

## KORPORATIVNO I PROJEKTNO FINANSIRANJE JAVNO-PRIVATNIH PARTNERSTAVA

### Izvori finansiranja javno-privatnih partnerstava

Javno-privatno partnerstvo finansira privatni partner preko posebnog preduzeća, tzv. Društva posebne namene - DPN (eng. *Special Purpose Vehicle - SPV*). Takvo posebno društvo nastupa kao zajmoprimac u ugovoru o finansiranju projekta, a takođe je ugovorna strana drugih ugovora vezanih za izgradnju i eksploataciju projekta. Projekat se finansira iz duga, kapitala i ostalih izvora finansiranja.

Najveći deo finansiranja projekta obezbeđuju zajmodavci ili investitori u dužničke hartije od vrednosti - HOV. Takav dug se zove nadređeni dug (eng. *Senior debt*) i odnosi se na dužnički izvor finansiranja koji je prvi nastao (prvi ugovoreni kredit ili emisija obveznica). Preostali deo izvora finansiranja obezbeđuju sponzori u obliku vlasničkog kapitala (eng. *Equity*) ili vlasničkog duga. Taj dug se zove podređeni dug (eng. *Junior debt*). U isplati profita projekta prvenstvo ima nadređeni dug.

Dug može činiti osigurani ili neosigurani kredit, ili obveznice koje izdaje DPN. Osigurani kredit je prvi u redu otplate, ispred neosiguranih kredita i drugih vrsta kapitala. Kolateral otplate je imovina, hipoteka na zemljište ili osnovna sredstva, ponuda deonica od strane sponzora, sporazum o zadržavanju deonica (upis zaloga na deonice ili udele sponzora u DPN-u), pravo preuzimanja glavnih ugovora, pravo naplate osiguranja (cesija ili asignacija prihoda), posebne ugovorne obaveze i sl.

Neosigurani kredit se zasniva na opštoj kreditnoj sposobnosti primaoca i nije osiguran imovinom, ali može sadržati klauzulu zabrane davanja imovine u zalog pre otplate kredita i klauzulu ubrzane otplate kredita u slučaju pogoršanja finansijske situacije primaoca. U praksi, neosigurani kredit dobijaju isključivo sponzori i projekti visokog boniteta.

Obveznice su dužničke HOV koje izdaje DPN, a kupuju ih investitori. Prema načinu isplate duga mogu biti amortizacijske (do dospeća se periodično isplaćuje deo kamate i glavnice) i jednokratne (DPN dobija na dan prodaje diskontnu vrednost, a po dospeću jednokratno isplaćuje nominalnu vrednost). U projektima JPP, obveznice se najčešće koriste u finansiranju velikih investicija, posebno u Britaniji (čak 8 od 11 najvećih projekata u Britaniji, čija je vrednost preko pola milijarde funti, finansirano je obveznicama).<sup>1</sup>

Kreditori nadređenog duga nemaju pravo naplate iz imovine sponzora i moraju biti uvereni da se iz eksploatacije projekta ostvaruje novčani tok dovoljan za otplatu duga. Neophodna je i pravna sigurnost projekta u okviru koje će vlasnici nadređenog duga uvek imati pravo prvenstva u naplati u odnosu na vlasnike podređenog duga. U slučaju delimičnog osiguranja duga imovinom sponzora, zajmodavci obično traže od sponzora da oni ili treće osobe osiguraju dodatne izvore

---

<sup>1</sup> Damir Juričić: *Osnove JPP i projektnog finansiranja*, RRIF Zagreb, 2011, str. 110.

finansiranja za slučaj da se iz eksploatacije imovine projekta ne ostvaruje dovoljan novčani tok za otplatu duga. Kada projektu nedostaje novca usled slabih rezultata jednog ili više podizvođača DPN-a, zajmodavci žele da se osiguraju na način da loše izvođenje podizvođača ne utiče na sposobnost DPN -a da otplati dug.<sup>2</sup>

Ostali izvori finansiranja projekata JPP mogu biti tzv. *Mezzanine capital* instrumenti, rangirani između kapitala i duga. Rizik im je niži od kapitala, a mogući dobitak viši od kamata. U njih spadaju:

