

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

	Σελίδες
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1-10
Ορισμός	2
Ιστορικά στοιχεία	5
Τάσεις της αγοράς του Project Finance	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ ΓΙΑΤΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΡΟΤΙΜΟΥΝ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ PROJECT FINANCING	 11-24
1.1.Εισαγωγή	11
1.2. Θεωρίες για την χρήση του project financing	12
1.3. Άλλοι λόγοι για την χρήση του project financing	18
1.4. Πλεονεκτήματα του project financing έναντι της άμεσης χρηματοδότησης	19
1.5. Μειονεκτήματα του project financing	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ - Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ	 25-51
2.1. Πλάνο χρηματοδότησης	25
2.2. Ταμειακές ροές	37
2.3. Χρηματοοικονομικό μοντέλο	46
2.4. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος του έργου	49

	Σελίδες
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ	
ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ – ΜΕΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	52-73
3.1. Τεχνική μελέτη	52
3.2. Οικονομική μελέτη βιωσιμότητας του έργου	54
3.3. Κίνδυνοι που μπορεί να αντιμετωπίσει το έργο	56
3.4. Εξασφαλίσεις (Security Arrangements)	61
3.5. Η συμμετοχή του δημόσιου τομέα	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	
ΠΩΣ ΚΑΙ ΑΠΟ ΠΟΥ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΑΝΤΛΗΘΟΥΝ ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΟΥ ΕΡΓΟΥ	74-92
4.1. Κεφάλαιο	74
4. 2. Δευτερεύων Δανεισμός – Subordinated Debt	76
4.3. Κυρίως δανεισμός – Senior Debt	78
4.4. Άλλα εξασφαλισμένα δάνεια εκτός του κυρίως δανεισμού	79
4.5. Πρόσθετη πιστωτική κάλυψη	79
4.6. Σημεία που δείχνουν ενδιαφέρον οι δανειστές	81
4.7. Συμφωνία μεταξύ δανειστών – (inter-creditor agreement)	82
4.8. Επιτόκιο δανεισμού	83
4.9. Πηγές χρηματοδότησης	83
4.10. Επιλογή τράπεζας	92
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	93

ΠΙΝΑΚΕΣ 1-11

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

A: Έργα project financing στην Ελλάδα

B: Κριτήρια για επιτυχημένο project financing

Γ: Equity kickers

Δ: Μετάφραση στήλης εξώφυλλου, της συμφωνίας μεταξύ του Χαιρεφάνη και της πόλης της Ερέτριας

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τον 4^ο π.χ. αιώνα έγινε στην πόλη της Ερέτριας μια σύμβαση μεταξύ των Ερετριέων και του Χαιρεφάνη. Ο τελευταίος ανέλαβε μέσα σε τέσσερα χρόνια το έργο της αποξήρανσης της λίμνης των Πτεχών. Για το έργο δεν θα λάμβανε κάποια αμοιβή, αλλά θα αποζημιωνόταν από την 10ετή εκμετάλλευση του έργου. Επιπλέον θα κατέβαλε στο διάστημα αυτό φόρο-ενοίκιο 30 ταλάντων.

Είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε τα στοιχεία της σύμβασης αυτής:

α. Το έργο αναλήφθηκε μετά από κάποιου είδους διαγωνισμό, όπου όσοι συμμετείχαν ήθελαν να επενδύσουν ή είχαν κάποιες τεχνικές γνώσεις (ειδικοί),

β. Ο Χαιρεφάνης είχε συνεταιίρους (κοινωνούς), μια μορφή εταιρίας, προκειμένου να αντεπεξέλθει στο υψηλό κόστος του έργου,

γ. Η πόλη παραχωρούσε φορολογικές ελαφρύνσεις και ατελείς εισαγωγές και εξαγωγές για τα υλικά που απαιτούνταν για το έργο, ασυλία, υπόσχεται απρόσκοπτη εκτέλεση των εργασιών και ισχυρές διαβεβαιώσεις για την παραχώρηση της εκμετάλλευσης της γης μετά την αποξήρανση,

δ. Το ποσό των 30 ταλάντων ήταν πολύ μεγάλο, συγκρινόμενο με ετήσια καταβολή της Ερέτριας στην Αθηναϊκή Συμμαχία που ήταν 15 τάλαντα. Το ποσό αυτό σε συνδυασμό με την αποχή της πόλης από το έργο δηλώνει ότι το εγχείρημα ήταν παρακινδυνευμένο. Επίσης, δηλώνει ότι η καλλιεργήσιμη έκταση ήταν πολύ μεγάλη για να μπορεί ο Χαιρεφάνης να αποσβέσει σε 10 χρόνια τα έξοδα αποξήρανσης, να καταβάλει το μίσθωμα και να αποκομίσει κάποιο κέρδος,

ε. Δίνονταν κίνητρα για διάθεση της παραγωγής εντός των ορίων της ερετρικής επικράτειας,

στ. Λόγω των συχνών κυβερνητικών αλλαγών από πολέμους είχε προβλεφθεί παράταση της σύμβασης ως προς τις υποχρεώσεις και των δυο συμβαλλομένων μερών. Κανείς δεν μπορούσε να το αναιρέσει αυτό,

ζ. Όσοι ασχολούνταν με το έργο απολάμβαναν δικαστικής ασυλίας, για προστασία των ξένων εργαζόμενων από απαιτήσεις τρίτων. Αποφεύγονταν η δήμευση ή φυλάκιση όσο διαρκούσε το έργο,

η. Η σύμβαση τελειώνει με την δέσμευση του Χαιρεφάνη ότι θα ορίσει εγγυητές (ομόσαντας), οι οποίοι αναλαμβάνουν να βεβαιώσουν ότι θα φέρει εις πέρας το έργο και να ανταποκριθεί στις ανάγκες της σύμβασης. Όλοι – έξι τον αριθμό- ήταν Ερετριείς ! Από τα μέχρι τώρα ευρήματα δεν είναι γνωστό αν υλοποιήθηκε το έργο.

Η ανωτέρω σύμβαση είναι μια μορφή χρηματοδότησης έργου με project financing και όπως θα αναλύσουμε παρακάτω, είχε την μορφή Build Offer Tranfer (B.O.T).

Αντίστοιχα έργα, όχι τα μόνα, στον 20^ο αιώνα που κατασκευάστηκαν με project financing είναι το αξίας \$ 16 δις τούνελ που συνδέει την Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, το αξίας \$ 5 δις παγκόσμιο δορυφορικό σύστημα Iridium και το αξίας \$4 δις διυλιστήριο στην Βενεζουέλα SINCOR. Το 1998, ο ιδιωτικός τομέας επένδυσε \$ 96 δις σε τέτοια έργα, πλέον των \$ 10-13 δις που επένδυσαν τα γραφεία αναπτύξεων (development agencies) και γραφεία πιστώσεων για εξαγωγές (export credit agencies). Σε σύγκριση με άλλες αγορές στις ΗΠΑ, η αγορά του project finance είναι μικρότερη από αυτήν των \$ 280 δις των δημοτικών (municipal) ομολόγων και της αγοράς των \$ 98 δις των τίτλων που στηρίζονται σε πάγια (asset backed security market). Είναι όμως μεγαλύτερη της αγοράς των πρωτογενών δημόσιων προσφορών (IPO) που ανέρχεται σε \$ 35 δις και της αγοράς των \$ 19,2 δις για venture capital.

Το project finance ιστορικά αποτελούσε την μηχανή χρηματοδότησης των ιδιωτικών επενδύσεων, οι οποίες με την μορφή αυτή χρηματοδότησης πρόσφατα απλώνονται και στην κατασκευή έργων υποδομής. Η Παγκόσμια Τράπεζα εκτιμά ότι η ανάγκη για επενδύσεις σε έργα υποδομής είναι εκπληκτικά μεγάλη: οι Ασιατικές χώρες που κατέχουν ιστορικά μόνο το 15% της αγοράς του project finance, θα πρέπει να επενδύσουν περί τα \$ 2 τρις την επόμενη δεκαετία για να διατηρήσουν τον ρυθμό ανάπτυξής τους. Τα έργα αυτά θα είναι δύσκολο να χρηματοδοτηθούν από τις κυβερνήσεις μόνο.

Η κατασκευή των έργων υποδομής είναι σημαντικό στοιχείο για την ανάπτυξη των χωρών αυτών. Οικονομικές αναλύσεις έχουν δείξει ότι η επένδυση σε έργα υποδομής αυξάνει σε αναλογία ένα προς ένα το Εθνικό Ακαθάριστο Προϊόν και ακόμη (σε επίπεδο μελέτης ανάπτυξης χώρας) ότι η μη ύπαρξη έργων υποδομής μειώνει τον ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης. Για παράδειγμα η μη κανονική και επαρκής παροχή ενέργειας στην Ινδία, το Πακιστάν και την Κολομβία μειώνει το Α.Ε.Π. των χωρών αυτών κατά 1-2% περίπου. Παρά την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, αυτός αποτελεί μόνο το 15% των επενδύσεων σε έργα υποδομής. Τα κατωτέρω στοιχεία που θα παρουσιαστούν αφορούν μόνο τον ιδιωτικό τομέα όπου τα οικονομικά κίνητρα είναι ευκολότερο αντιληπτά.

ΟΡΙΣΜΟΣ

Ο J.D.Finnerty (1996) ορίζει το project finance ως ακολούθως:

< ... Η ανάληψη κεφαλαίων για την χρηματοδότηση μιας οικονομικά ξεχωριστής επένδυσης κεφαλαίου, της οποίας οι χρηματοδότες προσβλέπουν κυρίως τις ταμειακές της ροές (cash flows) ως την πηγή αποπληρωμής των κεφαλαίων τους, η οποία θα τους παρέχει επιπλέον και την απαιτούμενη αποδοτικότητα των κεφαλαίων που επένδυσαν στο έργο (project).>

Στον ανωτέρω ορισμό αναφέροντας την λέξη έργο (project) εννοούμε μια ομάδα οικονομικών στοιχείων (assets), οικονομικά και νομικά αυτόνομη, η οποία θα έχει μια αποκλειστική βιομηχανική χρήση. Οι Bruner και Langohr το 1992 κάνουν την διαφοροποίηση μεταξύ *stock type* και *flow type* έργων (projects).

Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν έργα στα οποία γίνεται για παράδειγμα εξόρυξη πρώτων υλών, όπως πετρελαίου κ.λ.π., πωλείται το προϊόν και τα έσοδα χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των δανείων και την αποδοτικότητα των επενδυτών, έως την εξάντληση του αποθέματος. Στην δεύτερη κατηγορία ανήκουν επενδύσεις όπως δρόμοι, αγωγοί, τηλεπικοινωνιακά συστήματα, όπου τα έσοδα θα προέλθουν από την χρήση των εγκαταστάσεων από τους καταναλωτές.

Ο ορισμός από τον Finnerty αναφέρεται και στον τρόπο χρηματοδότησης του έργου. Καθώς το έργο είναι μια αυτόνομη νομικά οικονομική μονάδα οι δανειστές του έργου ενδιαφέρονται αποκλειστικά για τις ταμειακές ροές του και την αξία των παγίων του ως εξασφάλιση. Αν και μπορεί για κάποιο χρονικό διάστημα οι δανειστές να μπορούν να αποπληρωθούν (recourse) και από τον sponsor του έργου, αυτό θα πάψει να υφίσταται από κάποια στιγμή και μετά. Η χρηματοδότηση του έργου θα είναι εκτός των οικονομικών καταστάσεων του sponsor του έργου και θα αποτελεί μια μορφή χρηματοδότησης εκτός ισολογισμού (off balance sheet), για τον sponsor (όχι για την μονάδα).

Βασικά χαρακτηριστικά της χρηματοδότησης με project financing σύμφωνα με τον J.D. Finnerty είναι:

- Η ύπαρξη συμφωνίας για την ολοκλήρωση του έργου, αλλά και την παροχή όλων των απαραίτητων κεφαλαίων για την επίτευξη της ολοκλήρωσης,
- Μια συμφωνία (μέσα από ένα συμβόλαιο για την αγορά του προϊόντος του έργου) μεταξύ των οικονομικά ενδιαφερομένων μερών, ότι με την ολοκλήρωση των εργασιών και την έναρξη λειτουργίας του έργου, το έργο θα έχει τις απαραίτητες ταμειακές ροές για την πληρωμή των λειτουργικών εξόδων του καθώς και την αποπληρωμή του δανεισμού του, ανεξάρτητα αν υπάρχει πρόβλημα να τις δημιουργήσει λόγω ανωτέρας βίας ή για άλλους λόγους (εξασφαλίσεις),
- Η ύπαρξη εξασφαλίσεων ότι σε περίπτωση διακοπής της λειτουργίας του έργου και στην περίπτωση που απαιτούνται κεφάλαια για την επαναλειτουργία του, τα κεφάλαια αυτά θα είναι διαθέσιμα μέσω ασφαλιστικών καλύψεων, προκαταβολών εισπράξεων από μελλοντικές πωλήσεις ή από άλλους τρόπους.

Διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως η παραδοσιακή εταιρική χρηματοδότηση και η χρηματοδότηση βάσει των παγίων (asset-based), καθώς αυτές αναφέρονται στον ισολογισμό της εταιρίας και είναι συνδεδεμένες με τις εταιρικές ταμειακές ροές και την αξιολόγηση των παγίων. Επίσης, διαφέρει από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης εκτός ισολογισμού όπως το securitization, που αναφέρεται σε ένα σύνολο ρευστοποιήσιμων απαιτήσεων με προβλεπόμενες ταμειακές ροές όλης της εταιρίας, ενώ το project finance αναφέρεται σε μη ρευστοποιήσιμα πάγια στοιχεία. Με την χρηματοδότηση βάσει project financing γίνεται υποθήκευση των στοιχείων του ίδιου του έργου και όχι άλλων έργων του sponsor, ενώ για την αποπληρωμή του δανείου χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές του ίδιου του έργου και πολύ μερική ίσως χρήση των ροών του sponsor από άλλα πάγια ή έργα.

Για το τι ανήκει τελικά στην πράξη στο project finance έχουν υπάρξει διχογνωμίες διεθνώς. Οι γνώμες δίστανται καθώς κάποιοι υποστηρίζουν ότι θα πρέπει να υπάρχει εταιρία sponsor στο έργο, άλλοι ότι αναφέρεται σε βιομηχανικά πάγια στοιχεία και όχι στην εκμετάλλευση γης και ακινήτων (real estate) (παρόλο που τηρεί όλα τα στοιχεία του ορισμού), ενώ άλλοι παρατηρούν την εταιρία η οποία έχει στα βιβλία της το δάνειο για να δουν αν ανήκει στο project finance. Σίγουρα πάντως το project finance δεν πρέπει να συγχέεται με την χρηματοδότηση έργων που είναι οικονομικά τόσο αδύνατα που δεν θα υπήρχε τρόπος να χρηματοδοτηθούν με άλλο τρόπο.

Το project financing απαιτεί την χρήση έμπειρων χρηματοοικονομικών μηχανικών/συμβούλων (financial engineers) οι οποίοι θα διανέμουν τους κινδύνους και τα οφέλη στα εμπλεκόμενα μέρη με τέτοιο τρόπο που θα είναι κοινά αποδεκτός.

Το κατωτέρω Σχέδιο 1 μας δίνει τα βασικά στοιχεία του project financing. Στο κέντρο βρίσκονται τα αυτόνομα και διακεκριμένα πάγια στοιχεία ή ομάδα πάγιων που έχουν ένα προκαθορισμένο σκοπό και έχουν την δυνατότητα, όπως ήδη αναφέραμε, να μπορούν να αποτελούν μόνα τους μια αυτόνομη οικονομική μονάδα. Η λειτουργία της μονάδας, η οποία υποστηρίζεται από μια σειρά συμβολαιογραφικών συμφωνιών, θα πρέπει να είναι έτσι οργανωμένη ώστε να είναι αδιαμφισβήτητη η δυνατότητα δημιουργίας ταμειακών ροών για την αποπληρωμή των δανείων.

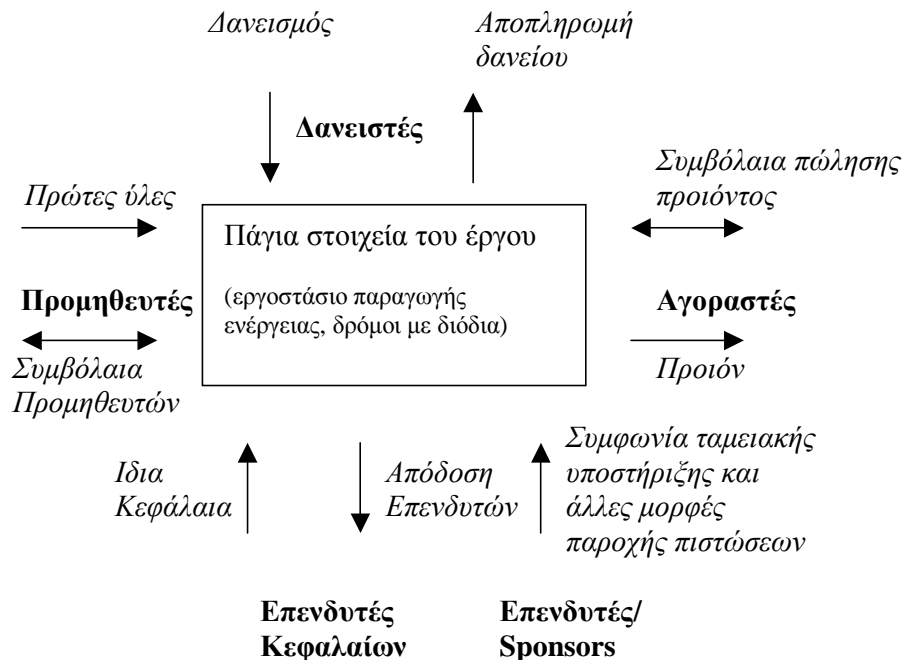
Το έργο θα πρέπει να περιλαμβάνει όλες τις απαραίτητες λειτουργικές μονάδες (facilities) που θα του επιτρέπουν να είναι αυτόνομο και οικονομικά λειτουργικό. Δεν μπορεί να αποτελεί μέρος ενός άλλου έργου ή λειτουργικής μονάδας. Σε περίπτωση που εξαρτάται σε κάποιο στάδιο της λειτουργίας του από πάγια στοιχεία που ανήκουν σε κάποια άλλη μονάδα, θα πρέπει να είναι εξασφαλισμένη σε κάθε περίπτωση η πρόσβαση στις υπηρεσίες της μονάδας αυτής.

Γενικά το project financing μπορεί να χρησιμοποιηθεί για ένα προτεινόμενο έργο, όταν:

i) το προϊόν/ υπηρεσία του έργου έχει τόσο υψηλή ζήτηση ώστε οι αγοραστές του να είναι πρόθυμοι να υπογράψουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια αγοράς (π.χ. δρόμοι),

ii) τα συμβόλαια αυτά να έχουν τόσο δυνατές και σημαντικές προβλέψεις ώστε οι τράπεζες να είναι πρόθυμες να χρηματοδοτήσουν το έργο.

Σχέδιο 1.: Βασικά Στοιχεία του Project Financing.



ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Όπως αναφέραμε ανωτέρω, το project finance δεν είναι σύγχρονη μορφή χρηματοδότησης. Χρησιμοποιήθηκε κατά την διάρκεια όλων αυτών των αιώνων σε διάφορα έργα: εξόρυξης, εμπορικών ταξιδιών και εξερευνήσεων. Η μορφή που έχει σήμερα άρχισε να διαμορφώνεται στις αρχές του 1970 λόγω των σημαντικών ανακαλύψεων σε φυσικά αποθέματα, αλλά και λόγω των αυξημένων τιμών ενέργειας και των αναζητήσεων για εναλλακτικές πηγές.

Στο διάστημα από το 1969 έως το 1977 κατασκευάστηκε αγωγός 800 μιλίων με την ονομασία TAP (Trans Alaska Pipeline System) ο οποίος συνδέει το βόρειο άκρο της Αλάσκα (North Slope) με το λιμάνι του Valdez στην νότιο Αλάσκα. Στο έργο αυτό συμμετείχαν 8 από τις μεγαλύτερες εταιρίες πετρελαιοειδών. Το κόστος του αγωγού ανήλθε σε \$ 7,7 δις και μπορούσε να μεταφέρει ακατέργαστο πετρέλαιο και υγρό φυσικό αέριο. Ήταν το μεγαλύτερο έργο που είχε γίνει έως τότε καθώς τα κεφάλαιά του ξεπερνούσαν όλα τα κεφάλαια που είχαν χρησιμοποιηθεί για όλους τους αγωγούς που είχαν κατασκευαστεί έως τότε σε ολόκληρες τις Η.Π.Α

Λόγω των αυξημένων τιμών ενέργειας το Κογκρέσο των Η.Π.Α. το 1978 πέρασε την Πράξη Public Regulatory Policy Act (PURPA) για την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε γεννήτριες που χρησιμοποιούν εναλλακτικό καύσιμο (εκτός των φυσικών καυσίμων). Με αυτή την πράξη οι τοπικές εταιρίες (utilities) υποχρεώθηκαν να αγοράσουν όλο το προϊόν των πιστοποιημένων παραγωγών ενέργειας με μακροπρόθεσμα συμβόλαια.

Η ανάγκη χρηματοδότησης νέων σταθμών παραγωγής με μακροπρόθεσμα συμβόλαια αγοράς ήταν μια φυσική εξέλιξη του project finance. Πάνω από τα 2/3 των έργων που έγιναν την δεκαετία του 1980 αφορούσαν σταθμούς παραγωγής ενέργειας. Εως τα τέλη του 1990 το project finance ήταν συνώνυμο της χρηματοδότησης εγχώριων σταθμών ενέργειας. Αναπτύχθηκε ωστόσο και σε άλλες μορφές επενδύσεων αλλά και γεωγραφικές περιοχές.

Παράλληλα αναπτύχθηκε η *χρήση του project finance και σε δημόσια έργα*. Αρχικά κάποια έργα χρηματοδοτούνταν με ομόλογα που είχαν φορολογικές απαλλαγές και στηρίζονταν στην καλή πίστη του δημοσίου. Έπειτα χρησιμοποιήθηκαν ομόλογα που στηρίζονταν σε συγκεκριμένα έσοδα και ταμειακές ροές. Στις αρχές του 1990 καθώς τα έργα των δημοτικών αρχών δεν είχαν επαρκή χρηματοδότηση έγινε χρήση του project finance και του ιδιωτικού τομέα. Ενώ υπήρχε η άποψη ο ιδιωτικός τομέας να χρησιμοποιηθεί για την καλύτερη διοίκηση των έργων και την αποτελεσματικότερη διασπορά του κινδύνου, φάνηκε ότι ο συνδυασμός δημόσιου και ιδιωτικού τομέα μπορούσε να συνεχίζει να εφαρμόζεται και λόγω των περιορισμένων δημόσιων κονδυλίων.

Οι δημόσιο/ιδιωτικές συνεργασίες (σε συντομία PPP) αναπτύχθηκαν σε πολλές χώρες. Για παράδειγμα το Ηνωμένο Βασίλειο δημιούργησε το Private Finance Initiative (PFI) το 1992 για την ανάμειξη του ιδιωτικού τομέα στην χρηματοδότηση και διαχείριση έργων υποδομής. Έως το 1996 είχαν κατασκευαστεί πάρα πολλά έργα με βάση το PFI μεταξύ των οποίων το έργο αξίας £ 320 εκατ. σιδηροδρομικής ένωσης (Rail Link) με το αεροδρόμιο του Heathrow, με σταθμούς σε πολλά νοσοκομεία σχολεία και φυλακής. Η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου μετά από αυτή την επιτυχία προγραμμάτισε πάνω από 1.000 έργα. Πολλές χώρες, όπως η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Αυστραλία και η Νότιος Αφρική έχουν παρόμοια προγράμματα PFI, αλλά και άλλες χώρες χωρίς να όμως να έχουν την επίσημη θεσμοθέτηση.

Στην Ελλάδα τα τελευταία 15 χρόνια ιδίως κατασκευάζονται σημαντικά έργα με την μέθοδο αυτή (αναλυτικά στοιχεία των έργων στην Ελλάδα παρατίθενται στο Παράρτημα Ι). Χαρακτηριστικά αναφέρουμε το Αεροδρόμιο των Σπάτων, αξίας DM 4,1 δις, με συμμετοχή 55% από το ελληνικό δημόσιο και 45% από consortium ιδιωτικών εταιριών με βασικό μέλος την εταιρία Hochtief AirPort GmbH. Ο ιδιωτικός τομέας θα έχει την λειτουργία του έργου για 30 χρόνια. Το Μετρό, αρχικού κόστους κατασκευής € 2,07 δις, είναι ακόμη ένα έργο το οποίο χρησιμοποιεί την μέθοδο αυτή στις κατασκευές των νέων γραμμών που πραγματοποιεί .

Πολύ σημαντικό έργο με την μέθοδο αυτή είναι επίσης η ζεύξη Ρίου-Αντιρρίου. Εχει γίνει Σύμβαση Παραχώρησης για τη Μελέτη, Κατασκευή, Χρηματοδότηση, Συντήρηση και Εκμετάλλευση της γέφυρας Ρίου – Αντιρρίου στην ΓΕΦΥΡΑ Α.Ε. Η Περίοδος Λειτουργίας της γέφυρας από τον Παραχωρησιούχο δεν θα ξεπεράσει τα 42 χρόνια από την Ημερομηνία Θέσης σε Ισχύ της Σύμβασης Παραχώρησης, δηλαδή μέχρι της 24 Δεκεμβρίου 2039. Το έργο στο τέλος 2001 είχε σύνολο ισολογισμού € 149 εκατ.

Άλλα έργα που βρίσκονται στο στάδιο έναρξης εργασιών με την μέθοδο αυτή είναι το Τραμ της Αθήνας και το έργο ανακατασκευής των κτιρίων του δημοσίου από την Κτηματική Εταιρία του Δημοσίου (ΚΕΔ). Στο Τραμ έχει επιλεγεί σύμβουλος για να κάνει την μελέτη του έργου και να βρει τον κατάλληλο Διαχειριστή του έργου. Η ΚΕΔ έχει προκηρύξει διαγωνισμό από τον Μάιο 2002 για την εξεύρεση συμβούλου ο οποίος θα βοηθήσει στην επιλογή και εφαρμογή εναλλακτικών δομών παραχώρησης των ακινήτων του δημοσίου με σχήματα (PPP, PFI, Sale and lease back), στην διαδικασία επιλογής των κατάλληλων αναδόχων και στην κατάρτιση των συμβάσεων.

Η Αγορά του Project Finance στο β' μισό της δεκαετίας του 1990

Τα στοιχεία που θα παρουσιαστούν προέρχονται από την Capital Data Ltd και την Project Finance International, δυο σημαντικούς προμηθευτές δεδομένων για το project finance. Η συστηματική συλλογή στοιχείων για project finance έχει ξεκινήσει τα τελευταία χρόνια και δεν υπάρχουν πολύ παλιά στοιχεία. Επίσης δεν υπάρχει κοινός ορισμός του project finance και κάποια στοιχεία μπορεί να διαφέρουν στις διάφορες στατιστικές που έγιναν. Τέλος, επειδή δεν υπάρχει ανάλυση των χρηματοοικονομικών αποδόσεων των έργων, τα στοιχεία αναφέρονται κυρίως στις επενδύσεις.

Στον Πίνακα 1 φαίνεται ότι η παγκόσμια αγορά του project finance ανέρχονταν σε \$ 95,9 δις το 1998. Στο ποσό αυτό περιλαμβάνεται μόνο ο ιδιωτικός τομέας και όχι οι επενδύσεις από οργανισμούς και γραφεία που ασχολούνται με την ανάπτυξη και τις εξαγωγές (development – export credit agencies). Η συνολική παγκόσμια χρηματοδότηση (από τον Πίνακα 11) των ιδιωτικού ενδιαφέροντος έργων υπολογίζεται σε \$ 28,9 δις το 1997, από τα οποία \$ 13 δις προέρχονταν από δανεισμό και εισφορές κεφαλαίου, ενώ τα υπόλοιπα από εγγυήσεις και ασφαλιστικές καλύψεις. Έτσι, οι συνολικές επενδύσεις ανέρχονταν σε \$ 110 δις περίπου και αυξάνονται με 35% κατά μέσο όρο. Ωστόσο το νούμερο αυτό μπορεί να μην είναι πραγματικό και να οφείλεται στην έλλειψη στοιχείων στα πρώτα χρόνια της έρευνας. Η Ασιατική κρίση προκάλεσε την δολλαριακή πτώση των επενδύσεων κατά 20% περίπου από το ανώτατο των \$ 119 δις το 1997. Σημαντική παρατήρηση είναι ότι αντίθετα κινήθηκε η δανειοδότηση μέσω ομολόγων το 1998 η οποία αυξήθηκε στα \$ 9,8 δις.

Από στατιστικά στοιχεία ανά περιοχή και τομείς δραστηριότητας παρατηρούμε ότι τα χρόνια από 1995 –1998 το μεγαλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης ήταν στην Δυτική Ευρώπη και την Β. Αμερική (Πίνακας 2). Η πιο σημαντική διαφοροποίηση ήταν το 1998 όπου η Ασιατική κρίση προκάλεσε μια αύξηση στην ποιότητα της χρηματοδότησης: ο όγκος στην Βόρεια Αμερική αυξήθηκε στα \$ 17 δις, ενώ στην ανατολική Ασία έπεσε κατά 61% στα \$ 4,5 δις και στην ανατολική Ευρώπη κατά 70% στα \$ 2,1 δις.

Ως προς τους τομείς δραστηριότητας (Πίνακας 3) ο δανεισμός είναι κυρίως προς την ενέργεια (32%), τις τηλεπικοινωνίες (26%) και τα πετρέλαιο και αέριο (15%). Επίσης πολύ σημαντικός σε σχέση με τους άλλους τομείς εμφανίζεται ο τομέας της ενέργειας, ως προς τον αριθμό των συμβολαίων – πράξεων που έγιναν κατά την δεκαετία του 1990.

Οι πιο ενεργοί τομείς (σε στατιστικά στοιχεία ανά περιοχή και τομέα) (Πίνακας 4) ήταν η περιοχή της Ευρώπης στις τηλεπικοινωνίες (\$ 19 δις), οι περιοχές της Β. και Ν. Αμερικής στην ενέργεια (\$ 14,4 δις) , η ανατολική Ασία στην ενέργεια (\$ 11,1 δις), η Β. και Ν. Αμερική στις τηλεπικοινωνίες (9,9 δις) και η Β. και Ν. Αμερική στο πετρέλαιο και αέριο (\$ 8,3 δις). Οι περιοχές και τομείς αυτοί αποτελούν πάνω από το μισό του συνόλου του δανεισμού των ετών 1997 και 1998.

Παρατηρείται επίσης (Πίνακας 5) ότι ο δανεισμός μέσω ομολόγων γίνεται κυρίως στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Άλλες χώρες με μικρότερα μεγέθη δανεισμού σε ομόλογα είναι η Βενεζουέλα, η Αυστραλία και το Μεξικό. Επίσης τα ομόλογα χρησιμοποιούνται κυρίως στα έργα ενέργειας και λιγότερο στα έργα υποδομής, τηλεπικοινωνιών και πετρελαίου-αερίου.

Από την κατάταξη των ομολόγων από την S&P's (Πίνακας 6) φαίνεται ότι τα περισσότερα έχουν χαμηλή βαθμολογία (BBB-), τουλάχιστον κατά την έκδοσή τους. Ένας σημαντικός λόγος είναι ο κίνδυνος χώρας (sovereign risk) που πολλά από αυτά περιέχουν και δεν μπορούν να υπερβούν ένα συγκεκριμένο επίπεδο βαθμολογίας, δηλαδή ο κίνδυνος της χώρας είναι μεγαλύτερος (σημαντικότερος) από τον κίνδυνο του έργου. Επίσης παρουσιάζεται διαχρονικά μείωση της βαθμολογίας των ομολόγων αυτών. Τέλος μειώθηκε το ποσοστό των ομολόγων που είχαν κάποια βαθμολογία, από 83% σε 63%.

Στοιχεία από περίπου 3.000 περιπτώσεις στο χρονικό διάστημα 1994 – 1998 που συγκέντρωσε η Capital Data αναλύουν το μέγεθος, την δανειοδότηση και την διάρκεια των συμβολαίων των έργων. Από τα στοιχεία αυτά παρατηρούμε (Πίνακας 7) ότι τα περισσότερα έργα είναι μεγάλου μεγέθους, υψηλής μόχλευσης, και μακράς διάρκειας. Συγκεκριμένα μόνο το 29% των έργων, ως προς τον αριθμό των έργων, είναι κάτω από τα \$ 50 εκατ. (Πίνακας 7Α), ενώ το άθροισμα των έργων (σε αξία) πάνω από \$ 500 εκατ. αποτελούν το 55% της συνολικής αξίας των έργων (Πίνακας 7Β). Οι μεγαλύτερες επενδύσεις είναι στον τομέα των τηλεπικοινωνιών και του πετρελαίου και αερίου (Πίνακας 7Γ). Στους τομείς αυτούς είναι περίπου το 50% του όγκου των έργων τα οποία είναι πάνω από \$ 1 δις σε μέγεθος (Πίνακας 7Δ).

Το μέσο επίπεδο δανεισμού (δανεισμός/ συνολική αξία έργου) στα χρόνια μεταξύ 1994 – 1998 ήταν στα επίπεδα του 63% περίπου (Πίνακας 8Α) και κυμαίνονταν ανάλογα με τις κατηγορίες επενδύσεων που πραγματοποιούνταν κάθε χρόνο. Σημαντική παρατήρηση αποτελεί η διαφοροποίηση του ποσοστού δανεισμού ανάλογα με την κατηγορία της επένδυσης του έργου. Για παράδειγμα η μέση δανειοδότηση των επενδύσεων σε ενέργεια είναι 74% (Πίνακας 8Β), ενώ είναι 57% στις τηλεπικοινωνίες και 54% στην βιομηχανία (manufacturing). Οι υπόλοιπες κατηγορίες έχουν ενδιάμεσα ποσοστά.

Από την ανάλυση της διάρκειας των έργων (Πίνακας 9) διαπιστώνουμε πως η μέση διάρκεια συμβολαίων για αγορά των προϊόντων του έργου (off-take agreements) είναι περίπου 20 χρόνια. Επίσης οι συμφωνίες για την διαχείριση του έργου από τον sponsor (consession agreements) είναι περίπου 25-30 χρόνια αν και υπάρχει διαφορά στις χώρες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα (μεγαλύτερη διάρκεια) από της χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (μικρότερη διάρκεια). Με βάση την διάρκεια του δανείου παρατηρούμε ότι οι τράπεζες παρέχουν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση (πάνω από το 60% των δανείων έχουν διάρκεια μικρότερη των 10 ετών), ενώ τα ομόλογα παρέχουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση (πάνω από 75% έχουν διάρκεια μεγαλύτερη των 10 ετών).

Στους συμμετέχοντες συμβούλους για έργα με project financing υπάρχουν τέσσερις κατηγορίες: Διαμεσολαβητές (Arrangers), Διαχειριστές (Managers), Συμβουλευτικών υπηρεσιών (Advisors) και νομικών υπηρεσιών (Lawyers). Στους Διαμεσολαβητές – οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για την τραπεζική χρηματοδότηση (Πίνακας 10A) η Chase είχε την πρώτη θέση το 1998 και η Bank of America την δεύτερη. Η σειρά μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το ποιος συλλέγει τα δεδομένα, ωστόσο οι 10 πρώτες εταιρίες εμφανίζονται γενικά σε όλα τα στατιστικά στοιχεία. Στην κατηγορία των Διαχειριστών (Πίνακας 10B) – οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για την δανειοδότηση με ομόλογα, την πρώτη θέση έχει η CS First Boston, με ποσοστό 20%, σχεδόν διπλάσιο της δεύτερης Chase. Στις Συμβουλευτικές υπηρεσίες (Πίνακας 10Γ) πρώτη είναι η PriceWaterhouseCoopers και στην δεύτερη θέση η Deutsche Bank. Τα δεδομένα στην κατηγορία είναι με βάση τον αριθμό συμβολαίων που υπογράφηκαν και όχι την αξία των συμβολαίων και την αποδοτικότητα των συμβολαίων αυτών. Στις νομικές υπηρεσίες την πρώτη θέση έχει η Millbank, Tweed, Hadley & McCloy (H.P.A.).

ΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΟΥ PROJECT FINANCE

Η κυριότερη τάση που φαίνεται είναι αυτή της επέκτασης του project finance και σε άλλου είδους επενδύσεις και σε άλλες γεωγραφικές περιοχές. Η Ιαπωνία το 2000 ολοκλήρωσε την πρώτη συμφωνία για project finance στον ενεργειακό τομέα αξίας \$ 129 εκατ. -παρόλο που οι Ιαπωνικές τράπεζες έχουν σημαντική συνεισφορά στην Διαμεσολάβηση. Με την ένωση των αγορών παγκοσμίως και την παγκοσμιοποίηση των εταιριών είναι πιθανό να δημιουργηθούν νέα έργα πολύ μεγαλύτερης αξίας. Την τάση αυτή για αύξηση της αξίας των έργων δείχνουν και τα στατιστικά στοιχεία.

Νέοι τύποι επενδύσεων εκτός από την παραδοσιακή χρηματοδότηση των IPP-independent power producers και των εργοστασίων παραγωγής ενέργειας με μακροπρόθεσμα συμβόλαια αγοράς του προϊόντος, αποτελούν τα MPP's- merchant power plants με τα οποία δεν υπάρχουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια. Αυτά ξεκίνησαν στην Χιλή, μετά στην Αργεντινή και στο Ην. Βασίλειο και το 2000 περίπου στις Η.Π.Α. Ένα δεύτερο παράδειγμα είναι το PFI- Project Finance Initiative, με το οποίο ο ιδιωτικός τομέας συμμετέχει στην χρηματοδότηση έργων υποδομής. Καθώς τα έργα υποδομής είναι οικονομικά ανεξάρτητα μπορούν να ενταχθούν στο project finance.

Μεγάλες αλλαγές αναμένεται να συμβούν επίσης στις αγορές κεφαλαίων. Η αγορά των project bonds θα αναπτύσσεται ταχύτερα. Από την πλευρά του εκδότη η αγορά είναι ελκυστική καθώς έχει ομόλογα μακράς διάρκειας, με λιγότερους περιορισμούς και όρους και έχει μεγαλύτερο βάθος. Η ανεύρεση εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης θα είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς οι Ασιατικές τράπεζες αποσύρονται από την αγορά του project finance, ενώ στις Η.Π.Α. υπάρχει η τάση συγχώνευσης στον τραπεζικό τομέα. Καθώς θα αυξάνεται η προσφορά ομολόγων θα πρέπει να αυξηθεί ταυτόχρονα και ζήτηση, κυρίως από ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία τα οποία αναζητούν μακροπρόθεσμες επενδύσεις, για να αντισταθμίσουν τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις τους.

Οι εκδόσεις ομολόγων με χαμηλό βαθμό (grade) πιστοληπτικής ικανότητας/αξιοπιστίας/ φερεγγυότητας και σε νόμισμα διαφορετικό από το δολάριο θα γίνει περισσότερο κοινή πρακτική. Θα υπάρξουν δηλαδή τα αντίστοιχα των junk bonds και στο project finance. Με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την εγκαθίδρυση του ευρώ θα γίνεται ευκολότερη η έκδοση ομολόγων στο νόμισμα αυτό από επενδύσεις στην περιοχή του ευρώ. Η μέχρι τώρα έκδοση των περισσότερων ομολόγων σε δολάρια οφείλονταν στις ταμειακές ροές των έργων οι οποίες ήταν σε δολάρια. Στην ανάπτυξη έργων τα οποία θα έχουν αντίστοιχες ροές σε ευρώ, η πρόσβαση σε ομόλογα στο ίδιο νόμισμα χωρίς συναλλαγματικό κίνδυνο θα είναι μια ενδιαφέρουσα ευκαιρία. Η αγορά του ευρώ έχει δοκιμαστεί με επιτυχία απορροφώντας πολύ μεγάλες εκδόσεις αλλά και χαμηλής βαθμολόγησης ομόλογα.

Ακόμη η τιτλοποίηση (securitization) των δανείων των έργων θα συμβαίνει με μεγαλύτερη συχνότητα. Τα collateralized loan obligations (CLOs) και τα collateralized bond obligations (CBOs) είναι διαφοροποιημένα κεφάλαια όπως άλλες κατηγορίες που στηρίζονται στα πάγια (asset-backed securities). Το πρώτο CLO έγινε το 1998 από την CS First Boston και αφορούσε ένα σύνολο 41 δανείων αξίας \$ 615 εκατ., από τα οποία μόνο δυο προέρχονταν από εργοστάσια παραγωγής ενέργειας των ΗΠΑ. Ένα δεύτερο τέτοιο κεφάλαιο (fund) έγινε από την ίδια τράπεζα με αξία \$ 2,6 δις στο οποίο περιλαμβάνονταν έργα από όλο τον κόσμο καθώς και έργα που δεν είχαν ολοκληρωθεί ακόμη. Οι εκδότες των δανείων αντιμετωπίζουν το δίλημμα να εντάξουν τα δάνειά τους σε ένα τέτοιο κεφάλαιο με δεδομένα χαρακτηριστικά ή να το έχουν αυτόνομο με ευέλικτα χαρακτηριστικά προσαρμοσμένα στις ανάγκες του έργου. Μπορεί έτσι να έχουμε στο μέλλον ένα νέο κεφάλαιο ανοιχτού τύπου με δάνεια από project finance επενδύσεις.

Τέλος η αύξηση της προσφοράς και της ζήτησης των επενδυτών μπορεί να δημιουργήσει μια δευτερογενή αγορά. Η CS First Boston έχει σχετικό γραφείο το οποίο κάνει αντίστοιχες πράξεις.

Οι ανωτέρω αλλαγές μπορεί να πάρουν αρκετό χρόνο για να ολοκληρωθούν λόγω των συνθηκών στις αγορές κεφαλαίου.

Το project finance όπως είδαμε έχει μια προϊστορία και θα συνεχίσει να υπάρχει και να αναπτύσσεται στο μέλλον. Παρά την περιστασιακή πτώση του μεγάλα έργα συνεχίζουν να γίνονται, όπως το αξίας \$ 5,9 δις σιδηροδρομικό έργο μεταξύ Μελβούρνης και Darwin και το αξίας \$ 4,4 δις διεθνές αεροδρόμιο στο Βερολίνο (Berlin-Brandenburg).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΓΙΑΤΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΡΟΤΙΜΟΥΝ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ PROJECT FINANCING

1.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όταν μια εταιρία σκέφτεται μια κεφαλαιακή επένδυση τρεις αλληλοσχετιζόμενες ερωτήσεις προκύπτουν:

1. Να ενσωματώσει το έργο στα λοιπά πάγια στοιχεία που έχει και να το χρηματοδοτήσει με τις πιστώσεις ή ίδια κεφάλαια που έχει για όλα τα πάγια στοιχεία της ή να δημιουργήσει μια ξεχωριστή εταιρία η οποία θα αναλάβει το έργο?
2. Τι ύψος δανείου να λάβει η νέα εταιρία που θα δημιουργηθεί?
3. Ποια θα είναι η διάρθρωση του δανεισμού – δηλ. κατά πόσο ο δανεισμός θα στρέφεται για αποπληρωμή (recourse) στον sponsor?

Η πιστοληπτική ικανότητα ενός έργου το οποίο δεν έχει ιστορία και κατά συνέπεια οικονομικά αποτελέσματα να επιδείξει την στιγμή της χρηματοδότησής του, εξαρτάται από τις προβλέψεις της κερδοφορίας του και την έμμεση παροχή πιστώσεων που μπορεί να εξασφαλίσει από τρίτα μέρη μέσω συμβατικών υποχρεώσεων. Οι δανειστές επομένως θα ζητήσουν τουλάχιστον εξασφαλίσεις: ότι το έργο θα μπει σε λειτουργία, και ότι κατά την λειτουργία του θα είναι μια οικονομικά βιώσιμη μονάδα. Η παροχή επομένως των κεφαλαίων θα εξαρτηθεί από την ικανότητα του sponsor να πείσει τους δανειστές ότι το έργο είναι τεχνικά/τεχνολογικά αλλά και οικονομικά βιώσιμο.

Από τον ορισμό του project finance και τις ανωτέρω σκέψεις προκύπτει ότι υπονήφια έργα για project financing θα πρέπει να είναι επενδύσεις κεφαλαίου οι οποίες:

- α. να είναι ικανές να λειτουργήσουν ως ανεξάρτητες οικονομικές μονάδες,
- β. να μπορούν να ολοκληρωθούν με βεβαιότητα,
- γ. όταν ολοκληρωθούν, να αξίζουν πολύ περισσότερο από το κόστος τους, όχι μόνο ως πάγια στοιχεία

Στην περίπτωση που ένα έργο τηρεί τα εως τώρα περιγραφόμενα χαρακτηριστικά και είναι ικανό να αντλήσει κεφάλαια με project financing, υπάρχουν πέντε παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη, για την ορθή σχεδίαση της χρηματοδότησης:

- α. Τις απαιτήσεις από τις πιστώσεις των δανειστών σε σχέση με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές και κερδοφορία του έργου καθώς και την έμμεση πίστωση από τρίτους,
- β. Την μεταχείριση των φορολογικών ωφελειών μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών,
- γ. Την επίδραση του έργου στις ήδη υπάρχουσες δανειακές υποχρεώσεις του sponsor,
- δ. Τις νομικές ή θεσμικές υποχρεώσεις τις οποίες το έργο θα πρέπει να ικανοποιήσει,
- ε. Την λογιστική μεταχείριση των υποχρεώσεων του έργου και των συμβατικών συμφωνιών.

Το project finance απαιτεί ισχυρές σχέσεις με συμβόλαια οι οποίες να μπορούν να διατηρηθούν με ένα ανεκτό κόστος για τα μέρη που δεσμεύονται. Για παράδειγμα θα πρέπει να υπάρχουν ισχυρές δεσμεύσεις από τις τράπεζες για καταβολή των απαραίτητων πιστώσεων για την κατασκευή του έργου, το κόστος (επιτόκιο) όμως αυτών δεν θα πρέπει να είναι απαγορευτικό για την ανάληψή τους από το έργο. Θα πρέπει, επίσης, να υπάρχει μια ομάδα μερών με <κοινό ενδιαφέρον>. Μόνο αν η ολοκλήρωση και λειτουργία του έργου είναι προς όφελος όλων των ενδιαφερομένων μερών θα κάνουν όλα τα μέρη ότι μπορούν για να επιτύχει. Ο financial engineer που θα αναλάβει το έργο, για να το κάνει να επιτύχει, θα πρέπει να σχεδιάσει μια τέτοια χρηματοοικονομική δομή, η οποία όταν ενσωματωθεί στα συμβόλαια να είναι επικερδής για τα εμπλεκόμενα μέρη.

1.2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ PROJECT FINANCING

Μια θεωρία ή κάποιοι πιο πρακτικοί λόγοι δεν είναι δυνατό από μόνοι τους να εξηγήσουν πλήρως την χρήση του project financing. Θα πραγματοποιήσουμε μια επισκόπηση των βασικών θεωριών αλλά και άλλων λόγων που μπορεί να ερμηνεύσουν την προτίμηση αυτής της μεθόδου χρηματοδότησης και θα αναφέρουμε τα κυριότερα οφέλη κάθε άποψης.

1.2.1. Χρηματοοικονομικοί λόγοι

Αναφέρουμε αρχικά μια σειρά από χρηματοοικονομικούς λόγους οι οποίοι προκύπτουν από την μη συσχέτιση του sponsor με το δάνειο του έργου, και το αποτέλεσμα που θα έχει αυτό στις οικονομικές του καταστάσεις. Τα αποτελέσματα αυτά είναι εμφανή και κοινώς αποδεκτά από όλους και συνίστανται σε :

- α. Να αποφύγει να εμφανίσει το δάνειο στις οικονομικές καταστάσεις του για να μην επηρεάσει τους χρηματοοικονομικούς του δείκτες,
- β. Να αποφύγει να το εμφανίσει σαν υποσημείωση (footnote) στις οικονομικές καταστάσεις,
- γ. Να αποφύγει να περιληφθεί σε περιοριστικούς όρους συμβολαίων δανεισμού,
- δ. Να μην συμπεριληφθεί σε υποθήκες,
- ε. Να μην θεωρηθεί το δάνειο ως μια ως μια ταμειακή υποχρέωση η οποία θα μειώσει τον δείκτη κάλυψης των τόκων (interest coverage ratio) του sponsor και θα μειώσει την πιστοληπτική αξιολόγησή του,
- ζ. Να μειώσει τις άμεσες υποχρεώσεις που θα εμφανίζονταν να έχει τόσο κατά το στάδιο κατασκευής, όσο και στο ξεκίνημα του έργου αλλά και στην υπόλοιπη ζωή του έργου,
- η. Να μην είναι στις οικονομικές καταστάσεις κατά την κατασκευή ή και κατά την περίοδο μέχρι να δημιουργήσει έσοδα,
- θ. Να βελτιώσει την απόδοση του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε στο έργο λόγω της αυξημένης μόχλευσης που θα έχει σε σχέση με τον συμβατικό δανεισμό,
- ι. Για φορολογικούς λόγους (περιγράφονται κατωτέρω).

