	-50	-	-	-	-	-
Dobiček pred davki	-	940	730	599	744	768	844	989	1.066	1.305	1.355	1.407	1.409	1.411	1.413	1.415
Davki (25%)	-	-235	-182	-150	-186	-192	-211	-247	-266	-326	-339	-352	-352	-353	-353	-354
Neto dobiček	-	705	547	449	558	576	633	742	799	979	1.016	1.055	1.057	1.058	1.060	1.061
+ Amortizacija	-	416	416	394	394	394	375	375	375	185	185	184	183	182	181	180
+ Plačilo obresti	-	450	450	400	350	300	250	200	150	100	50	-	-	-	-	-
Neto denarni tok pred servisiranjem dolga	-13.636	1.571	1.414	1.243	1.302	1.270	1.258	1.316	1.324	1.264	1.251	1.241	1.244	1.246	1.249	1.251
Sedanja vrednost denarnega toka	-13.636,0	1.455	1.213	989.7	957.0	864.3	792.8	767.3	715.3	632.3	579.5	535.2	494.0	458.2	425.2	394.4
Bilanca kredita (začetek)	-	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Črpanje kredita	9.000,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Nadaljevanje priloge 7: Projekcija denarnih tokov-realni primer

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Poplačilo kredita (enake tranše v 10-ih letih)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Obresti	-	450,0	450,0	400,0	350,0	300,0	250,0	200,0	150,0	100,0	50,0	-	-	-	-	-
Bilanca kredita (konec)	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-	-
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	1.121,3	-36,5	-157,0	-48,1	-30,1	7,6	116,3	173,8	163,9	201,4	1.241,4	1.243,9	1.246,4	1.248,9	1.251,5
Sedanja vrednost denarnega toka do sponzorjev	-4.636,0	1.038,2	-31.3	-124.6	-35.4	-20.5	4.79	67.9	93.9	75.9	93.3	532.4	494	458.3	425.2	3394.5
				Izračun												
Diskontna stopnja- r	8,0%			diskontne	Netvegana											
				stopnnje:	stopnja:	4,0%										
NSV pred servisiranjem dolga	-6.211,1				Premija za	4,0%										
					tveganje	4,0%										
NSV do sponzorjev	-4.636,0				Likvidnostna											
					premija	0,0%										
						8,0%										
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	1.121,3	-36,5	-157,0	-48,1	-30,1	7,6	116,3	173,8	163,9	201,4	1.241,4	1.243,9	1.246,4	1.248,9	1.251,5
		-	-			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kumulativa neto denarnega toka	-4.636,0	3.514,7	3.551,1	-3.708,2	-3.756,2	3.786,4	3.778,8	3.662,5	3.488,7	3.324,8	3.123,4	1.882,0	-638,0	608,4	1.857,4	3.108,8
ANALIZA KOEFICIENTA ROE IN DSCR:																
Lastniški kapital	4.636,0	5.757,3	5.720,9	5.563,8	5.515,8	5.485,6	5.493,2	5.609,5	5.783,3	5.947,2	6.148,6	7.390,0	8.634,0	9.880,4	11.129,4	12.380,8
ROE		19,48%	-0,64%	-2,82%	-0,87%	-0,55%	0,14%	2,07%	3,00%	2,76%	3,28%	16,80%	14,41%	12,62%	11,22%	10,11%
Koeficient kritja dolga - DSCR	n.a.	3,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	-	-	-	-	-	-