- Preferencijalne deonice, čije dividende imaju prednost u isplati u odnosu redovnih deonica;
- *Quoted equity*: instrument kapitala u odredbama ugovora ili ugovora o kreditu u kojima se naplata usluga ili povraćaj kapitala vezuju za uspeh projekta;
- Konvertibilan dug: opcija korišćenja konvertibilnih obveznica (zamenjivih u deonice), koje se mogu prodati i povećati atraktivnost ulaganja u projekat;
- Rezervni izvor finansiranja: kapital koji služi u situacijama prekoračenja troškova ili zastoja gradnje.<sup>3</sup>

Sredstva za finansiranje projekata JPP obično se pribavljaju od poslovnih banaka, međunarodnih finansijskih institucija (EIB, EBRD i sl.), ili direktno na tržištu kapitala. Na tržištu kapitala DPN koji učestvuje u projektu izdaje obveznice koje kupuju finansijske institucije koje dugoročno ulažu (penzioni fondovi i osiguravajuća društva).

Finansijska struktura projekta JPP podrazumeva utvrđivanje strukture izvora finansiranja, tj. odnosa sopstvenih i tuđih izvora finansiranja. DPN kao posebno preduzeće koje se osniva radi sprovođenja JPP predstavlja konzorcijum privatnih investitora. Alokacija rizika izgradnje, poslovanja i prihoda između učesnika u DPN-u određuje i finansijsku strukturu projekta. To znači da će zajmodavci nadređenog duga deo svojih rizika preneti na vlasnike, podugovarače i ostale subjekte u projektu koji su vezani ugovorom.

Visina finansijske poluge (udela duga u ukupnim izvorima finansiranja) direktno je srazmerna cenovnoj dostupnosti projekta javnom sektoru jer je nadređeni dug jeftiniji od vlasničkih oblika finansiranja. To je i razlog zašto je projektno finansiranje preovlađujući model kod projekata JPP. Finansijska poluga se određuje u zavisnosti od promenljivosti novčanih tokova projekta. Kreditore nadređenog duga procenjuju novčane tokove projekta kroz tzv. godišnji koeficijent pokrića duga - ADSCR (eng. *Annual debt service cover ratio*), čija vrednost zavisi od rizika projekta koji utiču na promenljivost novčanih tokova. ADSCR je novčani tok koji preostaje nakon otplate operativnih troškova i godišnjih troškova kamata i otplate glavnice duga. Što je finansijska poluga veća, koeficijent pokrića duga je manji i obrnuto. Zato je glavni cilj svih dogovora (eng. *trade-offs*) pri osmišljavanju JPP postizanje ravnoteže između alokacije rizika javnog i privatnog partnera, alokacije rizika u okviru DPN-a i troška finansiranja koji snosi DPN.

Iako je DPN zajmoprimac i privatni sektor je strana koja pronalazi model finansiranja JPP, veoma je važno i da menadžment javnog partnera razume modele finansiranja i njihove rizike i

---

<sup>2</sup> EPEC: *Priručnik za pripremu projekata JPP*, Agencija za JPP Hrvatske, Zagreb, 2011, str. 67

<sup>3</sup> Damir Juričić: *Osnove JPP i projektnog finansiranja*, RRIF Zagreb, 2011, str. 111.

posledice. Javni sektor procenjuje ponude za JPP koje podnose na tenderu privatni partneri. Zbog toga je važna sposobnost javnog partnera da proceni da li je konkretna ponuda privatnog partnera izvodljiva sa stanovišta finansiranja i da li osigurava izvore finansiranja. U suprotnom, dodela ugovora partneru koji nije u stanju da sprovede finansiranje projekta predstavlja veliki gubitak vremena i resursa. Javni partner mora poznavati strukturu rizika, jer pogrešna alokacija povlači i promenu strukture finansiranja, što utiče na ukupan trošak finansiranja. Ako JPP podrazumeva državne garancije ili javne grantove, javni partner ima direktan uticaj na strukturu izvora finansiranja. Karakteristike izvora finansiranja direktno utiču i na obaveze javnog partnera kao naručioca projekta, posebno na iznose koje javni sektor plaća u slučaju raskida ugovora.

### **Projektno vs korporativno finansiranje**

Finansiranje projekata u najširem smislu, bilo da ih sprovodi javni sektor, ili je reč o projektima privatnih firmi usmerenih na sopstveni razvoj, u prošlosti se sprovodilo zaduživanjem preduzeća ili javnog nivoa vlasti u okviru sopstvenog bilansa. Reč je o klasičnom poslovnom ili korporativnom finansiranju. Projektno finansiranje se pojavilo 70-ih godina prošlog veka, da bi se razvilo početkom 21. veka i danas predstavlja dominantan model finansiranja većih projekata.