Μπορεί εκτός από τους ανωτέρω μεμονωμένους λόγους να είναι και ένας συνδυασμός αυτών.

Παρά το γεγονός ότι ο sponsor δεν θέλει να το εμφανίσει στις οικονομικές του καταστάσεις μπορεί να πράξει αυτό για περιορισμένο χρονικό διάστημα. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν δεν μπορεί να κανονίσει αρχικά ένα μακροπρόθεσμο δάνειο το οποίο να είναι εκτός των οικονομικών καταστάσεών του (non recourse). Ωστόσο όταν το έργο κατασκευαστεί με ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου κατά το στάδιο κατασκευής και αρχικής λειτουργίας από τον sponsor μπορεί στην συνέχεια να μεταθέσει τον κίνδυνο αυτό στους δανειστές.

Οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν για τα οφέλη του project financing παρουσιάζονται κατωτέρω.

1.2.2. Θεωρία Πρώτη

ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΙΑΣ ΞΕΧΩΡΙΣΤΗΣ ΟΝΤΟΤΗΤΑΣ

Οι Chemmanur και John (1992) ανέπτυξαν την θεωρία της λογικότητας του project finance στηριζόμενοι στα οφέλη του *εταιρικού ελέγχου*. Όταν μια εταιρία αναλαμβάνει πολλά έργα η οργανωτική και χρηματοοικονομική δομή της επηρεάζουν την δυνατότητα των ιδιοκτητών/μετόχων της εταιρίας να ασκήσουν τον έλεγχο. Μέσα από τον εταιρικό έλεγχο ο ιδιοκτήτης/μέτοχος έχει την δυνατότητα να επενδύσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές σε έργα της επιλογής του, να λάβει υψηλούς μισθούς και παροχές από την εταιρία, αλλά και αποφάσεις για άλλες επενδύσεις οι οποίες μπορεί να είναι σε όφελος δικό του αλλά και σε ζημιά των δανειστών ή των λοιπών μετόχων.

Η θεωρία των Chemmanur και John για την συσχέτιση της διάρθρωσης της ιδιοκτησίας της εταιρίας, της οργανωτικής και της χρηματοοικονομικής της δομής οδηγεί σε ενδιαφέροντα συμπεράσματα που αφορούν:

- α. τις συνθήκες κάτω από τις οποίες ένα έργο θα πρέπει να ενταχθεί σε μια αυτόνομη μονάδα,
- β. το optimal ποσό δανείου του έργου και πως να δομηθεί η σύμβαση δανείου (άμεση χρηματοδότηση, limited recourse debt), αλλά και πως να διανεμηθεί το δάνειο σε ένα χαρτοφυλάκιο/σύνολο έργων,
- γ. κάτω από ποιες συνθήκες μια μερική ευθύνη του sponsor για το δάνειο (limited-recourse debt) είναι η καλύτερη δυνατή χρηματοδότηση για ένα έργο.

Κύρια συμπεράσματα

Τα συμπεράσματα της θεωρίας των Chemmanur και John συνοψίζονται στα ακόλουθα:

1. Αν η διοίκηση (management) μπορεί να διατηρήσει τον έλεγχο όλων των έργων που διαχειρίζεται και είναι χρηματοδοτούμενα με ίδια κεφάλαια (equity financed) δεν θα κάνει χρήση δανεισμού. Αυτό θα επιτρέψει στην διοίκηση (managers) να αποφύγει τους περιορισμούς και ελέγχους των δανειστών.

Αν η διοίκηση (management) έχει παρόμοιες δυνατότητες με αυτές των ανταγωνιστών, να διοικήσει τα έργα κάτω από μια εταιρία, τότε αυτή θα είναι η τακτική της. *Αν οι δυνατότητές της διαφέρουν από έργο σε έργο, τότε θα είναι προτιμότερο κάποια από τα έργα να τα λειτουργήσεις με ξεχωριστές οικονομικές μονάδες και να προσλάβει ικανά διοικητικά στελέχη γι' αυτά,*

2. Αν η διοίκηση δεν μπορεί να διατηρήσει τον έλεγχο στα χρηματοδοτούμενα με ίδια κεφάλαια (equity financed) έργα, λόγω π.χ. περιορισμένων πόρων, τότε θα εκδώσει ένα συνδυασμό δανείων και νέων κεφαλαίων.

Αν η διοίκηση έχει τις σχετικές ικανότητες να διοικήσει τα διάφορα έργα και τα οφέλη από τον έλεγχο αυτό (control benefits) είναι αντίστοιχα των ικανοτήτων, τα έργα θα διοικούνται από μια εταιρία και θα χρηματοδοτούνται με μερικό δανεισμό. Αν τα οφέλη της διοίκησης από τον έλεγχο διαφέρουν από έργο σε έργο (ενώ η σχετική ικανότητα διοίκησης παραμένει σταθερή) τότε θα γίνει limited recourse χρηματοδότηση η οποία θα είναι η optimal για το έργο. Η διοίκηση θα διοικεί όλα τα έργα, αλλά θα χρησιμοποιεί limited-recourse χρηματοδότηση για να περιορίσει τις υποχρεώσεις της από τον δανεισμό, καθώς τα οφέλη της δεν θα είναι αντίστοιχα των δυνατοτήτων της,

3. Αν θα πρέπει να εκδοθεί δάνειο για να διατηρηθεί ο έλεγχος των έργων ενώ οι δυνατότητες της διοίκησης διαφέρουν από έργο σε έργο, το καλύτερο θα είναι να γίνει spin off μιας ή περισσότερων εταιριών. Οι μέτοχοι θα ωφεληθούν περισσότερο αν την εταιρία αναλάβει ικανότερη διοίκηση, μετά το spin off,

4. Η καλύτερη διανομή του limited recourse δανεισμού μεταξύ διαφόρων έργων εξαρτάται από την διάρθρωση των ωφελειών της διοίκησης από τον εταιρικό έλεγχο των εταιριών. Γενικά ένα έργο με μικρότερα εταιρικά οφέλη ανά μονάδα νομίσιματος σε σχέση με την συνολική αξία του έργου θα λάβει μεγαλύτερο ποσοστό από την χρηματοδότηση με δανεισμό. Η διοίκηση (managers) θα έχει λίγα να χάσει από τους περιορισμούς που θα δεχθεί από τους δανειστές λόγω της υψηλής χρηματοδότησης,

5. Όταν κάποια από τα έργα διαχωριστούν σε άλλες εταιρίες (spin off), η καλύτερη (optimal) διανομή της χρηματοδότησης με δανεισμό εξαρτάται και πάλι από τις δυνατότητες της διοίκησης στα διάφορα έργα. Οι λιγότερο καλά διοικούμενες εταιρίες είναι λιγότερο ικανές να δανειστούν (support leverage).

1.2.3.Θεωρία Δεύτερη

ΜΕΙΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (UNDERINVESTMENT)

Το πρόβλημα της υποεπένδυσης προκύπτει όταν μια εταιρία έχει πολύ υψηλή δανειοδότηση (highly leveraged capital structure). Με υψηλού κινδύνου δάνεια να εκκρεμούν μπορεί να έχει κίνητρο να παραιτηθεί από επενδύσεις κεφαλαίου οι οποίες θα αύξαναν την αγοραία αξία της (market value). Αν ο επιχειρηματικός κίνδυνος από την νέα επένδυση δεν αυξηθεί ώστε μέρος να αναλάβουν οι δανειστές, τότε οι μέτοχοι της εταιρίας θα πρέπει να μοιραστούν την αύξηση στην αγοραία αξία με τους δανειστές. Η θεωρία αυτή βέβαια μεροληπτεί σε σχέση με τις εταιρίες οι οποίες έχουν χαμηλού κινδύνου δανειοδότηση για τις οποίες δεν αναφέρει κάτι σχετικό.

Οι John και John (1991) ανέπτυξαν ένα μοντέλο στο οποίο ο κίνδυνος της υποεπένδυσης προκύπτει από τα οφειλόμενα δάνεια της επιχείρησης. Στην θεωρία τους ανέλυσαν πως το project financing μπορεί να μειώσει το κίνητρο αυτό και να είναι η καλύτερη χρηματοδότηση για ένα έργο. Στηρίχτηκαν σε προηγούμενη εργασία του Myers (1977), ο οποίος υποστήριξε ότι τα εκκρεμή δάνεια μιας εταιρίας τείνουν να διαστρεβλώνουν τις επενδυτικές της αποφάσεις. Εκκρεμή δάνεια που εμπεριέχουν κίνδυνο μπορούν να κάνουν την διοίκηση μιας εταιρίας να μην αναλάβει έργα με θετική παρούσα αξία, σε περιπτώσεις όπου τα έργα αυτά θα ήταν προς όφελος των δανειστών και σε βάρος των μετόχων της εταιρίας. Για παράδειγμα μπορεί να υπάρχει ένα έργο με το οποίο η εταιρία να μπορεί να αποπληρώσει τους δανειστές της πλήρως, ενώ χωρίς αυτό να είναι αδύνατο. Αν το έργο έχει καθαρή παρούσα αξία θετική συνολικά για τους δανειστές και μετόχους, αλλά αρνητική από την πλευρά των αποδόσεων που ζητούν οι μέτοχοι να λάβουν, μετά την πληρωμή των δανειστών, τότε η διοίκηση της εταιρίας δεν θα αναλάβει το έργο αυτό.

Ωστόσο η μη ανάληψη τέτοιων έργων με θετική παρούσα αξία θα έχει κόστος και για τους μετόχους στο μέλλον. Οι δυνητικοί δανειστές της εταιρίας θα απαιτήσουν μεγαλύτερο επιτόκιο αν ανακαλύψουν ότι η εταιρία συμπεριφέρεται με τέτοιο τρόπο. Το μεγαλύτερο αυτό επιτόκιο αποτελεί και ένα κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost). Καθώς οι δανειστές δεν έχουν την πληροφόρηση για κάθε επενδυτική επιλογή και απόφαση της εταιρίας η παρακολούθηση των κινήσεων της έχει κάποιο κόστος. Το project finance αλλάζει το στοιχείο αυτό παρέχοντας στους δανειστές την δυνατότητα να αποφασίζουν βάση στοιχείων για κάθε έργο ξεχωριστά.

Τα συμπεράσματα του μοντέλου των John και John ήταν ότι τελικά ότι κάθε έργο μπορεί να χρηματοδοτείται αυτόνομα. Όλος ο δανεισμός μπορεί να εξασφαλίζεται από το έργο και να μην στηρίζεται στον sponsor (nonrecourse), αν και τα ίδια συμπεράσματα θα προέκυπταν και από την περίπτωση της μερικής ευθύνης στην χρηματοδότηση από τον sponsor (limited recourse). Τα συμφέροντα των μετόχων και δανειστών θα ευθυγραμμίζονται περισσότερο όταν η χρηματοδότηση είναι ανά έργο.

Οι John και John συγκρίνοντας τον ισολογισμό μιας εταιρίας που κάνει χρήση του συνήθους/ ευθέως δανεισμού καθώς και του project finance διαπίστωσαν ότι: το project finance *αυξάνει την αξία της επιχείρησης*: α. με την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (έτσι καταμετράται και το πρόβλημα της υποεπένδυσης) , β. με την χρήση των φορολογικών απαλλαγών.

1.2.4 Τρίτη Θεωρία

ΚΑΛΥΤΕΡΗ ΑΝΑΔΙΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Γενικά όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να κάνει μια νέα επένδυση, συνήθως αποφασίζει να χρησιμοποιήσει τις ταμειακές ροές από τις ήδη υπάρχουσες επενδύσεις και να μην ζητήσει κεφάλαια για τις ανάγκες της από τις κεφαλαιαγορές. Η δυνατότητα αυτή της διοίκησης – αν θα χρησιμοποιήσει ήδη υπάρχουσες ροές ή θα στραφεί σε λήψη νέων- είναι πολύ σημαντική για την πορεία της και είναι ένα σημείο τριβής με τους μετόχους και τα δικαιώματά τους.

Με το project finance οι επενδυτές/ μέτοχοι έχουν τον έλεγχο των ταμειακών ροών. Συνήθως οι ελεύθερες ταμειακές ροές διανέμονται στους επενδυτές/μετόχους, μετά την αποπληρωμή των δανειστών και των λοιπών υποχρεώσεων της εταιρίας. Το τι ακριβώς θα γίνει είναι προδιαγεγραμμένο στα διάφορα συμφωνητικά που γίνονται με τους επενδυτές του έργου.

Ο Jensen το 1986 ανέπτυξε την θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών (agency cost of free cash flow). Υποστήριξε πως όταν οι managers έχουν την δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ έργων στα οποία να χρησιμοποιηθούν κεφάλαια μέσα από την επιχείρηση ή από εξωτερικές πηγές, δεν λαμβάνουν τις καλύτερες αποφάσεις. Έτσι μπορεί να μην επενδυθούν χρήματα με τον ορθότερο τρόπο και να χαθεί αξία για τους μετόχους.

Με το project financing οι επενδυτές ελέγχουν απευθείας τα πάγια και τις ταμειακές ροές και αποφασίζουν την χρήση τους για επανεπένδυση ή μη. Με αυτόν το τρόπο μειώνονται οι προστριβές με τους managers οι οποίοι μπορεί να λάμβαναν διαφορετικές αποφάσεις.

1.2.5. Τέταρτη Θεωρία

ΜΕΙΩΣΗ ΤΗΣ ΑΣΥΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ SIGNALING COST

Σύμφωνα με τον Smith (1986) ο τρόπος με τον οποίο μια επιχείρηση θα αντλήσει χρήματα από την αγορά, αποτελεί σινιάλο για κάποιες υποθέσεις και έχει σημαντικές επιρροές (signalling effects). Αν για παράδειγμα αποφασιστεί να εκδοθεί δάνειο αντί να γίνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αυτό σημαίνει ότι η εταιρία θα έχει σημαντικά αυξημένες ταμειακές υποχρεώσεις και δεσμεύσεις, σε αντίθεση πάντα με την αύξηση κεφαλαίου, και επομένως δίνει το σήμα ότι αναμένει να έχει αυξημένες ταμειακές ροές.

Οι Shah και Thakor το 1987, υποστήριξαν ότι το project financing μειώνει το signalling cost που συνδέεται με την άντληση κεφαλαίων και την ασύμμετρη πληροφόρηση, ιδίως σε περιπτώσεις μεγάλης κλίμακας και μεγάλου κινδύνου έργα. *Ασύμμετρη πληροφόρηση* υπάρχει όταν οι managers έχουν πολύτιμες πληροφορίες για κάποιο νέο έργο και δεν τις δίνουν στην αγορά χωρίς να αφήνουν κάποια αμφιβολία. Έτσι όταν μια εταιρία ανακοινώνει την πρόθεση της για μια νέα επένδυση, το καλύτερο που μπορούν να κάνουν οι επενδυτές είναι να προσπαθήσουν να ερμηνεύσουν τι σημαίνει η απόφαση αυτή (αν και κατά πόσο θα είναι επικερδής το έργο). Αν η πληροφόρηση έχει δύσκολες τεχνικές έννοιες η επικοινωνία με την αγορά θα κοστίσει. Επίσης η επεξεργασία αυτής της πληροφορίας από τους ίδιους τους επενδυτές θα έχει κάποιο κόστος.

Ένα δεύτερο εμπόδιο στην επικοινωνία με την αγορά είναι ότι κάποια στοιχεία ενός έργου να πρέπει να αποκρυφτούν, για να μην αποκαλυφτούν στους ανταγωνιστές. Αν το έργο ενέχει σημαντικές τέτοιες πληροφορίες η άντληση κεφαλαίων θα είναι περισσότερο δύσκολη, εκτός και αν τελικά αυτή η πληροφόρηση διανεμηθεί στο κοινό.

Το project financing αποτελεί μια λύση στα ανωτέρω κόστη. Οι managers μπορεί να διαπραγματευτούν την πώληση μετοχών σε μια μικρή ομάδα επενδυτών οι οποίοι ενδιαφέρονται να αγοράσουν μετοχές σε αποδεκτές τιμές και να συμμετέχουν στο έργο. Έτσι περιορίζεται ο αριθμός όσων γνωρίζουν τις λεπτομέρειες της επένδυσης, οι οποίοι θα έχουν ίδιο όφελος να μην διαρρεύσουν τις πληροφορίες που έμαθαν, καθώς θα χάσουν και οι ίδιοι.

Σύμφωνα με τους Shah και Thakor η θεωρία αυτή εξηγεί την χρήση του project financing σε έργα που ενέχουν σημαντικά ασύμμετρα κόστη πληροφόρησης. Οι Chen, Kessinger και Martin σημείωσαν ότι δεν εξηγεί την χρήση του project financing σε χαμηλού ρίσκου στα οποία η διοίκηση δεν έχει σημαντικές πληροφορίες που δεν επιθυμεί να διανείμει στο κοινό.

1.2.6. Πέμπτη Θεωρία

ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΚΑΜΨΙΑΣ (συνέχεια 4^{ης} Θεωρίας)

Ως συνέχεια της ανωτέρω θεωρίας για την χρήση του project financing στην μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι οι παρατηρήσεις των Chen, Kessinger και Martin το 1989 οι οποίοι παρατήρησαν πως οι managers χρησιμοποιούν αποτελεσματικά το project financing σε έργα που ενέχουν χαμηλά ασύμμετρα κόστη πληροφόρησης. (ονομαζόμενα διαφανή (transparent) έργα). Με την χρήση του project financing σε έργα των οποίων τα στοιχεία η εταιρία θέλει να γνωστοποιήσει, διατηρεί την χρηματοοικονομική της ευκαμψία, να χρησιμοποιήσει τις εσωτερικές ταμειακές ροές της για να χρηματοδοτήσει έργα των οποίων τα στοιχεία δεν θέλει να αποκαλύψει στο κοινό.

Η προτίμηση των εσωτερικά δημιουργούμενων κεφαλαίων σε έργα τα οποία ενέχουν σημαντικά ασύμμετρα κόστη πληροφόρησης έναντι των εξωτερικών κεφαλαίων (δανεισμού ή αύξησης μετοχικού κεφαλαίου) οδήγησε και στην θεωρία του < pecking order> των Mayers και Majluf (1984). Τα εσωτερικά δημιουργούμενα κεφάλαια είναι πρώτα σε σειρά προτίμησης για την χρηματοδότηση έργων και ακολουθούν ο δανεισμός με εξασφαλίσεις, ο δανεισμός χωρίς εξασφαλίσεις, υβριδικές εκδόσεις τίτλων και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (λιγότερο προτιμητέα).

Οι ταμειακές ροές της εταιρίας (εσωτερικά κεφάλαια) μαζί με τον υπάρχοντα δανεισμό της εταιρίας αποτελούν μια περιορισμένη πηγή κεφαλαίων. Αυτά τα χρήματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για έργα τα οποία έχουν σημαντικά κόστη ασύμμετρης πληροφόρησης. Η εταιρία δεν έχει τα κόστη αυτά όταν τα διαφανή έργα τα οποία θα θέλει να χρηματοδοτήσει θα τα χρηματοδοτήσει πουλώντας τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Με την επιλογή του project financing σε έργα που έχουν χαμηλή πληροφόρηση διατηρούνται τα εσωτερικά κεφάλαια της εταιρίας τα οποία χρησιμοποιούνται αργότερα για την χρηματοδότηση έργων με υψηλά κόστη ασύμμετρης πληροφόρησης.

1.3. ΑΛΛΟΙ ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ PROJECT FINANCING

1.3.1 Αύξηση αξίας μετόχων

Όπως είδαμε ανωτέρω με την χρηματοοικονομική ευκαμψία από την χρήση του project financing η εταιρία μπορεί να επιδιώξει και κατασκευάσει έργα τα οποία προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης (growth opportunities) και για τα οποία η διοίκηση έχει σημαντικές πληροφορίες τις οποίες θέλει να διατηρήσει για να μεγιστοποιήσει την αξία του έργου. Έτσι εταιρίες με επενδυτικά σχέδια που είναι ευαίσθητα στην διάχυση της πληροφόρησης είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν το project financing για τα διαφανή (transparent) έργα τους. *Σημαντικό είναι να σημειώσουμε ότι η καταφυγή της εταιρίας στο project financing αποτελεί θετικό σήμα για την ελκυστικότητα των επενδυτικών της σχεδίων.*

1.3.2 Πιο αποτελεσματική διάρθρωση των δανειακών συμβολαίων

Όπως έχουμε αναφέρει υπάρχουν τριβές μεταξύ δανειστών και μετόχων από όπου προκύπτουν και τα διάφορα κόστη αντιπροσώπευσης. Με το project financing μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης. Καθώς το έργο έχει περιορισμένη ζωή ακόμη και οι μέτοχοι ζητούν να αποπληρωθούν πρώτα οι δανειστές, μέσα από τις συμβάσεις που υπογράφονται. Περιορίζεται δηλαδή σημαντικά η ευχέρεια της Διοίκησης του έργου στον τρόπο που θα χειριστεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές του έργου. Για τους δανειστές, που έχουν σίγουρα το πρώτο δικαίωμα στις ταμειακές ροές του έργου (senior claim), είναι ευκολότερο να σχεδιάσουν ένα δάνειο στα μέτρα ενός συγκεκριμένου έργου παρά μιας ολόκληρης επιχείρησης. Μπορούν να προσαρμόσουν τις αποπληρωμές σύμφωνα με την προβλεπόμενη κερδοφορία του. Αν δεν επιτευχθεί αυτό μπορεί να γίνει επαναδιαπραγμάτευση των όρων του δανείου. Αντίθετα αν το έργο έχει καλύτερες ροές από τις αναμενόμενες τότε μπορεί να ορίζεται να πηγαίνουν προς εξόφληση των δανειστών οι οποίοι θα αποπληρώνονται γρηγορότερα.

1.3.3. Πιο αποτελεσματική εταιρική οργάνωση και αποζημίωση προς την διοίκηση.

Το project financing μπορεί να αυξήσει την αποτελεσματικότητα με την οποία τα οικονομικά στοιχεία του χρησιμοποιούνται. Οι Brickley, Lease Smith το 1988 και οι Schipper Smith το 1986 ερεύνησαν την σχέση μεταξύ της ιδιοκτησιακής διάρθρωσης μιας εταιρίας και της αξίας μιας εταιρίας. Διαπίστωσαν τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν δίνοντας στους managers μερίδιο στην εταιρία. Ο σκοπός τέτοιων παροχών είναι να ευθυγραμμιστούν οι στόχοι των στελεχών της εταιρίας με αυτούς των μετόχων.

Το project financing οδηγεί από μόνο του προς αυτή την κατεύθυνση καθώς τα προγράμματα αποζημίωσης των στελεχών μπορούν να συνδεθούν με αυτά του έργου. Ένα τέτοιο κίνητρο είναι η συμμετοχή στα κέρδη. Αν έχουν κίνητρο για την αύξηση των κερδών θα φροντίζουν ιδιαίτερα και για την κερδοφορία του έργου.

1.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCING ΕΝΑΝΤΙ ΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Θα ήταν σκόπιμο να συγκρίνουμε το project financing έναντι της χρηματοδότησης ενός έργου από τον sponsor με απευθείας δανεισμό, ο οποίος θα ενσωματωθεί στις οικονομικές καταστάσεις του. Από την σύγκριση αυτή θα διαπιστώσουμε επιπλέον λόγους για τους οποίους είναι προτιμητέο, αλλά και το αντίθετο, η χρηματοδότηση με project financing.

Συγκρίνοντας τους δύο τρόπους χρηματοδότησης διαπιστώνουμε που υπάρχουν ευκαιρίες καλύτερης χρησιμοποίησης των οικονομικών πόρων με την μέθοδο του project financing οι οποίες συνοψίζονται κατωτέρω:

1.4.1 Επίτευξη Economic Rents

Με την μέθοδο του project financing επιτυγχάνονται καλύτερες αποδόσεις στα επενδυμένα κεφάλαια από ότι με την άμεση χρηματοδότηση. Όπως για παράδειγμα στην περίπτωση που εταιρία κατέχει δικαιώματα σε κοιτάσμα το οποίο έχει μεγάλη αξία είτε λόγω σπανιότητάς του (για παράδειγμα άνθρακας με χαμηλή περιεκτικότητα σε θείο σε μια στιγμή όπου ζητείται ο περιορισμός της μόλυνσης του περιβάλλοντος) είτε λόγω χαμηλού κόστους εξόρυξής του (επειδή είναι συγκεντρωμένο σε μεγάλες ποσότητες). Η εταιρία αυτή μπορεί να υπογράψει μακροπρόθεσμες συμφωνίες αγοράς του κοιτάσματος αυτού με τις οποίες θα μπορεί να υποστηρίξει την δανειοδότηση του έργου με project financing και να αποφέρει υψηλές αποδόσεις στην επένδυση πάνω από τα επίπεδα απόδοσης του ανταγωνισμού (economic rents).

1.4.2 Επίτευξη Οικονομικών Κλίμακας

Με την χρήση του project financing οικονομίες κλίμακας μπορεί να επιτευχθούν στην περίπτωση που δυο ή περισσότεροι παραγωγοί μπορεί να ενωθούν και να κατασκευάσουν μια μονάδα (facility) η οποία να ωφελήσει και τους δυο (π.χ. μονάδα παραγωγής ατμού). Η μονάδα που θα φτιάξουν θα έχει μεγαλύτερη παραγωγική ικανότητα και χαμηλότερο κόστος, από ότι αν έφτιαχναν την μονάδα αυτή μόνοι τους. Επίσης, μπορούν να πωλούν το μέρος της παραγωγής της μονάδας αυτής που οι ίδιοι δεν θα χρησιμοποιούν.

1.4.3 Διασπορά κινδύνου

Με το project financing μπορεί να δημιουργηθεί μια από κοινού επιχείρηση (joint venture) η οποία θα βοηθήσει τον sponsor που αρχικά είχε την ιδέα, να μοιραστεί τον κίνδυνο με άλλους. Αν για παράδειγμα οι κεφαλαιακές ανάγκες του έργου είναι πολύ υψηλές σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας του sponsor τότε ίσως είναι επικίνδυνο να αναλάβει από μόνος του το έργο, γιατί θα διακινδυνεύει την ύπαρξη ίσως και της ίδιας του της εταιρίας. Αντίστοιχα μπορεί να συμβαίνει και σε επίπεδο χώρας. Για να μειωθεί λοιπόν ο κίνδυνος αυτός μπορεί να συμμετάσχει ακόμη ένας ή περισσότεροι μέτοχοι (joint venture partners), οι οποίοι στην περίπτωση της χώρας να είναι διεθνής θεσμικοί επενδυτές.

1.4.4. Διεύρυνση της δυνατότητας δανεισμού.

Με το project financing επιτυγχάνεται η χρηματοδότηση ενός έργου μέσα από την δυνατότητα πίστωσης κάποιου άλλου, τρίτου. Αυτός ο τρίτος συνήθως είναι ο αγοραστής -πελάτης του προϊόντος του έργου. Αν γίνουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια με τον αγοραστή τα οποία να έχουν τόσο ισχυρές προβλέψεις ώστε να εξασφαλίζουν επαρκείς ταμειακές ροές για την εξόφληση του δανείου κάτω από όλες τις δυνατές προβλέψιμες καταστάσεις, τότε το έργο θα είναι δυνατό να χρηματοδοτηθεί. Αν οι ροές δεν είναι ικανοποιητικές κάτω από όλες τις συνθήκες θα πρέπει να γίνουν επιπλέον συμφωνίες πίστωσης ώστε να καλυφθούν οι ανάγκες αυτές. Η βάση για όλες αυτές τις συμφωνίες είναι τα συμβόλαια που υπογράφονται με τον αγοραστή και εκεί στηρίζεται ο δανεισμός του έργου.

Χαρακτηριστικό είναι να αναφέρουμε ότι η εταιρία του έργου (project company) συνήθως χρηματοδοτείται με μεγαλύτερη μόχλευση από ότι θα δανείζονταν ο sponsor. Πολλά έργα έχουν χρηματοδοτηθεί με 70% και πλέον δανεισμό. Ο βαθμός δανεισμού του έργου εξαρτάται από το πόσο δυνατές είναι οι εξασφαλίσεις του δανείου, όπως αναφέρουμε ανωτέρω, από την πιστοληπτική ικανότητα των συμμετεχόντων μερών, το είδος του έργου και την κερδοφορία του.

1.4.5. Γενικά χαμηλότερο κόστος κεφαλαίων

Αν ο αγοραστής του προϊόντος του έργου έχει καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα από τον sponsor του έργου, τότε το έργο στο σύνολό του θα είναι δυνατόν να δανειστεί με καλύτερους όρους από ότι θα δανείζονταν ο sponsor. Επίσης, στο βαθμό που η εταιρία του έργου (project company) μπορεί να επιτύχει μεγαλύτερο ποσοστό δανεισμού από τον sponsor, τότε το κόστος κεφαλαίου του έργου θα ωφεληθεί από την υποκατάσταση του χαμηλότερου κόστους δανεισμού.

1.4.6 Απελευθέρωση των ελεύθερων ταμειακών ροών

Στην προκαθορισμένη ζωή του έργου η μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί καθορίζεται στις συμφωνίες που έχουν γίνει, αλλά και κάθε φορά που γίνεται αύξηση κεφαλαίου και νέοι μέτοχοι εισέρχονται στο έργο. Οι ταμειακές ροές που απομένουν μετά την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων, των αποπληρωμών των δανείων και των βελτιώσεων που απαιτούνται να γίνουν στο έργο (ελεύθερες ταμειακές ροές), θα πρέπει να πηγαίνουν στους επενδυτές κεφαλαίου του έργου (equity investors). Έτσι οι επενδυτές αυτοί θα βρίσκονται στην θέση να αποφασίσουν πως θα διανεμηθούν /επανεπενδυθούν αυτές οι ταμειακές ροές, παρά οι managers του έργου.

Αν το έργο βρίσκονταν στις οικονομικές καταστάσεις του sponsor και χρηματοδοτούνταν με άμεση χρηματοδότηση τότε οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα πήγαιναν σε αύξηση των ταμειακών ροών της εταιρίας και θα υπήρχε η ευχέρεια είτε διακράτησής τους είτε διανομής στους μετόχους με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας.

Με το project financing περιορίζεται η ευχέρεια αυτή. Οι επενδυτές μπορεί να αποφασίσουν ότι θέλουν η εταιρία να τους διανείμει τις ελεύθερες ταμειακές ροές και να αποφασίσουν αυτοί πως θα τις επενδύσουν. Η μείωση του κινδύνου ότι μπορούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές να παραμείνουν στην εταιρία και να επανεπενδυθούν χωρίς την έγκριση των επενδυτών θα πρέπει να μειώνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων του έργου.

Με βάση τα ανωτέρω δεν πρέπει να εννοηθεί ότι ο sponsor βρίσκεται σε μειονεκτική θέση. Μπορεί για παράδειγμα να έχει κάποια επενδυτικά σχέδια τα οποία να είναι κερδοφόρα να τα διαπραγματευτεί για χρηματοδότησή τους με τους επενδυτές κεφαλαίου του έργου. Αν αυτοί συμφωνήσουν μπορεί να γίνει χρηματοδότηση και ανάπτυξη των έργων αυτών στα πλαίσια του project με την παραίτηση των επενδυτών από τα μερίσματα και την χρήση αυτών για την χρηματοδότηση των νέων έργων.

1.4.7 Μείωση του κόστους επίλυσης των Οικονομικών Αδυναμιών (Financial Distress)

Η διάρθρωση των υποχρεώσεων της εταιρίας είναι σχετικά απλούστερη στην περίπτωση του project financing από ότι στις άλλες μορφές εταιριών. Συνήθως έχει μια κατηγορία δανειστών ενώ οι λοιποί πιστωτές αποτελούν μικρότερο μέρος.

Γενικά ο χρόνος και το κόστος για την επίλυση των οικονομικών αδυναμιών της εταιρίας αυξάνεται με την αριθμό των πιστωτών που έχει και με την πολυπλοκότητα της κεφαλαιακής διάρθρωσης του δανειζόμενου. Μια συνηθισμένη επιχείρηση κατά την διάρκεια της ζωής της αυξάνει τον αριθμό των εμπλεκόμενων που έχουν απαιτήσεις από αυτήν, συμπεριλαμβανόμενων και των απαιτήσεων για αποζημίωση συνταξιοδότησης του προσωπικού. Μια οικονομική μονάδα η οποία έχει στις υποχρεώσεις της κυρίως ένα δάνειο το οποίο μπορεί να διαχειρίζεται μια μικρή ομάδα θεσμικών επενδυτών της δίνει την πιθανότητα να ανακάμψει από τις οικονομικές αδυναμίες που αντιμετωπίζει πιο εύκολα.

Από την αντίθετη πλευρά είναι πιο δύσκολο για τους πιστωτές να λάβουν πίσω τα κεφάλαιά τους σε περίπτωση οικονομικών αδυναμιών. Όταν οι πιστωτές δανείζουν μια συνηθισμένη επιχείρηση μπορούν να στραφούν, στην περίπτωση που κάποιο επενδυτικό σχέδιο δεν πηγαίνει καλά, στις ταμειακές ροές και τα πάγια στοιχεία των λοιπών επενδύσεων της εταιρίας. Στο project financing αυτό περιορίζεται εξ αρχής και καθορίζεται κατά πόσο μπορούν να στραφούν στα πάγια στοιχεία του sponsor από τις δανειακές συμβάσεις που έχουν υπογραφεί. Αντίθετα πάλι οι δανειστές του έργου αποφεύγουν τον κίνδυνο η εταιρία του sponsor να πτωχεύσει και οι δανειστές της εταιρίας αυτής να στραφούν στα πάγια και τις ταμειακές ροές του έργου.

1.4.8 Μείωση νομικού κόστους και κόστους εναρμόνισης με θεσμικό πλαίσιο

Κάποια συγκεκριμένα είδη επενδύσεων και έργων στα οποία υπάρχει πολύπλοκο ή ιδιαίτερο νομικό και θεσμικό πλαίσιο, απαιτούν η εταιρία η οποία θα αναλάβει το έργο να έχει την κατάλληλη προϋπηρεσία έτσι ώστε να ξέρει τις προϋποθέσεις για την ανάπτυξη ενός τέτοιου έργου καθώς και να μπορεί να διαπραγματευτεί με τα αρμόδια θεσμικά όργανα. Η εταιρία η οποία δεν έχει την κατάλληλη εμπειρία θα ήταν καλύτερο να ζητήσει την βοήθεια ή συμμετοχή μιας κατασκευάστριας εταιρείας η οποία έχει προϋπηρεσία και εξειδίκευση στην κατασκευή παρόμοιων έργων. Επίσης, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι συγκεκριμένες νομικές προϋποθέσεις μπορεί να καλύπτονται από το έργο και όχι τον sponsor.

Όταν το έργο χειρίζεται από έμπειρα άτομα, στα νομικά και θεσμικά θέματά του, τότε μπορεί να υπάρξουν και οικονομίες κλίμακας από τον χειρισμό αυτό. Για παράδειγμα αν η βιωσιμότητα του έργου εξαρτάται από διάφορους τρίτους (οι οποίοι μπορεί να αγοράζουν το προϊόν του έργου) στους οποίους το έργο δεν έχει κανένα έλεγχο, τότε η ενίσχυση και επιβολή κάποιων όρων στις συμβάσεις μπορεί να έχει υψηλό νομικό κόστος καθώς και εμπλοκή θεσμικών οργάνων.

Μπορεί επίσης από την χρήση έμπειρων κατασκευαστών (developers) να επιτευχθούν και μειώσεις στα λειτουργικά κόστη. Για παράδειγμα μπορεί να συμφωνηθεί με τα έμπειρα αυτά άτομα η κερδοφορία του έργου σε μακροπρόθεσμη βάση με σχετικά συμβόλαια που θα γίνουν. Με τον όρο αυτό θα εξασφαλίζεται η κερδοφορία και αυτονομία του έργου, ενώ δεν θα συνέβαινε κάτι αντίστοιχο και θα υπήρχε κίνδυνος βιωσιμότητας αν το έργο χρηματοδοτούνταν και λειτουργούσε με εσωτερικά κεφάλαια.

1.4.9 Φορολογικοί Λόγοι

Φορολογικά οφέλη μπορεί να προκύψουν από εκπτώσεις αποσβέσεων, εκπτώσεις τόκων, από έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, φορολογικές πιστώσεις από σχέση με το εξωτερικό, κεφαλαιακά κέρδη και μη κεφαλαιακά έξοδα κατά το πρώτο στάδιο λειτουργίας του έργου, τα οποία θα πρέπει να συνυπολογιστούν κατά τον σχεδιασμό της επένδυσης, της αποπληρωμής των δανείων και των ταμειακών ροών.

Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο να γίνει ο κατάλληλος σχεδιασμός ώστε όλα αυτά τα οφέλη και όσα άλλα μπορεί να δημιουργηθούν, τελικά να επιτευχθούν προς όφελος του έργου.

1.4.10. Μείωση χρηματοοικονομικού κινδύνου sponsor από μη εμφάνιση του έργου στις οικονομικές καταστάσεις (αμφισβητήσιμο πλεονέκτημα).

Υπάρχει η άποψη ότι είναι προς όφελος του sponsor το έργο να χρηματοδοτηθεί με project financing καθώς το δάνειο θα εμφανίζεται σε λογαριασμούς τάξεως στις οικονομικές του καταστάσεις. Ωστόσο ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος δεν εξαφανίζεται. Τα λογιστικά πρότυπα επιβάλλουν να υπάρχει σημείωση στις οικονομικές καταστάσεις. Σε αποτελεσματικές αγορές όπου υπάρχει η πληροφόρηση από τους οίκους αξιολόγησης το πλεονέκτημα αυτό δεν θα υπάρχει. Από τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων θα ληφθεί η πληροφορία και θα εκτιμηθεί ανάλογα ο κίνδυνος κατά την αξιολόγηση. Η αξιολόγηση αυτή θα χρησιμοποιηθεί για τα δάνεια της εταιρίας και οι επενδυτές αντίστοιχα θα χρησιμοποιήσουν την αξιολόγηση για τις τιμές που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν.

1.5. ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ PROJECT FINANCING

Εκτός από τα πλεονεκτήματα που αναφέρουμε ανωτέρω από την χρήση του project financing παραθέτουμε και μια σειρά από μειονεκτήματα, που μπορεί να προκύψουν από την χρήση του ως μεθόδου χρηματοδότησης. Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία και εκτίμηση σε αυτά καθώς το κόστος αυτών μπορεί να αντισταθμίσει τα οφέλη που θα προκύψουν από την χρήση του.

1.5.1. Πολύπλοκη διαδικασία

Το project financing ρυθμίζεται με μια σειρά συμβολαίων τα οποία θα πρέπει να συμφωνηθούν από όλα τα εμπλεκόμενα μέρη. Μπορεί να είναι πολύπλοκο να επιτευχθεί συμφωνία αλλά και να έχει σημαντικό κόστος. Συνήθως απαιτείται περισσότερος χρόνος από ότι μια συμβατική χρηματοδότηση. Επίσης συνήθως απαιτεί να επενδυθεί περισσότερος χρόνος από τους managers, ο οποίος κοστίζει.

1.5.2. Έμμεσος τρόπος πιστωτικών καλύψεων

Λόγω του έμμεσου τρόπου πιστωτικών καλύψεων μπορεί το κόστος του δανείου να είναι υψηλότερο σε σχέση με τον συμβατικό τρόπο χρηματοδότησης. Η υποστήριξη των πιστώσεων που θα λάβει το έργο προέρχονται από τις συμβατικές δεσμεύσεις και όχι μέσα από μια άμεση συμφωνία πληρωμής. Οι δανειστές του έργου μπορεί να αμφιβάλουν ή φοβούνται αν οι συμβατικές δεσμεύσεις θα έχουν ως αποτέλεσμα την διακοπή της αποπληρωμής του έργου, ίσως λόγω κάποιας συνθήκης η οποία δεν είχε προβλεφθεί. Έτσι μπορεί να ζητούν ένα premium για να τους αποζημιώσει για αυτή την περίπτωση. Συνήθως το premium αυτό υπολογίζεται σε 50 έως 100 μονάδες βάσης ανάλογα με τον τύπο του συμβολαίου αγοράς του προϊόντος. Για τον τύπο των συμβολαίων αγοράς θα μιλήσουμε παρακάτω. Το συμβόλαιο αγοράς που ονομάζεται hell-or-high-water παρέχει τον μεγαλύτερο βαθμό πιστωτικής κάλυψης και επομένως απαιτεί μικρό premium.

1.5.3. Μεγάλα κόστη συναλλαγών

Τα μεγάλα κόστη συναλλαγών προέρχονται από την πολυπλοκότητα της χρηματοδότησης που είναι μεγαλύτερη από την συμβατική χρηματοδότηση. Πιο συγκεκριμένα μπορεί να είναι από το νομικό κόστος που απαιτείται για το σχεδιασμό του έργου, για την έρευνα και διαπραγμάτευση των νομικών και φορολογικών θεμάτων, την προετοιμασία των συμβολαίων ιδιοκτησίας και δανεισμού καθώς και άλλων συμβολαιογραφικών πράξεων.

1.5.4. Σύστημα αποφάσεων

Η λειτουργία του συστήματος αποφάσεων στην περίπτωση του project financing δεν θα είναι εύκολη καθώς θα υπάρχουν διαφορές ενδιαφέροντος , διάφορα προβλήματα και σκοποί εκ μέρους των μερών. Όλα αυτά θα πρέπει να διευθετηθούν από την αρχή του έργου και να ρυθμίζονται οι τρόποι επίλυσης των διαφορών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία και οι αναλύσεις που θα πρέπει να γίνουν προκειμένου να διαπιστωθεί εάν ο τρόπος χρηματοδότησης που επιλέχθηκε είναι ο καλύτερος δυνατός, αν το έργο είναι βιώσιμο και αν αποδίδει στους μετόχους και στους λοιπούς επενδυτές την αναμενόμενη αποδοτικότητα προκειμένου να επενδύσουν σε αυτό, παρουσιάζονται στο κεφάλαιο αυτό της εργασίας. Τα θέματα τα οποία θα αναφερθούν σχετίζονται με την χρηματοοικονομική θεωρία και ως έννοιες δεν διαφέρουν πολύ από άλλες μορφές επένδυσης. Εδώ θα παρουσιαστούν με την συγκεκριμένη εφαρμογή που μπορεί να έχουν, αλλά και με κάποιες ιδιαίτερες σκέψεις και προσοχή που θα πρέπει να δοθεί στην εφαρμογής τους. Η παρουσίαση θα γίνει σε τρία μέρη.

Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου θα παρουσιαστεί το Πλάνο Χρηματοδότησης (financing plan), ποιο παράγοντες επηρεάζουν τον δανεισμό του έργου, τι είδους χρηματοδότηση χρειάζεται γενικά και ποιο είναι το μέγιστο ύψος αυτής. Επίσης θα αναφέρουμε κάποιους δείκτες που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για την ικανότητα κάλυψης των δανειακών υποχρεώσεων.

Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου θα παρουσιαστούν οι Ταμειακές Ροές του έργου, το κόστος κεφαλαίου του και από τι μπορεί να επηρεαστεί, και τελικά η χρήση του για την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Στο τρίτο μέρος θα παρουσιαστούν συνοπτικά κάποιες παρατηρήσεις στο Χρηματοοικονομικό Μοντέλο του έργου, πως μπορεί να γίνει η διανομή των κερδών στους επενδυτές και πως η αποδοτικότητά τους θα επηρεαστεί από τους μεταβλητούς οικονομικούς παράγοντες.

2.1. ΠΛΑΝΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Οι sponsors θα επιλέξουν να χρηματοδοτήσουν ένα έργο με project financing, αντί μέσω της γενικής πίστωσης που έχουν από τις τράπεζες, εάν διαπιστώσουν ότι είναι η οικονομικότερη λύση, που είναι και ένας από τους βασικότερους λόγους. Αν θα είναι η οικονομικότερη λύση θα εξαρτηθεί, σε μεγάλο βαθμό, από τον πλάνο χρηματοδότησης και πόσο καλά τελικά εφαρμόστηκε.

Για την επίτευξη του καλύτερου πλάνου χρηματοδότησης (financing plan) ενός έργου έξι στόχους θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας την:

- εξασφάλιση επαρκών πόρων για την ολοκλήρωση του έργου,
- εξασφάλιση των απαιτούμενων κεφαλαίων με το μικρότερο δυνατό κόστος,
- ελαχιστοποίηση της έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο των sponsors,
- καθιέρωση μιας μερισματικής πολιτικής η οποία θα μεγιστοποιεί την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου των sponsors, με τους περιορισμούς που μπορεί να υπάρχουν εκ μέρους των δανειστών και των ταμειακών ροών που το έργο μπορεί να δημιουργήσει,
- μεγιστοποίηση των φορολογικών ωφελειών που μπορούν να προκύψουν από την ιδιοκτησία του έργου,
- επίτευξη των πιο ωφέλιμων χειρισμών στα θεσμικά θέματα .

Οι ανωτέρω στόχοι δεν θα είναι όλοι δυνατοί ταυτοχρόνως. Θα πρέπει να γίνουν κάποιοι συμβιβασμοί. Για παράδειγμα το ελάχιστο κόστος κεφαλαίου, γενικά, μπορεί να επιτευχθεί όταν: α) ο δανεισμός είναι το μέγιστο ποσοστό σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση του έργου, β) η αποπληρωμή του δανείου μπορεί να ακολουθεί όσο περισσότερο μπορεί τις ταμειακές ροές του έργου, με τους περιορισμούς που υπάρχουν από την αγορά κεφαλαίου.

2.1.1 Ανάγκες χρηματοδότησης-παράγοντες που επιδρούν

Για τον σχεδιασμό του πλάνου θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι το έργο θα απαιτηθεί να χρηματοδοτηθεί σε δυο φάσεις: χρηματοδότηση κατά την κατασκευαστική περίοδο και η μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση (permanent financing) , μετά το πέρας της κατασκευαστικής περιόδου. Γενικά θα πρέπει να γίνει ανάλυση των πηγών χρηματοδότησης (τις οποίες αναφέρουμε σε επόμενο κεφάλαιο της εργασίας), των αναγκών για κεφάλαια σε κάθε έτος, των ταμειακών ροών και των πιστωτικών μηχανισμών που θα βοηθήσουν το έργο να λάβει δάνειο.

Τα στοιχεία που θα επηρεάσουν το ύψος του δανεισμού, την διάρθρωση και τις χρονικές εκταμιεύσεις παρουσιάζονται κατωτέρω.

A. Ποσό εξωτερικών κεφαλαίων που απαιτούνται

Στην ανάγκη για χρηματοδότηση και τον σχεδιασμό αυτής θα πρέπει καταρχήν να γίνει εκτίμηση των εξωτερικών κεφαλαίων που απαιτούνται. Τα κεφάλαια αυτά θα είναι το σύνολο των παρακάτω στοιχείων κόστους:

- το συνολικό κόστος (ταμειακό) για τα βασικά έργα που πρέπει να γίνουν για την ολοκλήρωση του έργου (facilities required for basic completion),
- το ποσό των τόκων που θα πληρωθούν κατά το στάδιο κατασκευής, των λοιπών αμοιβών και όσων εξόδων θα γίνουν για την διαπραγμάτευση του δανεισμού,
- την αρχική επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης (working capital),
- τις αμοιβές της μισθοδοσίας και των άλλων λειτουργικών εξόδων κατά το στάδιο κατασκευής.

Τα έξοδα αυτά θα μειωθούν κατά το ποσό των εσόδων που μπορεί να δημιουργηθεί από την μερική λειτουργία του έργου κατά το στάδιο κατασκευής.

Τα κεφάλαια που θα απαιτηθούν θα πρέπει να είναι σχετικά περισσότερα από το ανωτέρω σύνολο, έτσι ώστε να παρέχουν ένα περιθώριο ασφαλείας (margin of safety), από υπερβάσεις κόστους ή μειωμένων εσόδων που υπολογίστηκαν. Το περιθώριο αυτό θα εξαρτάται από τους απρόοπτους παράγοντες (contingency factors) οι οποίοι περιλαμβάνονται στον υπολογισμό του κόστους κατασκευής, στην πεποίθηση των δανειστών για την βιωσιμότητα του σχεδίου κατασκευής, και την ακρίβεια του υπολογισμού του κόστους.