PRILOGA 8: Projekcija denarnih tokov- prag donosnosti

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Servisiranje dolga															
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Investicije v stalna sredstva	-13.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investicije v obratni kapital	-136	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotne investicije	-13.636	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotni prihodki iz poslovanja	-	741	2.919	3.274	3.346	3.266	3.183	3.101	3.012	3.046	2.968	619	619	619	619	619
Obiskovalci kina	-	-716	1.252	1.679	1.734	1.671	1.574	1.500	1.398	1.423	1.366	-368	-368	-368	-368	-368
Prigrizki in pijače	-	-186	325	477	495	477	492	484	496	505	485	-131	-131	-131	-131	-131
Oglaševanje	-	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Najemnine	-	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512
Parkirišča	-	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443	443
Izredni prihodki	-	525	225	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celotni stroški iz poslovanja	-	-525	-1.487	-1.716	-1.833	-1.797	-1.755	-1.717	-1.672	-1.687	-1.652	-619	-619	-619	-619	-619
Stroški najema filma	-	286	-501	-672	-780	-752	-708	-675	-629	-641	-614	166	166	166	166	166
Obratovalni stroški (stroški prodanih dobrin, nakup, komercialni stroški)	-	-54	-67	-77	-79	-77	-74	-72	-70	-70	-69	-10	-10	-10	-10	-10
Obratovalni stroški (fiksna obremenitev - koriščenje, vzdrževanje)	-	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543	-543
Hrana in pijača	-	56	-97	-143	-148	-143	-148	-145	-149	-152	-145	39	39	39	39	39
Stroški dela	-	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265	-265
Ostali stroški iz poslovanja	-	-5	-15	-17	-18	-18	-17	-17	-17	-17	-16	-6	-6	-6	-6	-6
Zasluzek pred plačanimi obrestmi, davki in amortizacijo	-	216	1.432	1.558	1.514	1.469	1.428	1.384	1.340	1.360	1.316	-	-	-	-	-
Amortizacija	-	-416	-416	-394	-394	-394	-375	-375	-375	-185	-185	-184	-183	-182	-181	-180
Zasluzek pred plačanimi obrestmi in davki	-	-200	1.016	1.164	1.120	1.075	1.054	1.010	966	1.174	1.130	-184	-183	-182	-181	-180
Stroški iz naslova obresti	-	-216	-432	-356	-312	-267	-220	-176	-132	-88	-44	-	-	-	-	-
Dobiček pred davki	-	-416	584	808	808	808	834	834	834	1.086	1.086	-184	-183	-182	-181	-180
Davki (25%)	-	-	-	-202	-202	-202	-208	-208	-208	-272	-272	-	-	-	-	-
Neto dobiček	-	-416	584	606	606	606	625	625	625	815	815	-184	-183	-182	-181	-180
+ Amortizacija	-	416	416	394	394	394	375	375	375	185	185	184	183	182	181	180
+ Plačane obresti	-	216	432	356	312	267	220	176	132	88	44	-	-	-	-	-
Neto denarni tok pred servisiranjem doga	-13.636	216	1.432	1.356	1.312	1.267	1.220	1.176	1.132	1.088	1.044	-	-	-	-	-
Sedanja vrednost neto denarnega toka pred servisiranjem dolga	-13.636,0	200,0	1.227,7	1.076,4	964,0	862,3	768,8	686,2	611,6	544,3	483,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanca kredita (začetek)	-	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-
Črpanje kredita	9.000,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Nadaljevanje priloge 8: Projekcija denarnih tokov-prag donosnosti

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
	0	1	2	3	4	Servisiranje dolga		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Poplačilo kredita (enake tranše v 10-ih letih)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-	-
Obresti	-	216,0	432,0	356,0	311,5	267,0	220,0	176,0	132,0	88,0	44,0	-	-	-	-	-	-	-
Bilanca kredita (konec)	9.000,0	9.000,0	8.000,0	7.000,0	6.000,0	5.000,0	4.000,0	3.000,0	2.000,0	1.000,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
Sedanja vrednost denarnih tokov do sponzorjev	-4.636,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diskontna stopnja- r	8,0%				Izračun stopnje donosa:	Netvegana stopnja:	4,0%											
NSV pred servisiranjem dolga	-6.211,1					Premija za tveganje:	4,0%											
NSV do sponzorjev	-4.636,0					Likvidnostna premija;	0,0%											
							8,0%											
Neto denarni tok do sponzorjev	-4.636,0	-0,0	-	0,0	0,0	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
Kumulativa neto denarnega toka	-4.636,0	-4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	-4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0
ANALIZA KOEFICIENTA ROE:																		
Lastniški kapital	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0	4.636,0
ROE		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Koeficient servisiranja dolga- DSCR	n.a.	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

PRILOGA 8: Slovar tujih izrazov

Agent - Banka odgovorna za vso administracijo projektnega financiranja v primeru, če gre za sindicirano posojilo.

Arranger – aranžer: Banka ali neka druga finančna institucija, ki je odgovorna za izvedbo sindiciranega posojila. Ima vlogo predstojnika in je ponavadi tudi agent ter je soudeležen pri največjem deležu sindiciranega posojila.

Asset - aktiva, premoženje: Je celoten fizični projekt in z njim povezane pogodbe, pravice in raznovrstni interesi v sedanjosti in v prihodnosti, ki so lahko ovrednoteni ali uporabljeni za namene poplačila nastalega dolga.

Base Case - osnovni primer: Projekcija denarnega toka, izvedena s spremenljivkami po pričakovanih vrednostih.

Break Even Point – Prag donosnosti ali točka preloma.

Build–Own–Operate–Transfer (BOOT): Situacija, kjer privatni lastnik gradi, ima v lasti ter upravlja z neko infrastrukturo in jo nato prenese na nekoga drugega, po preteku s pogodbo določenega časovnega obdobja.

Build–Own–Transfer (BOT): Situacija, kjer privatni lastnik gradi ter ima v lasti neko infrastrukturo ter jo nato prenese na drugega lastnika, ponavadi brez dodatnih stroškov, po preteku s pogodbo določenega časovnega obdobja.

Cash Flow - denarni tok: Denar, generiran v projektu.