U slučaju projektnog finansiranja, privatni partner osniva posebno preduzeće, tzv. Društvo posebne namene – DPN (eng. *Special Purpose Vehicle - SPV*), koje se osniva isključivo u svrhu sprovođenja projekta JPP i koje nastupa kao zajmoprimac u ugovoru o finansiranju projekta, a garancije vraćanja kredita predstavljaju novčani tokovi eksploatacije projekta.

Za razliku od projektnog finansiranja koje se oslanja na vraćanje zajma kroz eksploataciju projekta, korporativno finansiranje je zasnovano na bonitetu investitora, kome kao osiguranje odobrenog zajma služi aktiva u bilansu preduzeća.

Transakcije koje se finansiraju korišćenjem budžetskih resursa investitora u korporativnom modelu u celosti zavise od finansijske snage investitora, što u velikim projektima predstavlja gotovo nepremostivu prepreku. Međutim, postoje JPP aranžmani u kojima ponuđači na tenderu koriste korporativni model finansiranja. To su situacije u kojima se na tender javlja pojedinačni ponuđač, a ne konzorcijum; kada ponuđač ima jak bonitet i koristi korporativno finansiranje za nove projekte svog preduzeća kao deo svog uobičajenog poslovanja; kada su u pitanju manji projekti sa manjim transakcijama, gde bi projektno finansiranje imalo više fiksne transakcione troškove i kada korporativni model nudi veću fleksibilnost privatnom ili javnom partneru nego projektno finansiranje. Korporativno finansiranje se uglavnom koristi za manje projekte, čija je vrednost investicije ispod 12,5 miliona evra.<sup>4</sup>

Karakteristike korporativnog finansiranja su:

- Privatni partner sa kojim javni partner potpisuje ugovor o JPP jeste glavni izvođač sa kredibilnim finansijskim bonitetom;
- U ugovoru sa javnim sektorom se ne pojavljuju ostali finansijeri, zaštite od kamatnog rizika i slične finansijske forme;

---

<sup>4</sup> HM Treasury: *Standardization of PFI contracts*, 2012, str. 306

- Ne sprovodi se *due-diligence*<sup>5</sup> od strane kreditora;
- Javni sektor ne polaže izjave, potvrde i slična dokumenta u korist kreditora privatnog partnera;
- Ne postoji direktan ugovor između javnog partnera i kreditora privatnog partnera;
- Ne menja se ponuda na tenderu nakon podnošenja usled promene cena na tržištu.

Ukoliko model finansiranja projekta JPP sadrži navedene odlike, reč je o korporativnom modelu.

Kod korporativnog finansiranja dug koji se pribavlja za finansiranje projekta prikazuje se kao deo bilansa investitora. Kod projektnog finansiranja dug se ne knjiži u bilansu investitora, već DPN-a kao posebnog pravnog subjekta. Na isti način se iskazuje i imovina projekta, odnosno kapital se, kao deo ukupnog izvora finansiranja, u DPN-u izkazuje kao vlasnički izvor finansiranja.

Takođe, kod korporativnog finansiranja novčani tokovi projekta se prikazuju na računu investitora kao deo prihoda i rashoda između svih ostalih poslova koje obavlja preduzeće, dok se novčani tokovi projekta kod projektnog finansiranja prikazuju izdvojeni, na posebnom računu DPN-a (koje je vlasnik i nosilac investicije), izdvojeni iz bilansa investitorovog matičnog preduzeća.

Osiguranje duga kod korporativnog finansiranja predstavlja imovina preduzeća investitora, garancije drugih preduzeća ili garantnih institucija. Projektno finansiranje nije osigurano, a kreditori osiguranje povraćaja kredita procenjuju na osnovu analize budućih novčanih tokova u eksploataciji projekta. Imovina projekta predstavlja kolateral, a kreditori nemaju pravo da realizuju nadoknade gubitaka DPN -a iz imovine ili sa računa matičnog preduzeća investitora. Osiguranje duga kod projektnog finansiranja sprovodi se i preko prava uplitanja (eng. *Step-in rights*), koje kreditorima daje pravo preuzimanja DPN -a i svih ugovora u slučaju neuspeha projekta do pronalaska novog privatnog partnera. Kreditori se osiguravaju i kontrolom novčanih tokova DPN -a preko ugovora o zajmu, u kom se utvrđuje redosled novca koji ulazi u DPN, čime se osigurava prvenstvo otplate nadređenog duga u odnosu na podređen dug i kapital kao ostale izvore finansiranja. Takođe, kreditori uspostavljaju u cilju kontrole novčanih tokova DPN -a rezervne račune za otplatu duga i održavanje.