Αν υπάρχουν περιορισμοί από τα πιστωτικά ιδρύματα στην χορήγηση των κεφαλαίων θα πρέπει να ληφθούν υπόψη εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

B. Αρχικές δεσμεύσεις για κεφάλαια

Οι δεσμεύσεις των δανειστών και των επενδυτών κεφαλαίου για παροχή κεφαλαίων θα πρέπει να συντονιστούν με τις δεσμεύσεις των sponsors στους κατασκευαστές, για τα αρχικά κόστη κατασκευής. Οι δυο δεσμεύσεις είναι συσχετιζόμενες. Τα κεφάλαια που θα αντληθούν θα πρέπει να συμφωνούν με το κόστος. Η κατασκευή δεν μπορεί να ξεκινήσει αν δεν ληφθούν δεσμεύσεις για την κάλυψη των κεφαλαίων για την κατασκευή του έργου. Επειδή η προθυμία των διαφόρων μερών που θα παρέχουν τα κεφάλαια, με μελλοντική δέσμευση χορήγησης αυτών, διαφέρει θα πρέπει να προσαρμοστεί ανάλογα και το πλάνο χρηματοδότησης.

Η εξασφάλιση των κεφαλαίων απαιτεί όπως δημιουργηθούν συμβατικές υποχρεώσεις από οικονομικά ισχυρά μέρη να παρέχουν τα απαιτούμενα κεφάλαια. Συγκεκριμένα για τη χρηματοδότηση με δανεισμό θα πρέπει να γίνουν συμβάσεις με θεσμικούς επενδυτές ή τράπεζες για ολόκληρο το ποσό κεφαλαίων που απαιτείται ή να υπάρξουν επαρκείς εγγυήσεις, από αξιόπιστα μέρη, ότι τα απαραίτητα κεφάλαια μπορούν να αντληθούν, κάτω από οποιοδήποτε συνθήκες, από δημόσια ή ιδιωτική (public or private) αγορά κεφαλαίων.

Οι δεσμεύσεις αυτές πολλές φορές είναι δύσκολο να επιτευχθούν προκαταβολικά. Καθυστερήσεις και υπερβάσεις κόστους επηρεάζουν αρνητικά τα οικονομικά του έργου και διακινδυνεύουν την επίτευξη επαρκούς χρηματοδότησης. Έτσι θα πρέπει κάποιες προγραμματισμένες δημόσιες προσφορές κατά το στάδιο της κατασκευής να υποστηρίζονται από κάποια μορφής χρηματοδότηση, σε περίπτωση που δεν έχουν το αναμενόμενο αποτέλεσμα.

Γ. Μέγιστο ποσοστό δανείου προς ίδια κεφάλαια (debt/equity ratio)

Το ποσό της χρηματοδότησης θα διαμορφώσει τον δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια. Ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός για τους δανειστές του έργου και το ύψος αυτού παίζει καθοριστικό ρόλο στον περαιτέρω δανεισμό της εταιρίας.

Ο δείκτης ξένων κεφαλαίων προς ίδια εξαρτάται από την:

- αναμενόμενη κερδοφορία και τον λειτουργικό κίνδυνο του έργου,
- επάρκεια των εξασφαλίσεων (security arrangements) του έργου,
- πιστοληπτική ικανότητα των μερών που παρέχουν τις εξασφαλίσεις.

Σημαντικό επίσης είναι εάν ο αγοραστής του προϊόντος του έργου είναι πρόθυμος να δώσει πίστωση άμεσα ή έμμεσα, με την συμμετοχή του σε ένα μακροπρόθεσμο συμβόλαιο αγοράς του προϊόντος. Εάν οι δεσμεύσεις των αγοραστών του προϊόντος δεν είναι ιδιαίτερα δυνατές, δεν παρέχουν επαρκή πίστωση και περιορίζουν την δυνατότητα δανειοδότησης. Οι δανειστές θα κάνουν τις δικές τους εκτιμήσεις και θα εκτιμήσουν το ποσό του δανείου που μπορεί να λάβει το έργο. Πολλά έργα έχουν τελικά χρηματοδοτηθεί με 70% δανεισμό (βλ. Πίνακας 8).

Ανάλογα με τα κεφάλαια που θα παρέχουν οι sponsors και τον μέγιστο δείκτη δάνεια/ίδια κεφάλαια που μπορεί να επιτευχθεί, μπορεί να απαιτηθεί η συμμετοχή επενδυτών κεφαλαίου. Το πλάνο χρηματοδότησης θα πρέπει να προβλέπει και να εκτιμάει την ανάγκη των επενδυτών αυτών. Η συμμετοχή τους θα εξαρτηθεί από πολλούς παράγοντες.

Καταρχήν, θα διαπιστωθεί πόσο εύκολο είναι να βρεθούν αυτοί επενδυτές και ποιες είναι οι προθέσεις τους να συμμετέχουν λειτουργικά στο έργο. Μερικές φορές είναι πλεονέκτημα οι sponsors να διαθέσουν μέρος του κεφαλαίου σε συγκεκριμένους δανειστές ή άλλους συμμετέχοντες στο έργο. Οι δανειστές θα είναι τότε πρόθυμοι να δανείσουν με ευνοϊκότερους όρους, ιδίως σε περιπτώσεις που θα υπάρξει επιπλέον ένα κίνητρο για συμμετοχή στο κεφάλαιο (equity kicker). Το ίδιο μπορεί να συμβεί και με τους αγοραστές του προϊόντος όπου μέσω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο να προθυμοποιηθούν να μπου σε μακροπρόθεσμα συμβόλαια.

4. Χρονικές στιγμές αναλήψεων (Timing of Drawdowns)

Από την στιγμή της έναρξης κατασκευής πολλοί παράγοντες θα επηρεάζουν πότε θα γίνουν οι αναλήψεις των δανείων και των ιδίων κεφαλαίων. Γενικά θα πρέπει να γίνεται προσπάθεια οι αναλήψεις να γίνονται σύμφωνα με το σχέδιο των αναγκών των εξόδων κατασκευής. Το ταίριασμα των αναλήψεων με τις ανάγκες του έργου περιορίζει το κόστος των μη αναλαμβανόμενων κεφαλαίων ή την ανάγκη για βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Συνήθως οι δανειστές απαιτούν να γίνει μια συγκεκριμένη καταβολή κεφαλαίου εκ μέρους των sponsors ή των επενδυτών κεφαλαίου, πριν από την αρχική εκταμίευση του δανείου. Αν δεν απαιτήσουν αυτό θα ζητήσουν οι αναλήψεις μεταξύ κεφαλαίου και δανείων να γίνονται με κάποια αναλογία. Οι δανειστές βάζουν τις συγκεκριμένες προϋποθέσεις προκειμένου οι sponsors να έχουν ενδιαφέρον από νωρίς στο έργο.

Το μέγιστο χρονικό διάστημα για το οποίο οι μακροπρόθεσμοι δανειστές μπορούν να δεσμευτούν, αποτελεί έναν επιπλέον περιορισμό. Το διάστημα μεταβάλλεται ανάλογα με τις πρακτικές δανεισμού και τις συνθήκες της αγοράς. Όπως για παράδειγμα θα αναφέρουμε κατωτέρω, οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι περισσότερο πρόθυμες από άλλους οργανισμούς να δεσμευτούν για μακρύτερα χρονικά διαστήματα.

Ε. Αναμενόμενο σχέδιο ταμειακών ροών

Ο τρόπος δημιουργίας των ταμειακών ροών του έργου θα καθορίσει τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει η αποπληρωμή του δανείου. Οι ταμειακές ροές τελικά θα έχουν επίδραση στο μείγμα των δανείων που θα λάβει το έργο και του μακροπρόθεσμου, σταθερού επιτοκίου, δανεισμού.

Το χρηματοοικονομικό πλάνο θα πρέπει να ταιριάζει (match) τις ληκτότητες των κεφαλαίων που θα αναληφθούν με την δυνατότητα του έργου να δημιουργήσει ταμειακά διαθέσιμα για να αποπληρώσει τα κεφάλαια αυτά. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου αναχρηματοδότησης. Επίσης με τον συντονισμό του νομίσιματος και των δόσεων που απαιτούνται με τα έσοδα που θα προκύπτουν, μπορεί να ελεγχθεί και ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

ΣΤ. Νόμισμα εσόδων και κόστους

Όταν κάποια κόστη και έσοδα θα γίνουν σε διαφορετικά νομίσματα, ο δανεισμός μπορεί να γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε να αντισταθμίσει τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Γι' αυτό και ο δανεισμός γίνεται πολλές σε διάφορα νομίσματα, με μέγιστα ποσά αναλήψεων ανά νόμισμα.

Ζ. Αναμενόμενη διάρκεια οικονομικής ζωής του έργου

Ο δανεισμός δεν μπορεί να υπερβεί την αναμενόμενη διάρκεια της οικονομικής ζωής του έργου την στιγμή της διαπραγμάτευσης του δανείου. Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται σε περιπτώσεις εξόρυξης φυσικών πόρων, όπου μπορεί να απαιτηθεί η συντομότερη αποπληρωμή του δανείου.

Η. Πηγές προμήθειας του εξοπλισμού του έργου

Πολλές φορές υπάρχει η δυνατότητα χρηματοδότησης του εξοπλισμού λόγω μέτρων τόνωσης των εξαγωγών της συγκεκριμένης χώρας (export financing). Τα μέτρα αυτά μειώνουν το κόστος δανεισμού. Συμβαίνει ωστόσο ο απαιτούμενος εξοπλισμός με αυτόν που χρηματοδοτείται να μην είναι ποιοτικά εφάμιλλος, οπότε να πρέπει να γίνει κάποιας μορφής αντιστάθμιση των ωφελειών με την πτώση της ποιότητας.

Θ. Φορολογικές επιπτώσεις

Οι φορολογικές επιπτώσεις μπορούν να επηρεάσουν το χρηματοοικονομικό πλάνο. Οι φόροι που επιβάλλονται σε μερίσματα, τόκους, έξοδα διοίκησης σε ξένες προς την χώρα εταιρίες μπορεί να είναι σημαντικοί. Μπορεί όμως και να μην υπάρχουν καθόλου. Μπορεί επίσης να υπάρχουν κίνητρα για φορολογικές απαλλαγές για συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές.

Εφόσον κάποιες πληρωμές υπόκεινται σε φόρους και άλλες όχι, οι sponsors θα πρέπει να σχεδιάσουν έτσι την κεφαλαιακή διάρθρωση ώστε να έχει τις λιγότερες φορολογικές υποχρεώσεις.

2.1.2. Φάσεις χρηματοδότησης

Οι φάσεις χρηματοδότησης όπως αναφέραμε ανωτέρω είναι κατά την κατασκευαστική περίοδο και μετά το πέρας της ολοκλήρωσης του έργου, η μόνιμη ή μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Ο τρόπος με τον οποίο θα γίνει η άντληση των κεφαλαίων, η μετάβαση από την μια φάση στην άλλη και η αποπληρωμή αυτών θα επηρεάσει το πλάνο χρηματοδότησης. Για τις πηγές χρηματοδότησης των φάσεων αυτών αναφέρουμε αναλυτικά στοιχεία στο Κεφάλαιο 4 της εργασίας. Εδώ θα παρουσιάσουμε συνοπτικά κάποιες εναλλακτικές προτάσεις χρηματοδότησης στις φάσεις αυτές.

A. Χρηματοδότηση κατασκευαστικής περιόδου

A1.Χρηματοδότηση από τράπεζα

Για την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση κατά την κατασκευή του έργου μπορούν είτε να εκδοθούν promissory notes είτε να γίνει απευθείας δανεισμός από μια εμπορική τράπεζα. Αν χρησιμοποιηθεί μια ειδικού σκοπού εταιρία (special purpose finance corporation) για να αντλήσει με τους αναφερόμενους τρόπους τα κεφάλαια που απαιτούνται, τότε η εταιρία του έργου θα δανειστεί από αυτήν τα κεφάλαια με τους ίδιους βασικούς όρους που δανείστηκε αυτή η εταιρία. Με τον εναλλακτικό αυτό τρόπο χρηματοδότησης, εξασφαλίσεις για τους δανειστές θα αποτελέσουν οι ίδιες εξασφαλίσεις που θα γίνουν και για τους μακροπρόθεσμους δανειστές (μόνιμη χρηματοδότηση).

Τυπικά η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση γίνεται την ίδια στιγμή που γίνεται και η διευθέτηση για την χρηματοδότηση κατά την κατασκευαστική περίοδο. Την στιγμή αυτή οι μακροπρόθεσμοι δανειστές θα συμφωνήσουν να αναλάβουν το δάνειο των βραχυπρόθεσμων δανειστών εάν το έργο πετύχει να ολοκληρωθεί και λειτουργήσει σωστά.

A2.Απευθείας Χρηματοδότηση των sponsors στην εταιρία του έργου.

Μια άλλη εναλλακτική χρηματοδότηση είναι οι sponsors να δανειστούν αναλογικά, βραχυπρόθεσμα από τις εμπορικές τράπεζες και να δανείσουν κατόπιν τα κεφάλαια αυτά στην εταιρία του έργου. Με την ολοκλήρωση κατασκευής του έργου, η εταιρία του έργου μπορεί να διευθετήσει έναν μακροπρόθεσμο δανεισμό, με βάση και τα μακροπρόθεσμα συμβόλαια αγοράς που θα έχει. Με το μακροπρόθεσμο δάνειο που θα λάβει θα αποπληρώσει τους sponsors.

B. Μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση

Οι επενδυτές συνήθως έχουν έναν ορίζοντα, μέχρι δυο έτη περίπου, που είναι πρόθυμοι να δεσμεύσουν κεφάλαια. Έτσι για έργα με μακροπρόθεσμη κατασκευαστική περίοδο θα είναι δύσκολο να διευθετηθεί η μόνιμη χρηματοδότηση πριν από την έναρξη της κατασκευής του έργου.

Ιδιαίτερα σε έργα που θα χρησιμοποιήσουν νέα τεχνολογία, οι επενδυτές είναι απρόθυμοι να δεσμευτούν για μόνιμη χρηματοδότηση, χωρίς να έχουν εξασφαλιστεί ότι όλες οι απαραίτητες δεσμεύσεις για την χρηματοδότηση έχουν ληφθεί. Οι εξασφαλίσεις και εγγυήσεις που θα ληφθούν στην συγκεκριμένη περίπτωση θα γίνουν την ίδια στιγμή και όχι σε διαφορετικούς χρόνους κατά την διάρκεια της κατασκευαστικής περιόδου.

Σε έργα που θα χρησιμοποιηθεί τεχνολογία που ήδη χρησιμοποιείται και αν συμβεί να έχουν επίσης μέτριο κόστος κεφαλαίου, τότε είναι δυνατό να ληφθεί το μεγαλύτερο ή όλο το ποσό της χρηματοδότησης κατά την έναρξη της κατασκευής του έργου, αν αυτό είναι επιθυμητό. Για την εξασφάλιση αυτής της χρηματοδότησης θα απαιτηθεί οι sponsors να μπου σε μια συμφωνία για την ολοκλήρωση του έργου.

Όταν δεν είναι κατάλληλο να γίνει ξεχωριστή χρηματοδότηση κατά το στάδιο κατασκευής θα πρέπει να γίνει διευθέτηση της μόνιμης χρηματοδότησης πριν από την έναρξη της κατασκευής του έργου. Στις περιπτώσεις αυτές μπορεί να υπάρχουν κυρώσεις π.χ. ανά τρίμηνο, αν δεν γίνουν οι αναλήψεις των κεφαλαίων που έχουν δεσμευτεί για αυτήν την περίοδο.

Θα πρέπει επίσης να δίνεται η δυνατότητα να χρησιμοποιείται εναλλακτικό βασικό επιτόκιο (prime rate ή Libor). Οι τράπεζες παρέχουν κυμαινόμενο επιτόκιο, ενώ οι sponsors με πράξεις swap θα μπορούν να το μετατρέπουν σε σταθερό.

B1. Ιδιωτικές τοποθετήσεις

Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις επικρατούν στην μακροπρόθεσμη σταθερού επιτοκίου χρηματοδότηση με έμπειρους/ εξειδικευμένους θεσμικούς επενδυτές, όπως είναι οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Με την ιδιωτική τοποθέτηση αποφεύγονται οι πολύπλοκες διαδικασίες των δημόσιων προσφορών. Στην ιδιωτική τοποθέτηση συντάσσεται ένα έγγραφο (memorandum) στο οποίο περιγράφεται το έργο και οι εξασφαλίσεις. Περιέχει ακόμη περιγραφή της επιχειρηματικής δραστηριότητας και τις οικονομικές καταστάσεις για κάθε sponsor του έργου.

Η διάρκεια του δανείου εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς. Το δάνειο μπορεί να προβλέπει την λειτουργία ενός κεφαλαίου ετήσιων αποπληρωμών του δανείου (annual sinking fund payments). Το κεφάλαιο αυτό θα μπορεί να ξεκινήσει την λειτουργία του το έτος μετά την ολοκλήρωση του έργου. Επίσης, να υπάρχει όρος για μη αποπληρωμή του δανείου πριν την παρέλευση π.χ. 10 ετών, με άλλο δάνειο με ευνοϊκότερους όρους. Μπορεί επίσης να προβλέπεται η λειτουργία ενός επιπρόσθετου κεφαλαίου αποπληρωμής (contingent sinking fund). Αυτό θα χρησιμοποιείται στις περιπτώσεις που οι ταμειακές ροές είναι περισσότερες από ότι είχε προβλεφθεί και θα μπορούν να αποπληρώνουν μεγαλύτερο μέρος του δανείου. Στις περιπτώσεις αυτές, μέρος ή όλο το πλεόνασμα θα πηγαίνει στον λογαριασμό αυτό, μέχρι ενός μέγιστου ποσού που έχει οριστεί. Το επιπλέον του μέγιστου ποσού, αν υπάρχει, θα μπορεί να διανέμεται στους sponsors του έργου.

B2.Κίνητρα συμμετοχής στο κεφάλαιο (Equity kickers)

Αν στις διευθετήσεις για ιδιωτικές τοποθετήσεις υπάρξει και κάποιο κίνητρο για συμμετοχή στο κεφάλαιο (equity kicker) αυτό μπορεί να κάνει ευρύτερη την αγορά των ενδιαφερόμενων να δώσουν δάνειο στο έργο, να μειώσει κάποια κόστη δανεισμού και να καταστήσει τους δανειστές πρόθυμους να μειώσουν τους περιορισμούς και τα στοιχεία που υποστηρίζουν τον δανεισμό. Οι δανειστές θα λάβουν ένα κίνητρο να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο και να αναλάβουν επιπλέον ρίσκο. Άλλες μορφές αυτών των κινήτρων είναι η άμεση συμμετοχή στο κεφάλαιο, η πληρωμή δικαιωμάτων (net or gross royalty payments).

Η μορφή των κινήτρων αυτών σχεδιάζεται έτσι ώστε να αυξήσει την αποδοτικότητα των δανειστών και να τους αποζημιώσει για τον αυξανόμενο κίνδυνο τον οποίο τους ζητείται να αναλάβουν.

2.1.3. Υπολογισμός δυνατότητας δανεισμού

Η δυνατότητα δανεισμού είναι το ποσό του δανείου που το έργο μπορεί να αποπληρώνει κατά την διάρκεια της περιόδου που έχει οριστεί να αποπληρώνεται το δάνειο.

Η διάρκεια της περιόδου καθορίζεται από παράγοντες όπως οι πολιτικές των τραπεζών, τα χαρακτηριστικά του κινδύνου του έργου, την κατάσταση των δανείων στην αγορά και άλλοι παράγοντες.

Οι δανείστριες τράπεζες υπολογίζουν την δυνατότητα δανεισμού με δυο τρόπους: α) χρησιμοποιούν την προεξόφληση των ταμειακών ροών, β) ελέγχουν την δυνατότητα του έργου να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του κάθε χρόνο.

Στον πρώτο τρόπο, υπολογίζουν την παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται να είναι διαθέσιμες για την εξυπηρέτηση του δανείου στην διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Είναι πρόθυμες να δανείσουν ένα ποσό το οποίο δεν θα υπερβαίνει ένα πολλαπλάσιο της παρούσας αξίας αυτών.

Στον δεύτερο τρόπο καθορίζουν κάποιους δείκτες κάλυψης πρότυπα (benchmarks) τους οποίους θα πρέπει να ικανοποιούν σε κάθε περίοδο.

Ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός ενός έργου συνήθως διαρθρώνεται έτσι ώστε η μόχλευση του έργου να είναι στα επίπεδα μιας πιστωτικής αξιολόγησης βαθμού Baa/BBB (τουλάχιστον στα όρια του junk bond). Με τον καθορισμό του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να γίνει συσχέτιση με τα επιτόκια δανεισμού που υπάρχουν στην αγορά για τον βαθμό αυτό. Το επιτόκιο αυτό θα χρησιμοποιηθεί για χρησιμοποιηθεί ως επιτόκιο δανεισμού για το έργο στον υπολογισμό της δυνατότητα δανεισμού του έργου. Θα πρέπει να προστεθούν στο επιτόκιο αυτό κάποιες μονάδες για την περίπτωση που τα επιτόκια αυξηθούν στην περίοδο εως την λήψη του δανείου.

A. Δυνατότητα αποπληρωμής αν υποθέσουμε ότι γίνεται πλήρης ανάληψη πριν από την ολοκλήρωση κατασκευής του έργου

Το μοντέλο της δυνατότητας δανεισμού καθορίζει για κάποια χαρακτηριστικά δανείων το μέγιστο ποσό δανείου το οποίο οι ταμειακές ροές του έργου μπορούν να υποστηρίξουν. Το ποσό που οι τράπεζες θα δανείσουν ισούται με κάποιο ποσοστό της παρούσας αξίας των διαθέσιμων ταμειακών ροών. Η' ισοδύναμα, η παρούσα αξία των ταμειακών ροών δεν θα πρέπει να είναι μικρότερη από έναν πολλαπλασιαστική του μέγιστου ποσού δανείου. Παραστατικά :

$$PV = \alpha * D^o,$$

όπου

PV : είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που μπορούν να διατεθούν για την εξυπηρέτηση του δανείου,

α : είναι ο στόχος για τον δείκτη κάλυψης (target cash flow coverage ratio)

D^o : είναι το μέγιστο ποσό του δανείου.

$$\text{Το μέγιστο ποσό του δανείου θα είναι: } D^o = PV / \alpha, \quad (1)$$

Η PV υπολογίζεται από τις προβλέψεις για τις ταμειακές ροές του έργου. Οι sponsors ζητούν πολλές φορές μια κατά προσέγγιση εκτίμηση για την δυνατότητα δανεισμού, πριν γίνουν οι αναλυτικές προβλέψεις. Αν οι sponsors μπορούν να εκτιμήσουν α) τα έσοδα και τα έξοδα κατά τον πρώτο χρόνο πλήρους λειτουργίας του έργου, β) τα ποσοστά με τα οποία θα αυξάνονται ετησίως τα έσοδα και τα έξοδα και για όσα χρόνια θα διαρκεί το δάνειο, μπορεί να χρησιμοποιηθεί το κατωτέρω μοντέλο για να εκτιμήσει την δυνατότητα δανεισμού.

Αν υποθέσουμε τα ακόλουθα σύμβολα:

R = έσοδα (ταμειακά) τον πρώτο χρόνο πλήρους λειτουργίας του έργου

E = έξοδα (ταμειακά) τον πρώτο χρόνο πλήρους λειτουργίας του έργου

C = μη ταμειακά έξοδα που εκπίπτουν για φορολογικούς σκοπούς κάθε χρόνο

T = φορολογικός συντελεστής

g_R = ετήσιο ποσοστό αύξησης των εσόδων (ταμειακών)

g_E = ετήσιο ποσοστό αύξησης των εξόδων (ταμειακών)

K = συνολικό κόστος κεφαλαίου

i = επιτόκιο δανεισμού

N = διάρκεια δανείου από την ημέρα ολοκλήρωσης του έργου

Αν το ποσό των εσόδων που πραγματοποιείται (ταμειακά) στον χρόνο t είναι:

$$R (1 + g_R)^{t-1}$$

Το ποσό των εξόδων που πραγματοποιείται (ταμειακά) στον χρόνο t είναι:

$$E (1 + g_E)^{t-1}$$

Το ποσό των μη ταμειακών εξόδων που εκπίπτουν για φορολογικούς σκοπούς κάθε χρόνο είναι C για κάθε χρόνο, τότε το ποσό των ταμειακών ροών που μπορούν να διατεθούν τον χρόνο t για την αποπληρωμή του δανείου είναι:

$$(1-T) [R (1 + g_R)^{t-1} - E (1 + g_E)^{t-1} - C] + C = (1-T) [R (1 + g_R)^{t-1} - E (1 + g_E)^{t-1}] + TC$$

Το σύνολο της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για την εξόφληση του δανείου, για τα N-χρόνια από την ολοκλήρωση του έργου μέχρι την τελευταία αποπληρωμή του δανείου, θα είναι:

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{(1-T) [R (1+g_R)^{t-1} - E (1+g_E)^{t-1}] + TC}{(1+i)^t} \quad (2)$$

Από τον τύπο (2) προκύπτει :

$$PV = \left\{ \frac{(1-T)R}{i - g_R} \right\} \left\{ 1 - \left(\frac{1+g_R}{1+i} \right)^N \right\} - \left\{ \frac{(1-T)E}{i - g_E} \right\} \left\{ 1 - \left(\frac{1+g_E}{1+i} \right)^N \right\} + \left(\frac{TC}{i} \right) \left\{ 1 - \left(\frac{1}{1+i} \right)^N \right\} \quad (3)$$

Αν στον τύπο (1) αντικαταστήσουμε το $-a-$, το οποίο καθορίζεται από τις τράπεζες και την παρούσα αξία $-PV-$ που θα υπολογίσουμε από τον ανωτέρω τύπο (3), θα λάβουμε το μέγιστο ποσό δανείου $-D^0-$ το οποίο μπορεί να δανειστεί το έργο.

Με τους ανωτέρω τύπους υπολογίζουμε το ποσό δανείου με βάση τα δεδομένα έσοδα R και τις λοιπές παραμέτρους.

Υπάρχουν περιπτώσεις που οι sponsors έχουν ένα στόχο ή επιθυμούν μια κεφαλαιακή διάρθρωση ενώ υπολογίζουν και το κόστος κεφαλαίου. Τα δυο αυτά στοιχεία μας δίνουν το επιθυμητό επίπεδο δανεισμού (D). Έχοντας το στοιχείο αυτό μπορούμε μέσω του τύπου (3) να καθορίσουμε πόσο θα πρέπει να είναι τα έσοδα τον πρώτο χρόνο (R) για να ισχύει ο τύπος: $PV = \alpha D$. Ο τύπος για τα έσοδα θα είναι:

$$R = \frac{\alpha D + \left\{ \frac{(1-T)E}{i - g_E} \right\} \left[1 - \left\{ \frac{(1+g_E)}{(1+i)} \right\}^N \right] - \left\{ \frac{TC}{i} \right\} \left[1 - \left\{ \frac{1}{(1+i)} \right\}^N \right]}{\left\{ \frac{(1-T)R}{i - g_R} \right\} \left[1 - \left\{ \frac{(1+g_R)}{(1+i)} \right\}^N \right]} \quad (4)$$

Ο τύπος (4) υποθέτει ότι είτε το δάνειο αναλαμβάνεται αμέσως πριν από την ολοκλήρωση του έργου (ή την στιγμή της ολοκλήρωσης, όταν γίνεται η αναχρηματοδότηση με την ολοκλήρωση του έργου) ή εφαρμόζεται κατά την στιγμή της ημερομηνίας ολοκλήρωσης του έργου χωρίς να σχετίζεται το πότε έγιναν οι αναλήψεις του δανείου.

B. Δυνατότητα δανεισμού με την υπόθεση των περιοδικών αναλήψεων δανείου

Υποθέτουμε ότι για διάστημα M ετών δεν έχουμε λειτουργικά έσοδα και έξοδα, από την στιγμή που γίνεται η αρχική ανάληψη του δανείου. Αυτή η συνθήκη μπορεί να συμβεί κατά την περίοδο κατασκευής όταν το έργο δεν παράγει έσοδα. Τότε θα έχουμε:

$$PV^0 = PV / (1+i)^M \quad (5)$$

Όπου PV προέρχεται από τον τύπο (3). Αν υποθέσουμε και πάλι ένα επίπεδο δείκτη κάλυψης α θα έχουμε:

$$PV^0 = \alpha D^0 \quad (6)$$

Από τους τύπους (5) και (6) προκύπτει ότι:

$$PV = (1+i)^M \alpha D^0 \quad (7)$$

Με δεδομένη την παρούσα αξία PV, ο χρόνος στον οποίο δεν υπάρχουν ροές μειώνει το ποσό του δανείου που μπορεί να δανειστεί το έργο, δεδομένου και του δείκτη -α-. Το μέγιστο ποσό δανείου την στιγμή της αρχικής ανάληψης του δανείου θα είναι:

$$D^0 = PV / \{ \alpha (1+i)^M \} \quad (8)$$

Μπορούμε και σε αυτήν την περίπτωση να υπολογίσουμε πόσο θα πρέπει να είναι το ποσό των εσόδων κατά το πρώτο στάδιο πλήρους λειτουργίας του έργου, προκειμένου οι ταμειακές ροές να καλύψουν το δάνειο. Θα αντικαταστήσουμε στον ανωτέρω τύπο (4) το $- \alpha D$ με το $-(1+i)^M \alpha D$.

Παράδειγμα υπολογισμού χρονικού διαστήματος M

Για το υπολογισμό του χρόνου στον οποίο δεν παράγονται έσοδα παραθέτουμε παράδειγμα για τον ενδεικτικό τρόπο υπολογισμού του.

Year	Χρόνος για ολοκλήρωση έργου (χρόνια)	Ποσό δανείου (€)	Ποσοστό δανείου (%)	Χρόνια ανάληψης δανείου (χρόνια)	M (χρόνια)
1	4,5	0			
2	3,5	0			
3	2,5	30	0,086*	2,5	0,215**
4	1,5	200	0,571	1,5	0,857
5	0,5	120	0,343	0,5	0,172
Σύνολο		350	1,00		1,244

Υποθέτουμε ότι D= €350 εκατ.

* : 30 / €350 εκατ. = 0,086

** : 0,086 * 2,5 = 0,215

2.1.4.Ετήσιοι δείκτες κάλυψης

Γενικά χρησιμοποιούνται τρεις χρηματοοικονομικοί δείκτες για να μετρήσουν την δυνατότητα του έργου να εξυπηρετήσει τον δανεισμό του σε κάθε περίοδο:

- Ο δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio)
- Ο δείκτης κάλυψης σταθερών εξόδων (fixed charge coverage)
- Ο δείκτης εξυπηρέτησης δανείου (debt service coverage)

Ο δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio) ισούται με:

$$\text{Interest coverage ratio} = \text{EBIT} / \text{Interest}$$

Δείχνει την δυνατότητα του έργου να καλύψει τους τόκους. Το EBIT στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι το διαθέσιμο ποσό για την κάλυψη των τόκων. Οι τόκοι στον παρονομαστή είναι το ποσό που θα πρέπει να πληρωθεί σε μετρητά.

Αν ο δείκτης είναι κάτω από τη μονάδα 1.00 στα πρώτα χρόνια λειτουργίας του έργου, αυτό σημαίνει ότι το έργο δεν ήταν ικανό να καλύψει το δάνειο που ανέλαβε από τα λειτουργικά κέρδη που έχει. Λόγω της αβεβαιότητας για τα μελλοντικά εισοδήματα και τις ροές, οι δανειστές θέτουν τον δείκτη κάπως μεγαλύτερο από το 1.00, για παράδειγμα 1.25.

Μπορεί στο έργο να υπάρχουν ενοίκια (rentals) τα οποία δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Θα πρέπει ο ανωτέρω δείκτης να προσαρμοστεί ανάλογα, καθώς αυτά περιέχουν κάποιο στοιχείο επιτοκίων. Συγκεκριμένα στις Η.Π.Α. η αντίστοιχη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) επιτρέπει τον χειρισμό του 1/3 των ενοικίων σαν να περιέχουν στοιχείο επιτοκίου (εκπίπτουν από τα κέρδη). Ετσι κατασκευάζεται ο δείκτης κάλυψης σταθερών εξόδων (fixed charge coverage) που είναι:

$$\text{Fixed charge coverage} = (\text{EBIT} + 1/3 \text{ rentals}) / (\text{Interest} + 1/3 \text{ rentals})$$

Η χρησιμότητά του είναι παρόμοια με αυτή του προηγούμενου δείκτη. Αν είναι κάτω από την μονάδα σημαίνει ότι το δάνειο είναι αρκετά υψηλό για το έργο. Ο δείκτης αυτός είναι πολύ σημαντικός όταν πρόκειται το έργο να ενοικιάσει ένα σημαντικό μέρος του εξοπλισμού του.

Αν σκεφτούμε ότι οι τόκοι εκπίπτουν από το εισόδημα ενώ οι δόσεις κεφαλαίου όχι θα πρέπει να προσαρμόσουμε τους ανωτέρω δείκτες σχετικά. Να συμπεριλάβουμε και τις δόσεις κεφαλαίου διαιρώντας με τον συντελεστή (1-tax rate). Εκτός από τις δόσεις του κεφαλαίου μπορούμε να θεωρήσουμε με αντίστοιχο τρόπο και τα 2/3 των ενοικίων που αναφέραμε ανωτέρω ως αποπληρωμές κεφαλαίων. Τέλος, οι αποσβέσεις των παγίων, που δεν είναι χρηματικές καταβολές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποπληρωμή του δανείου. Ετσι κατασκευάζουμε τον τρίτο δείκτη που είναι ο δείκτης εξυπηρέτησης δανείου (debt service coverage) :

$$\text{Debt service coverage} = \frac{\text{EBITDA} + \text{Rentals}}{\text{Interest} + \text{Rentals} + (\text{Principal repayments}/ 1\text{-tax rate})}$$

Ο δείκτης αυτός έχει την ίδια ερμηνεία με τους ανωτέρω δυο και είναι ο πιο αντιπροσωπευτικός της οικονομικής κατάστασης του έργου. Αν είναι κάτω από την μονάδα θα πρέπει να αναζητηθούν επιπλέον κεφάλαια στο έργο, είτε με καταβολές μετόχων είτε με δανειακά κεφάλαια, για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες ελλείψεις κεφαλαίων που θα έχει. Χρησιμοποιείται επίσης για τον σχεδιασμό της αποπληρωμής του δανείου.

2.2. ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Στο μέρος αυτό θα δούμε αναλυτικότερα από τι αποτελούνται οι ταμειακές ροές ενός έργου, για τις οποίες μερικώς αναφερθήκαμε ανωτέρω στην ανάλυση του υποδείγματος για την δυνατότητα δανεισμού. Επίσης θα δούμε τι μπορεί να αποτελέσει το επιτόκιο με το οποίο θα προεξοφληθούν στον χρόνο μηδέν. Από τα στοιχεία αυτά θα προκύψει μια πρώτη αξιολόγηση για την βιωσιμότητα και δυνατότητα ανάληψης του έργου.

Στα έργα συνήθως περιλαμβάνεται η αγορά παγίων για μακροχρόνια χρήση, όπως μηχανήματα, γη, εγκαταστάσεις. Οι sponsors του έργου θα πρέπει να εκτιμήσουν τις αναμενόμενες εισροές του έργου και να τις συγκρίνουν με το κόστος της αρχικής επένδυσής τους, ώστε να προκύψει αν θα πρέπει να γίνει η επένδυση σε αυτό.

Τα βήματα που θα ακολουθήσουν θα είναι – όπως και σε κάθε άλλη περίπτωση:

- εκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών (cash flows),
- εκτίμηση του κινδύνου της επένδυσης και καθορισμός ενός επιθυμητού επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών εισροών,
- υπολογισμός της παρούσας αξίας των ταμειακών εισροών,
- εκτίμηση κόστους έργου και σύγκριση με παρούσα αξία ταμειακών εισροών. Αν το έργο αξίζει περισσότερο από ότι κόστισε, τότε θα πρέπει να γίνει η επένδυση σε αυτό.

2.2.1. Εκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών εισροών (cash flows)

A. Παράγοντες που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές

Για τον υπολογισμό των ταμειακών εισροών τρεις παράγοντες λαμβάνονται υπόψη.

1. Τα κόστη και τα οφέλη από το έργο θα υπολογίζονται σε ταμειακή βάση (cash flows) και όχι ως καθαρά αποτελέσματα/κέρδη (earnings). Αυτό γιατί στα κέρδη περιλαμβάνονται και μη ταμειακά στοιχεία. Για τις υποχρεώσεις και την βιωσιμότητα της επιχείρησης απαιτούνται τα ταμειακά στοιχεία, η έλλειψη των οποίων μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα. Η χρονική στιγμή απόκτησης/διάθεσης της ταμειακής ροής έχει σημαντικό ρόλο στην αξία της, λόγω διαχρονικής αξίας χρήματος.

2. Οι ταμειακές ροές θα πρέπει να μετρηθούν ως στοιχεία που έρχονται να προσauξήσουν τις ροές του sponsor (incremental basis). Αποτελούν την διαφορά των ροών που θα έχει ο sponsor με το έργο και χωρίς αυτό. Αν μια ροή συμβεί είτε υπάρχει το έργο είτε όχι, αυτή δεν περιλαμβάνεται στην ανάλυση. Επίσης, κόστη τα οποία έχουν ήδη γίνει προκαταρκτικά στην επένδυση δεν περιλαμβάνονται (sunk costs). Μόνο οι μελλοντικές ροές περιλαμβάνονται.

3. Οι ταμειακές ροές θα πρέπει να μετρούνται μετά την φορολόγηση, καθώς αυτό είναι το ποσό που απομένει προς διάθεση.

Στην ανάλυση που θα κάνουμε υποθέτουμε ότι οι ροές συμβαίνουν χρονικά στο τέλος των περιόδων.

Β. Συνέπειες από την φορολογία στην ανάλυση των ταμειακών ροών

Πολύ σημαντική συνέπεια στην ανάλυση των ταμειακών ροών είναι πότε θα αναγνωριστεί κάποιο έσοδο ή έξοδο και θα εκπέσει φορολογικά.

Συμβαίνει ο χρόνος ταμειακής είσπραξης του εσόδου, για παράδειγμα, να είναι διαφορετικός από τον χρόνο φορολόγησής του. Έτσι, αν ληφθεί προκαταβολή για προϊόντα που θα παραδοθούν σε ένα χρόνο και ο φόρος πληρωθεί μελλοντικά, τότε το αποτέλεσμα από την πώληση θα είναι μεγαλύτερο, καθώς η παρούσα αξία του φόρου σήμερα θα είναι μικρότερη. Π.χ. αν ληφθεί προκαταβολή σήμερα π.χ. €1.000 για παράδοση σε ένα χρόνο, ο φόρος €180, πληρωθεί σε ένα χρόνο, το αποτέλεσμα από την πώληση (με επιτόκιο προεξόφλησης 3%) θα είναι: $1.000 - (180/1,03) = 826$, αντί $1.000 - 180 = 820$.

Παρόμοια, η παρούσα αξία των φόρων, από έξοδα, που θα σωθούν (υπερ του έργου) είναι μεγαλύτερη όσο συντομότερα πληρωθούν οι φόροι των εξόδων.

Σημαντικό ρόλο στην ανάλυση έχουν οι αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις αποτελούν το κόστος χρήσης ενός στοιχείου. Αν το στοιχείο κόστους δεν κεφαλαιοποιηθεί για να υπολογιστούν ετήσια οι αποσβέσεις αλλά το κόστος του εκπέσει μια φορά, κατά το έτος της απόκτησης, τότε ο χειρισμός αυτός επηρεάζει την ανάλυση των ταμειακών ροών. Γενικά συμφέρει την εταιρία το κόστος να εκπέσει κατά το έτος της απόκτησης παρά να πρέπει να το κεφαλαιοποιήσει και να το εκπέσει στις μελλοντικές χρήσεις.

Γ. Ταμειακές Ροές (Incremental cash flows)

Οι Ταμειακές Ροές μιας επένδυσης αποτελούνται από τέσσερις κατηγορίες:

1. αρχικό καθαρό κόστος επένδυσης (net initial investment outlay)
2. μελλοντικές καθαρές λειτουργικές ροές από την λειτουργία του παγίου
3. μη λειτουργικές εκροές για την υποστήριξη της λειτουργίας της αρχικής επένδυσης, όπως σημαντικές επισκευές,
4. καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία, μετά φόρων, που θα ληφθεί ή καταβληθεί κατά την παύση λειτουργίας του έργου.

Δεν περιλαμβάνονται στις ροές το κόστος χρηματοδότησης, το οποίο περιλαμβάνεται στο κόστος κεφαλαίου. Μόνο σημαντικά και εξαιρετικά κόστη χρηματοδότησης θα συμπεριληφθούν, αν συνδέονται με το έργο, στο αρχικό καθαρό κόστος επένδυσης. Αναλυτικά για τις ανωτέρω ροές παρουσιάζουμε κατωτέρω.

1. Αρχικό καθαρό κόστος επένδυσης (net initial investment outlay)

Το κόστος αυτό αποτελείται από τέσσερα συστατικά στοιχεία:

- Εξοδα (cash expenditures)
- Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης (working capital)
- Καθαρή εισροή από την πώληση του παλιού εξοπλισμού
- Φορολογικά οφέλη (investment tax credits)

Ως προς το πρώτο στοιχείο γνωρίζουμε ότι η παγιοποίηση εξόδων δεν επηρεάζει φορολογικά την εταιρία, ενώ αν το έξοδο εκπέσει ολόκληρο την στιγμή της δημιουργίας του έχει φορολογική επίδραση. Θα πρέπει να σημειώσουμε επίσης ότι στο αρχικό κόστος δεν περιλαμβάνονται κόστη που έγιναν και είτε το έργο προχωρήσει είτε όχι αυτά δεν μπορούν να επανακτηθούν (sunk costs). Τέτοια κόστη μπορεί να είναι η μελέτη βιωσιμότητας, η διαμόρφωση της γης κ.α. Έτσι το αρχικό κόστος της επένδυσης μπορεί να παρουσιαστεί ως εξής:

$$\text{cash expenditures} = -I_0 - E_0 + \tau E_0 = -I_0 - (1-\tau)E_0$$

Οπου:

I_0 : τα καθαρά έξοδα που κεφαλαιοποιήθηκαν

E_0 : τα καθαρά έξοδα που είχαν εκπέσει άμεσα

τ : ο φορολογικός συντελεστής

Με το πρόσημο (-) εννοούμε ταμειακές εκροές.

Για το δεύτερο στοιχείο αναφέρουμε ότι πρόκειται για τις μεταβολές που μπορεί να επέλθουν στο κεφάλαιο κίνησης λόγω αύξησης των αποθεμάτων, αύξησης των εισπρακτέων λογαριασμών – από αυξημένη παραγωγή και πωλήσεις. Αντίστροφα μπορεί να έχουμε μείωση των στοιχείων αυτών και απελευθέρωση κεφαλαίων.

Το τρίτο στοιχείο έχει ως συστατικά του το τίμημα της πώλησης και την φορολόγηση που θα γίνει από το κράτος πάνω στην διαφορά του τιμήματος και της αναπόσβεστης αξίας του παγίου κατά την στιγμή της πώλησης. Αναφερόμαστε δηλαδή στην φορολόγηση του κέρδους ή της ζημιάς που θα προκύψει από τη πώληση. Παραστατικά είναι:

$$\begin{aligned} \text{Καθαρή εισροή από την πώληση} \\ \text{του παλιού εξοπλισμού:} \end{aligned} = S_0 - \tau(S_0 - B_0) = S_0(1-\tau) + \tau B_0$$

Οπου:

S_0 : η καθαρή αξία πώλησης

B_0 : η αναπόσβεστη αξία του παγίου την στιγμή της πώλησης

τ : ο φορολογικός συντελεστής

Το τέταρτο στοιχείο αναφέρεται στα φορολογικά οφέλη που πιθανόν να προκύψουν από την αγορά κάποιου παγίου εξοπλισμού. Αν συμβολίσουμε τα οφέλη αυτά με $-I_c$ και την μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης ως ΔW τότε το Αρχικό κόστος επένδυσης (C_0) αποτελείται από:

$$C_0 = -I_0 - (1-\tau)E_0 - \Delta W + S_0(1-\tau) + \tau B_0 + I_c \quad (1)$$

2. Μελλοντικές καθαρές λειτουργικές ροές από την λειτουργία του παγίου (net operating cash flow)

Οι ροές επηρεάζονται από την μεταβολή των εσόδων και εξόδων σε κάθε περίοδο, από την έναρξη λειτουργίας του έργου. Τις μεταβολές αυτές τις συμβολίζουμε με ΔR και ΔE , αντίστοιχα. Από τις μεταβολές αυτές θα έχουμε και κάποια φορολογική επίπτωση. Η επίδραση της φορολογικής επίπτωσης δεν θα προέρχεται μόνο από τις μεταβολές των εσόδων και εξόδων αλλά και από τις πρόσθετες αποσβέσεις που θα υπάρξουν. Τελικά οι καθαρές λειτουργικές ροές μετά φόρων (CFAT) θα σχηματιστούν ως ακολούθως:

$$CFAT = \Delta R - \Delta E - \tau(\Delta R - \Delta E - \Delta D) = (1-\tau)(\Delta R - \Delta E) + \tau\Delta D \quad (2)$$

Με την απεικόνιση αυτή οι μελλοντικές ροές εμφανίζονται ως το αποτέλεσμα, μετά φόρων των μεταβολών των εσόδων και εξόδων, πλέον τα φορολογικά οφέλη (tax shields) από τις αποσβέσεις.

Επίσης μπορεί να παρουσιαστούν ως: $CFAT = (1-\tau)(\Delta R - \Delta E - \Delta D) + \Delta D$ ως το αποτέλεσμα μετά φόρων πλέον των αποσβέσεων. Εδώ βέβαια νοείται ότι το έργο εμφανίζεται ως αυτοχρηματοδοτούμενο και δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά κόστη (equity financed).

3. Μη λειτουργικές εκροές για την υποστήριξη της λειτουργίας της αρχικής επένδυσης

Οι εκροές αυτές θα μεταχειρίζονται ανάλογα με το αν θα κεφαλαιοποιηθούν ή όχι. Αν κεφαλαιοποιηθούν θα υπάρχει μια αρχική εκταμίευση και κατόπιν μια σειρά από αποσβέσεις. Αν εκπέσουν άμεσα στα αποτελέσματα θα πολλαπλασιάζονται με $(1-\tau)$ για να εμφανίζεται ορθά η επίδρασή τους στην ανάλυση των ταμειακών ροών. Ο χειρισμός τους δηλαδή είναι παρόμοιος με αυτόν για το αρχικό καθαρό κόστος επένδυσης.

4. Καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία μετά φόρων

Η καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία είναι οι μετά φόρων ταμειακές ροές από την παύση της λειτουργίας του έργου και αποτελείται από:

- το έσοδο από την πώληση των παγίων, συμβολικά (ως άνω): $S(1-\tau) + \tau B$
- έξοδα για αποσυναρμολόγηση, μεταφορά, εκκαθάριση χώρου (REX), που εκπίπτουν άμεσα, συμβολικά: $(1-\tau) REX$
- απελευθέρωση κεφαλαίου κινήσεως (ΔW), η οποία δεν έχει φορολογική επίπτωση

Επομένως, η καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία (net salvage value) είναι:

$$Net\ salvage\ value = S(1-\tau) + \tau B - (1-\tau) REX + \Delta W \quad (3)$$

Με τους ανωτέρω συλλογισμούς και τύπους θα δημιουργήσουμε τελικά την χρονική σειρά των ροών του έργου, από τον χρόνο μηδέν έως την στιγμή της παύσης λειτουργίας του.

2.2.2. Εκτίμηση του κινδύνου της επένδυσης και καθορισμός ενός επιθυμητού επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών εισροών.

Στην επόμενη φάση θα πρέπει να εκτιμήσουμε ποιο θα είναι το επιτόκιο που θα απαιτούν οι επενδυτές για να αποζημιωθούν για το ρίσκο που αναλαμβάνουν (hurdle rate). Το επιτόκιο αυτό μπορεί να είναι το κόστος ευκαιρίας ή η απόδοση που μπορούν να έχουν από παρόμοια επένδυση.

A. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Το ΜΣΚΚ μπορεί να χρησιμοποιηθεί για αυτό το σκοπό. Είναι το μέσο σταθμικό κόστος των συστατικών στοιχείων των διαφόρων χρηματοδοτήσεων με τα οποία θα ξεκινήσει το έργο. Οι διάφορες χρηματοδοτήσεις μπορεί να είναι π.χ.: 20% δάνεια, 80% κεφάλαιο ή 55% δάνειο, 45% κεφάλαιο κ.α. Το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση που ζητούν οι επενδυτές για να αναλάβουν το ρίσκο του έργου.

Η ανάλυσή μας θα περιοριστεί σε πακέτο χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια και δανεισμό. Το ΜΣΚΚ απεικονίζεται ως η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια, r_e , και στον δανεισμό r_d :

$$\text{ΜΣΚΚ} = (1-\theta) r_e + \theta(1-\tau) r_d \quad (4)$$

Οπου:

θ : το ποσοστό των δανείων σε σχέση με την συνολική αξία της επένδυσης.

τ : ο φορολογικός συντελεστής

Στον ανωτέρω τύπο το ΜΣΚΚ εκφράζεται ως μετά φόρων απόδοση. Αυτό ισχύει και για την απόδοση του κεφαλαίου, r_e , η οποία καταβάλλεται μετά τους φόρους. Η απόδοση στους δανειστές, r_d , είναι προ φόρων και πολλαπλασιάζεται με $(1-\tau)$ για να γίνει μετά φόρων.