Debt service coverage ratio (DSCR) - koeficient kritja dolga: Kvatitativna mera, ki jo uporabljajo kreditodajalci, da ugotovijo, ali pričakovan denarni tok projekta lahko služi kot poplačilo določenega kredita (lahko zagotovi pravočasno servisiranje dolga) po indikativno ponujenih pogojih. DSCR je definiran kot denar, razpoložljiv za servisiranje dolga, deljeno z odobrenim kreditom.

Event of Default - dogodek neizpolnitve: Vsak dogodek, ki upraviči kreditodajalca, da prekliče zahtevani kredit, razglasi vse zneske kredita, ki jih ima kreditojemalec že v lasti v takojšnje poplačilo in/ali pa uveljavi zavarovanje.

Equity - lastniški kapital: V primeru projektnega financiranja je lastniški kapital denar ali premoženje, prispevan od sponzorjev. Je razlika med celotno aktivo (premoženje) in celotno pasivo (obveznosti).

Full recourse - polno povračilo: Ne glede na to, kakšen tvegan dogodek nastopi, se kreditojemalec strinja, da poplača kredit. Po definiciji to ni projektno financiranje, razen v primeru, da je prodano premoženje kreditojemalca določen projekt.

Guarantee – garancija: Je dogovor za poplačilo dolga ali za zagotovitev dobre izvedbe projekta. Omejen je lahko glede na znesek in glede na veljavnost.

Guarantor – garant: Stranka, ki jamči za poplačilo ali za dobro izvedbo projekta.

Joint Venture - skupno vlaganje: Je način skupnega vlaganja, kjer kreditodajalec priskrbi sredstva, razvijalec projekta pa potrebno strokovno znanje. Tako postaneta partnerja v projektu.

Leasing – zakupni ali najemni posli

Limited recourse - omejeno povračilo: Pod določenimi pogoji (glede na pravne ter finančne pogoje in na pogoje upravljanja) imajo kreditodajalci dostop do imetja sponzorja in do pravnega zavarovanja, s katerim lahko izpolnijo obveznosti iz nastalega kredita.

Negative pledge - negativna zastava: Zaveza, kjer kreditojemalec in/ali garant jamčita, da ne bo prišlo do nobenih obremenitev na njuno premoženje.

Non recourse - brez povračila: Kreditodajalce se zanesejo na denarni tok projekta in na zavarovanje premoženja projektnega podjetja kot na edino sredstvo poplačila dolga.

Pari Passu (with equal treatment among themselves) -enako obravnavanje med njimi: Je pravni izraz, ki se nanaša na finančne instrumente, ki razvrščajo enakost in pravico poplačila drug z drugim in z drugimi instrumenti istega izdajatelja teh instrumentov. Nanaša se tako na pravico poplačila iz nastalih denarnih tokov kot na pravico v primeru likvidacije.

Project company ali Special Purpose Vehicle (SPV)- projektna družba: Posebno ustanovljeno podjetje za določen namen, kot je na primer doseganje financiranja izven bilance, pridobivanje davčnih koristi ali izoliranje ostalega premoženja sponzorjev od projektne upnikov.

Project Finance – projektne finance: Vključuje podjetniškega sponzorja, ki investira in ima v lasti industrijsko premoženje z enkratnim namenom (ponavadi z omejeno življenjsko dobo) skozi pravno samostojno enoto, financirano z dolgom brez povračila.

Rating – ocena kreditne sposobnosti: Ocena kreditne sposobnosti, pripravljena s strani agencij za ocenjevanje kreditne sposobnosti, kot je na primer Standard & Poor's Corporation or Moody's.

Recourse - povračilo: Lahko nastopi dogodek, ko projekt ne more več servisirati financiranja ali ne more doseči dokončanja. Takrat imajo financerji pravico do povračila ali denarja sponzorjev ali do drugih zavarovanj.

Shareholders Agreement - delničarski sporazum: Splošno pojmovanje za pogodbo med dvema ali več delničarji.

Sponsor: Udeleženec, ki razvija projekt in ga financira s pomočjo lastniškega kapitala. Delničarji projektne družbe so **znani** kot sponzorji.

Syndicated Loan – sindicirano posojilo: Komerzialna bančna transakcija, kjer dve ali več bank sodeluje pri financiranju določenega kreditojemalca, ponavadi velike korporacije ali vlade.

Take-and-Pay Contract – pogodba vzemi in plačaj: Pogodba, ki od kupca zahteva, da za dobrine ali storitve plača le v primeru, če jih koristi.

Take-or-Pay Contract – pogodba vzemi ali plačaj: Pogodba, ki brezpogojno od kupca zahteva, da plača za dobrino ali storitev tudi v primeru, ko le-ta ni dostavljena ali dostopna s strani prodajalca.

Working Capital – obratni kapital: Denar potreben za financiranje zalog in terjatev. Računovodska definicija je enaka sedanjim sredstvom minus sedanje obveznosti. Obratni kapital se v celoti povrne, ko se projekt zaključi.