Projektno finansiranje je upravo zbog razlike u osiguranju duga povoljnije za investitore, jer izdvajanjem duga iz bilansa matičnog preduzeća i njegovim osiguranjem preko imovine projekta i ugovorima sa drugim učesnicima u projektu (preko alokacije rizika), matičnom preduzeću investitora raste tržišna vrednost uz osiguranje od rizika podinvestiranosti i kontaminacijskog rizika.<sup>6</sup> Sa gledišta kreditora, izdvajanje projekta preko DPN -a u posebno preduzeće opravdano je iz više razloga. Ako bi se projekat organizovao u okviru bilansa matičnog preduzeća investitora, pomešali bi se novčani tokovi projekta u fazi eksploatacije sa ostalim tokovima matičnog preduzeća, što povećava troškove monitoringa i kreditnog rizika.

---

<sup>5</sup> Due Diligence je termin koji se odnosi na proces detaljne analize predmeta kupovine prilikom transakcija na tržištu. U slučaju projektnog finansiranja JPP, odnosi se na analizu projekta od strane kreditora, kako bi se umanjili rizici i obezbedili adekvatni kolaterali.

<sup>6</sup> Više reči o osiguranju od podinvestiranosti i kontaminacijskom riziku biće u sledećem poglavlju, koje će detaljnije govoriti o projektnom finansiranju.

Projektno finansiranje se razlikuje od korporativnog i u pogledu agencijskih troškova, jer su eksploatacija i upravljanje projektom pregledniji za vlasnike preduzeća u slučaju projektog finansiranja, dok u korporativnom modelu dolazi do asimetrije informacija o imovini preduzeća i novim projektima između vlasnika i menadžera, što uvećava agencijske troškove.<sup>7</sup>

Projektno finansiranje ima tzv. dužu finansijsku polugu (samim tim i viši finansijski rizik) nego korporativno finansiranje - u tipičnom projektu JPP 70-80% izvora finansiranja predstavlja dug, dok je ostatak ulog vlasničkog kapitala.<sup>8</sup>

Procena kreditnog rizika u slučaju korporativnog modela podrazumeva analizu istorije poslovanja preduzeća, procenu vrednosti kolaterala, deonica preduzeća na tržištu, stečajne vrednosti i sl. U projektom modelu analiza kreditnog rizika usmerena je na buduće vreme: procenjuje se kvalitet ugovora između učesnika u projektu, verovatnoća novčanih tokova, stečaja, rizika i sl.

S obzirom na pomenute razlike, a kako su JPP aranžmani uglavnom dugoročni investicioni projekti, za njihovo finansiranje radije se koristi metod projektog finansiranja, a ne korporativni model. Prednost izboru projektog finansiranja daje više faktora:

- Vrednost investicija većine JPP projekata prevazilazi kapacitete budžeta pojedinačnih kompanija koje se javljaju na tender. Zato se finansijski i industrijski investitori udružuju u konzorcijum osnivanjem DPN-a (čije će finansiranje biti van bilansa pojedinačnih kompanija u konzorcijumu) i na taj način se pojavljuju na tenderu za projekat JPP.
- Projektno finansiranje ima nižu prosečnu cenu kapitala jer veći deo finansija potiče iz duga, a ne iz kapitala preduzeća koji ima višu prosečnu cenu.
- Postoji posebno tržište projektog finansiranja koje se prilagođava zahtevima dugoročnih i visokih ulaganja, dok mali broj pojedinačnih kompanija može da podnese dugoročne investicije.
- Mehanizam plaćanja u JPP ugovorima zasnovan na naknadi koja se plaća tokom celokupnog perioda isporuke usluge i koja je povezana sa zadatim standardima usluge. Upravo predvidivi dugoročni prihodi jesu osnov finansijskih transakcija projektog finansiranja, čije je tržište razvilo niz modela kreditiranja takvih aranžmana.