A1. Κόστος δανεισμού- (r_d)

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού - r_d - χρησιμοποιούμε τον τύπο:

$$\text{NP} = C_1/(1+r_d) + C_2/(1+r_d)^2 + \dots + C_T/(1+r_d)^T \quad (5)$$

Και λύνουμε ως προς r_d .

Οπου:

NP= Καθαρές καταβολές (gross proceeds – flotation expenses=net proceeds)

C_i = η προ φόρων εξυπηρέτηση του δανείου στην περίοδο i

Για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού μετά φόρων στον ανω τύπο(5) χρησιμοποιούνται τα ποσά από τις υποχρεώσεις του δανεισμού μετά φόρων. Η αντικαθιστούμε στον ανωτέρω τύπο το επιτόκιο r_d με το $(1-\tau) r_d$.

Διαφορά από το πραγματικό κόστος δανεισμού μπορεί να προκύψει, για παράδειγμα, αν η εταιρία τα πρώτα χρόνια λειτουργίας της, κατασκευής του έργου, δεν έχει έσοδα από τα οποία να αφαιρέσει, για φορολογικούς σκοπούς, το κόστος δανεισμού.

A2. Κόστος ιδίων κεφαλαίων (r_e)

Στην περίπτωση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, που δεν έχουμε σταθερές ροές όπως στο κόστος δανεισμού, χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα CAPM.

Το υπόδειγμα δείχνει την απόδοση που ζητάει ο μέτοχος σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει:

Απαιτούμενη Απόδοση=

Risk free + Beta * (Expected return on market portfolio - Risk free)

Σημαντική παρατήρηση στον δανεισμό με project financing είναι ότι καθώς θα περιοριστεί η ευθύνη της εταιρίας (sponsor) από το δανεισμό, το κόστος κεφαλαίου του έργου θα αντικατοπτρίζει τελικά την κεφαλαιακή διάρθρωση του έργου.

B. Πότε χρησιμοποιείται το ΜΣΚΚ ως κόστος κεφαλαίου

Για την χρήση του ΜΣΚΚ ως κόστος κεφαλαίου ή θα πρέπει να γίνει εκτίμηση κάποιου άλλου επιτοκίου χρησιμοποιούνται οι εξής δυο προσεγγίσεις. Στην πρώτη υποθέτουμε ότι το έργο έχει τον ίδιο λειτουργικό κίνδυνο (operating risk) και την ίδια κεφαλαιακή διάρθρωση με του sponsor. Η δεύτερη ότι διαφέρει είτε ο λειτουργικός κίνδυνος είτε η κεφαλαιακή διάρθρωση (ή και τα δυο).

B1. Χρήση το ΜΣΚΚ του sponsor

Εστω ένα έργο που έχει μέσο κίνδυνο σε σχέση με τον κίνδυνο των άλλων έργων του sponsor και το ίδιο ποσοστό δανεισμού με τον sponsor. Με αυτά τα δεδομένα το έργο θα έχει τον ίδιο λειτουργικό κίνδυνο και κεφαλαιακή διάρθρωση (άρα και χρηματοοικονομικό κίνδυνο) με τον sponsor. Τότε θα είναι δυνατό να χρησιμοποιηθεί το ΜΣΚΚ του σπόνσορ.

B2. Μη χρήση το ΜΣΚΚ του sponsor

Αν το έργο είχε για παράδειγμα διαφορετικό επίπεδο δανεισμού και τεχνολογίας παραγωγής το ΜΣΚΚ του sponsor δεν θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί γιατί: α) ο λειτουργικός κίνδυνος θα ήταν διαφορετικός από του sponsor, β) το έργο θα έχει διαφορετική μόχλευση και διαφορετικό χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να κάνουμε κάποιους υπολογισμούς για να εκτιμήσουμε ένα επίπεδο για το beta του έργου. Στην συνέχεια θα το χρησιμοποιήσουμε για να υπολογίσουμε την απαιτούμενη απόδοση των μετόχων - r_e - και τελικά για να εκτιμήσουμε το ΜΣΚΚ του έργου.

Για να βρούμε το beta, όταν δεν χρησιμοποιούμε το beta του σπόνσορ, θα πρέπει να κάνουμε τα ακόλουθα βήματα.

1. Υπολογίζουμε το beta μετοχών εταιριών με την ίδια δραστηριότητα. Αυτές οι εταιρίες θα πρέπει να έχουν τον ίδιο λειτουργικό κίνδυνο με το έργο μας.
2. Επειδή το beta που θα βρούμε θα περιλαμβάνει και το δανεισμό της κάθε εταιρίας που είναι διαφορετικός, υπολογίζουμε το κάθε beta χωρίς δανεισμό ως ακολούθως:

$$\beta_u = (1-\theta)\beta_L$$

όπου:

β_u : είναι το beta unleveraged, το οποίο περιλαμβάνει μόνο τον λειτουργικό κίνδυνο της εταιρίας,

θ : είναι το ποσοστό δανεισμού

β_L : το beta με δανεισμό.

3. Ο μέσος όρος των beta χωρίς δανεισμό μπορεί να αποτελέσει ένα κατά προσέγγιση beta για το έργο.

4. Για να βρούμε το beta με δανεισμό του έργου θα κάνουμε την πράξη:

$$\beta_L = \beta_u / (1-\theta)$$

όπου:

β_u : είναι ο μέσος όρος των beta χωρίς δάνειο που βρήκαμε ανωτέρω

θ : είναι το ποσοστό δανεισμού του συγκεκριμένου έργου

Όταν υπολογίσουμε το beta του έργου, υπολογίζουμε κατόπιν την απαιτούμενη απόδοση των μετόχων r_e , και κατόπιν το ΜΣΚΚ.

Προσοχή θα πρέπει να δοθεί στο ανωτέρω δείγμα εταιριών που λήφθηκε για το υπολογισμό του beta. Θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν εταιρίες με παρόμοια μέθοδο τεχνολογίας και παραγωγής, για να μην υπάρχει διαφορά στον λειτουργικό κίνδυνο των εταιριών αυτών με του έργου.

2.2.3. Υπολογισμός της παρούσας αξίας των ταμειακών εισροών.

Από τα όσα έχουμε αναφέρει έως τώρα μπορούμε να υπολογίσουμε την Καθαρή Παρούσα Αξία του έργου (Net Present Value).

Για να εκτιμήσουμε την ΚΠΑ θα λάβουμε όλες τις μετά φόρων εισροές του έργου, τα κόστη και τα έσοδα του στον χρόνο μηδέν και τα μελλοντικά:

$$NPV = CF_0 + CF_1/(1+r) + CF_2/(1+r)^2 + \dots + CF_n/(1+r)^n$$

Αν η ΚΠΑ του έργου είναι θετική θα πρέπει να αναληφθεί το έργο.

Εχουμε αναλυτικά αναφέρει ποιες θα είναι οι ταμειακές ροές του έργου, ενώ ως επιτόκιο προεξόφλησης r θα χρησιμοποιήσουμε το υπολογιζόμενο ΜΣΚΚ του έργου, το οποίο έχουμε ήδη περιγράψει.

2.2.4. Εκτίμηση κόστους έργου και σύγκριση με παρούσα αξία ταμειακών εισροών.

Για την ανάλυση αυτή χρησιμοποιείται ο Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης (ΕΣΑ)- (Internal Rate of Return).

Στην ανάλυση αυτή υπολογίζεται ο ΕΣΑ και συγκρίνεται με το κόστος κεφαλαίου του έργου. Αν τα δυο ποσοστά είναι ίδια τότε η ΚΠΑ του έργου είναι μηδέν. Αυτό βέβαια συμβαίνει σπάνια.

Για να υπολογίσουμε τον ΕΣΑ θα βρούμε ποιο ποσοστό μας προεξοφλεί τις ταμειακές ροές του έργου, ώστε τελικά να έχουμε ΚΠΑ ίση με μηδέν:

$$0 = CF_0 + \sum_{t=1}^n CF_t / (1 + \text{ΕΣΑ})^t$$

Αν ο ΕΣΑ είναι μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου θα πρέπει να γίνει ανάληψη του έργου.

A. Σύγκριση ΕΣΑ και ΚΠΑ

Το αποτέλεσμα που προκύπτει από τις δυο μεθόδους ανάλυσης μπορεί να συμφωνεί αλλά μπορεί και να διαφέρει.

Συμφωνεί όταν το έργο είναι ανεξάρτητο και συμβατικό (conventional).

Ανεξάρτητο είναι ένα έργο όταν μπορεί να επιλεγεί ανεξάρτητα από άλλα έργα, δεν προϋποθέτει ή εμποδίζει την ανάπτυξη άλλων έργων. Αν προϋποθέτει άλλες επενδύσεις θα πρέπει να ενταχθεί μαζί με αυτές.

Συμβατικό είναι ένα έργο το οποίο έχει αρχικά κάποια ταμειακή εκροή και ακολούθως μια σειρά από μελλοντικές ροές οι οποίες είναι θετικές.

Μπορεί να κατασκευαστεί γράφημα το οποίο στο κάθετο άξονα να έχει την ΚΠΑ και στον οριζόντιο το επιτόκιο και να εμφανίζει, με την καμπύλη συνδυασμού αυτών των στοιχείων, σε ποια σημεία το έργο έχει ΚΠΑ θετική και σε ποια αρνητική. Το σημείο που η καμπύλη θα τέμνει τον οριζόντιο άξονα θα είναι ο ΕΣΑ. Με την καμπύλη αυτή οι μέτοχοι θα διαπιστώνουν με ποια επιτόκια (κόστη κεφαλαίου) το έργο θα έχει θετική αξία γι' αυτούς.

B. Χρήση ΕΣΑ και ΚΠΑ σε αμοιβαίως αποκλειόμενα έργα

Υπάρχουν περιπτώσεις όπου η ανάληψη ενός έργου αποτρέπει την ανάληψη ενός άλλου. Τότε μιλάμε για αμοιβαίως αποκλειόμενα έργα. Για παράδειγμα ένα έργο μπορεί να κατασκευαστεί σε τρεις διαφορετικές τοποθεσίες και τέσσερις διαφορετικούς σχεδιασμούς. Το εργοστάσιο θα έχει όμως ένα χαρακτηριστικό. Στις περιπτώσεις αυτές ο ΕΣΑ και η ΚΠΑ μπορεί να δίνουν διαφορετικό αποτέλεσμα εξαιτίας των διαφορών στο μέγεθος των εναλλακτικών έργων και στις χρονικές στιγμές που θα γίνονται οι ταμειακές ροές.

Λόγω μεγέθους συνήθως συμβαίνει σε μικρά έργα να έχουν μεγάλο ΕΣΑ και μικρότερη ΚΠΑ, από ότι τα μεγαλύτερα έργα. Αν π.χ. υπάρχει ένα έργο με ΕΣΑ 30% και ΚΠΑ 100 ν.μ., και ένα άλλο έργο με ΕΣΑ 20% και ΚΠΑ 200 ν.μ., τότε η καλύτερη επιλογή θα είναι να αναληφθεί το έργο με την μεγαλύτερη ΚΠΑ, γιατί αυτό θα προσθέσει και τον μεγαλύτερο πλούτο.

Περιπτώσεις εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών που έχουν διαφορετικές, χρονικά και ποσοτικά ταμειακές ροές, μπορεί να δίνουν αποτελέσματα όπως: η Α να έχει μεγαλύτερο ΕΣΑ και μικρότερη ΚΠΑ από την Β. Οπότε τα κριτήρια της ΚΠΑ και του ΕΣΑ να δίνουν διαφορετικές απαντήσεις στην επιλογή του έργου που θα υιοθετηθεί. Ο λόγος είναι η υπόθεση της επενδύσης των ροών. Η μέθοδος του ΕΣΑ υποθέτει ότι οι μελλοντικές ροές θα κερδίζουν τον ΕΣΑ, ενώ η ΚΠΑ ότι θα κερδίζουν το κόστος κεφαλαίου.

Μπορούμε να φτιάξουμε και πάλι ένα γράφημα ως άνω και να βάλουμε τα στοιχεία των ροών για τα δυο έργα. Θα διαπιστώσουμε ότι το έργο με τις μεγαλύτερες εισροές στο μέλλον θα έχει και πιο κάθετη καμπύλη, καθώς θα είναι πιο ευαίσθητο στα αυξανόμενα επιτόκια προεξόφλησης.

Αν έχουμε τελικά υπολογίσει το κόστος κεφαλαίου ορθά, διαχρονικά θα αποδειχθεί ότι θα είναι και η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Η επένδυση θα αποφέρει το κόστος κεφαλαίου και όχι την κάποια επιπλέον απόδοση (που δίνει θετική ΚΠΑ). Η υπόθεση της ΚΠΑ ότι το κόστος κεφαλαίου είναι και το επιτόκιο επανεπένδυσης είναι καλύτερη επιλογή. Το κριτήριο της ΚΠΑ θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί και σε αυτήν την περίπτωση για την λήψη της ορθής απόφασης.

2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Για να αναλύσουμε και παρουσιάσουμε τι περιλαμβάνει και πως χρησιμοποιείται ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο θα πρέπει να γίνει χρήση παραδειγμάτων και περιπτώσεων εφαρμογών των στοιχείων που συνθέτουν τα οικονομικά στοιχεία ενός έργου. Στο μέρος αυτό της εργασίας θα περιοριστούμε σε κάποιες παρατηρήσεις πάνω στα οικονομικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν στο χρηματοοικονομικό μοντέλο.

Το Χρηματοοικονομικό Μοντέλο (Financial Modeling) είναι σημαντικό καθώς θα πρέπει να γίνει εκτίμηση της εξόφλησης των δανείων της εταιρίας, αλλά και της απόδοσης των μετόχων, στην ζωή του έργου. Ο σχεδιασμός θα γίνει με μοντέλα που δείχνουν τις ταμειακές ροές (cash flows) του έργου.

Μέσα από το χρηματοοικονομικό μοντέλο θα απεικονίζεται και η αποδοτικότητα της κάθε ομάδας επενδυτών. Στην αποδοτικότητα που ζητάει από το έργο η κάθε ομάδα επενδυτών παρατηρούμε ότι οι επενδυτές κεφαλαίου θα απαιτήσουν μεγαλύτερη απόδοση από τους δανειστές, ενώ οι ενεργοί (active) επενδυτές κεφαλαίου μεγαλύτερη απόδοση από τους παθητικούς (passive) επενδυτές κεφαλαίου.

Πρώτο βήμα, στην προετοιμασία το πλάνου, θα είναι οι καταστάσεις των ταμειακών ροών από τις οποίες θα φανερώνεται η βιωσιμότητα του έργου. Η βιωσιμότητα του έργου θα εξαρτηθεί από το ύψος των εισροών σε σχέση με τις εκροές. Ο χρόνος στον οποίο θα ληφθούν ή καταβληθούν παίζει ρόλο. Συνήθως επίσης οι εκροές είναι πιο εύκολο να προβλεφθούν από τις εισροές, καθώς συνήθως προκύπτουν στα πρώτα χρόνια του έργου. Όσο πιο μελλοντικά συμβαίνουν εισροές τόσο πιο δύσκολο είναι να προβλεφθούν.

Δεύτερο βήμα θα είναι η εκτίμηση του συνολικού κόστους του έργου, το οποίο θα αποτελείται από: α) τα άμεσα κόστη, όπως εργατικά, υλικά, μηχανολογικά έξοδα, β) τα έμμεσα κόστη, όπως κόστη που σχετίζονται με την χρηματοδότηση (τόκοι, αμοιβές) και κόστη εγγυήσεων. Τα κόστη αυτά είναι ποσοστά επί των δανείων ή εγγυήσεων που λαμβάνονται.

Τρίτο βήμα είναι το ύψος του δανείου. Προσοχή θα πρέπει να δοθεί στο ύψος αυτού (στην κατασκευαστική περίοδο), ώστε να είναι επαρκές στις διακυμάνσεις του κόστους που μπορεί να συμβούν, αλλά να μην γίνει και υπερεκτίμηση του απαιτούμενου ύψους του.

Στο ύψος του δανείου που θα ληφθεί/ δεσμευθεί περιλαμβάνεται συνήθως το κόστος κατασκευής, οι τόκοι που θα καταβληθούν κατά την περίοδο της κατασκευής, το κόστος δέσμευσης του δανείου (για το ποσό που δεν χρησιμοποιείται-commitment fees), το κόστος διακανονισμού του δανείου και κάποια κόστη που έγιναν πριν την έναρξη κατασκευής. Το σύνολο αυτό θα πρέπει να υπολείπεται του δανείου για να καλύψει υπερβάσεις κόστους και αύξηση επιτοκίων (λόγω κυμαινόμενου επιτοκίου). Ως προς τους τόκους που θα πληρωθούν κατά την κατασκευαστική περίοδο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι μπορεί να υπάρχει περίοδος χάριτος, αλλά συνήθως είναι μικρότερη της κατασκευαστικής περιόδου.

Το ύψος του δανείου που θα χρησιμοποιηθεί θα καθορίσει και το ύψος του δανείου που θα ληφθεί για μόνιμη χρηματοδότηση, με την έναρξη λειτουργίας του έργου.

Όσο μεγαλύτερα θα μπορούν να είναι τα λειτουργικά κέρδη της εταιρίας από εξασφαλισμένες με συμβόλαια πωλήσεις, τόσο μεγαλύτερο θα μπορεί να είναι το ύψος του δανεισμού που μπορεί να έχει το έργο.

Με τα ως τώρα στοιχεία μπορούμε να φτιάξουμε το μέρος του πλάνου στο οποίο θα εμφανίζεται το κόστος του έργου, το κόστος κεφαλαίου και το πρόγραμμα αποπληρωμής του δανείου.

Επόμενο βήμα είναι, με βάση τις συμβάσεις μεταξύ των επενδυτών, για συμμετοχή στο έργο και την συνολική κεφαλαιοποίηση που απαιτείται θα γίνει το σχέδιο της κεφαλαιακής διάρθρωσης του έργου.

Στηριζόμενοι στα συμβόλαια πωλήσεων και κόστους μπορούμε να δημιουργήσουμε μια κατάσταση με τις λειτουργικές ταμειακές ροές, με διάρκεια ανάλογη των συμβολαίων που έχουμε. Για τις ετήσιες αναπροσαρμογές των ποσών θα στηριχτούμε στις προβλέψεις των συμβολαίων αλλά και σε στοιχεία από εξωτερικές πηγές, όπως την εκτίμηση του πληθωρισμού, για την αύξηση συγκεκριμένων εξόδων. Γενικά θα χρησιμοποιήσουμε μια σειρά από προβλέψεις οι οποίες θα αναφέρονται αναλυτικά και θα στηρίζονται σε λογικές παραδοχές. Επίσης θα υποθέσουμε ένα συντελεστή λειτουργίας της μονάδας λογικό, ο οποίος θα στηρίζεται στον σχεδιασμό της παραγωγικής μονάδας.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση, τα λειτουργικά αποτελέσματα και οι συμφωνίες μεταξύ των μετόχων και δανειστών θα καθορίσουν πως θα διανεμηθούν τα αποτελέσματα του έργου μεταξύ τους. Η συμφωνία μπορεί να προβλέπει την διανομή ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο. Αυτό συνήθως είναι σπάνιο. Μπορεί ωστόσο να προβλέπει να αποπληρωθούν οι περιορισμένης ευθύνης μέτοχοι (limited partners) προνομιακά στα πρώτα έτη λειτουργίας, να λάβουν πίσω το κεφάλαιό τους και κατόπιν να μοιράζονται με βάση την αναλογία συμμετοχής τους τα αποτελέσματα και τις υποχρεώσεις από την λειτουργία του έργου. Τα στοιχεία αυτά θα χρησιμοποιηθούν επίσης για την απεικόνιση της αποδοτικότητας της κάθε ομάδας επενδυτών.

Στηριζόμενοι στην αρχική οικονομική κατάσταση του έργου μπορούμε να συντάξουμε τις Οικονομικές Καταστάσεις αυτού (Ισολογισμός, Κατάσταση Αποτελεσμάτων και Πίνακας Ταμειακών Ροών). Με βάση τις ετήσιες ταμειακές ροές που προετοιμάσαμε, στις οποίες καθορίζονται τα κέρδη, η διανομή τους, τα ταμειακά διαθέσιμα, θα συντάξουμε τις Οικονομικές Καταστάσεις για την ζωή του έργου.

Ένα μέρος επίσης του χρηματοοικονομικού πλάνου θα πρέπει να αποτελέσει ο πίνακας αποπληρωμής του δανείου με βάση τα λειτουργικά κέρδη (EBIT- EBITDA) και κατά πόσο θα ικανοποιήσει τους δείκτες κάλυψης που επιβλήθηκαν από τις τράπεζες και έχουμε ήδη αναφέρει.

Στο πλάνο θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ο κίνδυνος επιτοκίου και οι τρόποι αντιμετώπισής του. Αν πρόκειται να χρησιμοποιηθούν κάποια εργαλεία θα πρέπει να γίνουν εναλλακτικά σχέδια αποπληρωμής του δανείου.

Μέτρηση αναμενόμενης αποδοτικότητας ομάδων επενδύτων

Με τις ταμειακές ροές που έχουμε υπολογίσει, το πίνακα αποπληρωμής του δανείου και την συμμετοχή της κάθε ομάδας επενδύτων στο μετοχικό κεφάλαιο και στα αποτελέσματα, υπολογίζουμε τις αναμενόμενες αποδόσεις τους.

Για κάθε ομάδα επενδύτων φτιάχνουμε μια κατάσταση στην οποία απεικονίζονται τα λειτουργικά αποτελέσματα του έργου (κοινά για όλες τις ομάδες) και με βάση τις μεταξύ τους συμφωνίες ποια θα είναι η αναλογία τους, σε κάθε έτος, στα αποτελέσματα αυτά.

Με την μέθοδο της ΚΠΑ και για διάφορα επίπεδα επιτοκίων υπολογίζουμε ποια θα είναι η απόδοση για την κάθε ομάδα επενδύτων. Υπολογίζουμε επίσης τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης και την περίοδο αποπληρωμής της επένδυσής τους (payback period). Μπορούμε επίσης να υποθέσουμε διαφορετικούς χρόνους καταβολής των επενδυμένων κεφαλαίων, ο οποίος θα επηρεάσει την αποδοτικότητα.

Τέλος χρησιμοποιούμε την τεχνική της ανάλυσης ευαισθησίας για τις παραμέτρους του έργου που δεν είναι σταθερές, έχουν τον κίνδυνο της μεταβλητότητας και μπορούν να επηρεάσουν την αποδοτικότητα της επένδυσης. Τέτοιες μεταβλητές είναι το επιτόκιο δανεισμού, αν αυτό δεν έχει καλυφθεί με κάποια τεχνική αντιστάθμισης, η υπολειμματική αξία του έργου, κάποια άμεσα έξοδα παραγωγής. Με την ανάλυση ευαισθησίας διαπιστώνουμε πόσο μπορεί να μεταβληθεί η κάθε παράμετρος που εξετάζουμε ώστε η αποδοτικότητα του έργου να είναι θετική και ελκυστική για τον επενδυτή.

2.4. Ο ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΟΥ ΕΡΓΟΥ

Για τις υπηρεσίες ενός Χρηματοοικονομικού Συμβούλου σε ένα έργο με project finance και τι συμβαίνει στην Ελλάδα, συζητήσαμε με τον κ. Γεώργιο Σμυρνιούδη, Principal (διευθυντή), του τμήματος Corporate Finance της εταιρίας Ernst and Young Finance A.E.

Για τα κυριότερα κριτήρια επιλογής ενός συμβούλου μας πληροφόρησε ότι σημαντικό ρόλο κατέχουν η:

- διεθνής εμπειρία σε αντίστοιχα έργα,
- δυνατότητα κινητοποίησης κεφαλαίων,
- ικανότητα και η εξειδίκευση του προσωπικού και ο βαθμός απασχόλησης του στο συγκεκριμένο έργο,
- οικονομική προσφορά.

Στην ερώτησή μας για άλλα χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την επιλογή του Συμβούλου, μας είπε ότι η γενική φήμη και το όνομα έχουν σημασία, ιδιαίτερα όταν συνδέονται με συγκεκριμένη εμπειρία στο χώρο. Πρόσθεσε επίσης ότι η τεχνογνωσία και η εξειδίκευση είναι που κανονικά επιτρέπουν σε ένα σύμβουλο να έχει εκτελέσει αντίστοιχα έργα με επιτυχία και άρα να διαθέτει καλή φήμη. Πρόσθεσε ότι οι σχέσεις με χρηματοδοτικούς μηχανισμούς και προμηθευτές (π.χ. κατασκευαστικές εταιρίες) είναι ιδιαίτερα σημαντικές στην προσπάθεια προσέλκυσης επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Στο ερώτημα για τα κυριότερα καθήκοντα-εργασίες ενός συμβούλου ανέφερε συνοπτικά την:

- καταγραφή και κατανόηση – αξιολόγηση των χαρακτηριστικών ενός έργου,
- διατύπωση προτάσεων επί εναλλακτικών επιλογών όπως: δανεισμού, δομής παραχώρησης (B.O.T, B.T.O. άλλες), procurement strategies έως και το επίπεδο της επιδότησης,
- διάρθρωση λειτουργικού – χρηματοδοτικού – συμβατικού σχήματος,
- προσέλκυση επενδυτικού ενδιαφέροντος,
- διοργάνωση διαγωνισμών,
- αξιολόγηση και παροχή συμβουλών στην προεπιλογή και την επιλογή αναδόχων.

Ως προς το σημείο της εξέλιξης του έργου στο οποίο ξεκινάει η συνδρομή του αλλά και που τελειώνει μας είπε ότι αυτό εξαρτάται από το πώς έχει επιλεγεί να πραγματοποιηθεί το έργο. Σε κάποια έργα υπάρχουν σύμβουλοι μόνο για την εξεύρεση φορέα λειτουργίας με παραχώρηση (π.χ. το Τραμ), σε άλλα παρεμβαίνουν σύμβουλοι και για την επιλογή των κατασκευαστών που στη συνέχεια θα αναλάβουν και τη λειτουργία (π.χ. το Αεροδρόμιο Σπάτων). Πρόσθεσε επίσης, ότι ακόμα και για την επιλογή συμβούλων, γίνονται διαγωνισμοί τους οποίους διοργανώνουν άλλοι σύμβουλοι (π.χ. Τραμ, ΚΕΔ).

Τα δε στάδια στα οποία μπορεί να χωρίζεται συνήθως η εργασία ενός Συμβούλου είναι η :

- καταγραφή της τρέχουσας κατάστασης,
- αξιολόγηση εναλλακτικών επιλογών,
- δόμηση Παραχώρησης,
- διενέργεια Διαγωνισμού,
- αξιολόγηση και υποστήριξη στην Κατακύρωση.

Για την ιστορία του Συμβούλου στην χώρα μας, μας είπε ότι δεν μπορεί εύκολα να τοποθετήσει κάποιος την έναρξη με ακρίβεια, αλλά θα έλεγε ότι σε συστηματική βάση και με τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται και σήμερα, οι υπηρεσίες συμβούλων για τέτοια έργα πρέπει να υπάρχουν μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και πιο κοντά στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Ως προς τις εταιρίες που παρέχουν τις υπηρεσίες του συμβούλου, μας είπε ότι είναι εταιρίες συνήθως διεθνείς ή τοπικές με διεθνείς διασυνδέσεις. Πολλές μεγάλες διεθνείς επενδυτικές τράπεζες (π.χ. UBS, Bank of America, JP Morgan, Bank of Tokyo – Mitsubishi) δραστηριοποιούνται στο χώρο μέσω ειδικών τμημάτων τους και σε συνεργασία με Ελληνικές τράπεζες. Τις ίδιες υπηρεσίες σε ανεξάρτητα σχήματα ή σε συνεργασία με τράπεζες μπορούν να προσφέρουν και οι Big 4 (Ernst & Young, Pricewaterhousecoopers, KPMG, Deloitte and Touche).

Για την ανάπτυξη της υπηρεσίας του Συμβούλου ως αγορά, μας πληροφόρησε ότι η αγορά του συμβούλου βρίσκεται μάλλον σε πρώιμο στάδιο με τάσεις ανάπτυξης. Έχουν γίνει λίγα έργα μεγάλης κλίμακας στην Ελλάδα. Μπορούν να γίνουν πολλά μικρότερης κλίμακας και πως υπάρχει και η αναπτυσσόμενη αγορά των Βαλκανίων.

Για τις προβλέψεις νέων έργων στην περιοχή της Ελλάδας μας πληροφόρησε ότι το σημαντικότερο έργο που αναμένεται να ξεκινήσει είναι η μεταστέγαση των κεντρικών και περιφερειακών υπηρεσιών του Ελληνικού Δημοσίου (Κτηματική Εταιρία του Δημοσίου-ΚΕΔ). Επίσης με την απελευθέρωση των αγορών ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου αναμένεται ότι και σε αυτούς τους χώρους θα υπάρξει ζήτηση. Τέλος, μεγάλα οδικά έργα είναι σε στάδιο προκήρυξης ή προεπιλογής.

Για τις δυσκολίες των καθηκόντων στην περιοχή μας, μας απάντησε ότι προφανώς η περιοχή των Βαλκανίων παρουσιάζει μεγαλύτερες δυσκολίες. Συμβαίνει καθώς δεν υπάρχει εμπειρία των συμβούλων σε σχετικά έργα που να έγιναν στο παρελθόν και η εικόνα των best practices. Η συμμετοχή συμβούλων από το εξωτερικό δεν παρέχει σημαντική πρόσθετη ωφέλεια. Επίσης άλλα μέρη, όπως οι τράπεζες, είναι δύσκολο να αποδεχθούν και συμμετάσχουν σε σχετικά έργα. Γενικότερα θα λέγαμε ότι οι διαδικασίες που απαιτούνται υλοποιούνται με αργότερους ρυθμούς. Πρόσθεσε επιπλέον ότι ο τρόπος εργασίας είναι κατά βάση ο ίδιος, καθώς η δουλειά από μόνη της έχει διεθνή χαρακτήρα.

Για τα συνήθη προβλήματα στην εργασία του και αν υπάρχει δέσμευση για την δανειοδότηση του έργου από την πλευρά του συμβούλου, για όλο ή για μέρος του δανείου που θα χρειασθεί, μας απάντησε:

“Ο Σύμβουλος κανονικά δεν έχει ευθύνη να χρηματοδοτήσει κάποιο έργο. Αν δεν βρεθεί επενδυτής, τότε δεν θα εισπράξει αμοιβή επιτυχίας. Αν βέβαια αποδειχθεί ότι δεν έχει εκτελέσει σωστά τις εργασίες του και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αποτυχία του έργου, τότε μπορεί να ζητηθούν μεγαλύτερες ευθύνες. Όμως πρέπει να πούμε ότι δεν έχουν όλα τα έργα απαραίτητα το συστατικό της εύρεσης χρηματοδότησης. Υπάρχουν και έργα που αφορούν μόνο στην προετοιμασία επιχειρησιακών σχεδίων, διαγωνισμών και στην απλή υποστήριξη της εξασφάλισης χρηματοδότησης.”

Για την χρήση εξειδικευμένων εργαλείων και γνώσεων που χρησιμοποιούνται για την εργασία του, μας είπε ότι χρησιμοποιούνται εργαλεία χρηματοοικονομικής ανάλυσης, γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής αλλά και εξειδικευμένες γνώσεις τεχνικών (π.χ. συγκοινωνιολόγων για ένα έργο σαν το Τραμ ή εκτιμητών ακινήτων για ένα έργο σαν αυτό της ΚΕΔ) και βεβαίως νομικών.

Σύνηθες εργαλείο για τον χρονικό προσδιορισμό των εκροών κατά το στάδιο της κατασκευής είναι το μοντέλο s-curve. Στο μοντέλο αυτό καταχωρούνται στοιχεία όπως το υπολογιζόμενο κόστος του έργου, ο χρόνος της κατασκευαστικής περιόδου, το είδος του έργου. Υπολογίζει με μαθηματικούς τύπους και παρουσιάζει σε γράφημα το οποίο έχει την μορφή –s- ποιες θα είναι οι εκροές κατά την διάρκεια της κατασκευής. Τα ποσοστά που δείχνει είναι σε σωρευτικά. Για παράδειγμα τους πρώτους τρεις μήνες 10%, το επόμενο τρίμηνο 15%, σωρευτικά 25%. Σημαντικό είναι το είδος του έργου. Το εργαλείο αυτό είναι γνωστό στην αγορά και ζητούν να γίνεται χρήση του οι τράπεζες που θα δανειοδοτηθεί το έργο.

Ως προς το ύψος την αμοιβής και από τι εξαρτάται, μας είπε, ότι συνήθως η αμοιβή αποτελείται από ένα σχετικά μικρό ποσό κατ'αποκοπήν αμοιβής και από ένα μεγαλύτερο ποσό αμοιβής επιτυχίας. Η αμοιβή είναι μέγεθος αντίστοιχο της χρονικής διάρκειας και της πολυπλοκότητας του έργου. Το ύψος της προσμετράται με πολύ συγκεκριμένο τρόπο στην αξιολόγηση της προσφοράς ενός συμβούλου και πράγματι εξαρτάται και από τις ευθύνες που αναλαμβάνει ο Σύμβουλος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ – ΜΕΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κάθε ομάδα επενδυτών που συμμετέχει στο έργο, όπως οι δανειστές και οι επενδυτές κεφαλαίου (equity investors), υπολογίζει τους κινδύνους που αναλαμβάνει από την δική της πλευρά προκειμένου να προβεί στην χρηματοδότηση για την κατασκευή ενός έργου. Για την κάλυψη του βασικού κινδύνου της βιωσιμότητας του έργου καταρχήν συντάσσονται τεχνικές μελέτες (technical feasibility studies), οικονομικές μελέτες (economic viability studies) και μελέτες για την πιστοληπτική ικανότητα του έργου. Οι μελέτες αυτές θα πρέπει να ικανοποιούν τους επενδυτές για τον κίνδυνο και την απόδοση που αναλαμβάνουν. Ο sponsor και ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος (financial advisor) θα πρέπει να είναι γνώστες των τεχνικών θεμάτων του έργου και των κινδύνων που περιέχει και να εκτιμήσουν ο καθένας ανεξάρτητα τα οικονομικά του έργου και την δυνατότητα που έχει να αποπληρώσει τα δάνειά του. Sponsor ενός έργου είναι το μέρος που ενδιαφέρεται να υποστηρίξει την κατασκευή ενός έργου με project financing ή να παρέχει την πίστωση που απαιτείται για την υποστήριξη του project financing.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν οι απαραίτητες μελέτες (τεχνική και οικονομική) που θα πρέπει να γίνουν σε αρχικό στάδιο. Στην συνέχεια θα γίνει αναφορά στους κινδύνους που αντιμετωπίζει το έργο και κατ' επέκταση οι δανειστές και οι λοιποί επενδυτές, ποια μέτρα μπορούν να ληφθούν για την διαχείριση και αντιμετώπισή τους, όπως και ποια μέρη συνήθως τους αναλαμβάνουν.

3.1. ΤΕΧΝΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

Πριν από την έναρξη της κατασκευής του έργου ο sponsor θα πρέπει να πραγματοποιήσει εκτεταμένες μηχανολογικές μελέτες για να πιστοποιήσει την τεχνολογική ορθότητα και σχεδιασμό του έργου.

Σε περίπτωση που πρόκειται να χρησιμοποιηθεί νέα τεχνολογία η οποία δεν χρησιμοποιείται σε ευρεία κλίμακα από παρόμοιες επενδύσεις (unproven technology) θα πρέπει να γίνουν δοκιμές ίσως σε ένα πιλοτικό έργο (εργοστάσιο) για να διαπιστωθεί η ορθότητα του σχεδιασμού και να βελτιστοποιηθεί (optimize) ο σχεδιασμός της κατασκευής του κανονικού έργου.

Αλλά και στην περίπτωση που χρησιμοποιηθεί τεχνολογία ευρέως διαδεδομένη είναι δυνατό να υπάρχουν σχέδια για χρήση της τεχνολογίας σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι μέχρι τώρα χρησιμοποιούνταν. Θα πρέπει να γίνουν επιπλέον σχέδια και αναφορές στην μελέτη για τον τρόπο με το οποίο θα υπάρξει επέκταση του έργου, τόσο ως προς το τεχνικό μέρος όσο και από το χρηματοοικονομικό και λειτουργικό.

Στην τεχνική μελέτη θα πρέπει να ληφθούν υπόψη παράγοντες όπως η επίδραση του περιβάλλοντος στην κατασκευή του έργου. Για παράδειγμα η κατασκευή αγωγού στην Βόρεια Θάλασσα απαιτούσε για τους κατασκευαστές του έργου να κάνουν αρκετές τροποποιήσεις στην κατασκευή, παρόλο που αγωγοί είχαν κατασκευαστεί σε πολλά μέρη του κόσμου.

Πολλές φορές επίσης προσλαμβάνονται εξωτερικοί σύμβουλοι μηχανολόγοι-μηχανικοί για τον σχεδιασμό και την παροχή μιας ανεξάρτητης γνώμης και την ορθότητα της τεχνικής μελέτης. Οι σύμβουλοι μπορεί να προσληφθούν είτε από την πλευρά των sponsors είτε από τους δανειστές του έργου έτσι ώστε να διαπιστωθεί εάν:

- το έργο και όλες οι λοιπές κατασκευές (facilities) μπορεί να κατασκευαστούν εντός των χρονικών ορίων που έχουν καθοριστεί,
- με την ολοκλήρωση της κατασκευής το έργο θα μπορεί να λειτουργεί σύμφωνα με το σχεδιασμό,
- η εκτίμηση του κόστους του έργου και των προβλέψεων που θα γίνουν για αποκλίσεις και αύξησή του, είναι επαρκής για την ολοκλήρωση του έργου.

Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος επίσης, θα πρέπει να εκτιμήσει οποιοσδήποτε τεχνολογικές αμφισβητήσεις ή διαφορές μπορεί να προκύψουν και την επίδρασή τους είτε στις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις του έργου είτε στην λειτουργικότητα και κερδοφορία του.

Στοιχεία κόστους στην μελέτη

Καθώς από την λεπτομερή και ορθή τεχνική μελέτη θα εξαρτηθεί και το κόστος κατασκευής του έργου, θα πρέπει οι προβλέψεις και οι ανάγκες του έργου να περιλαμβάνονται αναλυτικά σε αυτή. Θα πρέπει να περιλαμβάνει όλες τις απαραίτητες κατασκευές που θα πρέπει να γίνουν έτσι ώστε να λειτουργεί ως μία αυτόνομη μονάδα. Έτσι, αν για παράδειγμα το έργο θα βρίσκεται σε κάποια απομονωμένη περιοχή θα απαιτηθεί να γίνουν κάποια έργα υποδομής όπως δρόμοι, ηλεκτρικές εγκαταστάσεις, μεταφορές, σπίτια εργαζομένων. Όλα αυτά θα πρέπει να υπολογισθούν αν πρόκειται να κατασκευαστούν με κόστος του έργου και να αυξήσουν το κόστος του, εκτός και αν τα αναλάβει η κυβέρνηση (χωρίς κόστος για το έργο).

Στην εκτίμηση του κόστους του έργου θα πρέπει να εκτιμηθεί και ένα ποσοστό λάθους το οποίο να καλύψει κόστος που θα προκύψει είτε από λάθη στον σχεδιασμό είτε από μη προβλέψιμα έξοδα. Το ποσοστό αυτού εκτιμάται από τους παράγοντες αβεβαιότητας που σχετίζονται με το έργο. Συνήθως υπολογίζεται περίπου στο 10% των άμεσων εξόδων του έργου την στιγμή που έχει ολοκληρωθεί ο σχεδιασμός του έργου. Αν δεν έχει ολοκληρωθεί ο σχεδιασμός του έργου απαιτείται μεγαλύτερο ποσοστό (όσο ενωρίτερα υπολογίζεται τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το ποσοστό αυτό).

Είτε ο sponsor είτε οι σύμβουλοι που έχει προσλάβει συνήθως συντάσσουν ένα χρονοδιάγραμμα, ένα πίνακα με την χρονική ολοκλήρωση των φάσεων κατασκευής του έργου. Ο πίνακας αυτός συνήθως συνοδεύεται και από έναν ακόμη που αναφέρει την πρόβλεψη του κόστους του έργου στις χρονικές φάσεις.

Το χρονοδιάγραμμα θα πρέπει να αναφέρει:

- το χρόνο που απαιτείται για να ληφθούν οι διάφορες άδειες κατασκευής και λειτουργίας σύμφωνα με τους περιβαλλοντικούς περιορισμούς,
- το χρόνο που απαιτείται για την παραλαβή από τον προμηθευτή του βασικού μηχανολογικού ή άλλου εξοπλισμού,
- το χρόνο που απαιτείται στην φάση του σχεδιασμού του έργου, το χρόνο των πρώτων παραγγελιών εξοπλισμού και κτιριακών εγκαταστάσεων, το χρόνο των προσλήψεων του απαραίτητου προσωπικού.

Από την μελέτη του χρονοδιαγράμματος θα πρέπει να εκτιμηθεί ο συντομότερος δρόμος κατασκευής του έργου (critical path), να εκτιμηθεί που υπάρχει κίνδυνος καθυστερήσεων καθώς και το κόστος από την καθυστέρηση αυτή.

3.2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΈΡΓΟΥ

Για να είναι βιώσιμο ένα έργο θα πρέπει αρχικά να έχει καθαρή παρούσα αξία θετική. Αυτό θα γίνει εφόσον το σύνολο από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών του είναι μεγαλύτερο από το κόστος κατασκευής του έργου. Όλοι οι παράγοντες που θα επηρεάσουν την εκτίμηση αυτή θα πρέπει να ληφθούν υπόψη. Σχετικοί παράγοντες αναφέρονται ακολούθως.

Α. Θα πρέπει να εκτιμηθεί η αγορά (marketability) του προϊόντος του έργου, τόσο ως προς την τιμή όσο και ως προς τον όγκο. Θα πρέπει επομένως να γίνει μια μελέτη από τον sponsor των προβλεπόμενων συνθηκών αγοράς και ζήτησης για την προβλεπόμενη διάρκεια ζωής του έργου.

Για να είναι ικανοποιητικό το αποτέλεσμα της μελέτης θα πρέπει να προκύπτει, με βάση κάποιες παραδοχές που έχουν γίνει αρχικά,

- ότι η ζήτηση του προϊόντος θα είναι ικανοποιητική για να απορροφήσει την παραγωγή του έργου και
- η τιμή του προϊόντος θα είναι ικανή να καλύψει το κόστος παραγωγής, να δώσει την δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου και να παρέχει μια ικανοποιητική απόδοση στους επενδυτές-μετόχους.

Η μελέτη της αγοράς (marketing study) συνήθως περιλαμβάνει:

- ανταγωνιστικά προϊόντα και κόστος παραγωγής τους,
- ανάλυση του κύκλου ζωής του προϊόντος, ποσότητες πωλήσεων και πιθανές τιμές πωλήσεων,
- μια μελέτη για την τεχνολογική απαξίωση του έργου.

Επίσης σε περίπτωση που το έργο δραστηριοποιείται σε θεσμοθετημένη αγορά (regulated industry), θα πρέπει να εκτιμηθεί η επίδραση από αλλαγή θεσμικών αποφάσεων στα επίπεδα παραγωγής και τιμών και στην κερδοφορία του έργου.

Β. Θα πρέπει να εκτιμηθεί το κόστος παραγωγής του έργου, το οποίο φυσικά θα επηρεάσει και την τιμή διάθεσης του προϊόντος. Η εκτίμηση του κόστους θα γίνει μετά την ολοκλήρωση της μελέτης του σχεδιασμού. Θα πρέπει να εκτιμηθεί κάθε στοιχείο του κόστους, εργατικά, πρώτες ύλες, κόστος συντήρησης. Θα πρέπει να γίνει μια εκτίμηση της αύξησης κάθε στοιχείου του κόστους στην διάρκεια ζωής του έργου σύμφωνα με τις προβλέψεις που υπάρχουν για τον πληθωρισμό. Θα πρέπει επίσης να υπάρξει μια γενική εκτίμηση της λογικότητας του κόστους και να εκτιμηθεί κατά πόσο οι διακυμάνσεις στα διάφορα στοιχεία του κόστους θα επηρεάσουν την τιμολόγηση του προϊόντος.

Γ. Άλλος βασικός παράγοντας που θα επηρεάσει την βιωσιμότητα του έργου είναι το κόστος κεφαλαίου. Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος είναι πολλές φορές υπεύθυνος για το έργο αυτό. Αναλύει διάφορα σενάρια χρηματοδοτικών πλάνων για να επιτύχει το βέλτιστο το οποίο θα είναι σύμφωνο με τους επιχειρηματικούς στόχους του sponsor. Οι στόχοι αυτοί συνήθως είναι η παραγωγή με ανταγωνιστικό κόστος και η επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής αποδοτικότητας του επενδυμένου κεφαλαίου.

Συνήθως η ανάλυση του συμβούλου περιέχει ένα βασικό χρηματοδοτικό σχέδιο στο οποίο εκτιμά με ανάλυση ευαισθησίας την κερδοφορία και την αποδοτικότητα με την μεταβολή διαφόρων συνθηκών. Για την ανάλυση αυτή απαιτούνται μοντέλα σε υπολογιστή που θα υπολογίσουν την επίδραση της μεταβολής του κόστους, των καθυστερήσεων και διακοπών, των τιμών πώλησης. Επίσης υπολογίζεται το νεκρό σημείο του έργου, το οποίο συγκρινόμενο με την τιμή πώλησης θα δώσει το περιθώριο ασφαλείας.

Δ. Η επάρκεια πρώτων υλών είναι πολύ σημαντικός παράγοντας για τους δανειστές του έργου. Η πρόσβαση και η εξασφάλιση των πρώτων υλών θα πρέπει να είναι σε τέτοιο βαθμό που να εξασφαλίζεται η αδιάκοπη λειτουργία του έργου. Μεγαλύτερη μελέτη της διαθεσιμότητας των πρώτων υλών απαιτείται όταν πρόκειται να χρησιμοποιηθούν φυσικά αποθέματα (πετρέλαιο, φυσικό αέριο, άνθρακας κ.α.).

Στις περιπτώσεις αυτές θα πρέπει να προσληφθούν γεωλόγοι και μηχανικοί για να εκτιμήσουν την ποσότητα, το βαθμό συγκέντρωσης του αποθέματος και το ρυθμό εξόρυξης του αποθέματος. Σίγουρα οι εκτιμήσεις αυτές θα περιέχουν κάποιο επίπεδο λάθους. Για το σκοπό αυτό το προβλεπόμενο απόθεμα διαιρείται σε τρεις κατηγορίες: το σίγουρο απόθεμα (proven), το πιθανό απόθεμα (probable) και το δυνατό απόθεμα (possible).

Ακόμη μπορεί να γίνει εκτίμηση από εξωτερικούς συμβούλους της τεχνολογίας εξόρυξης, αν αυτή είναι κατάλληλη για το συγκεκριμένο απόθεμα και τον ρυθμό που απαιτείται να εξορύσσεται. Τέλος θα πρέπει να έχουν εξασφαλιστεί οι τίτλοι ιδιοκτησίας του αποθέματος ή οι άδειες πρόσβασης σε αυτό, καθ' όλη την διάρκεια ζωής του έργου.

3.3. ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΜΠΟΡΕΙ ΝΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΕΙ ΤΟ ΕΡΓΟ

Οι κίνδυνοι τους οποίους θα αντιμετωπίσει το έργο θα είναι αυτοί τους οποίους θα κληθούν να αντιμετωπίσουν οι ομάδες επενδυτών ή δανειστών που τους έχουν αναλάβει με συμβατικές υποχρεώσεις. Καμία ομάδα επενδυτών δεν αναλαμβάνει πλήρως όλους τους κινδύνους του έργου. Ανάλογα με εσωτερικούς κανονισμούς της κάθε ομάδας επενδυτών για την ποιότητα και την αποδοτικότητα των επενδύσεων τους θα αναλαμβάνουν και τους αντίστοιχους κινδύνους. Πολλές φορές υπάρχουν νομικοί και θεσμικοί περιορισμοί για τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών.

Για παράδειγμα στις Η.Π.Α. οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι αυτές που παρέχουν το μεγαλύτερο ποσοστό των μακροπρόθεσμων σταθερού επιτοκίου δανείων για τα μεγάλα έργα. Επομένως η νομοθετική ρύθμιση για το ποσοστό των διαθεσίμων που μπορούν να κρατούν και να επενδύουν αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις εξασφαλίσεις που επιθυμούν να λάβουν

Οι δανειστές της εταιρίας αναλαμβάνουν ένα μεγάλο μέρος των κινδύνων, καταρχήν αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο του έργου. Για τους λοιπούς κινδύνους του έργου, που δεν επιθυμούν να αναλάβουν, ζητούν εξασφαλίσεις (security arrangements) ώστε να τους μετακυλήσουν σε άλλα οικονομικά δυνατά μέρη. Οι διάφοροι κίνδυνοι ενός έργου μπορεί να είναι: ο κίνδυνος ολοκλήρωσης (completion risk), ο τεχνολογικός κίνδυνος, ο κίνδυνος προμήθειας πρώτων υλών, ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης, ο οικονομικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο συναλλαγματικός κίνδυνος (currency risk), ο πολιτικός κίνδυνος, ο περιβαλλοντολογικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ανωτέρας βίας και ο νομικός κίνδυνος. Αναλυτικότερα για τον καθένα μπορούμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα.

3.3.1. Κίνδυνος Ολοκλήρωσης έργου (completion risk)

Ο κίνδυνος ολοκλήρωσης του έργου περιέχει τον κίνδυνο το έργο να μην ολοκληρωθεί. Οι δανειστές να καταλήξουν να δανείσουν σε μια επένδυση που δεν λειτουργεί. Επομένως θα θέσουν όρο να αποσυρθούν από την δανειοδότηση σε περίπτωση που το έργο δεν ολοκληρωθεί.

Ο κίνδυνος αυτός έχει δυο όψεις: την χρηματική και την τεχνική. Πολιτική πλευρά θα λέγαμε ότι δεν έχει καθώς το δημόσιο είναι αυτό που αποφασίζει την υλοποίηση του έργου και δεν θα ήταν προς όφελός του να μην ολοκληρωθεί (για τους λόγους που αποφάσισε να προχωρήσει στην υλοποίηση).

Η χρηματική πλευρά (monetary aspect) αναφέρεται

- είτε στην ύπαρξη υψηλότερου από τον αναμενόμενο πληθωρισμό, στην έλλειψη βασικών προμηθειών, στις μη προβλέψιμες καθυστερήσεις οι οποίες καθυστερούν σημαντικά την κατασκευή ή μια υπό εκτίμηση του κόστους κατασκευής, που τελικά ανήλθε σε τέτοιο ύψος που δεν είναι δυνατόν πλέον το έργο να γίνει κερδοφόρο,
- είτε στην τιμή πώλησης του προϊόντος η οποία είναι χαμηλότερη από την αναμενόμενη /ή στην τιμή μιας βασικής πρώτης ύλης η οποία είναι ακριβότερη από ότι αναμενόταν με αποτέλεσμα το περιθώριο κέρδους και η αποδοτικότητα του έργου να είναι τόσο χαμηλές που οι επενδυτές να μην θεωρούν ότι αξίζει να συνεχίσουν το έργο.

Η τεχνική πλευρά του κινδύνου αυτού αναφέρεται στο γεγονός ότι παρά τις όποιες μελέτες και εγγυήσεις προς τους δανειστές πριν την χρηματοδότηση, το έργο μπορεί τελικά να αποδειχθεί τεχνικά μη πραγματοποιήσιμο ή περιβαλλοντολογικά μη αποδεκτό. Μπορεί να απαιτεί τέτοιες δαπάνες για να καταστεί τεχνικά λειτουργικό που δεν θα είναι κερδοφόρο. Υπάρχει παράδειγμα εργοστασίου πετροχημικών που ενώ είχαν γίνει επιτυχημένες δοκιμές σε μικρό εργοστάσιο, όταν κατασκευάστηκε το εργοστάσιο δεν λειτούργησε, γιατί τα χημικά δεν αντιδρούσαν με τον ίδιο τρόπο σε μεγάλες ποσότητες. Επίσης ο κίνδυνος αυξάνει όταν το έργο περιλαμβάνει νέα τεχνολογία ή τεχνολογία που ήδη χρησιμοποιείται αλλά σε μεγαλύτερη κλίμακα.

3.3.2. Τεχνολογικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος αυτός υπάρχει όταν η τεχνολογία, στην κλίμακα που προτείνεται για το έργο, δεν θα αποδώσει όπως αναμένεται ή θα απαξιωθεί πρόωρα. Αν η τεχνολογική αποτυχία γίνει κατά το στάδιο των δοκιμών πριν την ολοκλήρωση του έργου, τότε ανήκει στο κίνδυνο ολοκλήρωσης του έργου (completion risk). Μπορεί επίσης το έργο να περάσει το κίνδυνο ολοκλήρωσης αλλά να μην είναι δυνατό να λειτουργήσει σύμφωνα με τις τεχνικές προδιαγραφές του. Μια τέτοια αποτυχία θα μειώσει/βλάψει την αποδοτικότητα των κεφαλαίων.

Ο τεχνολογικός κίνδυνος που αναφέρεται στην απαξίωση της τεχνολογίας είναι ιδιαίτερα σημαντικός στις περιπτώσεις που το έργο περιέχει τεχνολογία που εξελίσσεται γρήγορα. Συνήθως τέτοια τεχνολογία δεν περιλαμβάνεται σε έργα με project financing. Ωστόσο αν υπάρξουν τρίτα μέρη με καλή πιστοληπτική ικανότητα (όπως αγοραστής του προϊόντος) οι οποίοι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο αυτό τότε οι δανειστές θα προχωρήσουν στην χρηματοδότηση.

3.3.3. Κίνδυνος προμήθειας πρώτων υλών

Ο κίνδυνος αυτός αφορά την αδυναμία ή μη διαθεσιμότητα των πρώτων υλών που απαιτούνται για το έργο σε κάποιο στάδιο της ζωής του. Είναι ιδιαίτερα σημαντικός όταν πρόκειται για έργο που χρειάζεται την εξόρυξη των πρώτων υλών που θα χρησιμοποιήσει. Για τέτοιου είδους πρώτες ύλες γίνονται μελέτες από ανεξάρτητους εκτιμητές, από τις οποίες θα πρέπει συνήθως να προκύψει ότι το απόθεμα που είναι δυνατό να εξορυχτεί θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για διπλάσια ζωή από αυτήν του έργου.

Στην περίπτωση που υπάρχουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια με προμηθευτές με καθορισμένες τιμές των πρώτων υλών, θα πρέπει να εξεταστεί αν ο αντισυμβαλλόμενος θα μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Αν η πρώτη ύλη εισάγεται θα πρέπει να εξεταστεί αν θα υπάρχουν περιορισμοί εισαγωγής ή άλλοι κίνδυνοι ανωτέρας βίας. Αν αναλαμβάνουν τέτοιο ρίσκο οι δανειστές τότε παρέχουν συνήθως επιπλέον κεφάλαια. Εδώ αναφερόμαστε στην επιβολή και δυναμική (enforceability) των συμβολαίων αγοράς πρώτων υλών.

3.3.4. Κίνδυνος αναχρηματοδότησης

Υπάρχει κατά το στάδιο κατασκευής, όταν οι μακροπρόθεσμοι δανειστές (για την περίοδο μετά από την ολοκλήρωση του έργου) θα είναι άλλοι από τους δανειστές της κατασκευαστικής περιόδου. Ο κίνδυνος είναι να μην βρεθούν μακροπρόθεσμοι δανειστές. Οι δανειστές της κατασκευαστικής περιόδου ζητούν να κανονιστεί η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μαζί με την χρηματοδότηση της κατασκευαστικής περιόδου. Οι δανειστές αποτρέπουν τον κίνδυνο με αρνητικά κίνητρα προς το έργο. Ορίζουν ότι θα υπάρξει αύξηση των επιτοκίων, ζητούν επιπλέον εξασφαλίσεις από τους sponsors ή ζητούν από τους sponsors να αναλάβουν την χρηματοδότηση.

3.3.5. Οικονομικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος προκύπτει, σε σειρά, μετά την ολοκλήρωση του έργου και την ικανοποιητική παραγωγική του ικανότητα. Αφορά την μη ύπαρξη ικανοποιητικής ζήτησης του προϊόντος σε βαθμό που να μην επιτρέπει την δημιουργία ικανών εσόδων που να μπορούν να καλύψουν τα λειτουργικά κόστη και να δώσουν την απαιτούμενη αποδοτικότητα στους επενδυτές.

Η κατάσταση αυτή μπορεί να προκύψει είτε από την πτώση της τιμής του προϊόντος στην αγορά ή από μια αύξηση της τιμής μιας βασικής πρώτης ύλης. Αν το περιθώριο κέρδους είναι πολύ μικρό τότε και οι μικρές μεταβολές στην τιμή του ή στο κόστος του θα δημιουργούν πρόβλημα στα οικονομικά του.

Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα των ορυχείων όπου οι δανειστές δέχονται να κλείσει η μονάδα αν η τιμή του προϊόντος της εξόρυξης είναι πολύ χαμηλή, να αναβληθούν οι αποπληρωμές των δανείων και να ανοίξει όταν η τιμή επανέλθει σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Βασικό στοιχείο επίσης στον οικονομικό κίνδυνο είναι η αποδοτικότητα των μονάδων (facilities) του έργου. Οι δανειστές θα απαιτήσουν ο sponsor να χρησιμοποιήσει έναν ικανό manager/operator.

Επειδή, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, δεν υπάρχει ιστορία στην πιστοληπτική ικανότητα του έργου οι δανειστές, για την κάλυψη του κινδύνου, θα απαιτήσουν μια σειρά από εξασφαλίσεις (security arrangements) από τρίτα φερέγγυα μέρη για την εξασφάλιση της αποπληρωμής των δανείων.

Κάλυψη του κινδύνου αυτού εκ μέρους του έργου μπορεί να γίνει με την εξασφάλιση των τιμών και των ποσοτήτων πώλησης μέσω της χρήσης των futures και των forwards συμβολαίων. Υπάρχουν οργανωμένες αγορές για διάφορα προϊόντα, ενώ ταυτόχρονα βρίσκονται στο στάδιο της οργάνωσης και νέα (όπως αγορά ηλεκτρισμού).

Στην περίπτωση που υπάρχει μακροπρόθεσμο συμβόλαιο αγοράς του προϊόντος και ανεξαρτήτως τι είδους είναι, έχει μεγάλη σημασία αν θα μπορεί ο αντισυμβαλλόμενος να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του κατά την διάρκειά του. Πολλοί κίνδυνοι μπορεί να επηρεάσουν την ανταπόκρισή του σε αυτές. Θα πρέπει να γίνει μια μελέτη για την ικανότητά του αυτή καθώς και για την φερεγγυότητά του αγοραστή .

3.3.6. Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk)

Ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από το μέρος του δανείου που λαμβάνεται με κυμαινόμενο επιτόκιο. Είναι η πιθανότητα να υπάρξει αύξηση των επιτοκίων, η οποία θα αυξήσει αντίστοιχα τις υποχρεώσεις που απορρέουν από το δάνειο και θα προκαλέσει αδυναμία του έργου να τις εκπληρώσει.

Οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν οι δανειστές σχετίζονται με τα επιτόκια που χορηγούν: οι δανειστές με κυμαινόμενο επιτόκιο, όπως οι εμπορικές τράπεζες, είναι πρόθυμοι να αναλάβουν μεγαλύτερο μέρος από κάποιο κίνδυνο, για παράδειγμα του κινδύνου ολοκλήρωσης (completion risk), από ότι οι δανειστές σταθερού επιτοκίου, όπως οι ασφαλιστικές εταιρίες. Με την χρήση των εργαλείων αντιστάθμισης επιτοκίων μπορούν οι sponsors να εκμεταλλευτούν την προθυμία των δανειστών να αναλαμβάνουν και άλλους κινδύνους χωρίς να χρειάζεται να υπάρξει περιορισμός στους κινδύνους που θα αναλάβουν οι δανειστές.

Από την δεκαετία του 1980 έχουν δημιουργηθεί διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα με τα οποία μπορεί να γίνει διαχείριση της έκθεσης στον επιτοκιακό κίνδυνο. Σχετικά προϊόντα είναι για παράδειγμα τα interest rate cap contracts και τα interest rate swap agreements.

3.3.7. Συναλλαγματικός κίνδυνος (currency risk)

Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει είτε όταν τα έσοδα ή τα έξοδα του έργου λαμβάνονται ή πληρώνονται με διαφορετικά νομίσματα, είτε όταν τα έσοδα λαμβάνονται σε διαφορετικό νόμισμα από ότι γίνονται οι πληρωμές των εξόδων. Στις περιπτώσεις αυτές η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να δημιουργήσει πρόβλημα στις ταμειακές ροές του έργου και στην αποπληρωμή του δανείου.

Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να αντιμετωπιστεί είτε με τον κατάλληλο δανεισμό, για παράδειγμα σε νόμισμα ίδιο με αυτό που είναι τα έξοδά του, είτε με αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) χρησιμοποιώντας forwards και futures νομισμάτων, είτε συμμετέχοντας σε currency swaps.

3.3.8. Πολιτικός κίνδυνος

Ο πολιτικός κίνδυνος προκύπτει από την πιθανότητα οι πολιτικές/δημόσιες αρχές της χώρας, στην οποία το έργο κατασκευάζεται και λειτουργεί, να αναμειχθούν και να καθυστερήσουν την εμπρόθεσμη λειτουργία του ή να δημιουργήσουν πρόβλημα στην μακροχρόνια βιωσιμότητά του.

Η ανάμειξη μπορεί να περιλαμβάνει επιβολή εμποδίων που σχετίζονται με φορολογικές ρυθμίσεις ή με νομικούς περιορισμούς στην λειτουργία του έργου. Η πιο ακραία περίπτωση του κινδύνου αυτού είναι η απαλλοτρίωση του έργου.

Ένας τρόπος αντιμετώπισης του κινδύνου αυτού μπορεί να γίνει με τον δανεισμό από τράπεζες της χώρας αυτής – με τις αρνητικές επιπτώσεις από την παρέμβαση του κράτους να επηρεάζουν και αυτές. Άλλος τρόπος είναι η χρηματοδότηση του έργου από διεθνείς πιστωτικούς οργανισμούς όπως η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) και η Inter American Development Bank, από τους οποίους δανείζεται και η χώρα αυτή – με την απαλλοτρίωση του έργου να αποτελεί εμπόδιο για την χρηματοδότησή της. Ακόμη ο sponsor μπορεί να ασφαλίσει το έργο έναντι του πολιτικού κινδύνου σε ασφαλιστικές εταιρίες.

Στον πολιτικό κίνδυνο περιλαμβάνονται και οι καθυστερήσεις που μπορεί να υπάρχουν για την λήψη νομοθετικών και θεσμικών αδειών λειτουργίας του έργου, π.χ. ορυχεία χρυσού στην Χαλκιδική. Συνήθως απαιτείται σημαντικός χρόνος και προσπάθεια για την λήψη των αδειών αυτών. Θα πρέπει πολλές φορές να γίνουν σημαντικές προσπάθειες από τον sponsor και διευθετήσεις με τις δημόσιες αρχές της χώρας για τον περιορισμό των καθυστερήσεων και τυχόν κινδύνων που μπορεί να προκύψουν.

Ο πολιτικός κίνδυνος είναι πολλές φορές σημαντικός ιδίως σε υποανάπτυκτες ή αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο πολλοί πιστεύουν ότι πολιτικός κίνδυνος υπάρχει και είναι σημαντικός και σε αναπτυγμένες χώρες όπως οι Η.Π.Α. Η νομοθεσία για το περιβάλλον που είναι ιδιαίτερα αυστηρή αποτελεί μια απεικόνιση του πολιτικού κινδύνου. Επίσης η αποκανονικοποίηση (deregulation) κάποιων αγορών μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα, με την αύξηση της ανταγωνιστικότητας στις αγορές αυτές και την πίεση για χαμηλότερες τιμές.

Επίσης κάποιες άλλες μορφές κινδύνων που αναφέρουμε ανωτέρω, όπως ο οικονομικός και ο συναλλαγματικός, μπορεί να μετατραπούν σε πολιτικό. Αν για παράδειγμα μια βιομηχανία παραγωγής κάποιου προϊόντος δημοσίου συμφέροντος όπως ηλεκτρισμού, χρεώνει το ρεύμα με βάση την ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος και π.χ. του ευρώ και μετακυλύει τις διακυμάνσεις στο καταναλωτικό κοινό, τότε θα έχει μάλλον πολιτικό κίνδυνο αν υπάρχει περίπτωση να παρέμβει το κράτος και να μην επιτρέψει να πράξει ως συνήθως σε περιπτώσεις υποτίμησης του εγχωρίου νομίσματος.

3.3.9. Περιβαντολογικός κίνδυνος.

Ο περιβαντολογικός κίνδυνος υπάρχει όταν οι συνέπειες στο περιβάλλον ενός έργου προκαλέσουν την καθυστέρηση κατασκευής ή λειτουργίας του ή απαιτήσουν κάποιον επανασχεδιασμό που θα κοστίσει πολύ στο έργο. Για τα θέματα που σχετίζονται με το περιβάλλον υπάρχει μια μεταβαλλόμενη νομοθεσία αλλά και διάφορες πιέσεις από ομάδες και οργανισμούς που είναι ιδιαίτερα ευαίσθητοι στις επιπτώσεις κάποιων έργων στο περιβάλλον.

3.3.10. Ανωτέρα Βία

Η ανωτέρα βία προέρχεται από κάποιο συγκεκριμένο γεγονός το οποίο θα απαξιώσει ή θα εμποδίσει ή και τα δυο, την λειτουργία του έργου για μια παρατεταμένη περίοδο σε χρόνο μετά την ολοκλήρωση και έναρξη λειτουργίας του έργου. Το γεγονός αυτό μπορεί να προέρχεται από την ίδια την λειτουργία του έργου, όπως μια τεχνική αποτυχία ή καταστροφή, μια απεργία ή μια πυρκαγιά. Μπορεί επίσης να προέρχεται από εξωτερικούς παράγοντες όπως ένας σεισμός που θα καταστρέψει τις εγκαταστάσεις ή τον εξοπλισμό ή μια πολιτική εξέγερση.

Για τον κίνδυνο αυτό οι δανειστές συνήθως απαιτούν να υπάρχει ασφαλιστική κάλυψη από τρίτα φερέγγυα μέρη τα οποία να εξασφαλίζουν την αδιάκοπη αποπληρωμή του δανείου. Αν η καταστροφή του έργου είναι τόσο μεγάλη ώστε αυτό να εγκαταλειφθεί τότε οι δανειστές θα απαιτήσουν επιστροφή του δανείου. Αν υπάρχει σχετική ασφαλιστική κάλυψη, οι δανειστές θα απαιτήσουν να λάβουν τις ασφαλιστικές αποζημιώσεις έναντι του δανείου. Μπορεί επίσης να υπάρχει ρήτρα ο sponsor να ανακατασκευάσει τις ζημιές και να επαναφέρει το έργο σε λειτουργία με δικά του κεφάλαια.

Όλες οι ανωτέρω αναφερόμενες περιπτώσεις αποτελούν επιχειρηματικούς κινδύνους (business risks) τους οποίους οι δανειστές πολλές φορές αναλαμβάνουν χωρίς όμως να τους ξέρουν και να τους έχουν υπολογίσει. Συνήθως με διάφορα ασφαλιστικά συμβόλαια και εγγυήσεις από τρίτα μέρη παρέχονται διάφορες καλύψεις, γίνεται διανομή των κινδύνων αυτών σε διάφορα μέρη και περιορίζεται η έκθεση των δανειστών, οι οποίοι τελικά δανείζουν την εταιρία.

3.3.11. Νομικός κίνδυνος

Αν η χώρα κατασκευής του έργου δεν είναι ούτε του δανειστή ούτε του sponsor θα πρέπει να υπάρξουν νομικές συμβουλές από τοπικό δικηγορικό γραφείο ως προς την εγκυρότητα των συμφωνητικών, όποια υπάρχουν, στην χώρα αυτή (κατασκευής).

3.4. ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ (Security Arrangements)

Στην χρηματοδότηση του έργου υπάρχουν οι παθητικοί επενδυτές (passive investors) οι οποίοι μπορεί να είναι είτε επενδυτές κεφαλαίου (passive equity investors) είτε δανειστές, οι οποίοι ενδιαφέρονται μόνο για την λήψη της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων τους. Αυτοί είναι πρόθυμοι να αναλάβουν μόνο πιστωτικούς κινδύνους και όχι άλλων ειδών κινδύνους. Επομένως στο project financing θα πρέπει να γίνουν διάφορων ειδών εξασφαλίσεις (security arrangements) για να απομονώσουν τους επενδυτές αυτούς από τους λοιπούς κινδύνους.

Γενικά οι δανειστές απαιτούν να υπάρχουν συμβολαιογραφικές υποχρεώσεις από αξιόπιστα μέρη που να δίνουν εξασφαλίσεις ότι:

- το έργο θα ολοκληρωθεί έστω και αν υπάρξει υπέρβαση του κόστους του,
- όταν ξεκινήσει την λειτουργία του θα παράγει ικανές ταμειακές ροές για την αποπληρωμή των υποχρεώσεών του,
- αν για οποιοδήποτε λόγο του έργο σταματήσει παροδικά ή μόνιμα την λειτουργία του θα συνεχίσει με κάποιο τρόπο την αποπληρωμή των δανείων του.

Για την πρώτη περίπτωση εξασφαλίσεων το έργο στηρίζεται στην ίδια πιστοληπτική του ικανότητα. Συνήθως υπάρχουν συμφωνίες μεταξύ του έργου και του sponsor ή άλλων αξιόπιστων μερών. Οι συμφωνίες αυτές προβλέπουν να χορηγηθούν τα απαιτούμενα κεφάλαια για την ολοκλήρωση του έργου. Επίσης μπορεί να προβλέπουν επιπλέον χρηματοδότηση ενός κεφαλαίου κινήσεως έως ότου το έργο λειτουργήσει κανονικά και μπορεί από τις ταμειακές ροές που δημιουργήσει να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του.

Για κάθε έργο υπάρχουν διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη, που μπορεί να είναι οι πελάτες του, οι προμηθευτές αλλά και η ίδια η κυβέρνηση της χώρας που κατασκευάζεται. Το ενδιαφέρον και τα οφέλη που κάθε μέρος νομίζει ότι θα αποκομίσει σίγουρα διαφέρουν. Οι προμηθευτές, που μπορεί να είναι και επενδυτές ή μέτοχοι του έργου, αναζητούν μόνιμους πελάτες για την παραγωγή τους. Η κυβέρνηση μπορεί να ενδιαφέρεται να προστατέψει το έργο για λόγους εθνικού ενδιαφέροντος, όπως μείωση της ανεργίας. Κάθε μέρος ανάλογα με τα οφέλη που νομίζει ότι θα αποκομίσει και ανάλογα με την οικονομική του δυνατότητα αναλαμβάνει και κάποιους από τους κινδύνους του έργου, ελπίζοντας ότι οι κίνδυνοι θα είναι περιορισμένοι και τα οφέλη θα καλύψουν το ρίσκο που αναλαμβάνει.

3.4.1. Σκοπός των εξασφαλίσεων (security arrangements)

Για να διακανονιστεί κάποιο δάνειο για το έργο θα πρέπει να υπάρχει υποστήριξη της πίστωσης αυτής. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω συμβολαίων εξασφαλίσεων (security arrangements) τα οποία θα γίνουν πριν δοθεί το δάνειο. Με τα συμβόλαια αυτά γίνεται επίσης κατανομή των διαφόρων κινδύνων μεταξύ του sponsor, των αγοραστών του προϊόντος και άλλων μερών. Με τα συμβόλαια αυτά γίνεται μεταφορά της καλής πιστοληπτικής ικανότητας των μερών που μοιράζονται τους κινδύνους προς το έργο.

Η μορφή που θα πάρουν τα συμβόλαια αυτά εξαρτάται από τους κινδύνους του έργου, την χρηματοοικονομική δυνατότητα των μερών για να αναλάβουν τους κινδύνους και την αναμενόμενη κερδοφορία του έργου. Συνήθως υπάρχουν νομικές δεσμεύσεις των μερών που αναλαμβάνουν τους κινδύνους με τις οποίες οι δανειστές στρέφονται στα μέρη αυτά για την αποπληρωμή των δανείων (recourse). Οι δεσμεύσεις αυτές είναι και ο πυρήνας των απαιτούμενων εξασφαλίσεων. Συνήθως επίσης οι υποχρεώσεις αυτές είναι περιορισμένες μέχρι ενός ορίου από το σύνολο της δανειοδότησης.

Για την εκτίμηση της επάρκειας των εξασφαλίσεων αυτών από τους δανειστές θα γίνει εκτίμηση των οικονομικών στοιχείων του έργου από τους ίδιους. Αν διαπιστώσουν από τα στοιχεία αυτά ότι πολλοί κίνδυνοι μπορεί να αποφευχθούν τότε θα ζητήσουν λιγότερες εξασφαλίσεις και θα αναλάβουν πιθανότατα και διαφορετικούς κινδύνους από αυτούς που θα αναλάμβαναν αν είχαν αντίθετη άποψη.

Συνήθως τα δάνεια εξασφαλίζονται με απευθείας χορηγήσεις των εισπράξεων διαφόρων συμβολαίων προς τους δανειστές, όπως από τις εξασφαλίσεις για τον κίνδυνο ολοκλήρωσης, από συμβόλαια αγοράς και πώλησης προϊόντων ή από άλλες συμφωνίες πιστωτικών εγγυήσεων. Ακόμη μπορεί να έχουν πρώτη προσημείωση στα πάγια του έργου, η οποία να προβλέπεται από την σύμβαση δανείου.

Στα συμφωνητικά του δανείου μπορεί να προβλέπονται περιοριστικοί όροι για συγκεκριμένες ενέργειες από την διαχείριση του έργου, όπως: περιορισμένες επενδύσεις, νέες υποχρεώσεις, διανομή μερισμάτων, πρόσθετες υποθήκες ή άλλου είδους περιορισμοί, επεκτάσεις του έργου, πράξεις sales and lease back των παγίων του έργου.

Αν και όλα τα ανωτέρω είναι συνηθισμένες πρακτικές η σημασία της κάθε πράξης διαφέρει ανάλογα κυρίως με την πιστοληπτική ικανότητα του μέρους το οποίο δίνει την εξασφάλιση.

3.4.2. Άμεση εξασφάλιση των δανειστών από την αξία των παγίων.

Οι δανειστές συνήθως απαιτούν μια πρώτη προσημείωση υποθήκης στα πάγια στοιχεία του έργου. Η αξία της υποθήκης αυτής μπορεί να έχει περιορισμένη αξία αν δεν λειτουργήσει το έργο. Έτσι αν για παράδειγμα το έργο σταματήσει ενώ έχει κατασκευαστεί μόνο το μισό από αυτό, η αξία του μπορεί να μην είναι στο μισό από ότι αν ήταν ολόκληρο κατασκευασμένο (μπορεί η αξία του την στιγμή εκείνη να είναι και μηδενική).

Επίσης μπορεί να κατασκευαστεί το έργο αλλά να μην περάσει το τεστ δοκιμής της καλής λειτουργίας του (completion test) οπότε η αξία του έργου να είναι μόνο η αξία του ως scrap. Σε πολλές περιπτώσεις έργων που συνέβη αυτό οι δανειστές ζήτησαν άμεσα την επιστροφή του δανείου τους.

Αν το έργο λειτουργήσει ικανοποιητικά η πρώτη υποθήκη στα πάγια του προσφέρει στους μετόχους μια δεύτερη εξασφάλιση (η πρώτη είναι οι ταμειακές ροές του). Σε περίπτωση που το έργο δεν ακολουθεί το πρόγραμμα αποπληρωμής οι δανειστές μπορεί να αναλάβουν αυτό και να προσλάβουν δικά τους στελέχη για να το διοικήσουν. Ωστόσο είναι πάντα καλύτερο το έργο να ικανοποιεί τις υποχρεώσεις και να μην συμβεί η δεύτερη λύση.

3.4.3. Εξασφαλίσεις που καλύπτουν τον κίνδυνο της ολοκλήρωσης του έργου (completion risk).

Με τις εξασφαλίσεις που καλύπτουν τον κίνδυνο αυτό δημιουργείται μια υποχρέωση και ευθύνη το έργο να ολοκληρωθεί αλλιώς θα πρέπει να γίνει ολική αποπληρωμή του δανείου.

Συνήθως ο sponsor ή και κάποια άλλα αξιόπιστα μέρη υποχρεώνονται να καταβάλουν όλα τα απαιτούμενα κεφάλαια για την ολοκλήρωση του έργου και την έναρξη της λειτουργίας του σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία. Συνήθως η ημερομηνία αυτή μπορεί να αναβληθεί για ένα λογικό χρονικό διάστημα. Αν το έργο τελικά δεν λειτουργήσει στην προκαθορισμένη ημερομηνία ή αν εγκαταλειφθεί πριν την ολοκλήρωσή του, θα πρέπει ο sponsor ή και τα άλλα μέρη να αποπληρώσουν το δάνειο. Η υποχρέωση αυτή του sponsor και των μερών λήγει με την ολοκλήρωση του έργου και την έναρξη λειτουργίας του!

Η ολοκλήρωση του έργου καθορίζεται με την εμπορική ολοκλήρωσή του (commercial completion). Η εμπορική ολοκλήρωσή του συμβαίνει όταν έχουν κατασκευαστεί όλα τα βασικά στοιχεία του έργου και εκδίδεται το πιστοποιητικό από τον υπεύθυνο μηχανικό κατασκευής ως απόδειξη ότι: α) ο sponsor αποδέχθηκε την κατασκευή του έργου και θα κάνει τις πληρωμές που προβλέπονται για το κόστος κατασκευής, β) το έργο λειτούργησε ικανοποιητικά για μια χρονική περίοδο η οποία έχει καθοριστεί στην σύμβαση κατασκευής.

Με την ανωτέρω εξασφάλιση ο sponsor υποχρεώνεται να είναι πάντοτε έτοιμος να διαθέσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την κατασκευή, ακόμη και στις περιπτώσεις των υπερβάσεων του κόστους. Το πόσο ισχυρή θα είναι αυτή η υποχρέωση εξαρτάται από τα κεφάλαια που έχει ή θα συνεισφέρει ο sponsor στο έργο και από το κίνδυνο που έχει το έργο για μη ολοκλήρωση.

Ανάλογα με το μέγεθος του έργου η υποχρέωση για τον sponsor μπορεί να είναι τόσο μεγάλη ώστε να μην μπορεί να την αναλάβει μόνος του. Οι δανειστές στην περίπτωση αυτή θα απαιτήσουν να υπάρξουν και άλλα μέρη που να υποστηρίζουν την υποχρέωση αυτή. Οι δανειστές θα πρέπει να πειστούν ότι ο sponsor και όλα τα άλλα μέρη που ανέλαβαν την υποχρέωση αυτή έχουν την οικονομική δυνατότητα να δώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια.

3.4.4. Εξασφαλίσεις που καλύπτουν τον κίνδυνο της αποπληρωμής του δανείου (security arrangements covering debt service)

Μετά την έναρξη της λειτουργίας του έργου συνήθως συντάσσονται μακροπρόθεσμα συμβόλαια με τους αγοραστές του προϊόντος ή της υπηρεσίας του έργου. Τα συμβόλαια αυτά συνήθως αποτελούν και την κυρίως εγγύηση για την αποπληρωμή του δανείου. Τα συμβόλαια με τους αγοραστές ουσιαστικά διαβεβαιώνουν ότι το έργο θα έχει τα απαραίτητα έσοδα για να καλύψει τα λειτουργικά του έξοδα και να αποπληρώσει τα δάνειά του στον χρόνο που ορίζεται. Οι δανειστές συνήθως επιμένουν τα συμβόλαια αυτά με τους αγοραστές να υπογραφούν (ή να εγκριθούν και από τις δημόσιες αρχές αν απαιτείται) πριν αν ξεκινήσουν να δίνουν μέρη της δανειοδότησης στο έργο.

Από την φύση των λειτουργικών κινδύνων του έργου, οι δανειστές του έργου θα εκτιμήσουν εάν τα συμβόλαια αυτά τους καλύπτουν και αν θα ζητήσουν περαιτέρω εξασφαλίσεις. Για παράδειγμα μπορεί να γίνει μια επιπρόσθετη πράξη για ταμειακή δυσχέρεια του έργου (cash deficiency agreement) με την οποία να εξασφαλίζεται ότι το έργο θα έχει πάντα τα απαραίτητα χρήματα για την εξόφληση των δόσεων του δανείου.

Τύποι συμβολαίων αγοράς και πώλησης

Οι παράγοντες που καθορίζουν ποιος τύπος συμβολαίων αγορών και πωλήσεων είναι ο κατάλληλος για το συγκεκριμένο project financing είναι:

- ο τύπος των εγκαταστάσεων του έργου (facilities involved),
- η φύση της συναλλαγής αγοράς,
- τα συμβαλλόμενα μέρη του συμβολαίου,
- οι κίνδυνοι που εμπεριέχονται στο έργο (inherent risks).

Οι πιο συνήθεις τύποι συμβολαίων είναι οι ακόλουθοι:

- *Take-if-offered contract*

Με το συμβόλαιο αυτό ο αγοραστής υποχρεώνεται να παραλάβει και να πληρώσει το προϊόν που θα του παραδοθεί. Δεν θα γίνει πληρωμή αν το έργο δεν μπορεί να κάνει παράδοση προϊόντος (conditional). Με το συμβόλαιο αυτό οι δανειστές εξασφαλίζονται εφόσον το έργο λειτουργεί κανονικά και μπορεί να παραδώσει ικανή ποσότητα προϊόντος για να μπορεί να εξυπηρετεί το δάνειό του. Οι δανειστές θα απαιτήσουν να υπάρχουν και άλλες εξασφαλίσεις οι οποίες να καλύπτουν την καλή λειτουργία του έργου και να εξασφαλίζουν την παραγωγική του ικανότητα ακόμη και από συνθήκες ανωτέρας βίας.

- *Take-or-pay contract.*

Με το συμβόλαιο αυτό ο αγοραστής υποχρεούται να πληρώσει για το προϊόν ή την υπηρεσία που θα του παραδοθεί. Δίνει την δυνατότητα στον αγοραστή να πληρώσει για το προϊόν που θα του παραδοθεί αν δεν θέλει να λάβει την φυσική παράδοση αυτού. Αυτή είναι και η διαφορά του με το συμβόλαιο take-if-offered, στο οποίο ο αγοραστής υποχρεούται να αποδεχθεί, φυσικά, το προϊόν. Και στα δυο συμβόλαια ο αγοραστής δεν υποχρεούται να πληρώσει αν το έργο δεν μπορεί να παραδώσει το προϊόν. Οι πληρωμές συνήθως γίνονται προκαταβολικά. Το ύψος τους είναι ικανό να αποπληρώσει τις οφειλές του δανείου και να καταβληθούν τα λειτουργικά έξοδα. Οι πληρωμές αυτές είναι υποχρεωτικές (unconditional) και πρέπει να καταβληθούν χωρίς να σχετίζονται με το πότε παραδόθηκε το προϊόν.

- *Hell –or-High-Water contract*

Με αυτό το συμβόλαιο ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος να πληρώσει για το προϊόν που έχει συμφωνηθεί άσχετα αν αυτό θα του παραδοθεί ή όχι. Η συμφωνία αυτή εξασφαλίζει τους δανειστές του έργου ακόμη και σε περίπτωση ανωτέρας βίας. Παρόμοια περίπτωση μπορεί να χαρακτηρίσουμε, για παράδειγμα, την καταβολή από το ελληνικό δημόσιο στο διαχειριστή της λειτουργίας του Τράμ το αντίτιμο των 10.000 εισιτηρίων ημερησίως. Αυτό θα συμβεί προκειμένου να έχει κάποιος το κίνητρο και το ελληνικό δημόσιο να βρει το μέρος που θα διαχειριστεί την επιχείρηση.

- *Throughput Agreement*

Η συμφωνία αυτή συναντάται κυρίως σε περιπτώσεις project financing αγωγών πετρελαίου ή άλλων ειδών. Στην περίπτωση αυτή υπάρχει υποχρέωση των εταιριών που παραδίδουν προϊόν στον αγωγό (shippers: π.χ. εταιρίες πετρελαιοειδών), να τροφοδοτούν κατά διαστήματα ικανές ποσότητες προϊόντος στον αγωγό να αποπληρώσει τα δάνεια και τα λειτουργικά έξοδά του. Συνήθως η συμφωνία αυτή συνοδεύεται και από μια συμφωνία για ταμειακή αδυναμία του έργου (cash deficiency) για την κάλυψη των εξόδων μεταφοράς που σχετίζονται με την throughput agreement.

- *Cost –of- service contract*

Με το συμβόλαιο αυτό υποχρεώνεται κάθε μέρος να πληρώσει την αναλογία του στο πραγματικό κόστος του έργου, σε αντάλλαγμα αναλογίας προϊόντος που θα λάβει από το προϊόν ή υπηρεσία του έργου. Με αυτό το συμβόλαιο γίνεται πληρωμή άσχετα από την παράδοση ή μη προϊόντος. Το ελάχιστο που θα κάλυπτε ένα τέτοιο συμβόλαιο θα ήταν είτε τα σταθερά είτε τα μεταβλητά κόστη του έργου. Με το συμβόλαιο αυτό οι δανειστές του έργου εξασφαλίζονται από αυξήσεις στα έξοδα του έργου, αλλαγή της νομοθεσίας κ.α. κινδύνους.

- *Tolling Agreement (επιβολή εισφοράς)*

Με μια τέτοια σύμβαση η εταιρία του έργου (project company) επιβάλλει μια εισφορά για την επεξεργασία μιας πρώτης ύλης η οποία ανήκει και θα παραδοθεί μετά την επεξεργασία στους sponsors. Η εισφορά πληρώνεται από κάθε συμμετέχοντα στο έργο και είναι συνήθως ανάλογη της συμμετοχής του στα έξοδα του έργου. Η ελάχιστη εισφορά που θα πρέπει να καταβάλλεται θα πρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και σταθερά κόστη, συμπεριλαμβάνοντας και το κόστος δανεισμού.

- *Step-up provisions.*

Η συμφωνία αυτή χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις που υπάρχουν πολλοί αγοραστές του προϊόντος ή χρήστες της υπηρεσίας. Συνήθως περιλαμβάνεται στις συμφωνίες αγοράς – πώλησης του προϊόντος. Υποχρεώνει τους υπόλοιπους αγοραστές να αγοράσουν μεγαλύτερο μερίδιο και να καλύψουν το έλλειμμα που μπορεί να δημιουργηθεί αν κάποιος από τους αγοραστές του προϊόντος έχει αδυναμία να αγοράσει το μερίδιό του. Ο κάθε αγοραστής εξασφαλίζει τις υποχρεώσεις των άλλων.

3.4.5. Κάλυψη κινδύνου αγοράς πρώτων υλών

Στα συμβόλαια αγοράς πρώτων υλών περιλαμβάνονται όλοι οι όροι και υποχρεώσεις για την παράδοση των πρώτων υλών. Επιπλέον μπορεί να προβλέπεται η παροχή πίστωσης από τους προμηθευτές προς το έργο. Περιλαμβάνονται επίσης προβλέψεις για περιπτώσεις μη παράδοσης και πιθανές ποινές. Μαζί με τα συμβόλαια αγοράς του προϊόντος του έργου παρέχουν σημαντική πίστωση προς το έργο.

Μια μορφή συμφωνίας για την αγορά της πρώτης ύλης είναι η <supply or pay>. Σύμφωνα με αυτήν υποχρεώνεται ο προμηθευτής να παραδώσει τις πρώτες ύλες που απαιτούνται για το έργο αλλιώς, σε περίπτωση που δεν μπορεί να παραδώσει, να πληρώσει το κόστος δανεισμού του έργου ή και τα λοιπά κόστη του έργου. Μπορεί να προβλέπονται περίοδοι όπου να μην ισχύουν οι ποινές για μη παράδοση, όπως σε περιόδους συντήρησης. Επίσης μπορεί να προβλέπονται συγκεκριμένες ποσότητες για ένα διάστημα (ενός) χρόνου, η μη παράδοση των οποίων δεν θα δημιουργήσει αρνητικές συνέπειες για τον προμηθευτή.

3.4.6. Κάλυψη πολιτικού κινδύνου

Οι sponsors και προμηθευτές του έργου αναζητούν κάλυψη του πολιτικού κινδύνου κυρίως από κυβερνητικά γραφεία και υπηρεσίες που έχουν ανάλογες υπηρεσίες. Στις Η.Π.Α. σχετικό τμήμα υπάρχει στον οργανισμό OPIC (Overseas private investment corporation), ένα οργανισμό που παρέχει χρηματοδότηση και ασφάλιση σε έργα σε αναπτυσσόμενες περιοχές. Αντίστοιχοι οργανισμοί υπάρχουν και σε άλλες χώρες, όπως στην Μεγάλη Βρετανία (Exports Credits Guarantee Dept), στην Ιαπωνία (Export insurance division, Ministry of international trade and industry), αλλά και σε άλλες χώρες όπως η Κορέα, το Ισραήλ, η Ινδία, το Βέλγιο κ.α.

Στην Ελλάδα δεν υπάρχει αντίστοιχος οργανισμός. Συνήθως η κάλυψη του πολιτικού κινδύνου γίνεται με την <εγγύηση του ελληνικού δημοσίου> στα έργα αυτά.

Εκτός από τις δημόσιες υπηρεσίες υπάρχουν και ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρίες που παρέχουν αντίστοιχες καλύψεις. Οι καλύψεις που παρέχουν διαφέρουν σημαντικά κατά περιόδους. Γενικά τα ασφαλιστρα είναι αρκετά υψηλά ενώ οι καλυπτόμενοι κίνδυνοι περιορισμένοι. Τα τελευταία χρόνια υπάρχει ανάπτυξη των προσφερομένων υπηρεσιών.

Στα ασφαλιστήρια συμβόλαια αναφέρονται με λεπτομέρεια τα χαρακτηριστικά του έργου, ενώ συνήθως ασφαρίζεται η επένδυση και όχι ολόκληρο το έργο. Οι κίνδυνοι αναφέρονται επίσης αναλυτικά. Μπορεί να καλύπτονται εκτός από την επένδυση και τα δικαιώματα από συγκεκριμένα συμβόλαια. Για παράδειγμα ο OPIC καλύπτει 270% της αρχικής επένδυσης, όπου 90% είναι η επένδυση και 180% για την κάλυψη των κερδών και των δεδουλευμένων τόκων. Η διάρκεια την επένδυσης μπορεί να είναι έως και 20 χρόνια, ανάλογα με το έργο.

Οι δανειστές για να μειώσουν τον πολιτικό κίνδυνο διαφοροποιούνται γεωγραφικά και κατά χώρα καθώς και σε διάφορες εταιρίες και κλάδους, προκειμένου να μειώσουν την έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο και να περιορίσουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους. Επομένως μπορεί να προτιμήσουν κάποια χώρα για να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους ή να μην την προτιμήσουν για τον ίδιο λόγο.

3.5. Η ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ

Για να υποστηρίξει ένα έργο η κυβέρνηση ενός κράτους θα λάβει υπόψη της πολλούς παράγοντες. Η τελική της απόφαση θα εξαρτηθεί αν το κοινωνικό όφελος που θα προκύψει θα είναι μεγαλύτερο από το κοινωνικό κόστος (σε όρους καθαρής παρούσας αξίας).

Επομένως το έργο, εκτός των άλλων κριτηρίων που έχουμε αναφέρει, θα πρέπει να ικανοποιεί και το ανωτέρω κριτήριο της θετικής οικονομικής προσφοράς στην επικράτεια της χώρας που θα κατασκευαστεί.

Τα κοινωνικά οφέλη που μπορεί να προσφέρει ένα έργο είναι δυνατό να περιλαμβάνουν την:

- κατασκευή κάποιων έργων υποδομής (δρόμους, γέφυρες, λιμάνια), τα οποία να χρηματοδοτηθούν από τρίτα μέρη και να αποπληρωθούν από τις ταμειακές ροές του έργου,
- εκπαίδευση εργατικού δυναμικού,
- κατασκευή κάποιων έργων που μπορεί να έχουν κοινωνική χρησιμότητα, όπως σχολεία, πυροσβεστικοί σταθμοί,
- επέκταση της δραστηριότητας κάποιου βιομηχανικού τομέα, η οποία θα προσελκύσει και άλλες επενδύσεις και θα αναπτύξει τον τομέα υπηρεσιών,
- προσθήκη κάποιων φορολογικών εισφορών οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση κοινωφελών έργων,

Τα έργα που έχουν διεθνή συμμετοχή και ενδιαφέρον παρέχουν ακόμη:

- το όφελος της δημιουργίας <σκληρών νομισμάτων>, που θα βοηθήσουν στην έλλειψη του νομίσματος στην τοπική οικονομία και θα βοηθήσουν στην ανάπτυξη αυτής,
- την ανάπτυξη της τοπικής κεφαλαιαγοράς.

Τα ανωτέρω οφέλη η τοπική κυβέρνηση θα πρέπει να τα συγκρίνει με τους πόρους ή την συμμετοχή που θα πρέπει να έχει στο έργο. Ιδιαίτερη προσοχή θα δείξει στο θέμα των πόρων, ιδίως όταν πρόκειται για αναπτυσσόμενη χώρα ή όταν οι πόροι είναι περιορισμένοι, να χρησιμοποιηθούν με τον καλύτερο τρόπο. Εκτός από πόρους μπορεί να απαιτηθεί να παρέχει κάποια κίνητρα.

Οι πόροι και τα κίνητρα θα αποτελέσουν το κόστος συμμετοχής της κυβέρνησης στο έργο. Σε περίπτωση ανταγωνισμού με άλλη χώρα για την κατασκευή του έργου, τα κίνητρα να είναι αυξημένα. Κίνητρα μπορεί να αποτελέσουν η:

- απαλλαγή από φορολόγηση για συγκεκριμένο διάστημα,
- παροχή της γης χωρίς αμοιβή ή με ένα ονομαστικό ενοίκιο,
- εξασφάλιση πρώτων υλών ή ενέργειας σε τιμές διεθνώς ανταγωνιστικές,
- παροχή έργων υποδομής χωρίς κόστος ή επιχορηγούμενα,
- επιχορήγηση με μετρητά,
- βοήθεια στην διαπραγμάτευση του δανεισμού και του επιτοκίου και πιθανές εγγυήσεις εκ μέρους της,
- διαθεσιμότητα και εξασφαλίσεις για το σκληρό νόμισμα αποπληρωμής του δανείου, ή επαναπατρισμού των κερδών του έργου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Όσο περισσότερα θα είναι τα κίνητρα από την πλευρά του δημοσίου τόσο περισσότερα θα αναμένει από το έργο. Για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας της επένδυσης για την κυβέρνηση (αλλά και για τους sponsors) απαιτείται συχνά η βοήθεια συμβούλων – χρηματοοικονομικών μηχανικών – για να δείξουν ότι η αποδοτικότητα θα σχετίζεται με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει κάθε μέρος. Σημαντικό κριτήριο της αξιολόγησης αυτής από την πλευρά της κυβέρνησης θα είναι η φορολόγηση των εσόδων του έργου διαχρονικά. Το όφελος αυτό, ιδίως αν είναι σε σκληρό νόμισμα είναι πολύ σημαντικό.

3.5.1. Συμμετοχή της κυβέρνησης στο έργο.

A. Οι κυβερνήσεις συνήθως ζητούν από τους sponsors των έργων να τους παρέχουν ένα ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο (*carried ownership interest*), χωρίς χρέωση για την κυβέρνηση, λόγω της παραχώρησης για κατασκευή του έργου στην δικαιοδοσία της χώρας.

Αυτός ο τρόπος συμμετοχής απαιτεί το ποσοστό συμμετοχής της κυβέρνησης να μην είναι αυθαίρετο αλλά να στηρίζεται στα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης του έργου. Σε αντίθετη περίπτωση που το ποσοστό θα είναι σταθερό και αυθαίρετο για οποιοδήποτε είδος επένδυσης, θα λειτουργήσει αρνητικά για τους επενδυτές-sponsors.

B. Η συμμετοχή της Κυβέρνησης θα δώσει επίσης ένταση στην διαμάχη για την διανομή των εσόδων από σκληρά νομίσματα (σημαντικό όφελος για την κυβέρνηση). Θα πρέπει στις καταστάσεις αυτές να γίνει ένα είδος συμβιβασμού με συμβολαιογραφικές συμφωνίες. Δημιουργείται συνήθως ένας ειδικός δεσμευμένος λογαριασμός (*escrow account*) στον οποίο <πληαίνουν> τα έσοδα από το εξωτερικό σε σκληρό νόμισμα. Κατόπιν βάση συμφωνίας τα έσοδα διατίθενται πρώτα για τη εξόφληση των λειτουργικών εξόδων, κατόπιν του δανείου και τέλος διανέμονται στους επενδυτές.

Γ. Η συμμετοχή της Κυβέρνησης στην υποστήριξη του δανεισμού του έργου θα έχει αντίκτυπο τόσο στην δική της πιστοληπτική ικανότητα, όσο και του έργου. Οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα και ως εκ τούτου δυνατότητα να εγγυηθούν για την αποπληρωμή του δανείου. Ανάλογα με την χώρα θα πρέπει να στηρίζεται και η χρηματοοικονομική διάρθρωση του έργου σε αυτήν.