## **Projektno finansiranje**

Sušтина projektog finansiranja leži u odnosu kredita i osiguranja njegovog vraćanja. Dug po kreditu se kod projektog finansiranja ne osigurava imovinom u vlasništvu korisnika kredita, već isključivo iz novčanih tokova koje generiše projekat koji se kreditira.

Osnovni princip projektog finansiranja nalazimo još pre nove ere, u staroj Grčkoj. Prekomorski trgovci su kreditirani na putovanjima tako da povraćaj duga nije bio garantovan u slučaju pomorske havarije i potonuća broda, već se vraćao iz profita od trgovine. Isti princip nalazimo i u Srednjem veku u izgradnji puteva i mostova, gde se dug vraćao iz prihoda od naplate korišćenja. U novije doba, prvi veliki projekat koji je projektno finansiran jeste izgradnja

---

<sup>7</sup> Teorija o agencijskim troškovima će biti objašnjena u sledećem poglavlju.

<sup>8</sup> EPEC: *The guide to guidance - How to prepare, procure and deliver PPP projects*, EIB, 2011, fusnota br. 12.

Sueckog kanala, a pioniri savremenog projektnog finansiranja, kakvo srećemo u JPP, jesu projekti izgradnje naftnih platformi u Severnom moru, 70-ih godina 20. veka.<sup>9</sup>

Kao što se vidi iz prethodnog poglavlja, projektno finansiranje ima sledeće karakteristične osobine:

- Osnivanje posebnog preduzeća isključivo za namenu sprovođenja projekta;
- Novčani tok projekta kao izvor vraćanja duga (imovina preduzeća, tj. aktiva preduzeća je jedini kolateral);
- Projekat je izdvojen iz bilansa sponzora preduzeća;
- Dug (kao najveći deo ukupnih izvora finansiranja) ne čini deo bilansa matičnih preduzeća sponzora. Samim tim, matična preduzeća sponzora ne garantuju za obaveze projekta.
- Primenjuje se kod složenih i skupih projekata, najčešće u infrastrukturi.

U literaturi o projektnom finansiranju, posebno preduzeće koje se osniva u projektnom finansiranju ima više naziva: SPV- *special/single purpose vehicle*, SPS - *single project company*, SPE - *single project entity*, PC - *project company*, OC - *owning company*, CP - *cogeneration company*; a na našem govornom području koristi se skraćenica DPN - društvo posebne namene.<sup>10</sup>

Praksa je u poslednjim decenijama pokazala da je tehnika projektnog finansiranja u skupim projektima infrastrukture najčešći izbor kako kreditora, tako i investitora.

Sa stanovišta kreditora, finansiranje novog projekta koji ulazi u sastav matičnog preduzeća investitora i njegovog bilansa ima dobru stranu jer povećava sigurnost vraćanja kredita, zato što su garancije u celoj aktivni investitorovog preduzeća, a kreditni rizik se procenjuje na osnovu tržišne vrednosti preduzeća investitora. Dakle, radi se o direktnom kreditiranju matičnog preduzeća investitora. Međutim, negativne strane klasičnog korporativnog finansiranja iz ugla kreditora nastaju mešanjem novčanih tokova novog projekta sa novčanim tokovima preostale aktive. To dalje prouzrokuje uvećavanje rizika i troškova nadzora poslovanja, kao i vremena koje je za to potrebno. Poseban problem predstavljaju mogući finansijski problemi koje bi napravile druge aktivnosti preduzeća, a koje bi direktno uticale na vraćanje kredita osnovnog projekta, odnosno kontaminacijski rizik bi indukovao kreditni rizik.

Sa stanovišta investitora, korporativno finansiranje (finansiranje projekata u okviru bilansa preduzeća investitora) je još problematičnije. Novi projekat je sastavni deo postojeće aktive, a izvori finansiranja su deo postojeće pasive preduzeća. Upravo izvori finansiranja određuju strukturu pasive projekta, tj. odnos vlasničke glavnice i duga. Kako je dug najveći deo finansijske

---

<sup>9</sup>Stefanie Kleimeier & William L. Megginson: [\*Are Project Finance Loans Different From Other Syndicated Credits?\*](#), *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13(1), 2000, str. 75-87.