Αν το έργο εγκατασταθεί σε μια αναπτυσσόμενη χώρα, η υποστήριξή του ή όχι από την τοπική κυβέρνηση μπορεί να δείχνει αν πρέπει να κατασκευαστεί ή να μην γίνει. Γενικά, αν κάποιο έργο για να λειτουργήσει απαιτεί την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης, τότε το έργο δεν θα πρέπει να χρηματοδοτείται με *project financing*. Πρέπει να χρηματοδοτείται απευθείας από την κυβέρνηση.

Έστω να θεωρήσουμε ένα έργο με τα καλύτερα χρηματοοικονομικά στοιχεία το οποίο να χρηματοδοτείται ή εγγυάται μερικώς από την κυβέρνηση. Η πίστωση αυτή της κυβέρνησης προς το έργο θα αποτελέσει μέρος της πιστωτικής ικανότητας της χώρας, η οποία (ικανότητα) μετράται με την αξιολόγησή της με βαθμούς (*credit rating*). Η εγγύηση ή χρηματοδότηση προς το έργο θα μειώσει την δυνατότητα της χώρας να

δανείζεται για άλλους σκοπούς και μπορεί να μειώσει τον βαθμό αξιολόγησής της (credit rating) και να αυξήσει το κόστος δανεισμού της.

Δ. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον η κυβέρνηση θα δείξει για τον τρόπο διάρθρωσης και χρηματοδότησης του έργου και στον σχηματισμό κάποιων μη επιθυμητών προηγούμενων καταστάσεων (precedents) που μπορεί να δημιουργηθούν με προηγούμενους επενδυτές, στην διαπραγμάτευσή της με μελλοντικούς επενδυτές. Αυτές οι προηγούμενες καταστάσεις μπορεί να θεωρηθούν δεδομένες και να δυσκολέψουν τις διαπραγματεύσεις. Προσοχή θα δώσει επίσης στα κίνητρα της φοροαπαλλαγής και των χορηγήσεων που θα κάνει, αλλά και στην διανομή του σκληρού νομίματος.

3.5.2. Public Private Infrastructure Projects. (P.P.I.)

Το σχήμα χρηματοδότησης έργων με συμμετοχή δημόσιου και ιδιωτικού τομέα αναπτύσσεται τα τελευταία χρόνια σε όλες τις χώρες, καθώς η χρηματοδότηση των κυβερνήσεων για έργα υποδομής, όπως δρόμοι, υπολείπεται των αναγκών που έχουν δημιουργηθεί. Έτσι δίνονται κίνητρα για την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στα έργα αυτά στην ανάπτυξη, χρηματοδότηση, λειτουργία και ιδιοκτησία αυτών. Ο σχεδιασμός θα πρέπει να είναι ικανός να παρέχει την απαιτούμενη αποδοτικότητα στους ιδιώτες μετόχους.

Οι συνεργασίες ιδιωτικού-δημόσιου τομέα αναπτύσσονται ως κοινοπραξίες, προκειμένου να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα από ότι ο δημόσιος τομέας μόνος του. Ο βαθμός συμμετοχής διαφέρει από πλήρη ιδιοκτησία του ιδιωτικού τομέα, όπου το κράτος παρέχει μόνο την έγκριση και επίβλεψη, μέχρι έργα που το κράτος είναι ο sponsor και ο ιδιωτικός τομέας συμμετέχει μόνο με χρηματοδότηση.

Έργα που κινούν το ενδιαφέρον του ιδιωτικού τομέα είναι κυρίως έργα μεταφορών, όπως αεροδρόμια, γέφυρες, όπου τα έσοδα από την χρήση είναι αρκετά, αλλά και από την εμπορική εκμετάλλευση των ακινήτων της γύρω περιοχής.

Η συγκεκριμένη μορφή συνεργασίας δημόσιου-ιδιωτικού τομέα (P.P.I) δεν είναι ένα μη ρυθμιζόμενο μονοπώλιο. Υπάρχουν συμφωνίες που αναφέρουν τις ευθύνες του κάθε μέρους, καθορίζουν περιορισμούς και την ποιότητα των υπηρεσιών. Σημαντικό θετικό στοιχείο που ανακύπτει από την συνεργασία αυτή είναι οι νέοι φόροι που πολλές φορές πληρώνονται, οι οποίοι μπορεί να μην υπήρχαν αν το έργο ήταν χρηματοδοτούμενο μόνο από το δημόσιο.

Αλλά σημαντικά έσοδα για το δημόσιο μπορεί να προέλθουν από την χρηματοοικονομική μίσθωση της γης (leasing) με πληρωμή από τα κέρδη του έργου, ή ακόμη να υπάρχει όρος τα κέρδη του έργου πάνω από ένα μέγιστο ποσό να καταβάλλονται στο δημόσιο.

Σημαντικός είναι ο συγκεκριμένος σχεδιασμός/συνεργασία σε έργα σε αναπτυσσόμενες περιοχές. Όπως αναφέρουμε σε άλλο σημείο της εργασίας υπάρχουν διεθνείς οργανισμοί οι οποίοι προσπαθούν να κινητοποιήσουν το ιδιωτικό ενδιαφέρον για επενδύσεις στις χώρες αυτές.

Οι διάφορες μορφές της συνεργασίας ιδιωτικού-δημόσιου τομέα διαφέρουν, όπως είπαμε, στον βαθμό των ευθυνών και του ρόλου του καθενός στο έργο. Οι σημαντικότερες συνεργασίες είναι οι επόμενες δέκα. Παρουσιάζονται με φθίνοντα τρόπο ως προς τις ευθύνες από την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα.

1. Perpetual Franchise Model

Στο μοντέλο αυτό ο ιδιωτικός τομέας χρηματοδοτεί και λειτουργεί το έργο, σύμφωνα με ένα συμβόλαιο χρηματοοικονομικής μίσθωσης στο διηνεκές από την κυβέρνηση.

Οι εταιρίες-ιδιώτες έχουν τους τίτλους των παγίων. Στο μοντέλο αυτό όλη η χρηματοοικονομική υποστήριξη παρέχεται από ιδιωτικούς οργανισμούς. Η κυβέρνηση ρυθμίζει τους κανόνες ασφαλείας, την ποιότητα και πιθανόν τις χρεώσεις από την χρήση ή τα κέρδη.

Το μοντέλο αυτό είναι το πιο ευέλικτο από όσα συζητούνται. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αντληθούν κεφάλαια με δημόσια προσφορά – με την προϋπόθεση να έχει λειτουργήσει για μερικά χρόνια και να έχει δείξει ικανοποιητική κερδοφορία.

2. Build - Operate - Transfer (B.O.T.)

Με το μοντέλο αυτό οι ιδιωτικές εταιρίες λαμβάνουν την άδεια να χρηματοδοτήσουν, κατασκευάσουν και λειτουργήσουν το έργο για συγκεκριμένη περίοδο, μετά το πέρας της οποίας θα το μεταβιβάσουν στο δημόσιο.

Η μεταβίβαση θα γίνει αφού ο ιδιωτικός τομέας λάβει μια ικανοποιητική απόδοση στα κεφάλαιά του. Για την ανάληψη του έργου από την κυβέρνηση, μπορεί να ζητηθεί να παρέχει μέρος της αποπληρωμής του δανείου. Είναι ιδανικό μοντέλο για κυβερνήσεις, λόγω της μεταβίβασης κυριότητας.

3. Build - Transfer – Operate (B.T.O.)

Οι ιδιωτικές εταιρίες στο μοντέλο αυτό σχεδιάζουν, χρηματοδοτούν και κατασκευάζουν το έργο. Μεταφέρουν την κυριότητα στο δημόσιο όταν το έργο περάσει και το τεστ ολοκλήρωσης. Οι ιδιωτικές εταιρίες στην συνέχεια θα νοικιάσουν (lease) το έργο από το δημόσιο για συγκεκριμένη περίοδο.

Τα έσοδα στην περίοδο αυτή λαμβάνονται προς όφελος των ιδιωτών. Μετά το τέλος της περιόδου ενοικίασης το δημόσιο αναλαμβάνει και λειτουργεί το έργο, για ίδιο λογαριασμό, ή το ενοικιάζει σε κάποιον άλλο (πιθανά και στον αρχικό ενοικιαστή). Στο μοντέλο αυτό το δημόσιο έχει πολύ μικρό μέρος της ευθύνης για την χρηματοδότηση.

4. Buy-Build – Operate (B.B.O.)

Στην περίπτωση αυτή ο ιδιωτικός τομέας αγοράζει μια ήδη υπάρχουσα εγκατάσταση από το δημόσιο. Την ανανεώνει ή την επεκτείνει και την λειτουργεί ως μια κερδοφόρα δημοσίως ελεγχόμενη επιχείρηση. Γέφυρες, δρόμοι και αεροδρόμια είναι υποψήφιες κατασκευές. Το μοντέλο αυτό μπορεί να αποδειχθεί δημοφιλές τα επόμενα έτη όπου θα χρειαστεί η ανανέωση πολλών δημοσίας χρήσης κατασκευών.

5. Lease – Develop- Operate (L.D.O.)

Εδώ οι ιδιωτικές εταιρίες ενοικιάζουν (lease) μια υπάρχουσα δημοσίας χρήσης εγκατάσταση και τον γύρω χώρο-γη από την κυβέρνηση. Τον επεκτείνουν, βελτιώνουν και λειτουργούν σύμφωνα με ένα σχέδιο διανομής των εσόδων με την κυβέρνηση, για μια συγκεκριμένη περίοδο. Η κυβέρνηση έχει τον τίτλο ιδιοκτησίας.

Είναι πρόσφορο μοντέλο όταν οι ιδιωτικές εταιρίες δεν έχουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την απόκτηση των εγκαταστάσεων, όπως προϋποθέτει το προηγούμενο (B.B.O.) μοντέλο. Επίσης χρήσιμο στην διανομή του κινδύνου, όταν το έργο είναι σε φάση που χάνει χρήματα.

6. Wraparound Addition

Ο ιδιωτικός τομέας, στο μοντέλο αυτό, επεκτείνει μια υπάρχουσα εγκατάσταση του δημοσίου. Στην περίπτωση αυτή θα έχει και την κυριότητα της προσθήκης (μόνο). Ο ιδιωτικός τομέας θα έχει την ευθύνη λειτουργίας είτε μόνο της προσθήκης είτε ολόκληρης της εγκατάστασης, σύμφωνα με συμβόλαιο με το δημόσιο. Πλεονεκτήματα είναι ότι η ιδιοκτησία είναι διαμοιρασμένη και ο ιδιωτικός τομέας δεν είναι υπεύθυνος για την αποπληρωμή του δανείου ολόκληρης της εγκατάστασης.

7. Temporary Privatization

Η ιδιωτική εταιρία εδώ θα έχει την ευθύνη λειτουργίας και συντήρησης μιας υπάρχουσας εγκατάστασης, η οποία χρειάζεται συντήρηση. Κατόπιν την επεκτείνει και επιδιορθώνει, την λειτουργεί και λαμβάνει τις αμοιβές από την χρήση της, για διάστημα ικανό να καλύψει το κόστος της συντήρησης ή την επέκτασης (πλέον μιας απόδοσης κεφαλαίου). Η κυριότητα του έργου είναι στο δημόσιο. Από την πλευρά του δημοσίου έχει τα περισσότερα πλεονεκτήματα γιατί η ιδιωτική εταιρία έχει το χρηματοοικονομικό κίνδυνο και παρέχει την συμφωνία ότι η εκμετάλλευση θα είναι πρόσκαιρη.

8. Speculative Development

Στην περίπτωση αυτή ο ιδιωτικός τομέας διαπιστώνει μια ανάγκη του δημοσίου. Με την σύμφωνη γνώμη του δημοσίου προχωράει στον σχεδιασμό και λαμβάνει τις απαραίτητες άδειες λειτουργίας, αναλαμβάνοντας όλα τα έξοδα και τον κίνδυνο. Αν επιδείξει στο δημόσιο ότι το έργο είναι βιώσιμο, η κυβέρνηση μπορεί να συμμετέχει σε κάποια φάση του έργου με χρηματοδότηση.

9. Value Capture

Στην περίπτωση αυτή γίνεται προσπάθεια να μετρηθούν τα οφέλη από την ανάπτυξη κάποιας περιοχής με την κατασκευή του έργου. Για παράδειγμα μπορεί να υπάρχει αύξηση της εμπορικής δραστηριότητας ή της αξίας της γης. Αυτή η πρόσθετη αξία φορολογείται με σκοπό να χρηματοδοτηθεί το έργο. Η φορολόγηση μπορεί να είναι είτε κάποιο πάγιο ποσό είτε κάποια ετήσια συνδρομή (επί των μ2 που αναπτύχθηκαν) είτε ένας ποσοστιαίος φορολογικός συντελεστής στην αύξηση της αξίας της γης. Τα έσοδα από την φορολόγηση είναι δυνατό να υποστηρίξουν την έκδοση ομολόγων για την χρηματοδότηση μέρους του έργου.

Επειδή η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα με αυτόν τον τρόπο δεν είναι με την σύμφωνη γνώμη του, ονομάζεται και <μη ηθελημένη > συμμετοχή στο έργο (involuntary partnership).

10. Use- reimbursement Model

Με το μοντέλο αυτό η κυβέρνηση/ δημόσιο συμφωνεί ένα συμβόλαιο χρήσης της εγκατάστασης από την εταιρία του έργου. Με το συμβόλαιο αυτό υποχρεώνεται το δημόσιο να καταβάλει πληρωμές ικανές να αποπληρώνουν το δάνειο, ανεξάρτητα από τα έσοδα από την χρήση του έργου. Η κυβέρνηση θα λαμβάνει πίσω τα χρήματα που καταβάλει από τα όποια έσοδα του έργου.

Εδώ το δημόσιο έχει όλο τον πιστωτικό κίνδυνο και αποτελεί εγγύηση για τον δανεισμό του έργου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΠΩΣ ΚΑΙ ΑΠΟ ΠΟΥ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΑΝΤΛΗΘΟΥΝ ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΟΥ ΕΡΓΟΥ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όταν αναφερόμαστε στα κεφάλαια του έργου εννοούμε, όπως και σε κάθε άλλη επιχειρηματική δραστηριότητα, δυο πηγές χρηματοδότησης: το μετοχικό κεφάλαιο και τον δανεισμό.

Στην περίπτωση των έργων με project finance ο δανεισμός μπορεί να διαχωριστεί σε δυο κατηγορίες:

- Τον δευτερεύοντα δανεισμό (subordinated debt) ή ενδιάμεση χρηματοδότηση (mezzanine financing) ή σχεδόν κεφάλαιο (quasi-capital) και
- Το κυρίως δάνειο.

Για τις τρεις αυτές κατηγορίες χρηματοδότησης του έργου θα αναφέρουμε κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που έχουν, σε σχέση με την συγκεκριμένη χρήση τους και στην συνέχεια θα αναφερθούμε αναλυτικά από ποιες πηγές μπορεί να γίνει η άντλησή τους.

4.1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Το μετοχικό κεφάλαιο στην επιχειρηματική δραστηριότητα αποτελεί το κεφάλαιο σε κίνδυνο. Αυτό γιατί οι μέτοχοι (sponsors-επενδυτές κεφαλαίου) θα είναι οι τελευταίοι που θα αποπληρωθούν σε μια πιθανή ρευστοποίηση του έργου. Για να συμμετέχουν κάποιοι επενδυτές κεφαλαίου στο μετοχικό κεφάλαιο κάποιου έργου θα εκτιμήσουν τα οφέλη που αναμένουν από την επένδυσή τους, τα οποία δεν περιορίζονται στην ελάχιστη απόδοση που αναμένουν ως ποσοστό πάνω στο επενδυμένο κεφάλαιό τους. Άλλος λόγος συμμετοχής τους μπορεί να είναι η εξασφάλιση μιας πηγής προμήθειας, καθώς θα μπορούν να αγοράζουν, προνομιακά, το προϊόν του έργου ή το αντίθετο, να εξασφαλίσουν ένα μακροπρόθεσμο πελάτη των δικών τους προϊόντων. Τα οφέλη αυτά βέβαια από τους επενδυτές θα συσχετιστούν με το ρίσκο της επένδυσης αυτής.

Οι επενδυτές κεφαλαίου του έργου αντιμετωπίζουν τον συνηθισμένο επιχειρηματικό και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Επιπλέον όμως αυτών θα φέρουν και μέρος της ευθύνης για την κάλυψη των υπερβάσεων του κόστους κατασκευής του έργου ή της αποτυχίας λειτουργίας του, που συνήθως προκαλεί και την απαίτηση των δανειστών για αποπληρωμή του δανείου.

Αν το έργο έχει μεγάλη διάρκεια κατασκευής οι επενδυτές θα πρέπει να περιμένουν για μεγάλο χρονικό διάστημα για να λάβουν μερίσματα. Ο περιορισμός αυτός συνήθως γίνεται από τους δανειστές οι οποίοι δεν επιτρέπουν την διανομή μερισμάτων πριν την ολοκλήρωση και λειτουργία του έργου, αλλά πολλές φορές και πριν την ικανοποιητική αποπληρωμή μέρος του δανείου.

Επενδυτές κεφαλαίου (equity investors) τελικά γίνονται όσοι θα ωφεληθούν άμεσα από την λειτουργία του έργου: συνήθως οι αγοραστές του προϊόντος του έργου (π.χ. Channel Tunnel), οι ιδιοκτήτες πρώτων υλών που θα χρησιμοποιήσει το έργο καθώς και οι προμηθευτές διαφόρων υπηρεσιών και κατασκευών προς το έργο, όπως κατασκευαστικές ή εταιρίες μηχανικών. Αυτό συμβαίνει γιατί δεν είναι δυνατό στην έναρξη (κατασκευή) του έργου να γίνει δημόσια εγγραφή για το κεφάλαιο του έργου. Μόνο όταν το έργο έχει λειτουργήσει ικανοποιητικά κερδοφόρα για σημαντικό χρονικό διάστημα θα είναι δυνατό να γίνει δημόσια εγγραφή κοινών μετοχών ή άλλων μορφών δευτερευόντων τίτλων (junior securities).

Οι δανειστές βλέπουν το κεφάλαιο ως μια εξασφάλιση (margin of safety) και επιθυμούν υψηλές κεφαλαιακές καταβολές για δυο λόγους:

- Αναμένουν να αποπληρωθούν από τις ταμειακές εισροές οι οποίες θα πρέπει να είναι επαρκείς. Σε περίπτωση που αυτές δεν είναι επαρκείς οι δανειστές θα βάζουν μεγαλύτερες δεσμεύσεις και το δάνειο θα έχει μεγαλύτερο κίνδυνο. Το κεφάλαιο αποτελεί γι' αυτούς μια εξασφάλιση,
- Θέλουν οι μέτοχοι να έχουν μεγάλη συμμετοχή για να έχουν αυξημένο ενδιαφέρον για το έργο και να το βλέπουν σαν μια επιτυχημένη επένδυση.

Για την διάρθρωση των κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν στο έργο τέσσερις κατηγορίες παραγόντων θα πρέπει να ληφθούν υπόψη:

- ποια θα είναι η οργάνωση και η κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης,
- πως θα γίνεται η διοίκηση και ο έλεγχος του έργου,
- πως θα επιλύονται οι συμφωνίες μεταξύ των sponsors/επενδυτών κεφαλαίου,
- πως θα γίνει η λήξη και εκκαθάριση του έργου.

Από τους ανωτέρω παράγοντες, οι τελευταίοι τρεις καθορίζονται στα συμβόλαια με τα οποία γίνονται μέτοχοι (parties) οι επενδυτές. Παραδείγματα για την διοίκηση και τον έλεγχο (τον δεύτερο παράγοντα) είναι οι σημαντικές αποφάσεις που θα πρέπει να ληφθούν για επιπλέον κεφάλαιο, οι οποίες θα πρέπει να είναι συνήθως ομόφωνες. Οι διευθετήσεις για την διοίκηση (management) του έργου είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες όταν υπάρχει συμμετοχή δημόσιου και ιδιωτικού ενδιαφέροντος.

Οι διευθετήσεις για τις διαφωνίες (τρίτο παράγοντα) θα πρέπει να καθοριστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι ομαλή η επίλυσή τους. Όταν οι sponsors ερμηνεύουν διαφορετικά τις προβλέψεις των συμβολαίων θα πρέπει να υπάρχει διαιτησία για την επίλυση των διαφορών. Σε σημαντικότερες περιπτώσεις παραβάσεων και αθετήσεων συμφωνιών απαιτείται συνήθως η ύπαρξη σημαντικότερων συμφωνιών διευθέτησης, όπως συμφωνία buy-sell ή put-call.

Για παράδειγμα σε μια συμφωνία buy-sell το ένα μέρος προσφέρεται να αγοράσει την συμμετοχή του άλλου μέρους στο έργο. Αυτός στον οποίο γίνεται η προσφορά μπορεί να δεχθεί να πουλήσει ή να εξαγοράσει το ποσοστό στο έργο αυτού που του έκανε την πρόταση, στην τιμή που έγινε αρχικά η προσφορά. Σε μια συμφωνία put-call το ένα μέρος της συμφωνίας (nondefaulting party) έχει το δικαίωμα να πουλήσει στο άλλο μέρος (defaulting party) το μερίδιό του ή να αγοράσει του άλλου μέρους το μερίδιο. Σε όλες τις περιπτώσεις θα πρέπει να πληρωθεί μια δίκαιη τιμή, στηριζόμενη σε εκτιμήσεις ανεξάρτητων ειδικών.

Ποια αναλογία δανείων (ξένα)/ίδια (μετοχικό) θα υπάρξει για κάθε έργο είναι θέμα διαπραγμάτευσης μεταξύ δανειστών κυρίως δανείου και sponsors. Εξαρτάται από τον δείκτη άλλων σχετικών έργων, τι αναμένει η αγορά και τι ρίσκο έχει το έργο, αν το προϊόν του έργου έχει εξασφαλισμένες πωλήσεις. Ο δείκτης μπορεί να είναι από λιγότερο από ένα έως 3ή 4 προς ένα.

Οι δανειστές απαιτούν να καταβληθεί κεφάλαιο από τους sponsors ακόμη και στη περίπτωση που υπάρχει εγγύηση από φερέγγυους τρίτους, για να έχουν ενδιαφέρον στο έργο.

4. 2. ΔΕΥΤΕΡΕΥΩΝ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ- SUBORDINATED DEBT

Ο δανεισμός αυτός παρέχεται από επενδυτές (sponsors) ως μέρος των συνολικών επενδύσεών τους στο έργο. Παρέχεται είτε από μέτοχο του έργου είτε από κάποιον προμηθευτή ως μέρος της πίστωσής του είτε από την κυβέρνηση του κράτους, λόγω ενδιαφέροντος να ξεκινήσει το έργο. Στην περίπτωση του προμηθευτή παράδειγμα μπορεί να είναι η εταιρία από την οποία θα αγοραστεί μεταχειρισμένος εξοπλισμός. Η εταιρία του έργου μπορεί να διαπραγματευτεί τους όρους αγοράς του εξοπλισμού, το επιτόκιο, την λήξη και να συμπεριλάβει κάποια κίνητρα συμμετοχής στο κεφάλαιο (equity kickers). Άλλες πηγές μπορεί να είναι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί (finance companies, risk capital companies) και επενδυτικά χαρτοφυλάκια (risk portfolio managers of insurance companies).

Χρησιμοποιείται ως χρηματοδότηση του έργου μέχρι να ληφθεί το κυρίως δάνειο (cash flow lending). Επίσης για να καλύψει ανάγκες υπερβάσεων κόστους κατασκευής ή για άλλες πληρωμές που πρέπει οπωσδήποτε να γίνουν.

Ο δανεισμός αυτός είναι κατώτερος σε σειρά από τον κυρίως δανεισμό και από τα δάνεια με εξασφαλίσεις (secured debt). Έχει ωστόσο προτεραιότητα σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο.

Έχει το πλεονέκτημα ότι είναι συνήθως σταθερού επιτοκίου, είναι μακροπρόθεσμος δανεισμός (3-10 χρόνια) και χωρίς εξασφαλίσεις. Αναφέρεται ως σχεδόν-κεφάλαιο (quasi capital) επειδή οι δανειστές του κυρίως δανείου του έργου το θεωρούν κεφάλαιο στον υπολογισμό των δεικτών ίδια προς ξένα κεφάλαια.

Ο δευτερεύων δανεισμός μπορεί διαχωρίζεται σε γενικά δευτερεύων δανεισμό, οπότε αναφέρεται χαρακτηριστικά και ως blanket subordination, και σε ειδικά δευτερεύων, όπου αναφέρεται συγκεκριμένα το είδος του δανείου στο οποίο είναι δευτερεύων.

Όπως και στις συνηθισμένες περιπτώσεις δανεισμού έτσι και εδώ θα πρέπει να καθορίζεται ο τρόπος αποπληρωμής, οι τόκοι, η διάρκεια και περιγραφή των δανειστών και πιστωτών κάτω από τους οποίους το δάνειο είναι δευτερεύων (subordinated). Η μορφή αυτή δανεισμού από τους sponsors έχει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα έναντι των κεφαλαιακών καταβολών:

- Αν το έργο επιτύχει, το δάνειο θα αποπληρωθεί και ο sponsor θα λάβει πίσω το κεφάλαιο και τους τόκους με ποιο ομαλό τρόπο και με λιγότερες φορολογικές και άλλες υποχρεώσεις και δεσμεύσεις από ότι η επιστροφή του κεφαλαίου,
- Έχει συγκεκριμένη διάρθρωση αποπληρωμής κεφαλαίου και τόκων, ενώ τα μερίσματα όχι,
- Μπορεί να υπάρχουν περιορισμοί στην διανομή μερίσματος, ενώ σχεδόν καθόλου για αποπληρωμή δανείου,
- Τα πλεονεκτήματα από την αύξηση της αξίας συμμετοχής στο κεφάλαιο (στις περιπτώσεις απευθείας συμμετοχής στο κεφάλαιο) μπορεί να αντισταθμιστούν από προβλέψεις για stock warrants και stock conversion rights που μπορεί να υπάρχουν στην σύμβαση για τον δευτερεύων δανεισμό,
- Είναι μεγαλύτερη η αγορά δανείων (debt loan) από την αγορά κεφαλαίων (equity),
- Ο συνδυασμός δευτερεύοντος δανεισμού και προβλέψεων για warrants ή conversion rights παρέχει ευχέρεια σε έναν sponsor/ δανειστή για να χειριστεί το χρόνο που θα έχει τον έλεγχο του έργου για χρηματοοικονομικούς και λογιστικούς σκοπούς,
- Για νομικούς και άλλους περιορισμούς (π.χ. αντί-trust) η συμμετοχή στο κεφάλαιο μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα,
- Οι τόκοι του δανείου εκπίπτουν από το εισόδημα,
- Η πίστωση με την μορφή δευτερεύοντος δανείου από ένα προμηθευτή μπορεί να μην είναι σημαντική γι' αυτόν, αλλά στο έργο να παρέχει σημαντικό κεφάλαιο κίνησης,
- Το δημόσιο μπορεί να μην είναι σε θέση να συμμετέχει στο κεφάλαιο αλλά μέσα από την συμμετοχή του στον δευτερεύοντα δανεισμό να προσελκύσει και δανειστές για το κυρίως δάνειο.

Για να αποπληρωθεί το δευτερεύων δάνειο θα πρέπει να υπάρξουν σημαντικές εξοφλήσεις στο κυρίως δάνειο. Αυτό σημαίνει ότι οι δανειστές αυτής της κατηγορίας θα δώσουν μεγάλη σημασία στην δυνατότητα του έργου να αποπληρώσει το κυρίως δάνειο και να διατηρήσει αποθεματικά ικανά να τους αποπληρώσουν.

Επόμενο είναι για την προσέλκυση των δανειστών/ επενδυτών αυτής της κατηγορίας να χρησιμοποιηθούν κάποια κίνητρα, ονομαζόμενα sweeteners ή equity kickers (βλ. Παράρτημα VI – Κατηγορίες Equity Kickers). Περιλαμβάνουν προβλέψεις για αγορά φθηνών μετοχών (τουλάχιστον την στιγμή του δανείου), warrants για την αγορά μετοχών ή δικαιώματα για μετατροπή του δανείου σε μετοχικό κεφάλαιο με λογικές αναλογίες-οι οποίες να επιτρέπουν την επίτευξη, ίσως, κάποιου οφέλους.

Συνήθως ο δευτερεύων δανεισμός γίνεται με ιδιωτική τοποθέτηση. Συνέπεια είναι να υπάρχουν πολλοί όροι (financial covenants) οι οποίοι συνδυάζονται με το κυρίως δάνειο για να εξασφαλίσουν ότι η εταιρία λειτουργεί σύμφωνα με τις προβλέψεις.

Μεγάλοι οργανισμοί, που διαπραγματεύονται δημόσια σε αγορές, κάνουν χρήση των junk bonds για την ενδιάμεση χρηματοδότησή τους, καθώς περιέχουν πολύ λίγους περιορισμούς.

4.3. ΚΥΡΙΩΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ- SENIOR DEBT

Αποτελεί περισσότερο από το 50% της συνολικής χρηματοδότησης και προέρχεται κυρίως από εμπορικές τράπεζες. Έχει πρώτη προτεραιότητα αποπληρωμής από τα έσοδα του έργου αλλά και στις περιπτώσεις οικονομικών δυσχερειών και πτώχευσης.

Διακρίνεται σε δυο κατηγορίες: δάνειο με εξασφαλίσεις (secured) και χωρίς εξασφαλίσεις(unsecured).

Ο δανεισμός με εξασφαλίσεις στηρίζεται σε στοιχεία που έχουν αξία και μπορούν να πωληθούν εύκολα για να αποπληρωθεί το δάνειο. Η αξία της εξασφάλισης είναι συνήθως ίση ή μεγαλύτερη από το δάνειο. Σημασία έχει και η καλή φήμη του πελάτη, καθώς η τράπεζα δεν αποσκοπεί στην είσπραξη του δανείου από την εξασφάλιση. Χορηγείται από διάφορα πιστωτικά ιδρύματα.

Εξασφάλιση εκτός από κτίρια και γη μπορεί να είναι: εκχώρηση δικαιωμάτων εισπράξεων, εξόρυξης, προσημείωση σε μηχανολογικό εξοπλισμό, σε συμβάσεις για πρώτες ύλες, μετοχές, άδειες και προνόμια για την ομαλή λειτουργία του έργου, easements. Ακόμη μπορεί να γίνει χρήση της αρνητικής υποθήκευσης.

Σε περίπτωση καθυστερήσεων πληρωμών των δανείων του έργου οι δανειστές του δανείου αυτού συνήθως απαιτούν να πληρωθούν ενώ οι λοιποί δανειστές και πιστωτές να μην πληρώνονται ή να χρειάζεται να καταβάλουν και επιπλέον δανεισμό. Η ύπαρξη δανείου με εξασφάλιση μπορεί να αποτρέπει δάνεια χωρίς εξασφάλιση, καθώς οι δανειστές αυτοί δεν θα ήθελαν να μουν στο δανεισμό τέτοιας εταιρίας.

Απαιτείται προσοχή στους όρους για την ενεργοποίηση της εξασφάλισης του δανείου. Συμβαίνει να μη είναι πάντα ευχερής ο καθορισμός ιδίως σε αναπτυσσόμενες χώρες όπου δεν υπάρχει ανεπτυγμένο νομικό σύστημα. Έτσι πολλές φορές γίνεται πράξη leasing, αντί δανεισμού, που είναι πιο καθαρή η περίπτωση καθυστέρησης.

Ο δανεισμός χωρίς εξασφαλίσεις στηρίζεται στην καλή πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου. Αν και δεν είναι συνδεδεμένος άμεσα με κάποιο πάγιο στοιχείο μπορεί να έχει όρους για καλούς δείκτες, διοίκηση κ.λ.π. η αθέτηση των οποίων θα ενεργοποιεί κάποια εξασφάλιση. Δίνεται μόνο σε αξιόπιστες εταιρίες, οι οποίες έχουν υποστήριξη από sponsors με καλή φήμη. Παρέχεται από εμπορικές τράπεζες αλλά και από τους sponsors. Μπορεί να υπάρχει στο δάνειο ένα stock warrant ή stock conversion right με τα οποία θα δίνεται η δυνατότητα στο δανειστή να αυξήσει την πιθανότητα κέρδους του.

Γενικά ο κύριος δανεισμός μπορεί να λάβει διάφορες μορφές:

- Χωρίς να είναι εξασφαλισμένος δανεισμός, να διατηρεί την προτεραιότητά του σε σχέση με άλλα, όπως έχουν χαρακτηριστεί, δευτερεύοντα δάνεια (subordinated debt) που είναι κάτω από αυτό,
- Μπορεί να μην είναι εξασφαλισμένο αλλά να προστατεύεται με αρνητική υποθήκη. Να μην μπορούν να γίνουν υποθήκες, για άλλα δάνεια, σε σημαντικά πάγια του έργου,
- Το δάνειο να προστατεύεται με βάση κάποια συμφωνία αθέτησης (default) η οποία ενεργοποιείται με κάποιο χαρακτηριστικό ή όρο π.χ. ένα χρηματοοικονομικό δείκτη,
- Το δάνειο να εξασφαλίζεται με κάποιο δικαίωμα (lien) στα σημαντικά πάγια του δανειζόμενου από την στιγμή που γίνεται η χορήγηση των χρημάτων και μετά,
- Το δάνειο να εξασφαλίζεται από έσοδα τα οποία λαμβάνονται από συμβόλαια (π.χ. take or pay) ή cash flows που πηγαίνουν σε έναν escrow account για να εξυπηρετήσουν το δάνειο.

Σε περιπτώσεις που υπάρχουν πολλοί χρηματοδότες-δανειστές μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένας ενδιάμεσος φορέας (security trustee) ο οποίος να φροντίζει για τις εξασφαλίσεις, τις καταβολές του δανείου και τις αντίστοιχες εισπράξεις. Συνήθως λειτουργεί με βάση την γνώμη της πλειοψηφίας των 2/3 των δανειστών, με κάθε δανειστή να ψηφίζει με βάση την αναλογία του μη αποπληρωμένου δανείου του.

4.4. ΑΛΛΑ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΑ ΔΑΝΕΙΑ ΕΚΤΟΣ ΤΟΥ ΚΥΡΙΩΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Μπορεί να γίνει δανεισμός με εξασφάλιση για συγκεκριμένα πάγια, όπως με την χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης για εδαφικές εκτάσεις ή εξοπλισμό, καθώς και με δανεισμό από προμηθευτές ή τρίτους για αγορά εξοπλισμού.

Στις περιπτώσεις αυτές μπορεί να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων με τους δανειστές του κυρίως δανείου, οι οποίοι θέλουν να έχουν τον έλεγχο των βασικών παγίων του έργου, ιδίως σε περιπτώσεις οικονομικών δυσχερειών και των δανειστών με ενέχυρο συγκεκριμένο πάγιο ή αυτών που χορήγησαν το leasing. Η έκταση τέτοιων δανείων θα πρέπει να καθορίζεται στην σύμβαση του κυρίως δανείου.

4.5. ΠΡΟΣΘΕΤΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΑΛΥΨΗ

Στα διάφορα στάδια της ζωής του έργου, τόσο κατά την κατασκευή όσο και κατά την λειτουργία του, μπορεί να απαιτηθούν επιπλέον κεφάλαια- χρηματοδότηση. Αυτό μπορεί να γίνει είτε γιατί αρχικά δεν είχαν προβλεφθεί τα κατάλληλα κεφάλαια για το κάθε στάδιο κατασκευής του έργου είτε γιατί όταν πλέον λειτουργεί οι συμφωνίες αγοράς του προϊόντος δεν του εξασφαλίζουν για κάποιο διάστημα τα απαραίτητα έσοδα. Για αυτούς τους λόγους μπορεί να χρησιμοποιηθούν επιπλέον συμφωνίες που ονομάζονται < ultimate backstops> και οι οποίες να λάβουν διάφορες μορφές όπως financial support agreement, cash deficiency agreement, capital subscription agreement, clawback agreement, escrow fund. Με τις συμφωνίες αυτές υποχρεώνονται κάποια εχέγγυα πρόσωπα να παρέχουν τα επιπλέον κεφάλαια του έργου. Το πώς διαφέρει ανάλογα με την συμφωνία.

A. Financial support agreement

Η συμφωνία αυτή μπορεί να πάρει την μορφή εγγυητικής επιστολής ή μιας εγγύησης η οποία θα παρέχεται συνήθως από τον sponsor. Οι πληρωμές οι οποίες γίνονται με την χρήση της εγγυητικής επιστολής ή της εγγύησης χειρίζονται από το έργο σαν δάνεια (κάτω από το κυρίως δάνειο). Αν το έργο μπορεί να εξασφαλίσει μια τέτοια εγγυητική επιστολή από τράπεζα ή άλλο πιστωτικό οργανισμό είναι σίγουρα προς όφελός του.

B. Cash deficiency agreement

Η συμφωνία αυτή γίνεται για να καλύψει προσωρινές ταμειακές αδυναμίες του έργου για την αποπληρωμή των δανείων του. Ο υπόχρεος από αυτήν την συμφωνία θα κάνει τις καταβολές για να καλύψει τις αδυναμίες αυτές. Στις περιπτώσεις που περιλαμβάνεται σε συμφωνίες Throughput Agreements για την αγορά του προϊόντος, συνηθίζεται να χειρίζεται ως προκαταβολή έναντι μελλοντικών παραδόσεων προϊόντος ή χρήσης της υπηρεσίας του έργου.

G. Capital subscription agreement

Με την συμφωνία αυτή υποχρεώνονται κάποια εχέγγυα μέρη να αγοράσουν τις μετρητοίς μετοχές που θα εκδοθούν για να καλύψουν τις ταμειακές ανάγκες του έργου. Συνήθως πρόκειται για μετοχές με λιγότερα δικαιώματα, όπως οι κοινές μετοχές.

A. Clawback agreement

Με την συμφωνία αυτή δημιουργείται η υποχρέωση να δοθούν χρήματα στο έργο μέχρι του ποσού είτε α) των μερισμάτων που έλαβε ο sponsor από το έργο, είτε β) μέχρι το ύψος των φορολογικών ωφελειών που είχε ο sponsor από την επένδυση του έργου. Οι συνεισφορές αυτές μπορεί να θεωρηθούν είτε ως επένδυση στο κεφάλαιο του έργου είτε ως δάνειο.

E. Escrow fund

Το ποσό αυτό μπορεί να απαιτηθεί από τους δανειστές και να περιλαμβάνει τις δόσεις του δανείου για περίπου 12-18 μηνών. Ένα ενδιαμέσο μέλος (trustee) θα είναι υπεύθυνο να κάνει αναλήψεις από τον λογαριασμό στις περιπτώσεις που το έργο δεν μπορεί να καλύψει τις δανειακές ότι υποχρεώσεις.

4.6. ΣΗΜΕΙΑ ΠΟΥ ΔΕΙΧΝΟΥΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΝ ΟΙ ΔΑΝΕΙΣΤΕΣ

Ως προς την σχέση τους με άλλους δανειστές:

- Θέλουν το δάνειο να είναι επαρκές και να καλύπτει τις ανάγκες του έργου έτσι ώστε να μην μπουν νέοι δανειστές με άλλα συμφέροντα και απαιτήσεις,
- Να έχουν την ίδια σειρά προτεραιότητας στις απαιτήσεις και σε τυχόν προϊόν εκκαθάρισης. Να μην έχει κάποιος πλεονέκτημα σε σειρά απαιτήσεων από ότι κάποιος άλλος,
- Σε περίπτωση μη δυνατότητας αποπληρωμής μέρους δανείου να αφορά όλους τους δανειστές και όχι κάποιον συγκεκριμένα (cross default clauses),
- Κάθε αποπληρωμή να αφορά αναλογικά όλους τους δανειστές ανάλογα με το ποσοστό του δανείου του καθένα δανειστή στο σύνολο του δανεισμού,
- Σε περίπτωση προβλημάτων όπου θα υπάρχουν διχογνωμίες για την επίλυσή τους από τους δανειστές να είναι καθορισμένα τα δικαιώματα ψήφου και οι περιπτώσεις που αφορούν την κατάσταση του δανειστή σε μη αποπληρωμή (default provisions),
- Θα πρέπει να είναι εξασφαλισμένες οι εισροές από τις πωλήσεις προς την αποπληρωμή του δανείου και να μην παραχωρούνται για άλλους σκοπούς.

Ως προς το έργο:

- Επιθυμούν η εταιρία του project να έχει έναν ισχυρό ισολογισμό. Αφού οι εταιρίες αυτές από την φύση τους έχουν υψηλή δανειοδότηση (highly leveraged) σημαντικό στοιχείο είναι το EBITDA για την αποπληρωμή των δανείων,
- Εξετάζουν τον ανταγωνισμό του συγκεκριμένου προϊόντος του έργου καθώς και την ανάλυση της σύνθεσης του κόστους του. Η ανάλυση αυτή είναι χρήσιμη αν προσφέρει στοιχεία για το μέλλον,
- Εξετάζονται οι παραδοχές για τις μελλοντικές προβλέψεις και η λογικότητά τους,
- Οι ταμειακές ανάγκες του έργου, διαχρονικά. Συμβαίνει να γίνεται πρόβλεψη των ταμειακών αναγκών για την αποπληρωμή του δανείου αλλά να μην υπολογίζονται οι ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης,
- Σημαντικός παράγοντας για παροχή πίστωσης είναι η Διοίκηση. Ποιοι είναι οι στόχοι της διοίκησης, οι πολιτικές της, αν έχει συνεργαστεί στο παρελθόν αποτελεσματικά με τις τράπεζες, τι προβλέψεις κάνει για απρόβλεπτα γεγονότα,
- Το επίπεδο και η σταθερότητα κερδών. Εξετάζεται αν μπορεί να παράγει ικανοποιητικά έσοδα με σταθερό ρυθμό και με συνέπεια. Ποιο είναι το επίπεδο των μελλοντικών εσόδων με το υπόλοιπο του δανείου κάθε στιγμή. Πολλές φορές είναι ποιο σημαντικό να παράγει λιγότερα έσοδα αλλά περισσότερο προβλέψιμα και σίγουρα παρά υψηλά κέρδη με υψηλή διακύμανσή τους,
- Η βιομηχανία που δραστηριοποιείται. Σε ποια θέση βρίσκεται στην αγορά, ποιες οι τάσεις της αγοράς, ανταγωνισμός, ιστορικές αποδόσεις κλάδου.

- Χρηματοοικονομικές πηγές άντλησης κεφαλαίων (financial resources). Ποια είναι η παρούσα χρηματοοικονομική θέση του έργου, τι ρευστά διαθέσιμα έχει (ύψος) και τι ποιοτικά χαρακτηριστικά (δείκτης ανακύκλωσης αποθεμάτων και απαιτήσεων, πολιτικές αποτιμήσεων πελατών και αποθεμάτων),
- Βαθμός κάλυψης δανείου από ενσώματα πάγια (*Asset protection*). Υπολογίζεται ο δείκτης παγίων προς δάνεια για να διαπιστωθεί αν είναι εξασφαλισμένα τα δάνεια από τα πάγια. Ο βαθμός του εξαρτάται από τον κλάδο που δραστηριοποιείται το έργο,
- Indenture provisions. Θα πρέπει να εξεταστεί αν υπάρχουν σχετικές προβλέψεις για την αποπληρωμή των δανείων σε περίπτωση ρευστοποίησης του έργου, αλλά και αν η διοίκηση έχει αρκετή ελευθερία κινήσεων για να ενεργήσει και να αποφύγει τέτοιες καταστάσεις χωρίς να αθετεί τους περιορισμούς των δανείων,
- Εξασφαλίσεις-εγγυήσεις. Όταν υπάρχουν (εγγυητικές επιστολές, εταιρική εγγύηση) εξετάζεται η αξία τους,
- Cash trap. Εξετάζεται η προθυμία να κατατίθεται μέρος από τα έσοδα από πωλήσεις σε έναν escrow account, πριν πάνε στην εταιρία του έργου.
- Εξετάζονται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες (ratio analysis) για να διαπιστωθεί η θέση της εταιρίας στην παρούσα φάση αλλά και μελλοντικά

4.7. ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΜΕΤΑΞΥ ΔΑΝΕΙΣΤΩΝ (inter-creditor agreement)

Κατά τα πρώτα στάδια του έργου θα πρέπει να γίνει μια συμφωνία μεταξύ των πιστωτών-δανειστών της εταιρίας, των διαφόρων μορφών δανεισμού: κυρίως δάνεια, εξασφαλισμένα και μη, μακράς και μικρής χρονικής διάρκειας.

Η συμφωνία αυτή θα έχει σαν σκοπούς να καθορίσει:

- προτεραιότητες αποπληρωμής
- την επιτάχυνση της λήξης των δανείων αν χρειαστεί
- πως θα γίνει η διάθεση στην περίπτωση ζημιών
- να καθορίσει τον τρόπο κατάσχεσης προς όφελος όλων των δανειστών

Με την συμφωνία αυτή αποφεύγονται τυχόν διχογνωμίες μεταξύ των δανειστών και οι μεμονωμένες πράξεις με τις οποίες κάποιοι δανειστές σε περίπτωση προβλήματος θα εκμεταλλευτούν την κατάσταση προς ζημιά κάποιων άλλων. Ακόμη καθορίζονται με λεπτομέρεια και είναι πολύ περιοριστικοί οι όροι που καθορίζουν πότε υπάρχει περίπτωση μη αποπληρωμής και πτώχευσης και θα ξεκινήσουν τα μέτρα από τους δανειστές.

Με την συμφωνία αυτή απαγορεύεται τυπικά να λάβει κάποιος δικαστικά μέτρα και να λειτουργήσει έξω από αυτήν, μεμονωμένα. Υπάρχει η περίπτωση να χρησιμοποιηθεί ενδιάμεσος φορέας (τράπεζα ή δανειστής) για να λειτουργήσει εκ μέρους όλων των δανειστών. Η συμφωνία αυτή θα είναι προς όφελος και του δανειζόμενου καθώς θα έχει να κάνει με τον αντιπρόσωπο των δανειστών και όχι με καθένα ξεχωριστά.

4.8. ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Το επιτόκιο δανεισμού γενικά στην αγορά υπολογίζεται με βάση την πιστοληπτική βαθμολογία που λαμβάνει η έκδοση του δανείου από τους οίκους που πραγματοποιούν τέτοιες αξιολογήσεις. Συνήθως δεν είναι εύκολο να αξιολογηθεί η εταιρία του έργου. Έτσι ο κάθε δανειστής θα πρέπει να εφαρμόσει δικές του μεθόδους αξιολόγησης του δανείου, οι οποίες συνήθως συμφωνούν με αυτές των οίκων αξιολόγησης.

Η ύπαρξη καλής αξιολόγησης για ένα έργο είναι πολύ σημαντικό. Ωστόσο η επίτευξη αυτή από την μια πλευρά θα έχει το κόστος των αυστηρότερων περιορισμών και ρυθμίσεων και από την άλλη την προσέγγιση μεγαλύτερης αγοράς για το δάνειό του έργου.

Η εταιρία του project στην αναζήτηση χρηματοδότησης θα πρέπει να έχει μια ιδέα για το επίπεδο του επιτοκίου. Μια ανάλυση της πιστωτικής της ικανότητας είναι πολύ δύσκολη καθώς έχει πολλές εξασφαλίσεις και εγγυήσεις από τρίτα μέρη.

Η εταιρία θα πρέπει να κοιτάξει για τα επιτόκια που χρησιμοποιούνται από εταιρίες στον ίδιο κλάδο. Στις διαπραγματεύσεις της θα χρησιμοποιήσει το κάτω όριο στην κλίμακα των επιτοκίων που έχει βρεί. Οι προβλέψεις και οι υπολογισμοί θα γίνουν με αυτό το επιτόκιο, εκτός αν από τον χρηματοοικονομικό σύμβουλο προταθεί κάτι διαφορετικό.

4.9. ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

4.9.1. Πηγές κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο του έργου συνήθως συμμετέχουν τρεις κατηγορίες επενδυτών:

- οι sponsors, οι οποίοι παρέχουν και το μεγαλύτερο ποσοστό,
- οι αγοραστές του προϊόντος του έργου, στους οποίους είναι πιθανό να ζητηθεί να συμμετέχουν και
- οι επενδυτές κεφαλαίου (equity investors), ιδίως θεσμικοί επενδυτές.

Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των τελευταίων χρόνων είναι η ανάπτυξη κάποιων ενδιάμεσων φορέων επένδυσης, ο ρόλος των οποίων αναβαθμίζεται συνεχώς. Αναφέρουμε δυο συγκεκριμένους τύπους και τον ρόλο και χρησιμότητα αυτών στις επενδύσεις σε έργα.

A. Δεσμευμένα κεφάλαια προς επένδυση (Committed Investment Funds)

Τα κεφάλαια αυτά οργανώνονται από διαχειριστές κεφαλαίων για να επενδύσουν σε συγκεκριμένους τύπους έργων. Οι sponsors που συμμετέχουν στα κεφάλαια αυτά είναι αυτοί που αποφασίζουν για τις επενδύσεις. Για παράδειγμα υπάρχει το Scudder Latin America Power Fund, το οποίο επενδύει στο κεφάλαιο ανεξάρτητων έργων παραγωγής ενέργειας στην Λατινική Αμερική και στην Καραϊβική. Υπάρχουν τέσσερις κύριοι επενδυτές, οι οποίοι συμμετέχουν με περίπου \$25 εκατ. ο καθένας. Συμμετέχουν σε μια επιτροπή η οποία αποφασίζει που θα επενδύσει το κεφάλαιο, μετά την ανάλυση των επενδυτικών ευκαιριών από τους συμβούλους του κεφαλαίου (Scudder, Stevens & Clark).