<sup>10</sup> Litetatura o projektnom finansiranju je obimna, navešćemo hronološki pregled najpoznatijih naslova: P.K.Nevitt: *Project financing*, Euromoney Publications, London, 1983; S.Shah & A.V.Thakor: *Optimal capital structure and project financing*, Journal of economic theory 42, 1987; John & Teresa Kose: *Top Management Compensation and Capital Structure*, The Journal of Finance, vol. 48, 1993; John D. Finnerty: *Project financing*, John Wiley & sons, 1996; T. Merna & R. Dubey: *Financial engineering in the procurement of projects*, Asia Law & Practice, Hong Kong, 1998; IFC: *Project finance in developing countries*, 1999; Peter K. Nevitt & Frank J. Tabozzi: *Project finance*, Euromoney books, 2000; Olga Filipenko: *Financial flexibility and limited recourse project finance*, Stern school of business, NY, 2001; Benjamin Esty: *Modern project finance: a casebook*, John Wiley & sons, NY, 2003.

strukture projekta, u korporativnom modelu dolazi do poremećaja postojeće strukture kapitala preduzeća. To dalje može dovesti do negativnih promena u pogledu buduće tržišne vrednosti deonica investitorovog preduzeća. U slučaju finansijskih problema novog projekta, može doći i do ugrožavanja poslovanja preduzeća i svih drugih projekata koje sprovodi. Dakle, finansiranje novog velikog projekta u okviru investitorovog preduzeća povećava rizik podinvestiranosti, kontaminacijski rizik i rizik promene vrednosti deonica.

Zbog navedenih razloga, praksa finansiranja velikih projekata pokazala je da je optimalno rešenje u udruživanju investitora u nezavisno preduzeće. Ono ima svoju strukturu izvora finansiranja (dug i kapital kao pasivu) i jedinstven projekat koji stvara određenu imovinu i prihode (aktiva). Aktiva projekta jeste garancija otplate kredita.

Brojna literatura o projektnom finansiranju (čiji je deo naveden u fusnoti 9) pokušava da nađe odgovor zašto se javlja toliko upadljiva razlika strukture izvora finansiranja (odnosa duga i kapitala) između korporativnog i projektnog finansiranja i otkud tako nagli razvoj projektnog finansiranja.

Shah i Takor (1987.) ističu da izdvajanje projekta iz bilansa matičnog preduzeća smanjuje asimetričnost informacija između vlasnika i menadžmenta. Time se smanjuju troškovi signalizacije (trošak objavljivanja informacija investitorima o projektu), jer se smanjuje i broj menadžera na strani investitora u slučaju izdvajanja projekta u DPN.

Teorija signalizacije polazi od teze da menadžeri preduzeća izborom načina finansiranja šalju poruku investitorima o perspektivi preduzeća i na taj način utiču i na buduću vrednost deonica preduzeća. Dakle, način finansiranja direktno utiče na vrednost preduzeća. Zaduživanje je signal investitorima o dobroj perspektivi preduzeća jer menadžeri očekuju zaradu. U slučaju osiguravanja izvora finansiranja preko prodaje deonica, šalje se loš signal investitorima, jer novi deoničari bi eventualne gubitke delili sa starim deoničarima, što bi umanjilo vrednost preduzeća. Zato teorija signalizacije zaključuje da struktura kapitala preduzeća direktno utiče na njegovu perspektivu: preduzeća koja finansiraju nove projekte prodajom vlasničkih HOV imaju lošiju perspektivu, dok preduzeća koja finansiraju nove projekte vlasničkom osnovicom i dugom imaju bolju perspektivu.

Teresa i Kose John (1993.) dolaze do zaključka o izboru projektnog finansiranja kao vodećeg modela finansiranja putem teorije o agencijskim troškovima. Teorija o agencijskim troškovima polazi od pretpostavke da konflikti između agenata (menadžmenta) i principala (deoničara/vlasnika duga) nastaju zbog manjka informacija vlasnika u odnosu na menadžere. Agencijski trošak je razlika između vrednosti deonica zbog podinvestiranosti i maksimalne vrednosti deonica. Agencijski trošak snose vlasnici. Trošak nastaje zbog odluka menadžera o propuštanju investicija u određene projekte na osnovu informacija koje vlasnici ne poseduju.<sup>11</sup> Zaključak ovih autora jeste da primena projektnog finansiranja smanjuje agencijske troškove matičnog preduzeća jer se smanjuje diskrecija menadžera i omogućava se korišćenje veće finansijske poluge.

---

<sup>11</sup> Više o teoriji o agencijskim troškovima u : Jensen & Meckling: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976.