Τα οφέλη για τους ανωτέρω (σοφιστικά σκεπτόμενους) επενδυτές είναι πολλά. Υπάρχει διαφοροποίηση των επενδύσεων ενώ εκμεταλλεύονται την εξειδίκευση των συμβούλων του κεφαλαίου σε συγκεκριμένου τύπου επενδύσεις. Είναι θετικό να υπάρχουν στο κεφάλαιο περισσότεροι από ένας έμπειροι επενδυτές οι οποίοι γνωρίζουν πολύ καλά τις σχετικές επενδύσεις. Το κεφάλαιο θα αποδίδει περισσότερο από την καλύτερη και μεγαλύτερη πληροφόρηση για επενδύσεις και από την κοινή ευθύνη διαχείρισης και έλεγχου του έργου. Όλα τα ανωτέρω οφέλη κάνουν φθηνότερο το κόστος της επένδυσης. Τα ανωτέρω οφέλη είναι δυνατό να είναι μεγαλύτερα σε επενδύσεις σε αναδυόμενες αγορές όπου το κόστος συγκέντρωσης και αξιολόγησης της πληροφορίας είναι μεγαλύτερο.

B. Pooled Equity Vehicles

Είναι η περίπτωση της δημιουργίας μιας επιχείρησης από μια ήδη υπάρχουσα για την απόκτηση και διαχείριση συγκεκριμένου τύπου επενδύσεων έργων. Η Enron για παράδειγμα είχε δημιουργήσει μια εταιρία της οποίας κατείχε το 52%, η οποία διαχειριζόταν τις επενδύσεις της στους τομείς της ενέργειας σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές.

Με τις εταιρίες αυτές υπάρχει η δυνατότητα γεωγραφικής διαφοροποίησης και επένδυσης σε έργα τα οποία διαχειρίζεται κάποιος έμπειρος διαχειριστής (operator). Οι εταιρίες αυτές μπορεί να συγκεντρώσουν κεφάλαια από δημόσιες εγγραφές, να μπου δηλαδή στην λιανική (retail) αγορά κεφαλαίων.

Με τα Pooled Equity Vehicles, γίνονται αποδοτικότερες επενδύσεις σε συγκεκριμένες κατηγορίες έργων στόχων, ιδιαίτερα όταν τα μεμονωμένα έργα είναι σχετικά μικρά και το κόστος πληροφόρησης, αξιολόγησης και παρακολούθησης είναι αρκετά μεγάλο.

4.9.2. Πηγές και μορφές δανειοδότησης

Στην συνέχεια αναφέρουμε μια σειρά από οργανισμούς από τους οποίους ένα έργο με project finance μπορεί να αντλήσει κεφάλαια για τον δανεισμό του. Οι οργανισμοί αυτοί μπορεί να συμμετέχουν στην συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα αποκλειστικά ως δανειστές, αλλά συμβαίνει να συμμετέχουν και ως sponsors, κατά περίπτωση. Θα αναφέρουμε συγκεκριμένα στις δραστηριότητες του κάθε οργανισμού την συμμετοχή του με την μια ή άλλη μορφή.

A. Δάνεια Εμπορικών Τραπεζών

Ο ρόλος των εμπορικών τραπεζών στις Η.Π.Α. για χρηματοδότηση των έργων είναι πολύ σημαντικός από το 1930. Έχουν δείξει στα χρόνια αυτά ικανότητα να αξιολογήσουν περίπλοκα έργα και κατά καιρούς να αναλάβουν μέρος του κινδύνου ολοκλήρωσης (completion risk) και άλλων μη πιστωτικών κινδύνων. Συνήθως παρέχουν τέσσερις τύπους χρηματοδοτήσεων:

- **Revolving credit** (Αλληλόχρεος Λογαριασμός). Πίστωση που ανοίγεται για ένα ποσό και όταν χρησιμοποιηθεί, μπορεί, βάσει ειδικού όρου να χρησιμοποιηθεί εκ νέου τόσες φορές όσες ορίζει η πίστωση.
- **Term loan**. Η ανάληψή του μπορεί να γίνει κατά το στάδιο κατασκευής. Το μέγιστο ύψος του δανείου συνήθως αναλαμβάνεται με την ολοκλήρωση κατασκευής των βασικών μερών του έργου (facilities). Η αποπληρωμή τους γίνεται με βάση τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Συνήθως η διάρκεια αποπληρωμής δεν ξεπερνά τα 10 έτη από την ολοκλήρωση του έργου, εκτός αν τα οικονομικά του είναι τέτοια που να εξασφαλίζουν την αποπληρωμή και σε μακρύτερο χρονικό διάστημα, όπως σε έργα δημόσιας χρήσης (δρόμοι). Αν οι ταμειακές ροές του έργου δεν είναι ικανές να αποπληρώσουν το δάνειο ο sponsor έχει την ευθύνη εύρεσης κεφαλαίων και αναχρηματοδότησης.
- **Standby letter of credit**. Παρέχει στους δανειζόμενους την ευχέρεια να εκδώσουν commercial papers. Με τις αναλήψεις από το letter of credit θα αποπληρωθούν οι κάτοχοι των commercial papers αν το έργο δεν έχει αυτή την δυνατότητα (π.χ. στις περιπτώσεις που δεν μπορεί να εκδώσει άλλο commercial paper με την λήξη του προηγούμενου).
- **Bridge loan**. Είναι βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και καλύπτει τα κεφάλαια που απαιτούνται λόγω ετεροχρονισμού μεταξύ των εξόδων και των αναλήψεων από τα κυρίως μακροπρόθεσμα δάνεια. Τα δάνεια αυτά έχουν την εγγύηση και υποστήριξη των δανειστών των μακροπρόθεσμων δανείων ή των επενδυτών κεφαλαίου. Το κόστος των δανείων αυτών αντικατοπτρίζει και την κατάσταση του μακροπρόθεσμου δανείου ή των επενδυτών κεφαλαίου οι οποίοι παρέχουν τις δεσμεύσεις. Το δάνειο αυτό μπορεί να επεκταθεί και να είναι πληρωτέο σε μια δόση μετά από π.χ. 4 χρόνια.

B. Comprehensive Credit Facility

Οι ανωτέρω τρόποι χρηματοδότησης γίνονται με διαπραγματεύσεις κάθε φορά για το είδος του δανείου και με κάθε μια ή περισσότερες τράπεζες. Αντί αυτού μπορεί να γίνει πρόταση, από τις τράπεζες για comprehensive credit facility, να γίνει συνολική χρηματοδότηση η οποία θα καλύπτει όλες τις δανειακές ανάγκες του έργου. Μπορεί για παράδειγμα να γίνει μια χρηματοδότηση ενός revolving ποσού για την κατασκευαστική περίοδο, μέρος του οποίου να μετατραπεί σε term loan με την ολοκλήρωση του έργου. Μέρος επίσης του revolving ποσού μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εγγυητική επιστολή. Σε μεγάλα έργα η χρηματοδότηση του έργου γίνεται με κοινοπρακτικό δάνειο. Η μέθοδος αυτή της συνολικής χρηματοδότησης δίνει μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ευχέρεια τόσο στον δανειζόμενο όσο και στις τράπεζες.

Γ. Αγορά Ομολόγων

Τα ομόλογα χρησιμοποιούνται συχνά αλλά για μερική χρηματοδότηση του έργου, ιδίως για την κατασκευή έργων υποδομής. Χρησιμοποιούν συνήθως τα έσοδα από την λειτουργία του έργου για την αποπληρωμή των ομολογιούχων.

Δ. International Capital Market- Διεθνείς κεφαλαιαγορές

Υπάρχουν κεφάλαια στις διεθνείς αγορές που επενδύουν μέσο-μακροπρόθεσμα. Τα κεφάλαια κατέχονται από επενδυτές οι οποίοι είναι ξένοι προς την χώρα που εξέδωσε το νόμισμα ή προθυμοποιούνται να επενδύσουν σε τίτλους εκδοτών οι οποίοι βρίσκονται σε χώρα διαφορετική από αυτήν του νομίσματος.

Οι επενδυτές στις διεθνείς αγορές αποτελούνται από δυο κυρίως κατηγορίες επενδυτών. Η πρώτη, που είναι και η σημαντικότερη είναι οι ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι επενδύουν κεφάλαια για λογαριασμό τους μέσω τραπεζών. Η δεύτερη κατηγορία είναι θεσμικοί επενδυτές. Η σημαντικότητα αυτών τα τελευταία χρόνια αυξάνει. Επενδύουν τόσο μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων όσο και σε δημόσιες εγγραφές. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τράπεζες ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία επενδυτικά κεφάλαια και κυβερνητικοί οργανισμοί.

Οι επενδυτές αυτοί δίνουν σημασία στην ορθή αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των τίτλων που αγοράζουν. Ωστόσο στο παρελθόν έχει συμβεί να αποτύχουν να αξιολογήσουν σωστά και να χρηματοδοτηθούν εταιρίες και έργα τα οποία δεν θα ήταν βιώσιμα διαφορετικά. Η κατάσταση αυτή αλλάζει καθώς οι αξιολογήσεις από έγκυρες πηγές γίνονται περισσότερο αποδεδειγμένη πρακτική.

Η διάρκεια των μακροπρόθεσμων συμβάσεων χρηματοδοτήσεων από τα κεφάλαια αυτά είναι συνήθως μικρότερη από ότι στις Η.Π.Α. και κυμαίνονται περίπου στα 10 χρόνια, ενώ σε εποχές υφέσεων σε περίπου 5-7 χρόνια.

Οι ροές των κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές παρουσιάζονται με υψηλές διακυμάνσεις, το ίδιο και οι μεταφορές κεφαλαίων από την εγχώρια στην διεθνή αγορά αλλά ακόμη και μεταξύ των διαφόρων νομισμάτων.

Είναι χαρακτηριστικό ότι οι επενδυτές αλλά και από την αντίθετη πλευρά αυτοί που θα δανειστούν, κρίνουν την ελκυστικότητα της επένδυσης/ δανεισμού των νομισμάτων κυρίως με βάση κάποια βραχυπρόθεσμα κριτήρια. Αυτό μπορεί να προκαλέσει θετικές και αρνητικές συνέπειες. Μπορεί να δανειστεί τελικά κάποιος με ευνοϊκότερους όρους στην διεθνή αγορά από ότι στην εγχώρια αλλά και να <κλείσει > η αγορά του κάποιου νομίσματος εξαιτίας κάποιων αρνητικών προσδοκιών.

Στον δανεισμό κάποιων επενδυτών από την διεθνή αγορά σημαντικός παράγοντας θα αποτελέσει ο πληθωρισμός της χώρας που έχει εκδώσει το νόμισμα αλλά και των άλλων χωρών. Ο επενδυτής που θα παρατηρήσει υψηλό πληθωρισμό θα αρνηθεί να δανειστεί μακροπρόθεσμα σταθερά επιτόκια. Επίσης θα πρέπει να προσέχει τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς αγορές συνεχώς.

Βλέπουμε τελικά ότι ο δανεισμός από τις διεθνείς αγορές παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα αλλά απαιτεί και ιδιαίτερη προσοχή, διαφορετική από ότι άλλες μορφές δανεισμού.

Ε. Οι αγοραστές του προϊόντος

Μπορούν να βοηθήσουν στα χρηματοοικονομικά του έργου με την υπογραφή συμβολαίων για μακροπρόθεσμη αγορά του προϊόντος, τα οποία θα συμβάλουν στην υπογραφή δανείων. Ακόμη μπορεί να προκαταβάλουν κάποιο σημαντικό ποσό έναντι προϊόντος που θα παραλάβουν μελλοντικά.

Ζ. Οι κατασκευαστές του έργου (contractors)

Μπορούν να βοηθήσουν στην περίπτωση που υπογράψουν συμβόλαιο για καθορισμένη τιμή/κόστους κατασκευής του έργου. Μπορεί να συμφωνηθεί ακόμη να γίνει συμψηφισμός της αμοιβής τους με συμμετοχή στο κεφάλαιο του έργου. Οι κατασκευαστές του έργου παρέχουν σημαντική βοήθεια για τον τρόπο χρηματοδότησης του έργου, καθώς έχουν την εμπειρία από προηγούμενα έργα. Εμπειρία κυρίως στην διαπραγμάτευση με δανειστές, sponsors και δημόσιο. Μπορούν να προτείνουν μεθόδους χρηματοδότησης.

Η. Πιστώσεις από προμηθευτές (Supplier Credits)

Άλλη μια κατηγορία χρηματοδότησης είναι μέσω των πιστώσεων των προμηθευτών. Στην περίπτωση αυτή αναφερόμαστε σε δάνειο που δίνεται προς τον προμηθευτή. Αυτός στην συνέχεια θα δώσει κάποιους ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής του εξοπλισμού στην εταιρία του έργου. Αφορά συνήθως εξοπλισμό ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί κατά το στάδιο της κατασκευής του έργου και όχι μόνιμα. Οι πιστώσεις αυτές στις Η.Π.Α. μπορεί να είναι και για 7-10 έτη.

Οι εξασφαλίσεις που θα δοθούν από το έργο γι' αυτές τις πιστώσεις θα πρέπει να συμπεριληφθούν στις εξασφαλίσεις για την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η διάρθρωση της πίστωσης μπορεί να διαφέρει από χώρα σε χώρα. Συνήθως διευθετείται από τον sponsor ο οποίος κανονίζει με μια κοινοπραξία τραπεζών να κάνει την παροχή των πιστώσεων που απαιτούνται για την αγορά του εξοπλισμού.

Θ. Ασφαλιστικές Εταιρίες

Οι μεγάλες ασφαλιστικές εταιρίες έχουν συνήθως την εμπειρία να αξιολογούν από μόνες τους τον κίνδυνο σε μεγάλα έργα στα οποία θέλουν να συμμετέχουν. Οι μικρότερες που δεν έχουν την δυνατότητα στηρίζονται και ακολουθούν τις αποφάσεις των μεγαλύτερων του κλάδου και τις αξιολογήσεις των σχετικών οίκων.

Από την φύση των εργασιών τους έχουν εξασφαλισμένες ροές τις οποίες είναι διατεθειμένες να δεσμεύσουν για κάποια χρόνια. Όταν βεβαιωθούν για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου και των εξασφαλίσεων που έχουν λάβει από αυτόν, είναι πρόθυμες να προχωρήσουν στην δανειοδότηση αν η υποσχόμενη αποδοτικότητα του έργου θα είναι καλύτερη από αυτή άλλων ανταγωνιστικών επενδύσεων.

Η δανειοδότηση γίνεται μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης. Οι επενδύσεις αυτές δεν είναι εγγεγραμμένες στην SEC (Η.Π.Α.). Έχουν μικρότερη διάρκεια από την δημόσια προσφορά. Η διάρκεια κυμαίνεται από 15-20 χρόνια. Οι αποδόσεις των ενδιάμεσων χρόνων πιστοδοτήσεων έχουν κάνει τις ασφαλιστικές να είναι πρόθυμες να χρηματοδοτήσουν για μικρότερα διαστήματα (5-10 χρόνια).

Στις ιδιωτικές τοποθετήσεις πολύ σημαντικά στοιχεία είναι οι εξασφαλίσεις (security arrangements) και οι περιορισμοί (restrictive covenants). Συνήθως παρακολουθείται το μέγεθος του δανεισμού σε σχέση με τις λοιπές υποχρεώσεις, υπάρχουν περιορισμοί του έργου για διανομές μερισμάτων, ενώ ελέγχονται συχνά η ρευστότητα και οι ταμειακές ροές του.

Οι ασφαλιστικές εταιρίες στις ΗΠΑ είναι ευαίσθητες στο θέμα της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειζόμενου. Η National Association of Insurance Commissioners (NAIC) έχει θέσει ένα δικό της σύστημα αξιολόγησης και έχει θεσπίσει ποσοστά αποθεματικών τα οποία οι ασφαλιστικές εταιρίες θα πρέπει να διακρατούν σε σχέση με τα δάνεια που έχουν δώσει. Έτσι επενδύουν σε έργα που έχουν βαθμό έως NAIC 2.

Οι οίκοι αξιολόγησης όπως η S&P και άλλοι έχουν θεσπίσει διαφορετικό σύστημα αξιολόγησης για τις ιδιωτικές τοποθετήσεις.

Επίσης από στατιστικά στοιχεία παρατηρείται ότι από το σύνολο των ασφαλιστικών εταιριών που έχουν επενδύσει σε έργα, το μεγαλύτερο ποσοστό επί του συνόλου των επενδύσεων έχει γίνει από λίγες ασφαλιστικές εταιρίες. Αυτό για τον δανειζόμενο μπορεί να σημαίνει ότι μπορεί να διαπραγματευτεί το δάνειο που ζητάει μόνο με λίγες εταιρίες και να μειώσει το κόστος για την διαπραγμάτευση αυτή.

Γενικά η αγορά των ιδιωτικών τοποθετήσεων προτιμάται σε περιπτώσεις πολύπλοκων δανειακών καταστάσεων ή ιδιαίτερων μερών αυτών, όπως χρηματοδότηση εξοπλισμού, πληρωμές παραγωγής κ.α.

I. Public Pension Funds- Συνταξιοδοτικά ταμεία δημοσίου

Στις ΗΠΑ αποτελούνται από κεφάλαια για συνταξιοδότηση υπαλλήλων στον δημόσιο τομέα. Στο χαρτοφυλάκιό τους έχουν κυρίως τίτλους σταθερού εισοδήματος. Αυτό τους κάνει να είναι μια πηγή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για τα έργα με project financing.

Ωστόσο δεν διαχειρίζονται το χαρτοφυλάκιό τους με τον ίδιο τρόπο όπως οι ασφαλιστικές εταιρίες. Στην περίπτωση αυτών των κεφαλαίων οι εισροές δεν είναι καθορισμένες. Διέπονται από την τοπική νομοθεσία, το ύψος των μισθών και άλλους παράγοντες που κάνουν αβέβαιες τις εισροές τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην είναι πρόθυμοι οι διαχειριστές τους να μουν σε μακροπρόθεσμες δεσμεύσεις εύκολα. Επίσης πολλές φορές είναι επιλεκτικοί στις επενδύσεις τους και ζητούν υψηλά επίπεδα αξιολόγησης και αποδόσεων.

Στην Ελλάδα δεν έχουμε παρόμοια κεφάλαια. Τα τελευταία χρόνια λόγω των προβλημάτων στα ασφαλιστικά ταμεία γίνονται προσπάθειες δημιουργίας τέτοιων ταμείων από συγκεκριμένους ασφαλιστικούς οργανισμούς.

K. Private Pension Funds- Συνταξιοδοτικά ταμεία ιδιωτικού τομέα

Τα κεφάλαια αυτά παρόμοια με του δημοσίου προτιμούν τίτλους με καλές και σταθερές αποδόσεις. Περιορίζονται στις τοποθετήσεις τους από την απαραίτητη ρευστότητα που χρειάζονται.

Τα κεφάλαια αυτά διαχειρίζονται από τις επιχειρήσεις στις οποίες δημιουργήθηκαν ή αναθέτουν την διαχείριση σε τμήματα διαχείρισης χαρτοφυλακίου τραπεζών (trust departments). Ισχύει και εδώ ότι το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων αυτών το διαχειρίζονται λίγοι.

Τέλος τα κεφάλαια αυτά έχουν από την νομοθεσία αλλά και από τους κανονισμούς τους λιγότερους περιορισμούς στους τίτλους που θα επενδύσουν. Μπορούν να επιλέξουν δηλαδή και τίτλους με χαμηλότερη αξιολόγηση από ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια δημοσίου τομέα.

A. Κρατική βοήθεια- τράπεζες εισαγωγών-εξαγωγών.

Συνήθης μορφή κρατικής βοήθειας η οποία συναντάται σε αναπτυγμένες χώρες, είναι κάποιες τράπεζες εισαγωγών – εξαγωγών. Οι οργανισμοί αυτοί έχουν ως σκοπό να προωθήσουν τις εξαγωγές εγχώριου εξοπλισμού για έργα που γίνονται στο εξωτερικό. Για το σκοπό αυτό χρηματοδοτούν την αγορά του εξοπλισμού αυτού. Η διαδικασία χορήγησης μπορεί να συνδυαστεί με κάποιες πιστώσεις από προμηθευτές, όπως αναφέρουμε ανωτέρω ή αντίστοιχα με πιστώσεις σε αγοραστές του προϊόντος.

Οι όροι και κανονισμοί χορήγησης των οργανισμών αυτών ρυθμίζονται διεθνώς (Arrangements on Guidelines for Officially Supported Export Credits - <Consensus>) και έχουν διαπραγματευτεί στον Ο.Ο.Σ.Α. Οι κανονισμοί αυτοί δεν είναι δεσμευτικοί και διαφέρουν από χώρα σε χώρα ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες.

Πλεονεκτήματα από την διαδικασία χρηματοδότησης των εξαγωγών είναι: η προσφορά σταθερού και χαμηλού επιτοκίου, μακρύς ορίζοντας δανεισμού, η σχεδόν κρατική συμμετοχή που παρέχει μια εξασφάλιση στον κίνδυνο απαλλοτριώσεων. Μειονεκτήματα είναι: η καθυστέρηση των διαδικασιών, μη ικανοποιητικού εξοπλισμού από την χώρα που τον παρέχει, μη ικανοποιητική παροχή υπηρεσιών, επιπρόσθετος εξοπλισμός να μην καλύπτεται από την χορήγηση, αλλά να πρέπει να αγοραστεί από τον ίδιο προμηθευτή, ακριβό κόστος συντήρησης από τον ίδιο προμηθευτή.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι οργανισμοί αυτοί προσπαθούν να αποφύγουν να είναι υπεύθυνοι για τον πιστωτικό κίνδυνο του δανείου. Στις Η.Π.Α. η σχετική τράπεζα είναι η Eximbank (Export-Import Bank) η οποία παρέχει δάνεια αλλά και εγγυήσεις (guarantees). Αντίστοιχες τράπεζες υπάρχουν σε διάφορες χώρες του κόσμου

Στην Ελλάδα παρόμοιο ρόλο έχει ο Οργανισμός Προώθησης Εξαγωγών, ο ρόλος του οποίου όμως είναι πολύ περιορισμένος. Οι sponsors των έργων συνήθως χρησιμοποιούν τις εμπορικές ή επενδυτικές τράπεζες.

M. Κρατική βοήθεια – Επιχορηγήσεις

Η κυβέρνηση της χώρας στην οποία το έργο θα εγκατασταθεί μπορεί να παρέχει τους ακόλουθους άμεσους και έμμεσους τρόπους βοήθειας στο έργο:

- υποστηρίζει το έργο με επενδυτικά κεφάλαια μέσα από κρατικές επενδυτικές εταιρίες,
- παρέχει χορηγίες (investment grants),
- παρέχει υποδομή όπως: ύδρευση, αποχέτευση, δρόμους, αστυνομία.

N. Παγκόσμια Τράπεζα

Οι εταιρίες του ομίλου της Παγκόσμιας Τράπεζας παρέχουν κυρίως δάνεια ή ένα μείγμα δανείων και κεφαλαίου (μετοχικού). Στον Όμιλο περιλαμβάνονται τρεις οργανισμοί οι οποίοι ασχολούνται με την χρηματοδότηση διεθνώς έργων με project finance:

1. International Bank for Reconstruction and Development (IBRD). Παρέχει δάνεια που ανέρχονται κάθε χρόνο σε \$ 15δισ περίπου. Τα δάνεια αποτελούν συνήθως μέρος της χρηματοδότησης του έργου. Πολλές φορές επίσης συμμετέχουν και άλλοι πολυεθνικοί οργανισμοί όπως η Asian Development Bank και η African Development Bank. Παρέχει επίσης εκπαίδευση και τεχνική βοήθεια σε χώρες για την ανάπτυξη τους. Η προσπάθεια του οργανισμού αυτού είναι προς την κατεύθυνση της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας, παρά της εμπορικής εκμετάλλευσης κάποιου πόρου ή έργου.

2. International Finance Corporation (IFC). Στόχος του οργανισμού είναι η οικονομική ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών μέσω της ανάπτυξης των επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα. Οι ενέργειές του είναι προς την κατεύθυνση της υποκίνησης κεφαλαίων προς χρηματοδότηση υποσχόμενων έργων τα οποία δεν έχουν επαρκή κεφάλαια για την ανάπτυξή τους.

Το 1991 χρηματοδότησε επενδύσεις με το ποσό των \$ 2,9 δισ, είτε μέσω συμμετοχής στο κεφάλαιο είτε μέσω δανείων. Τελικά στις επενδύσεις αυτές συγκεντρώθηκαν κεφάλαια που ανήλθαν στο ποσό των \$ 10,7δισ. Τα δάνεια που παρέχει είναι συνήθως κυμαινόμενου επιτοκίου και το ύψος τους στηρίζεται στο κόστος χρηματοδότησης που έχει ο οργανισμός. Εκτός από χρηματοδότηση παρέχει και διάφορες συμβουλευτικές υπηρεσίες, με τους ίδιους στόχους.

3. Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA). Σκοπός του γραφείου αυτού είναι η εξασφάλιση των επενδύσεων σε αναπτυσσόμενες χώρες μέσω καλύψεων των διαφόρων μορφών πολιτικών κινδύνων (πόλεμος, απαλλοτρίωση, κοινωνικές εξεγέρσεις).

Πολλές φορές και οι τρεις ανωτέρω οργανισμοί λειτουργούν παράλληλα για την χρηματοδότηση επενδύσεων σε κάποια χώρα. Συμμετοχή στα έργα που χρηματοδοτούν μπορεί να έχει είτε ο ιδιωτικός είτε ο δημόσιος τομέας ανάλογα με την φύση της επένδυσης. Η IFC ιδιαίτερα έχει δημιουργήσει ένα τμήμα εξειδικευμένο σε έργα υποδομής (infrastructure). Συμμετέχει επίσης σε κοινοπρακτικά δάνεια, ως κύριος ανάδοχος.

Πλεονεκτήματα από την συμμετοχή των εταιριών της Παγκόσμιας Τράπεζας είναι: το μακρύ χρονικό διάστημα δανεισμού, το χαμηλό επιτόκιο, η δυνατότητα σταθερού επιτοκίου δανεισμού, η συμμετοχή της Τράπεζας να προσελκύσει και άλλους επενδυτές.

Μειονεκτήματα είναι συνήθως: οι μακρές περίοδοι έγκρισης της συμμετοχής της Τράπεζας που μπορεί να καθυστερήσουν το έργο, το νόμισμα στο οποίο θα δοθούν τα κεφάλαια να είναι δύσκολο να αντισταθμιστεί (hedge) και να δημιουργεί συναλλαγματικό κίνδυνο για την εταιρία.

Παρόμοιοι διεθνείς οργανισμοί που χρηματοδοτούν έργα είναι: African Development Bank, Asian Development Bank, Commonwealth Development Corp., International Development Association, European Investment Bank.

Ξ.. Ευρωπαϊκή Τράπεζα- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)

Συστάθηκε για την ιδιωτικοποίηση σε χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Παρέχει έως το 35% των μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών αναγκών με την μορφή δανείου ή κεφαλαίου. Αναμένει από τους sponsors να έχουν σημαντική συμμετοχή στο κεφάλαιο. Συμμετέχει μαζί με άλλους οργανισμούς στην χρηματοδότηση των έργων (co-financing).

Ο. Commercial finance companies

Οι οργανισμοί αυτοί δεν έχουν ως βάση τους κάποιες καταθέσεις. Δανείζονται τα κεφάλαια στην αγορά και τα δανείζουν κατόπιν στην εταιρία του έργου, με κάποιο περιθώριο κέρδους. Συνέπεια είναι ο δανεισμός από αυτές τις εταιρίες να είναι ακριβός.

Π. Εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης (Leasing companies)

Η χρησιμοποίηση των εταιριών αυτών γίνεται περισσότερο για τα σημαντικά φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από την χρηματοδοτική μίσθωση για πάγιο εξοπλισμό. Οι εταιρίες αυτές μπορεί να είναι ανεξάρτητες ή να ανήκουν σε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα.

Ρ. Investment management companies and venture capital providers

Οι επενδυτές αυτοί στοχεύουν κυρίως στον δανεισμό και στην μετέπειτα συμμετοχή τους στο κεφάλαιο του έργου μέσω warrants, stock rights ή άλλων παρόμοιων δικαιωμάτων. Συνήθως ανήκουν στον όμιλο κάποιου ασφαλιστικού ιδρύματος ή τράπεζας. Έχουν κάποιο όριο που μπορεί να επενδύσουν ανά έργο.

Σ. LBO funds

Η ανάπτυξη αυτών των κεφαλαίων είναι ακόλουθη των εξαγορών (LBO's) που γίνονται τα τελευταία χρόνια στις Η.Π.Α. Τα κεφάλαια αυτά σχηματίζονται είτε με ιδιωτική είτε με δημόσια τοποθέτηση. Συνήθως συμμετέχουν στο κεφάλαιο των εταιριών. Συμβαίνει ωστόσο λόγω ανταγωνισμού να παρέχουν και άλλου είδους προϊόντα. Παρατηρείται η τάση ανάπτυξης παρόμοιων κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια και στην Ευρώπη.

Τ. Εγγώρια χρηματοδότηση

Σημαντικός παράγοντας χρηματοδότησης μπορεί για κάθε έργο να είναι η χρηματοδότηση από πιστωτικούς οργανισμούς της χώρας στην οποία έχει εγκατασταθεί το έργο. Μέσω αυτής μπορεί αποτρέπεται συχνά ο πολιτικός κίνδυνος. Η κυβέρνηση της χώρας θα είναι διστακτική να προβεί σε μέτρα κατά του έργου, τα οποία θα επηρεάσουν και τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας.

Προβλήματα από αυτή την μέθοδο χρηματοδότησης μπορεί να υπάρχουν στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου οι αγορές κεφαλαίου δεν παρέχουν μεγάλες διάρκειες στα κεφάλαια που χορηγούν, όπως επίσης συμβαίνει να έχουν περιορισμένη ρευστότητα κεφαλαίων.

4.10. ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Το κυριότερο κριτήριο για την επιλογή μιας τράπεζας εκ μέρους των sponsor του έργου είναι η τιμολόγηση. Ωστόσο λόγω υψηλού ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών οι τιμές λίγο διαφοροποιούνται. Αλλα σημαντικά κριτήρια που μπορεί να χρησιμοποιηθούν είναι:

- Το μέγεθος. Θα πρέπει το μέγεθος της τράπεζας να είναι ανάλογο με του έργου, έτσι ώστε η τράπεζα να έχει μεγάλη δυνατότητα δανεισμού (lending capacity). Με το κριτήριο αυτό περιορίζεται πολλές φορές ο αριθμός των τραπεζών.
- Η εμπειρία. Θα πρέπει να ξέρει να χειρίζεται τους κινδύνους ενός έργου με project financing καθώς και εμπειρία στη συγκεκριμένη κατηγορία επένδυσης.
- Υποστήριξη. Ο δανειζόμενος θα πρέπει να αισθάνεται ότι θα έχει την υποστήριξη της τράπεζας για χρηματοδότηση στις προκύπτουσες δυσκολίες.
- Πολυπλοκότητα εγγράφων. Θα πρέπει η τράπεζα να βοηθήσει έτσι ώστε οι όροι των συμβολαίων να μην είναι τόσο πολύπλοκοι. Η τράπεζα θα πρέπει να περιλαμβάνει τους όρους που επιβάλλεται να έχει στα συμβόλαια αλλά με τέτοιο τρόπο που να μην περιορίζουν την διοίκηση του έργου.
- Επιχειρηματική συνεργασία (working relationships). Ο δανειζόμενος θα πρέπει να αισθάνεται ασφαλής ότι ο δανειστής να είναι ελαστικός και θα τον βοηθήσει να βρουν την καλύτερη λύση σε προβλήματα.
- Να αφήνει την λήψη αποφάσεων στην διοίκηση του έργου. Να μην αναμειγνύεται ο δανειστής στις καθημερινές συναλλαγές και αποφάσεις. Παρόλο που μπορεί τα στελέχη της τράπεζας να έχουν την εμπειρία να κάνουν την δουλειά της εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου, δεν έχουν πάντα την καλύτερη απόδοση στην διοίκηση του έργου. Αν απαιτείται επιπλέον εμπειρία για την διοίκηση να γίνει χρήση έμπειρων στελεχών-συμβούλων από την αγορά.
- Κίνδυνος χώρας. Οι δανειστές περιορίζουν τα δάνεια που δίνουν σε συγκεκριμένες χώρες για λόγους διαφοροποίησης. Ο δανειζόμενος θα πρέπει να εκτιμήσει τι δάνεια έχει δώσει ο δανειστής και ποια η δυνατότητά του να δώσει ακόμη στην περισσότερα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Από όσα αναφέρουμε στην παρουσίαση γίνεται αντιληπτό ότι το project financing αποτελεί μια ενδιαφέρουσα εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης η οποία χρησιμοποιείται διαδεδομένα σε μεγάλα έργα, στα οποία ο sponsor δεν έχει τα απαραίτητα κεφάλαια για να αναλάβει από μόνος του την χρηματοδότηση και του κινδύνους που συνεπάγονται. Ωστόσο μπορεί να αποτελέσει μορφή χρηματοδότησης και για μικρότερης κλίμακας έργα στα οποία οι sponsors μπορεί να μην έχουν την εμπειρία της λειτουργίας ενός τέτοιου έργου ή και για άλλους λόγους.

Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται στον σχεδιασμό και προσδιορισμό του κόστους του έργου από τον οποίο θα εξαρτηθεί και η διάρθρωση και συμμετοχή των ίδιων και ξένων κεφαλαίων και η κατά το ήμισυ η βιωσιμότητα του έργου.

Πολύ σημαντικό επίσης είναι ο σχεδιασμός των εξασφαλίσεων και υποχρεώσεων του κάθε μέρους που συμμετέχει στο έργο, από τον μέτοχο μέχρι τον σύμβουλο. Θα πρέπει να είναι ξεκάθαροι και με κάθε λεπτομέρεια οι όροι των συμβολαίων και να καλύπτουν αναλυτικά όλες τις πιθανές περιπτώσεις που μπορεί να προκύψουν και να επηρεάσουν τις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών.

Ο χρηματοοικονομικός σύμβουλος είναι ο μηχανικός, ο οποίος θα πρέπει να κάνει την ορθή εκτίμηση του κόστους και των προβλέψεων των εσόδων και να εκτιμήσει την καλύτερη δανειοδότηση, τις εισροές (το δυσκολότερο ίσως μέρος αν δεν υπάρχουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια) και την αποδοτικότητα των επενδύτων που θα βάλουν τα κεφάλαιά τους.

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από την αρχαιότητα έως σήμερα σε ολόκληρο τον κόσμο και το μέγεθος και σημασία των έργων που έχουν γίνει είναι τεράστια. Αυτό δεν σημαίνει ότι αποτελεί πάντοτε την καλύτερη λύση. Θα πρέπει να εξετάζεται και να υπάρχει ως εναλλακτική πρόταση σε επενδύσεις ιδιωτικών εταιριών και επενδύσεις δημοσίου ενδιαφέροντος, πάντοτε όμως με προσοχή καθώς υπάρχει σημαντική ευαισθησία της ορθής χρησιμότητάς της από πολλούς παράγοντες οι οποίοι μπορεί να δείξουν ότι δεν είναι πάντοτε η καλύτερη λύση.

Πίνακας 1

Επενδύσεις με Project Finance

	Ποσά σε \$ δις				
	1994	1995	1996	1997	1998
Τραπεζικά Δάνεια	13.68	23.33	42.83	67.45	56.65
Ομόλογα	<u>3.99</u>	<u>3.79</u>	<u>4.79</u>	<u>7.5</u>	<u>9.79</u>
Συνολική Χρηματοδότηση	17.67	27.12	47.62	74.95	66.44
Μεταβολή χρηματοδότησης		53%	76%	57%	-11%
Συνολική επένδυση ιδιωτικού τομέα (περιλαμβάνει ίδια και ξένα κεφάλαια)	28.49	45.96	76.81	119.15	95.88

	Ποσοστά ανά είδος χρηματοδότησης				
	1994	1995	1996	1997	1998
Τραπεζικά Δάνεια	77%	86%	90%	90%	85%
Ομόλογα	<u>23%</u>	<u>14%</u>	<u>10%</u>	<u>10%</u>	<u>15%</u>
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%

	Αριθμός έργων και Μέσο ποσό δανειοδότησης				
	1994	1995	1996	1997	1998
Αριθμός έργων με χρηματοδότηση:					
Τραπεζικά δάνεια	N/A	N/A	341	407	419
Ομόλογα	N/A	22	19	25	43
Μέσο ποσό δανείων ανά έργο με:					
Τραπεζικά δάνεια (\$ εκατ.)	N/A	N/A	126	166	135
Ομόλογα (\$ εκατ.)	N/A	172	252	300	228

Πηγή: Adapted from Project Finance International (IFR Publishing, London, U.K.), January 27,1999, January 28, 1998, January 29,1997, February 28,1996, and March 2, 1995, February 28,1996, and March 2, 1995

Πίνακας 2

Επενδύσεις με Project Finance ανά περιοχή

	Ποσά σε \$ δις									
	1995		1996		1997		1998		Σύνολο ετών 1995-98	
Δυτική Ευρώπη	5.62	21%	16.94	36%	19.78	26%	16	24%	58.34	27%
Βόρειος Αμερική	8.29	31%	7.14	15%	8.13	11%	17.01	26%	40.57	19%
Κεντρική και Νότια Αμερική	3.12	12%	3.25	7%	12.48	17%	15.07	23%	33.92	16%
Ανατολική Ασία	5.58	21%	8.05	17%	11.47	15%	4.46	7%	29.56	14%
Αυστραλία	3.76	14%	4.35	9%	8.43	11%	6.57	10%	23.11	11%
Εγγύς Ανατολή	0.27	1%	6.27	13%	5.69	8%	2.72	4%	14.95	7%
Ανατολική Ευρώπη	0.41	2%	1.63	3%	7.03	9%	2.13	3%	11.2	5%
Αφρική	<u>0.07</u>	<u>0%</u>	<u>0</u>	<u>0%</u>	<u>1.93</u>	<u>3%</u>	<u>2.49</u>	<u>4%</u>	<u>4.49</u>	<u>2%</u>
Σύνολο (\$)	27.12	100%	47.63	100%	74.94	100%	66.45	100%	216.14	100%

Πηγή: Adapted from Project Finance International (IFR Publishing, London, U.K.), January 27,1999, January 28, 1998, January 29,1997, February 28,1996, and March 2, 1995, February 28,1996, and March 2, 1995

Πίνακας 3

Επενδύσεις με Project Finance ανά τομέα

	Ποσά σε \$ δις									
	1995 *		1996		1997		1998		Σύνολο ετών 1995-98	
Ενέργεια	8.74	37%	18.26	38%	18.72	25%	21.66	33%	67.38	32%
Τηλεπικοινωνίες	5.49	24%	13.3	28%	19.86	26%	16.28	24%	54.93	26%
Πετρέλαιο-αέριο (Oil and gas)	2.4	10%	3.42	7%	15.39	21%	10.67	16%	31.88	15%
Εργα υποδομής (Infrastructure)	1.99	9%	5.03	11%	6.68	9%	9.01	14%	22.71	11%
Πετροχημικά	0.92	4%	4.1	9%	4.6	6%	3.13	5%	12.75	6%
Εξόρυξη	1.14	5%	1.23	3%	6.31	8%	2.69	4%	11.37	5%
Βιομηχανία	1.49	6%	1.96	4%	2.17	3%	2.64	4%	8.26	4%
Ελεύθερου χρόνου (leisure)	0.73	3%	0.29	1%	0.47	1%	0.37	1%	1.86	1%
Άλλοι τομείς	<u>0.42</u>	<u>2%</u>	<u>0.03</u>	<u>0%</u>	<u>0.76</u>	<u>1%</u>	<u>0</u>	<u>0%</u>	<u>1.21</u>	<u>1%</u>
Σύνολο (\$)	23.32	100%	47.62	100%	74.96	100%	66.45	100%	212.35	100%

Πηγή: Adapted from Project Finance International (IFR Publishing, London, U.K.), January 27,1999, January 28, 1998, January 29,1997, February 28,1996, and March 2, 1995, February 28,1996, and March 2, 1995

* Στο 1995 περιλαμβάνονται μόνο τα τραπεζικά δάνεια

Πίνακας 4

Χρηματοδότηση με τραπεζικά δάνεια έργων Project Finance ανά τομέα και περιοχή (έτη 1997-1998)

	Ποσά σε \$ δις				Σύνολο	
	Ευρώπη	Αμερική	Ανατολική Ασία	Εγγύς Ανατολή		
Ενέργεια	7.35	14.39	11.12	1.16	34.02	27.41%
Τηλεπικοινωνίες	19	9.92	1.59	2.17	32.68	26.33%
Πετρέλαιο-αέριο (Oil and gas)	6.76	8.25	6.4	2.32	23.73	19.12%
Εργα υποδομής (Infrastructure)	8.24	0.22	3.16	0.34	11.96	9.64%
Πετροχημικά	0	1.32	0.5	5.92	7.74	6.24%
Εξόρυξη	0.26	4.52	2.6	0.21	7.59	6.12%
Βιομηχανία	0.88	1.21	2.31	0.41	4.81	3.88%
Ελεύθερου χρόνου (leisure)	0.03	0.8	0	0	0.83	0.67%
Άλλοι τομείς	0	0	0.76	0	0.76	0.61%
<i>Σύνολο (\$)</i>	42.52	40.63	28.44	12.53	124.12	100.0%
	34%	33%	23%	10%		

Πηγή: Adapted from Project Finance International (IFR Publishing, London, U.K.), January 27,1999, January 28, 1998, January 29,1997, February 28,1996, and March 2, 1995, February 28,1996, and March 2, 1995

Με κίτρινο φόντο έχουν σημειωθεί οι πιο ενεργεί τομείς

Πίνακας 5

Χρηματοδότηση με Ομόλογα έργων Project Finance ανά χώρα (έτη 1996-1998)

	Ποσά σε \$ δις				
	1996	1997	1998	Σύνολο 1996-1998	
ΗΠΑ	1,142	2,551	4,018	7,711	34.9%
Ην. Βασίλειο	1,230	936	1,034	3,200	14.5%
Βενεζουέλα	0	1,000	850	1,850	8.4%
Αυστραλία	0	680	1,160	1,840	8.3%
Κατάρ	1,350	0	0	1,350	6.1%
Αργεντινή	0	610	513	1,123	5.1%
Μεξικό	0	309	770	1,079	4.9%
Ινδονησία	651	400	0	1,051	4.8%
Χιλή	162	0	362	524	2.4%
Κολομβία	171	265	0	436	2.0%
Καναδάς	0	0	335	335	1.5%
Φιλιπίνες	85	215	40	340	1.5%
Βέλγιο	0	0	300	300	1.4%
Τουρκία	0	0	300	300	1.4%
Άλλες χώρες	<u>0</u>	<u>531</u>	<u>110</u>	<u>641</u>	<u>2.9%</u>
Σύνολο (\$)	4,791	7,497	9,792	22,080	100.0%

Πηγή: Adapted from Project Finance International (IFR Publishing, London, U.K.), January 27,1999, January 28, 1998, January 29,1997, February 28,1996, and March 2, 1995, February 28,1996, and March 2, 1995

Πίνακας 6

Standard and Poor's Rated Project Debt Distribution (για την περίοδο 1996-1999)

	Ποσοστό στο σύνολο των αξιολογήσεων με βάση τον αριθμό των ομολόγων			
	6ος/1996	6ος/1997	8ος/1998	8ος/1999
AAA	2 %	1	2	7
AA	4	4	2	4
A	7	5	4	6
A-	9	6	8	7
BBB+	4	5	4	3
BBB	7	14	11	12
BBB-	50	42	32	28
BB+	2	4	5	6
BB	7	6	11	14
BB-	5	9	11	5
B+	0	1	2	1
B	1	1	2	2
B-	0	1	2	1
CCC και κάτω	2	1	4	4
<i>Σύνολο (%)</i>	100	100	100	100
<i>Σύνολο ομολόγων που αξιολογήθηκαν (σε \$δισ)</i>	19.60	\$ 27.60	37.50	50.40
<i>Αριθμός εκδόσεων ομολόγων</i>	57	78	113	152
<i>Ποσοστό ομολόγων άνω του BBB-</i>	83%	77%	63%	67%

Πηγή: Adapted from S&P's Infrastructure Finance: Criteria and Commentary, September 1998 and 1999, Global Project Finance, July 1996, casewriter estimates

Σημ. Τα ομόλογα άνω του BBB- θεωρούνται βαθμού προς επένδυση

Πίνακας 7

7Α Κατανομή μεγέθους έργων για τα έτη 1994-1998 (σε αριθμό έργων)
(περιλαμβάνει ίδια και ξένα κεφάλαια)

Μέγεθος σε \$ εκατ.	Ετη					Σύνολο
	1994	1995	1996	1997	1998	
< 50	7%	34	38	22	23	29%
50-100	3	24	19	17	20	19
100-500	77	34	36	40	45	40
500-1.000	9	5	5	12	8	8
> 1.000	<u>4</u>	<u>3</u>	<u>2</u>	<u>9</u>	<u>4</u>	4
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%

7Β Κατανομή μεγέθους έργων για τα έτη 1994-1998 (σε αξία έργων)

Μέγεθος σε \$ εκατ.	Ετη					Σύνολο
	1994	1995	1996	1997	1998	
< 50	1%	5	6	2	2	3%
50-100	1	10	8	4	5	6
100-500	57	39	42	26	38	37
500-1.000	20	19	20	25	21	22
> 1.000	<u>21</u>	<u>27</u>	<u>24</u>	<u>43</u>	<u>34</u>	<u>32</u>
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%

7Γ Κατανομή έργων ανά βιομηχανία για τα έτη 1994-1998 (σε αριθμό έργων)

Μέγεθος σε \$ εκατ.	Τομείς						Σύνολο
	Ενέργεια	Τηλεπ/νίες	Βιομηχανία	Commercial Πετρέλαιο-			
				Property	Αεριο	Εξορυξη	
< 50	19%	11	56	46	16	38	29%
50-100	19	15	18	18	13	24	19
100-500	50	47	24	30	51	29	40
500-1.000	7	14	2	5	11	7	8
> 1.000	<u>5</u>	<u>12</u>	<u>0</u>	<u>1</u>	<u>9</u>	<u>2</u>	<u>4</u>
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

7Δ Κατανομή έργων ανά βιομηχανία για τα έτη 1994-1998 (σε αξία έργων)

Μέγεθος σε \$ εκατ.	Τομείς						Σύνολο
	Ενέργεια	Τηλεπ/νίες	Βιομηχανία	Commercial Πετρέλαιο-			
				Property	Αεριο	Εξορυξη	
< 50	2%	1	14	9	1	6	3%
50-100	6	2	13	9	3	11	6
100-500	43	24	61	43	31	35	37
500-1.000	19	21	12	25	19	30	22
> 1.000	<u>30</u>	<u>52</u>	<u>0</u>	<u>14</u>	<u>46</u>	<u>18</u>	<u>32</u>
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Mean size	\$ 254	439	91	128	354	159	
Median size	\$ 138	200	40	51	160	69	

Πηγή: Calculated by S.Harris and K.Krueger (MBAs '99- Harvard Business School) using the Capital Data Ltd, Projectware database, casewriter estimates.

Πίνακας 8 Μόχλευση Έργων (Project Leverage: Debt to Value ratios)

8A Κατανομή αρχικού ποσοστού δανείου δια αξία έργου για τα έτη 1994-1998

Δανειο/ αξία έργου (D/V)	Ετη					Σύνολο
	1994	1995	1996	1997	1998	
< 50%	20%	35	25	25	17	25%
50% -59%	26	7	17	16	10	13
60%-69%	17	19	16	17	13	16
70%-79%	14	23	21	17	25	21
80%-89%	17	9	9	13	18	13
> 90%	6	7	12	11	16	12
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Mean D/V	62%	59%	62%	63%	69%	63%
Median D/V	63%	66%	65%	65%	72%	66%

8B Κατανομή ανά τομέα αρχικού ποσοστού δανείου δια αξία έργου για τα έτη 1994-1998

Δανειο/ αξία έργου (D/V)	Τομείς							Σύνολο	
	Ενέργεια	Τηλεπ/νιες	Πετρέλαιο	Βιομηχανία	Εξορυξη	Commercial Property	Διάφοροι	Αριθμός	Ποσοστό
< 50%	16%	34	38	41	19	26	23	192	25%
50% -59%	7	22	9	14	31	20	15	111	13
60%-69%	14	16	16	23	14	7	17	124	16
70%-79%	33	7	13	5	24	5	22	161	21
80%-89%	16	7	11	8	10	15	14	100	13
> 90%	14	14	13	9	2	27	9	91	12
Σύνολο	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%
Mean D/V	69%	59%	57%	54%	61%	67%	64%		
Median D/V	74%	57%	60%	54%	60%	63%	68%		
Total Number	210	82	45	66	42	41	293	779	
Percent by number	27%	11%	6%	8%	5%	5%	38%	100%	

Πηγή: Calculated by S.Harris and K.Krueger (MBAs '99- Harvard Business School) using the Capital Data Ltd, Projectware database, casewriter estimates.