Filipenko (2001.) se bavi optimalnom strukturom kapitala u uslovima asimetričnih informacija. Sama odluka o izboru između korporativnog i projektnog finansiranja predstavlja signal o kvalitetu projekta, a posledično i o perspektivi preduzeća. Zaključak je da preduzeća sa boljom perspektivom i projektima rađe biraju korporativno, dok rizična preduzeća radije koriste neosigurano projektno finansiranje.

Esty (2003.) polazi od teze da projektno finansiranje povećava tržišnu vrednost deonica matičnog preduzeća zbog smanjenja rizika agencijskih troškova i podinvestiranosti.<sup>12</sup> Agencijski konflikt između menadžera (koji kontrolišu investicije i novčane tokove preduzeća) i onih koji osiguravaju izvore finansiranja (vlasnici deonica i duga) znatno se smanjuje u projektnom finansiranju izdvajanjem projekta iz bilansa matičnog preduzeća i postavljanjem posebnog menadžmenta koji upravlja projektom prema ciljevima koje je zadao investitor. Smanjenje rizika agencijskog konflikta teško je ostvarivo u korporativnom modelu jer postojeći menadžment upravlja svim novčanim tokovima i projektima aktive matičnog preduzeća i zbog prirode položaja raspolaže znatno većim brojem informacija nego vlasnici preduzeća. Što je veća diskrecija menadžera, viši je rizik agencijskih troškova. Zbog specifične koncentracije vlasništva nad dugom i kapitalom u projektnom modelu, jednostavnija je i jeftinija kontrola aktivnosti menadžmenta. Viša finansijska poluga podrazumeva i dodatni bankarski nadzor kredita. U ovakvim uslovima, sa unapred zadatim ciljevima projekta u svakoj fazi, menadžment nema manevarski prostor za odlučivanje o reinvestiranju slobodnog novca i procenu uspešnosti budućih projekata.<sup>13</sup> Samim tim je onemogućen i uticaj menadžmenta na vrednost preduzeća na tržištu deonica. Menadžment u projektnom finansiranju zato ne donosi strateške, već samo operative odluke.

Osim menadžera, postoje i drugi subjekti u projektu koji oportunističkim ponašanjem doprinose povećanju agencijskih troškova. To su subjekti koji su dobavljači strateških sirovina za projekat, otkupljivači proizvoda ili usluga projekta i na kraju i javni partner od kog zavise zakonski uslovi poslovanja DPN -a koje realizuje projekat.

Projektni model finansiranja pomoću dugoročnih ugovora i finansijske poluge redukuje rizik oportunističkog ponašanja koji imaju sponzori. U dugoročnim ugovorima se preciziraju odnosi učesnika u DPN-u, a često postoji klauzula obaveze učešća u vlasništvu projekta, što smanjuje moralni hazard učesnika u DPN-u. Veća finansijska poluga smanjuje rizik prisvajanja dela novčanog toka jer se dovođenjem projekta u finansijske neprilike ugrožava i interes subjekta koji bi prisvojio deo slobodnog novca iz novčanog toka projekta.

Kombinacija ugovora i suvlasništva u DPN-u je Pareto optimalna<sup>14</sup>, jer dodatne promene ne donose nikome dodatnu korist, ali ni promena pozicije učesnika u projektu ne ugrožava druge učesnike.

---

<sup>12</sup>Rizik podinvestiranosti je nemogućnost novog zaduživanja zbog rizika prezaduzenosti i rizika finansijskih neprilika.

<sup>13</sup> U projektnom finansiranju se unapred definišu novčani tokovi i redosled isplate (eng. *Cash waterfall*). Prvo se isplaćuju operative troškovi, zatim kreditori, a na kraju sponzori. Svi učesnici u projektu potpisuju ugovor o finansiranju u kom prihvataju redosled isplate slobodnog novčanog toka.

<sup>14</sup> Pareto optimum ili Pareto efikasnost predstavlja situaciju u kojoj nije moguća bilo kakva dalja alokacija resursa čiji je cilj da nekoj individui bude bolje, a da takava alokacija ne izazove da nekoj drugoj individui bude gore. Ako u alokaciji resursa nekoj individui bude bolje, a da nikome ne bude gore, to je Pareto napredak. Alokacija u kojoj nije moguć dalji Pareto napredak je Pareto optimum.



Pored menadžera i učesnika u DPN-u, generator agencijskog troška može biti i javni partner usled nastupanja političkog rizika. Na strani javnog partnera je mogućnost promene zakona i regulative, ekspropijacija imovine i promena poreskih stopa i naknada. Finansijska poluga u projektnom finansiranju takođe služi i za umanjeње političkog rizika (promena ponašanja javnog partnera u projektu). Ako je projekat na nivou države kao javnog partnera, inostrani sponzori će insistirati na sklapanju međudržavnih sporazuma o zaštiti stranih ulaganja. Sa druge strane, veliki udeo duga u projektnom finansiranju usmerava veći deo novčanog toka kreditorima. Takođe, sponzori kredite obezbeđuju od svetski poznatih kreditora, čije prisustvo smanjuje mogućnost da će država ili lokalna vlast doći u iskušenje da prisvoji imovinu projekta ili slobodne novčane tokove. Izdvajanje projekta u DPN takođe čini ceo posao transparentnijim, što takođe umanjuje politički rizik.

### **Osiguranje od rizika podinvestiranosti i kontaminacijskog rizika**

Kao što je već rečeno u prethodnoj glavi, rizik podinvestiranosti je nemogućnost novog zaduživanja zbog rizika prezaduzenosti i rizika finansijskih neprilika. Osim postojeće finansijske poluge i troškova finansijskih neprilika, riziku podinvestiranosti doprinosi i asimetričnost informacija i menadžment koji nije sklon riziku.

Projektnim finansiranjem se produžava finansijska poluga jer se projekat izdvaja iz bilansa matičnog preduzeća, što povećava dužnički kapacitet i na taj način se redukuje nedovoljnost postojeće finansijske poluge. Projektno finansiranje uklanja i asimetričnost informacija zbog posebnog preduzeća i menadžmenta i vremenski ograničenog projekta sa unapred zadatim ciljevima i ugovorenom isplatom duga.

Rizik finansijskih neprilika se takođe redukuje projektnim finansiranjem. Problem finansijskih neprilika kod korporativnog finansiranja nastaje kada neki projekat (od više njih koji se finansiraju u okviru istog bilansa) zapadne u finansijske neprilike. Tada finansijske neprilike jednog projekta izazivaju neprilike i kod drugih projekata istog preduzeća, koji do tada nisu imali probleme. Izdvajanjem projekta u DPN postiže se dvostruki efekat na rizik finansijskih neprilika: matično preduzeće se osigurava od rizika finansijskih neprilika izdvojenog projekta, ali se i projekat osigurava od mogućih finansijskih neprilika matičnog preduzeća.

Kontaminacijski rizik je mešanje novčanih tokova više projekata u periodu eksploatacije, koji se sprovode u okviru bilansa jednog preduzeća. Novčani deficit u eksploataciji jednog projekta će kontaminirati pozitivne novčane tokove drugih projekata. Primena projektnog finansiranja osigurava preduzeće od kontaminacijskog rizika izdvajanjem projekta sa velikom imovinom i dugom iz bilansa matičnog preduzeća.

## **ZAKLJUČAK**

Projekti javno-privatnog partnerstva uglavnom su složeni ugovorni modeli za skupa infrastrukturna ulaganja. Finansiranje obezbeđuje privatni sektor, najvećim delom putem zaduživanja. Zato je i najzastupljeniji model projektno finansiranje. Formiranjem Društva posebne namene, kao posebnog projektnog preduzeća, privatni sektor obezbeđuje polaznu osnovu za sprovođenje modela projektnog finansiranja. Kreditorima se na taj način omogućava lakši uvid u finansijske tokove projekta, lakša procena rizika i kolaterala, kao i pravo uplitanja u slučaju finansijskih problema prilikom ispunjavanja obaveza privatnog partnera prema javnom naručiocu projekta.

Privatni partner putem osnivanja DPN prevazilazi problem dužničkog kapaciteta pojedinačnih preduzeća koja sama ne bi mogla da konkurišu na tenderima za skupe investicione projekte. Predvidivi dugoročni prihodi DPN u JPP predstavljaju osnovu finansijskih transakcija u modelu projektnog finansiranja i zasnovani su na naknadi koju javni partner plaća privatnom partneru tokom celokupnog ugovornog perioda JPP.

Sve pomenute pogodnosti i osobenosti JPP i projektnog finansiranja doveli su do paralelnog razvoja tržišta javno-privatnih partnerstava i projektnog finansiranja u najrazvijenijim zemljama.