Πίνακας 9 Offtake, Concession, Debt Maturities (years 1994-1998)

9A Κατανομή των συμφωνιών αγορών του προϊόντος (offtake agreement)σε αριθμό ετών

	Αριθμός ετών						Mean	Median
	< 5	6 χρόνια - 10	11- 15	15 -20	21 - 25	> 25		
Αριθμός	2	3	7	20	6	4	19.0	20.0
Ποσοστό	5%	7%	17%	48%	14%	10%		

Note: The offtake agreement is the number of years with contracted purchase output

9B Κατανομή των χρονικών περιόδων λειτουργίας των έργων από τον sponsor - σε αριθμό ετών (Concession agreements)

	Αριθμός ετών						Mean	Median
	< 10	11-20	21 -30	31 - 40	41 - 50	> 50		
Αριθμός	9	41	79	13	11	12	31.7	26.0
Ποσοστό	5%	25%	48%	8%	7%	7%		
Εργα σε χώρες με rates A εως AAA	5%	16%	49%	11%	12%	7%	34.8	30.0
Εργα σε χώρες με rates B εως BBB	6%	34%	46%	5%	1%	8%	31.4	25.0

Note: The concession period is the number of years the project sponsor will operate a given project

9Γ Κατανομή της διάρκειας των εργαλείων δανεισμού σε αριθμό ετών (για το 1998 μόνο)

	Αριθμός ετών						Mean	Median
	< 5	5 - 9.9	10 - 14.9	15 - 19.9	20 - 24.9	> 25		
Δάνεια τραπεζών	16%	47%	18%	11%	4%	4%	9.4	8.0
Ομόλογα	6%	18%	44%	9%	21%	3%	13.6	13.3
Αριθμός πράξεων (deals)	25	72	41	19	13	6		

Πηγή: Calculated by S.Harris and K.Krueger (MBAs '99- Harvard Business School) using the Capital Data Ltd, Projectware database, casewriter estimates.

Πίνακας 10 League tables - Project Finance 1998

10A Οι μεγαλύτεροι 10 Διαμεσολαβητές παγκοσμίως - Τραπεζικά δάνεια σε \$ εκατ.

1998- Κατάταξη	Όνομα	1997- Κατάταξη	Ποσό εγγραφών (underwritten) το 1998	Ποσοστό στο σύνολο αγοράς
1	Chase	1	\$ 4,984	8.80%
2	Bank of America	6	3,603	6.36%
3	Deutsche Bank	4	3,031	5.35%
4	Barclays Capital	12	2,564	4.53%
5	Citibank	8	2,514	4.44%
6	ABN Amro	3	2,350	4.15%
7	Societe Generale	27	1,998	3.53%
8	Credit Lyonnais	9	1,972	3.48%
9	Greenwich Natwest	20	1,970	3.48%
10	CS First Boston	23	<u>1,920</u>	3.39%
			26,906	47.49%
	<i>Σύνολο αγοράς</i>		56,651	100.00%

10B Οι μεγαλύτεροι 10 Διαχειριστές παγκοσμίως - ομόλογα σε \$ εκατ.

1998- Κατάταξη	Όνομα	1997- Κατάταξη	Αριθμός Εγγραφών το 1998	Ποσό το 1998	Ποσοστό στο σύνολο αγοράς
1	CS First Boston	2	4	\$ 1.945	19.9%
2	Chase	3	4	989	10.1%
	Morgan Stanley				
3	Dean Witter	12	3	882	9.0%
	Donaldson				
4	Lufkin&Jenrette	na	2	870	8.9%
5	Citibank	1	4	834	8.5%
6	BT Alex Brown	na	4	812	8.3%
7	Barclays Capital	10	3	550	5.6%
8	Lehman Bros	5	2	548	5.6%
9	Bank of America	na	3	540	5.5%
10	Goldman Sachs	na	2	<u>337</u>	3.4%
				8,307	84.8%
	<i>Σύνολο αγοράς</i>			9,792	100.0%

10Γ Οι μεγαλύτεροι 10 στις Συμβουλευτικές Υπηρεσίες σε νίκες (won) το 1998

1998- Κατάταξη	Όνομα	Total Mandates won in 1998	Ποσοστό νικών	Total Mandates in 1998	Ποσοστό στο σύνολο αγοράς
	Pricewaterhouse				
1	coopers	81	9.2%	174	12.0%
2	Deutsche bank	76	8.6%	124	8.6%
3	Macquire	52	5.9%	73	5.1%
4	Fieldstone	49	5.5%	89	6.2%
5	ABN Amro	47	5.3%	57	3.9%
6	Chase	36	4.1%	61	4.2%
7	Bank of America	36	4.1%	49	3.4%
8	Societe Generale	36	4.1%	48	3.3%
9	KPMG	33	3.7%	79	5.5%
10	Taylor Dejogh	<u>26</u>	2.9%	<u>48</u>	3.3%
		263	29.7%	628	43.5%
	<i>Σύνολο αγοράς</i>	885	100.0%	1,444	100.0%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α
Εργα project financing στην Ελλάδα

- Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών
- Αττικό Μετρό
- Ζεύξη Ρίου Αντιρρίου
- Κατασκευή Τραμ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β
Κριτήρια για επιτυχημένο project financing

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ
Equity kickers

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ
Μετάφραση στήλης εξώφυλλου, της συμφωνίας μεταξύ του Χαιρεφάνη
και της πόλης της Ερέτριας

ΕΡΓΟ: ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΕΡΟΛΙΜΕΝΑΣ ΑΘΗΝΩΝ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Στο έργο υπήρξε συνεργασία του ελληνικού δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα. Διοικείται από τον ιδιωτικό τομέα για περίοδο 30 ετών.

Η συμμετοχή στο έργο (partnership) είναι : 55% ελληνικό δημόσιο και 45% consortium ιδιωτικών εταιριών αποτελούμενων από :

- Hochtief AirPort GmBH,
- ABB Calor Emag Schaltanlagen AG,
- H.Krantz-TKT GmBH,
- Flughafen Athen – Spata Projektgesellschaft mBH.

Η συνολική αξία του έργου ανήλθε σε DM 4.1 δις.

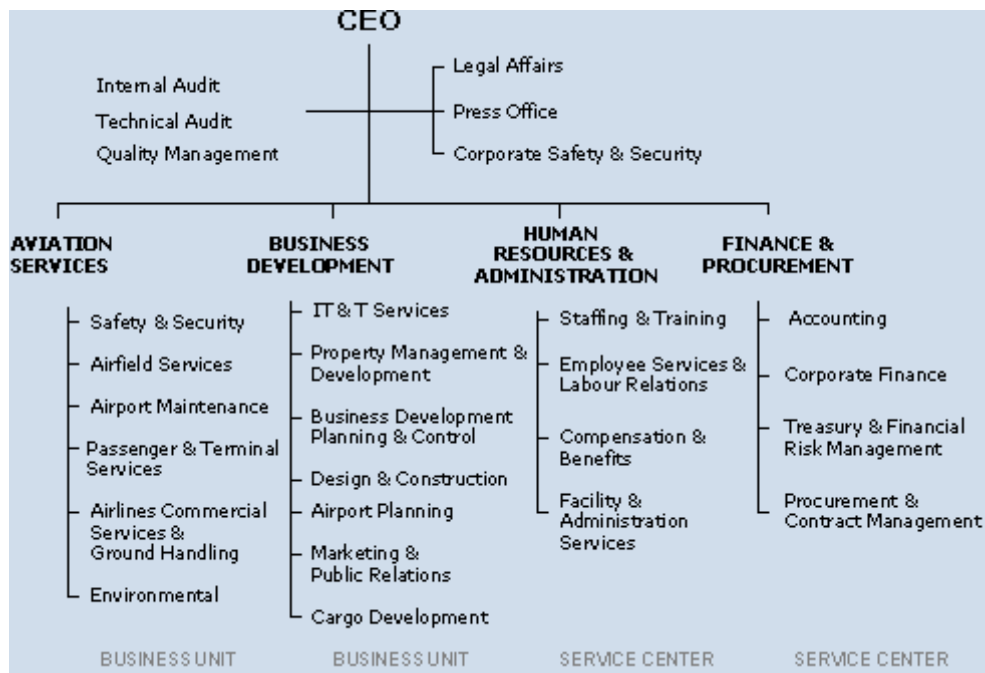
Το ιστορικό κατασκευής ήταν:

- 1995 Υπογραφή σύμβασης Airport Development Agreement (ADA)
- 1996 Τελετή έναρξης κατασκευής
- 1997 Εναρξη κατασκευής
- Σεπτ 2000 Ολοκλήρωση εργασιών κατασκευής
- Οκτ 2000 5μηνη Δοκιμαστική Περίοδος
- Μάρτ 2001 Εναρξη κανονικής λειτουργίας

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ

Εναρξη λειτουργίας:	Μάρτιος 2001
Κατασκευαστική περίοδος:	51 μήνες & a 5μηνη δοκιμαστική περίοδος
Αριθμός επιβατών:	Εως 16 εκατ. ετησίως στην πρώτη φάση λειτουργίας
Cargo traffic:	Σχεδιασμός για 220,000 τόνους ετησίως
Length of runways:	Περίπου 4 χλμ ο καθένας
Κίνηση Αεροσκαφών:	65 προσγειώσεις και απογειώσεις την ώρα ή 600 την ημέρα
Κυρίως κτίριο:	4 επίπεδα, 14 passenger boarding bridges, 150.000 τ.μ..
Satellite:	10 passenger boarding bridges
Πρόσβαση:	Six-lane freeway from the south (Αττική Οδός)
Check-in counters:	157
Baggage claim conveyor belts:	11

ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ



ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Οι πηγές χρηματοδοτήσεων της επένδυσης αξίας DM 4,1 δις και η χρήση αυτών έχει ως ακολούθως:

<i>Πηγές Χρηματοδότησης</i>	<i>Σε εκατ. ευρώ</i>
European Investment Bank Loan	997 (45%)
Commercial Banks	312 (14%)
Airport Development Fund	300 (13%)
European Union Grants	250 (11%)
Greek State Grants	150 (7%)
Share Capital	134 (6%)
Shareholder Loans	45 (2%)
Cargo Terminal Loan	17 (1%)
All Other	14 (1%)
<i>Total Sources</i>	<i>2,219 (100%)</i>

<i>Χρήσεις</i>	<i>Σε εκατ. ευρώ</i>
ICC Capex	1,618 (75%)
Capex Variations	134 (6%)
Pre-Operating Expenses	204 (10%)
Interest during construction	175 (8%)
Finance fees, hedging costs & other	13 (1%)
<i>Total Project Cost</i>	<i>2,144 (100%)</i>

ΕΡΓΟ: ΕΡΓΟ ΖΕΥΞΗΣ ΡΙΟΥ ΑΝΤΙΡΡΙΟΥ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Το έργο της γέφυρας Ρίου - Αντιρρίου υπήρξε πριν όραμα του Χαρίλαου Τρικούπη, ο οποίος καταγόταν από το γειτονικό Μεσολόγγι και διετέλεσε επανειλημμένα πρωθυπουργός την τελευταία εικοσαετία του 19ου αιώνα. Εμπνευσμένος από ένα σχετικό δημοσίευμα του Εμίλ Μπυρνούφ, ο οποίος είχε διατελέσει Διευθυντής της Γαλλικής Αρχαιολογικής Σχολής της Αθήνας, αναφέρθηκε στην αναγκαιότητα της γεφύρωσης του Στενού κατά τη διάρκεια μιας αγόρευσής του στη Βουλή, στις αρχές του 1889. Τελικά πέρασαν εκατό χρόνια για να καταστεί τεχνικά εφικτό το έργο και να δρομολογηθεί η κατασκευή του.

Προκήρυξη διαγωνισμού	1991
Κατάθεση προσφορών	1.12.1991
Υπογραφή Σύμβασης	Την 3.1.1996 το Ελληνικό Δημόσιο και η εταιρία ΓΕΦΥΡΑ Α.Ε. υπέγραψαν τη Σύμβαση Παραχώρησης για τη Μελέτη, Κατασκευή, Χρηματοδότηση, Συντήρηση και Εκμετάλλευση της γέφυρας Ρίου – Αντιρρίου.
Σύμβαση Παραχώρησης σε Ισχύ	24.12.1997 Ημερομηνία Θέσης σε Ισχύ, μία εβδομάδα μετά την ολοκλήρωση πολύμηνων και πολύπλευρων διαπραγματεύσεων του πλαισίου που εξασφάλιζε τη χρηματοδότηση του έργου.
Υπογραφή Κύριας Σύμβασης δανειοδότησης	25.7.1997
Η περίοδος κατασκευής	7 ετης: α. 2ετης (1998 - 1999) προπαρασκευαστική περίοδος, με βασικές δραστηριότητες την ολοκλήρωση της οριστικής μελέτης της γέφυρας και την κατασκευή των εργοταξιακών εγκαταστάσεων, κυρίως δε της ξηράς δεξαμενής, β. 5ετης (2000 - 2004) περίοδος κατασκευής της γέφυρας
Η περίοδος λειτουργίας	Από την ανάδοχο (παραχωρησιούχο) εταιρεία ΓΕΦΥΡΑ Α.Ε. θα ξεκινήσει από τη στιγμή που θα ολοκληρωθεί η κατασκευή τον Δεκέμβριο του 2004, σύμφωνα με το πρόγραμμα

Το 1995 η κίνηση μεταξύ Ρίου και Αντιρρίου με τις υφιστάμενες πορθμειακές γραμμές, ήταν κατά μέσο όρο 7.000 οχήματα την ημέρα. Προβλέπεται ότι κατά την παράδοση της γέφυρας στην κυκλοφορία η ημερήσια κίνηση θα έχει αυξηθεί σε 10.000 οχήματα. Σύμφωνα δε με μελέτες που έχουν καταρτισθεί, η αύξηση της κίνησης σε σύγκριση με το 1995 θα ενισχυθεί από την ανεξάρτητη ανάπτυξη τοπικής κίνησης ως άμεσο επακόλουθο της λειτουργίας της γέφυρας.

Η Σύμβαση Παραχώρησης προβλέπει ανώτατα όρια των διοδίων, τα οποία έχει δικαίωμα να καθορίσει ο Παραχωρησιούχος. Πέραν τούτου ο Παραχωρησιούχος έχει την απόλυτη ευχέρεια να καταστρώσει δική του πολιτική διοδίων, ευνοώντας τη χρήση της γέφυρας για τοπικές μετακινήσεις με κάρτες εποχικού ή τακτικού χρήστη.

Η Περίοδος Λειτουργίας της γέφυρας από τον Παραχωρησιούχο δεν θα ξεπεράσει τα 42 χρόνια από την Ημερομηνία Θέσης σε Ισχύ της Σύμβασης Παραχώρησης, δηλαδή τις 24 Δεκεμβρίου 2039. Μετά, το έργο θα παραδοθεί στο Ελληνικό Δημόσιο για να αναλάβει αυτό τη λειτουργία του.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Συνοπτικός ισολογισμός της ΓΕΦΥΡΑ Α.Ε. κατά την 31η Δεκεμβρίου 2001

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Αξία κτήσης	εκατ. δρχ.		χιλ. ευρώ		εκατ. δρχ.	χιλ. ευρώ
		Απόσβεση	Αναπ. αξία	Αναπ. αξία	ΠΑΘΗΤΙΚΟ		
Λειτουργικά έξοδα	8.698	8.698	-	-	Μετοχικό κεφάλαιο	22.224	65.221
Χρηματοοικονομικά έξοδα	3.358	3.358	-	-			
Λοιπά έξοδα	2.084	2.084	-	-	Χρηματοδοτική συμβολή Δημοσίου	81.632	239.566
Σύνολο εξόδων εγκαταστάσεως	14.140	14.140	-	-	Χρηματοδότηση υπερσυμβατικών εργασιών	2.749	8.067
Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις	199	116	83	244			
Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση	123.307	-	123.307	361.869	Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού	12	35
Σύνολο πάγιων στοιχείων	123.506	116	123.390	362.113			
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις			13.712	40.241	Δάνεια τραπεζών	40.890	120.000
Οφειλέτες			870	2.553			
Λοιπά			10.892	31.965	Πιστωτές	1.357	3.983
Γενικό σύνολο ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			148.864	436.872	Γενικό σύνολο ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	148.864	436.872

Σημείωση: τα ποσά σε δραχμές προκύπτουν από τη μετατροπή των ποσών σε ευρώ με την τελική ισοτιμία της δραχμής, δηλαδή 340,75 δραχμές ανά ευρώ.

ΓΕΩΛΟΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Οι τεκτονικές μετακινήσεις, που αποτελούν τη γενεσιουργό αιτία της έντονης σεισμικής δραστηριότητας στην περιοχή, προκαλούν επίσης την απομάκρυνση της νότιας ακτής (Ρίο) από τη βόρεια (Αντίρριο) κατά μερικά χιλιοστά κάθε χρόνο.

Πριν από περίπου 500.000 χρόνια ο Κορινθιακός Κόλπος φαίνεται ότι ήταν μάλλον μία εσωτερική θάλασσα (μεγάλη λίμνη) και η Πελοπόννησος συνδεόταν με τη Στερεά μέσω δύο ισθμών: ανατολικά, μέσω του ισθμού της Κορίνθου, όπου διανοίχτηκε η γνωστή διώρυγα, και δυτικά, μέσω του ισθμού του Ρίου - Αντιρρίου, στη θέση όπου κατασκευάζεται σήμερα η γέφυρα Ρίου - Αντιρρίου.

ΕΡΓΟ: ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΤΡΑΜ

ΤΟ ΕΡΓΟ

Η ΑΤΤΙΚΟ ΜΕΤΡΟ Α.Ε. (ΑΜ), έχοντας γενικότερα την ευθύνη σχεδιασμού και ανάπτυξης των αστικών ηλεκτρικών σιδηροδρόμων του Ν. Αττικής, ανέλαβε πρόσφατα την ευθύνη υλοποίησης των δύο πρώτων γραμμών του συστήματος Τραμ και προχωρεί με ταχείς ρυθμούς στη προώθηση των σχετικών διαδικασιών, ώστε το σύστημα να λειτουργεί κατά την περίοδο διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων.

Το Τραμ της Αθήνας θα εντάσσεται στη «οικογένεια» των νέων Τραμ των Ευρωπαϊκών πόλεων (Παρίσι, Βρυξέλλες, Στρασβούργο, Λυών, Μονπελιέ, Γκρενόμπλ, Ανόβερο, Στουτγάρδη, Κολωνία, Μάντσεστερ και άλλες) ως προς τα τεχνικά και μορφολογικά του χαρακτηριστικά.

Στόχος των δύο πρώτων γραμμών Τραμ είναι:

- Η οργάνωση και συμπλήρωση ενός δικτύου Μέσων Μαζικής Μεταφοράς σταθερής τροχιάς για την εξυπηρέτηση της ευρύτερης περιοχής Πρωτευούσης.
- Η σύνδεση των υπαρχόντων αλλά και των μελλοντικών πόλων έλξης της Μητροπολιτικής Περιοχής της Αθήνας.
- Η ποιότητα υπηρεσιών που προσφέρεται στους επιβάτες έτσι ώστε η μετακίνηση με τις Δημόσιες Συγκοινωνίες να καταστεί ανταγωνιστική της χρήσης Ι.Χ. αυτοκινήτου (αξιοπιστία, ταχύτητα, καθαριότητα, ασφάλεια).
- Ο εκσυγχρονισμός των Δημοσίων Συγκοινωνιών με στόχο την μείωση του θορύβου και της ατμοσφαιρικής ρύπανσης αλλά και την αισθητική αναβάθμιση της πόλης μας.

Το συνολικό μήκος των γραμμών ανέρχεται σε 24 χλμ. περίπου, χωρίς να υπολογισθούν οι συνδέσεις με τους χώρους των προβλεπόμενων Αμαξοστασιών και του Συνεργείου για τις εργασίες συντήρησης του τροχαίου υλικού (περίπου 5 χλμ. γραμμών σύνδεσης).

Από λειτουργική άποψη, οι δύο γραμμές που προβλέπεται να δρομολογηθούν είναι οι εξής:

Γραμμή T1 μήκους 13,9 χλμ :

Ν. Φάληρο (σταθμός ΗΣΑΠ) – Π. Φάληρο – Ν. Κόσμος – Φιξ - Ζάππειο.

Γραμμή T2 μήκους 15,1 χλμ :

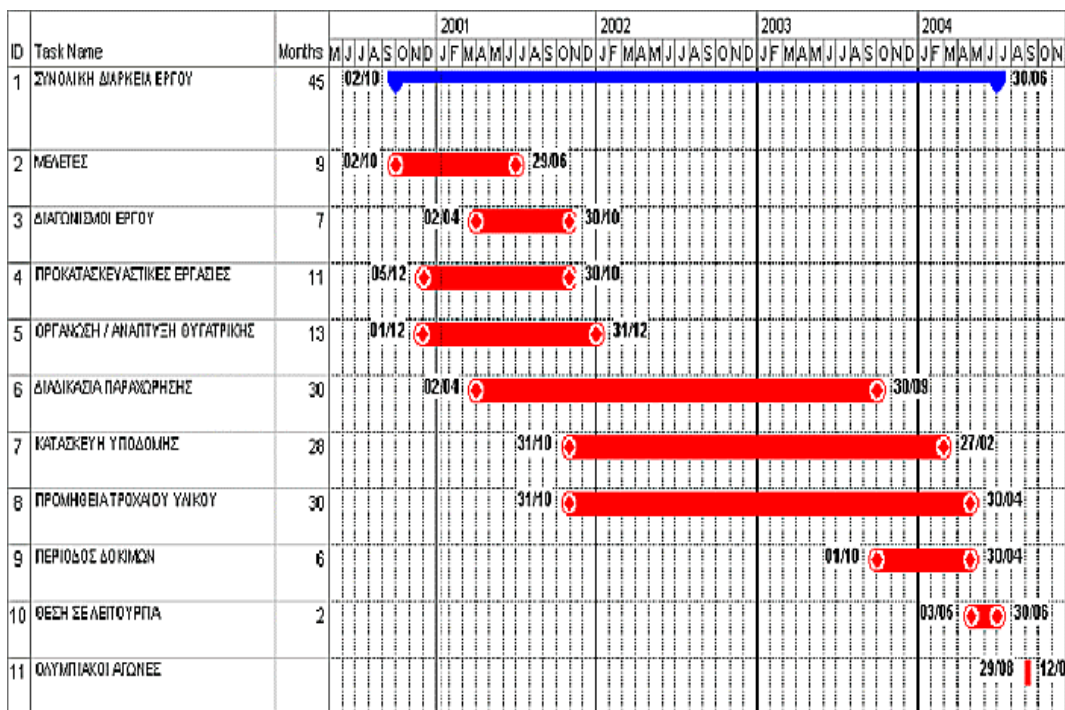
Ν. Φάληρο (σταθμός ΗΣΑΠ) – Π. Φάληρο – Αγ. Κοσμάς – Γλυφάδα (το τμήμα της γραμμής Ν. Φάληρο – Π. Φάληρο μήκους περίπου 5,4 χλμ. είναι κοινό και για τις δύο γραμμές).

Ο τερματικός σταθμός του Ν. Φαλήρου των γραμμών Τ1 και Τ2 χωροθετείται πλησίον του Σταδίου Ειρήνης και Φιλίας (ΣΕΦ) και κοντά στο σταθμό «Φάληρο» του ΗΣΑΠ με τρόπο που να εξασφαλίζεται η εύκολη μετεπιβίβαση μεταξύ των δύο μέσων σταθερής τροχιάς, του Τραμ και του Μετρό. Ο τερματικός σταθμός Αθήνας της γραμμής Τ1 χωροθετείται επί της Λεωφ. Βασ. Όλγας πλησίον του Εθνικού Γυμναστικού Συλλόγου (Ε.Γ.Σ.), ενώ, αντίστοιχα, ο τερματικός σταθμός Γλυφάδας της γραμμής Τ2 τοποθετείται πλησίον του κέντρου της Γλυφάδας επί της Λεωφ. Δημάρχου Αγγ. Μεταξά. Συνολικά στις γραμμές προβλέπονται 48 στάσεις περιλαμβανομένων και των τερματικών.

ΑΡΙΘΜΟΣ / ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΣΥΡΜΩΝ

ΑΝΑΓΚΑΙΟΣ ΣΤΟΛΟΣ	35-40 ΣΥΡΜΩΝ
ΜΗΚΟΣ ΣΥΡΜΩΝ	28 – 35 ΜΕΤΡΑ
ΠΛΑΤΟΣ ΣΥΡΜΩΝ	2,65 ΜΕΤΡΑ
ΧΩΡΙΤΗΚΟΤΗΤΑ	ΑΝΩ ΤΩΝ 170 ΕΠΙΒΑΤΩΝ

ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ



ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΓΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΟ PROJECT FINANCING

Σύντομος Οδηγός.

Ο Fabozzi έχει συντάξει μια κατάσταση (checklist) στην οποία περιλαμβάνει βασικά στοιχεία ή κριτήρια, τα οποία θα πρέπει να λάβει υπόψη της μια οικονομική μονάδα η οποία θέλει να χρηματοδοτηθεί με project financing και να θεωρείται βιώσιμη.

Στα στοιχεία αυτά περιλαμβάνει μια σειρά από τους βασικότερους κινδύνους που θα πρέπει να αντιμετωπίσει, αλλά και οικονομικά στοιχεία στα οποία θα πρέπει να ανταποκριθεί με επιτυχία.

Τα περισσότερα από τα στοιχεία έχουν αναλυθεί εκτεταμένα στην εργασία. Η παρουσίασή τους εδώ μπορεί να χρησιμεύσει ως ένας Σύντομος Οδηγός για όσους χρησιμοποιήσουν την μέθοδο αυτή χρηματοδότησης ενός έργου.

Κριτήρια για Επιτυχημένο Project Financing

	YES	NO	Not Applicable
1. Πιστωτικός κίνδυνος παρά κίνδυνος κεφαλαίου (equity risk) να υπάρχει στο δανεισμό του έργου			
2. Ικανοποιητική μελέτη βιωσιμότητας και χρηματοοικονομικές προβλέψεις			
3. Εξασφάλιση του κόστους προμηθειών και α' υλών			
4. Παροχή πρώτης ύλης ενέργειας σε λογικό κόστος			
5. Ύπαρξη αγοράς για την παραγωγή του έργου, προϊόν ή υπηρεσία.			
6. Μεταφορά του προϊόντος προς πώληση (στην αγορά) σε λογικό κόστος			
7. Επαρκής επικοινωνίες είναι διαθέσιμες			
8. Διαθέσιμα υλικά για κατασκευή του έργου είναι διαθέσιμα σε καθορισμένο κόστος			
9. Εμπειρία και αξιοπιστία Εργολάβου (Contractor)			
10. Εμπειρία και αξιοπιστία Διαχειριστή Έργου (Operator).			
11. Το Διοικητικό Προσωπικό έχει εμπειρία και είναι αξιόπιστο			
12. Καθόλου χρήση νέας τεχνολογίας			
13. Συμβολαιογραφικές συμφωνίες με άλλους κοινοπρακτικούς μετόχους (partners) υπάρχει με ικανοποιητικούς όρους			
14. Υπάρχει σταθερό και φιλικό πολιτικό περιβάλλον, άδειες χρήσεων και παραχωρήσεις είναι εύκολα διαθέσιμες			
15. Μη ύπαρξη ρίσκου απαλλοτρίωσης			
16. Ο κίνδυνος χώρας είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα			
17. Το συνάλλαγμα και κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών έχουν διευθετηθεί			
18. Η κεφαλαιακή συνεισφορά είναι επαρκής			
19. Το έργο ως εξασφάλιση έχει αξία για τον δανεισμό < asset lending>			
20. Ικανοποιητικές μελέτες (αποθεμάτων) και παγίων έχουν γίνει			
21. Επαρκείς ασφαλιστικές καλύψεις έχουν γίνει			
22. Κίνδυνοι από ανωτέρα βία έχουν διευθετηθεί			
23. Ο κίνδυνος αύξησης κόστους έργου πάνω από το προβλεπόμενο έχει διευθετηθεί.			
24. Ο κίνδυνος καθυστέρησης έχει εκτιμηθεί			
25. Επαρκές δείκτης ROE, ROI, ROA			
26. Ρεαλιστικές παραδοχές για πληθωρισμό και επιτόκια.			
27. Κίνδυνοι που σχετίζονται με το περιβάλλον είναι μπορούν να διαχειριστούν			
28. Κίνδυνος κατηγοριών για δωροδοκία να εξεταστεί			
29. Να υπάρχει προστασία από εγκληματικές ενέργειες			
30. Ο εμπορικός νόμος να προστατεύει την περιουσία και τα συμβατικά δικαιώματα.			

Για τα ανωτέρω στοιχεία αναφέρουμε συνοπτικά κάποιες παρατηρήσεις.

1. Πιστωτικός κίνδυνος παρά κίνδυνος κεφαλαίου (equity risk) να υπάρχει στο δανεισμό του έργου.

Οι δανειστές του έργου θα πρέπει να έχουν να αντιμετωπίσουν μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο και όχι τον κίνδυνο κεφαλαίου, άσχετα αν η αμοιβή είναι τέτοια που τους αποπληρώνει για τον κίνδυνο αυτό.

Αυτό θα πρέπει να συμβαίνει καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν υψηλή μόχλευση στα δάνεια που δίνουν. Αν έχουν να αναλάβουν και κίνδυνο κεφαλαίου διακινδυνεύουν πολύ τα κεφάλαιά τους. Οι τράπεζες θα πρέπει να δανείζουν με το σκεπτικό ότι θα αποπληρωθούν σύμφωνα με το πρόγραμμα.

Μπορεί οι δανειζόμενοι να γνωρίζουν τους κινδύνους του έργου και να προτείνουν στον δανειστή να τους δανείσει με υψηλό επιτόκιο. Ο δανειστής σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να αρνηθεί (ακόμα και να δανείσει Libor πλέον 5%). Αυτό το υψηλό επιτόκιο θα δηλώνει από μόνο του ότι υπάρχει και άλλος κίνδυνος, εκτός του πιστωτικού που αναλαμβάνεται. Θα πρέπει ο δανειστής να έχει υπόψη του ένα ανώτατο επιτόκιο στο οποίο να δανείζει π.χ. Libor πλέον 3%.

Υπάρχουν εξαιρέσει εταιριών που δίνουν υψηλά δάνεια σε νέες εταιρίες (start-up companies). Στις περιπτώσεις αυτές ο δανεισμός έχει ένα ανώτατο όριο (ποσό). Συμβαίνει να ζητούνται επιπλέον συμμετοχή στο κεφάλαιο ή/και στα κέρδη.

2. Μελέτη βιωσιμότητας και χρηματοοικονομικές προβλέψεις.

Τα EBITDA είναι ο τροφοδότης για το project financing. Με το ποσό αυτό θα αποπληρωθούν τα δανειακά κεφάλαια. Θα πρέπει να γίνουν συντηρητικές μελέτες βιωσιμότητας και μηχανολογικές μελέτες που να το προσδιορίζουν και αιτιολογούν. Οι δανειστές του έργου θα πρέπει να εξετάσουν πως διαμορφώνονται τα EBITDA σε διάφορα στάδια της ζωής του έργου. Αναμένουν να έχει ένα συγκεκριμένο ύψος προσδιοριζόμενο εξαρχής.

Οι παραδοχές που θα γίνουν στις χρηματοοικονομικές μελέτες θα πρέπει να είναι ρεαλιστικές. Θα πρέπει να γίνουν διάφορα σενάρια και να προσδιοριστούν αποτελέσματα με εναλλακτικές παραδοχές.

Τα αποτελέσματα των μελετών θα πρέπει να πιστοποιηθούν και από ανεξάρτητους συμβούλους, π.χ. μηχανικούς, κατασκευαστές κ.α. Μπορεί περαιτέρω να ληφθεί από εξωτερικούς συμβούλους και γνώμη για το σύνολο του έργου σε βασικά σημεία του.

Η μελέτη βιωσιμότητας όπως έχουμε πει θα πρέπει να επιβεβαιώσει την δυνατότητα παραγωγής στο συγκεκριμένο κόστος και την δυνατότητα πώλησης σε συγκεκριμένες τιμές, ώστε να επιτευχθεί το περιθώριο κέρδους. Οσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός τόσο πιο πειστική θα πρέπει να είναι η μελέτη.

3. Εξασφάλιση του κόστους προμηθειών και α' υλών.

Οι προμήθειες θα πρέπει να εξασφαλιστούν με συμβόλαια και το κόστος τους να είναι σύμφωνο με τις χρηματοοικονομικές προβλέψεις.

Οι πηγές και η διαθεσιμότητα θα πρέπει να αναθεωρούνται με πιθανή χρήση μελέτης αγοράς η οποία θα επιβεβαιώνει μια ικανοποιητική μελλοντική ικανότητα προμήθειας του έργου.

Αν ο operator στοχεύσει να εισάγει κάποια πρώτη ύλη θα πρέπει να το κάνει χωρίς να πληρώσει επιπλέον φόρους ή τέλη (που θα επιβαρύνουν το κόστος). Θα πρέπει να εξεταστούν τα μεταφορικά κόστη τα οποία να είναι λογικά. Θα πρέπει να εξεταστούν τα έργα υποδομής (γέφυρες, λιμάνια) που θα εξασφαλίσουν την μεταφορά των α' υλών.

Όταν μια μεταφορική εταιρία ελέγχει τον μοναδικό τρόπο μεταφοράς θα πρέπει να γίνει μελέτη για μελλοντικά αυξημένες τιμές μεταφορικών. Θα πρέπει να εξεταστεί η περίπτωση μακροπρόθεσμων συμβολαίων μεταφοράς (που να προβλέπεται η αύξηση του κόστους).

Μπορούν επίσης να γίνουν μακροπρόθεσμα συμβόλαια με τους προμηθευτές μέσα από τα οποία να παρέχεται ικανοποιητική πίστωση στο έργο (take or pay, supply or pay και put or pay).

Αν κάποια προμήθεια είναι ζωτικής σημασίας για το έργο θα πρέπει να γίνει συμβόλαιο με τον προμηθευτή ο οποίος να υποχρεώνεται να το παρέχει ανεξάρτητα αν μπορεί να παραδώσει και να υποχρεώνεται να βρίσκει εναλλακτικές πηγές από τις οποίες να προμηθεύει το προϊόν.

Θα πρέπει να εξεταστούν οι κίνδυνοι που συνδέονται με την πιστοληπτική ικανότητα ενός προμηθευτή εξωτερικού, όπως η πιστοληπτική του ικανότητα, ανώτερη βία και κίνδυνος αποκλεισμού της χώρας από το διεθνές εμπόριο (economic boycott).

4. Παροχή πρώτης ύλης ενέργειας σε λογικό κόστος

Είναι σημαντικό να υπολογιστεί το κόστος της ενέργειας λόγω της σταδιακής αύξησης και των διακυμάνσεων των τιμών ενέργειας στο μέλλον.

Η ενέργεια αφορά ηλεκτρισμό, αέριο, πετρέλαιο, νερό. Σε περίπτωση μη επαρκούς εξασφάλισης ηλεκτρικής ενέργειας θα πρέπει να κατασκευάσει το έργο δικές του πηγές ενέργειας και τρόπους υποστήριξης.

Θα πρέπει να εξεταστεί η δυνατότητα μακροπρόθεσμων συμβολαίων με προκαθορισμένη αύξηση του κόστους αυτών.

5. Ύπαρξη αγοράς για την παραγωγή του έργου, προϊόν ή υπηρεσία.

Η οικονομική επιτυχία του έργου θα εξαρτηθεί από την μελλοντική ύπαρξη αγοράς για την συγκεκριμένη παραγωγή του έργου και σε τιμή πώλησης η οποία θα εξασφαλίζει ταμειακές ροές για την αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων των λειτουργικών εξόδων και παροχή αποδοτικότητας στους επενδυτές του έργου. Θα πρέπει να γίνουν μελέτες αγοράς για τον όγκο και τις τιμές της αγοράς αυτής. Η μελέτη θα πρέπει να υποστηρίζεται από ανεξάρτητες εταιρίες marketing. Θα πρέπει να γίνει εκτίμηση του ανταγωνισμού, από ανταγωνιστικά προϊόντα και προμηθευτές που μπορεί να παρέχουν φθηνές πρώτες ύλες σε ανταγωνιστές.

Για την αντιμετώπιση του κινδύνου αυτού μπορεί να συνταχθούν μακροπρόθεσμα συμβόλαια πώλησης σε συγκεκριμένες τιμές με προκαθορισμένες αυξήσεις, οι οποίες θα εξασφαλίζουν τις απαραίτητες ροές. Τέτοια συμβόλαια είναι τα take-or-pay, take-and-pay, through-put, κ.α.

6. Μεταφορά του προϊόντος προς πώληση (στην αγορά) σε λογικό κόστος.

Θα πρέπει να εξεταστεί ο τρόπος μεταφοράς του προϊόντος και το κόστος αυτού, το οποίο να είναι σύμφωνο με τις χρηματοοικονομικές προβλέψεις. Η μέθοδος (τρένο, πλοίο) θα πρέπει να εξεταστεί για την περίπτωση που απαιτείται η κατασκευή διαφόρων έργων που θα διευκολύνουν την μεταφορά, όπως δρόμοι, λιμάνια, αγωγοί κ.α. Επίσης, κατά πόσο θα είναι η μεταφορά ευάλωτη από κάποιον μοναδικό μεταφορέα και το κόστος της μεταφοράς. Θα πρέπει να εξεταστεί η πιθανότητα να συνταχθούν μακροπρόθεσμα συμβόλαια με προκαθορισμό του κόστους, τα οποία θα λύσουν πιθανώς το πρόβλημα.

7. Επαρκής επικοινωνίες διαθέσιμες.

Θα πρέπει να εξεταστούν τα μέσα και οι τρόποι επικοινωνίας. Αν θα χρησιμοποιηθεί σύγχρονη τεχνολογία (internet, facsimile machines, modems). Θα πρέπει να εξεταστεί αν είναι απομακρυσμένη περιοχή εκεί όπου εγκαθίσταται το έργο και αν υπάρχουν σημαντικές καθυστερήσεις στην ανταπόκριση των τηλεφωνικών μηνυμάτων. Οι καθυστερήσεις στην επικοινωνία καθυστερούν την λήψη αποφάσεων και την επίτευξη των στόχων του έργου.

8. Διαθέσιμα υλικά για κατασκευή του έργου.

Θα πρέπει να είναι το κόστος των υλικών σύμφωνα με τις προδιαγραφές για το κόστος κατασκευής. Τα μεταφορικά των υλικών αυτών καθώς και η διαθεσιμότητα και επάρκεια από την τοπική αγορά θα πρέπει να εξεταστεί. Επίσης να γίνουν σχέδια για εναλλακτικές χρήσεις άλλων υλικών. Θα πρέπει να εξεταστεί αν θα εισαχθούν υλικά από το εξωτερικό και με τι κόστος. Αν υπάρχει κίνδυνος να μην μπορεί να εισαχθούν λόγω εμπάργκο.

9. Εμπειρία και αξιοπιστία Εργολάβου (Contractor)

Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι σημαντικά για κάποιον που κατασκευάζει οποιοδήποτε μέρος του έργου (facility). Θα πρέπει να έχει την τεχνική εμπειρία για το έργο. Να μπορεί να το κατασκευάσει σύμφωνα με τις προδιαγραφές του κόστους και της παραγωγής που απαιτείται. Να είναι εταιρεία η οποία έχει ήδη κατασκευάσει παρόμοια έργα με επιτυχία. Να είναι οικονομικά ισχυρή για την αποφυγή της πιθανότητας να χρεοκοπήσει. Θα πρέπει να είναι αρκετά μεγάλη και να είναι αφοσιωμένη στο έργο για να μπορεί να λύσει οποιοδήποτε πρόβλημα προκύψει.

Οι δανειστές του έργου δείχνουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον και θα εξετάσουν τα ανωτέρω χαρακτηριστικά του. Η γεωγραφική επιλογή του έργου (σε ποια χώρα θα γίνει) παίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία του εργολάβου, καθώς πολλοί έχουν αποτύχει καθώς δεν ήξεραν τις συνθήκες: πολιτικές, κουλτούρας κ.λ.π. της συγκεκριμένης χώρας. Η επιλογή του εργολάβου του έργου δεν θα πρέπει να γίνεται μόνο με το κριτήριο της φθηνότερης προσφοράς αλλά να λαμβάνει υπόψη και τα ανωτέρω.

10. Εμπειρία και αξιοπιστία Διαχειριστή Έργου (Operator).

Θα πρέπει να έχει την εμπειρία σε χρηματοοικονομικά και τεχνικά ζητήματα για να διαχειριστεί το έργο σε σχέση με το προδιαγεγραμμένο κόστος του και τον τρόπο παραγωγής που καθιστούν την βάση βιωσιμότητας του έργου. Μπορεί να είναι είτε ανεξάρτητη εταιρεία η οποία είναι εξειδικευμένη στην παροχή αυτής της υπηρεσίας. Μπορεί να είναι ο promoter του έργου ή κάποιος από τους sponsors του έργου.

Οι δανειστές προτιμούν κάποιος από τους sponsors να έχει την εμπειρία να κάνει κάτι τέτοιο ή να αναλαμβάνει κάποια εξειδικευμένη σε αυτό εταιρεία.

Προσπάθειες έχουν γίνει από νέες (entrepreneurial) εταιρίες να φτιάξουν ομάδα από έμπειρα στελέχη τα οποία θα λειτουργήσουν ως ομάδα και θα διαχειριστούν το έργο. Τέτοιες προσπάθειες έχουν αποτύχει καθώς τα άτομα μπορεί να προέρχονται από διαφορετικούς χώρους και διαφορετικές κουλτούρες διοίκησης και είναι πολύ δύσκολο να επιτύχουν τα έργα αυτά. Εταιρίες που φτιάχνουν ομάδες που διαχειρίζονται έργα με επιτυχία είναι κυρίως οι εταιρίες πετρελαίου. Ωστόσο ομάδες τους που εργάστηκαν επιτυχώς στα έργα εξόρυξης πετρελαίου απέτυχαν σε έργα εξόρυξης άνθρακα.

Υπάρχει ζήτημα ποιος θα διαχειριστεί το έργο σε περιοχές όπου υπάρχει κατοχή του συγκεκριμένου έργου (facility) από κάποιο venture capital ή δημόσιο οργανισμό. Οι δανειστές ζητούν να προστατευτούν από την κρατική παρέμβαση για ανάληψη της διαχείρισης του έργου από το δημόσιο (που μπορεί να μην έχει την εμπειρία). Θα απαιτήσουν να γίνει μακροπρόθεσμη σύμβαση με τον διαχειριστή που θα επιλεγεί και θα έχει την εμπειρία και την δέσμευση του δημοσίου για μη παρέμβαση.

11. Διοικητικό Προσωπικό.

Το Διοικητικό προσωπικό θα πρέπει να είναι έμπειρο και αξιόπιστο. Η γενική διοίκηση θα είναι αυτή που θα πάρει τις βασικές πολιτικές αποφάσεις για την χρηματοδότηση, θα παρέχει πληροφορίες στους δανειστές και επενδυτές και θα είναι υπεύθυνο για την παρακολούθηση της πορείας και την διοίκηση του έργου. Θα πρέπει να καθορίσει εσωτερικά συστήματα ελέγχου και διαδικασίες για τις πληρωμές και τις λοιπές διαδικασίες του έργου. Θα πρέπει να έχει την δυνατότητα να διατηρήσει το κόστος και να κρατήσει και αυξήσει το μερίδιο αγοράς. Να έχει καλές σχέσεις με τους δανειστές.

Οι sponsors θα πρέπει να είναι ικανοί να προσελκύσουν καλό διοικητικό προσωπικό.

Οι δανειστές ενδιαφέρονται να υπάρχει καλή διοίκηση στην μητρική εταιρία και στην εταιρία του project (project company) και θα είναι απρόθυμοι να δανείσουν σε εταιρίες με κακή διοίκηση.

12. Καθόλου χρήση νέας τεχνολογίας.

Το έργο δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει την χρήση νέας τεχνολογίας. Η τεχνολογία και οι διαδικασίες που θα χρησιμοποιηθούν για το έργο θα πρέπει να είναι αξιόπιστα και ήδη εφαρμοσμένες σε άλλα έργα που έχουν λειτουργήσει. Αλλιώς θα υπάρχει και επιπλέον κίνδυνος, εκτός του κινδύνου δανεισμού. Αλλιώς θα απαιτηθεί τα δάνεια του έργου να εξασφαλιστούν από ισχυρά πιστωτικά μέρη- όπως δημόσιο και εταιρίες με ισχυρή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό συμβαίνει σε έργα όπως παραγωγής πετρελαίου από χώματα με πίσσα, έργα παραγωγής ενέργειας από σκουπίδια κ.α. έργα με σημαντικές προοπτικές. Οι δανειστές ενδιαφέρονται για έργα δοκιμασμένα που έχουν σίγουρες και εξασφαλισμένες ταμειακές ροές και τεχνολογία.

13. Συμβολαιογραφικές συμφωνίες με άλλους κοινοπρακτικούς μετόχους (partners)

Σε περίπτωση που το έργο είναι joint venture, τα συμβόλαια μεταξύ των μερών εξετάζονται σημαντικά από τους δανειστές. Θα πρέπει να περιλαμβάνουν προβλέψεις όπως:

- μεταβολή του ποσοστού συμμετοχής κάποιου εταίρου,
- απόσυρση ή αλλαγή εταίρου,
- συμμετοχή νέου εταίρου,
- ευθύνη και υποχρεώσεις μεταξύ των εταίρων αν κάποιος δεν μπορέσει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του,
- διαδικασίες επίλυσης διαφορών,
- δικαιώματα ψήφων για την λειτουργία και διοίκηση του έργου,
- εξασφάλιση της διαχείρισης του έργου από operator που θα έχει τα απαραίτητα προσόντα, κατά την διάρκεια του δανείου, ακόμη και στην περίπτωση αυξημένου ενδιαφέροντος του δημοσίου για να αναλάβει το έργο.

14. Πολιτικό περιβάλλον, άδειες χρήσεων και παραχωρήσεις

Το πολιτικό περιβάλλον της τοποθεσίας του έργου και ο τύπος του έργου θα πρέπει να είναι φιλικό και σταθερό. Οι άδειες θα πρέπει να είναι διαθέσιμες και οι περιορισμοί λογικοί. Κάποιες άδειες μπορεί να μην είναι διαθέσιμες πριν από την ολοκλήρωση του έργου- όπως αυτές που σχετίζονται με το περιβάλλον. Θα πρέπει να εξασφαλίζονται καλές σχέσεις με τους δημόσιους λειτουργούς που θα αναμιχθούν με το έργο.

Οι δανειστές θέλουν να είναι εξασφαλισμένοι ότι οι άδειες θα δοθούν με δίκαιο και αντικειμενικό τρόπο.

Αυστηροί φόροι μπορεί να επηρεάσουν σημαντικά τα οικονομικά του έργου, όπως για παράδειγμα στην εκμετάλλευση φυσικού πλούτου (πετρέλαιο, αέριο, άνθρακας). Θα πρέπει να εξεταστεί η αβεβαιότητα που μπορεί να υπάρχει για την επιβολή τέτοιων φόρων στο μέλλον οι οποίοι θα αυξήσουν το κόστος του προϊόντος το οποίο μπορεί να μην είναι δυνατό να πωληθεί μετά σε ανταγωνιστικές τιμές.

15. Μη ύπαρξη ρίσκου απαλλοτρίωσης

Η απαλλοτρίωση μπορεί να είναι άμεση ή έμμεση, ταχεία ή βραδεία (έρπουσα). Το ρίσκο αυτό θα πρέπει να εκτιμηθεί με βάση την υπάρχουσα υποδομή της χώρας, τις γείτονες χώρες, την ιστορία, την ενεργειακή υποδομή. Θα πρέπει να ληφθεί απάντηση στο ερώτημα ποια θα είναι η επόμενη κυβέρνηση και ποια θα είναι η συμπεριφορά της απέναντι στο έργο και τα στοιχεία του. Η αντιμετώπιση του κινδύνου αυτού μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους.

Μια μέθοδος είναι να γίνει σύμβαση δικαιώματος εκμετάλλευσης (concession agreement) με την κυβέρνηση, με την οποία να διευθετούνται τα περισσότερα στοιχεία του έργου. Η σύμβαση άλλες φορές είναι βραχυπρόθεσμη και άλλες μακροπρόθεσμη. Άλλες γίνονται ξεχωριστές συμβάσεις με την κεντρική τράπεζα ή δημόσιους οργανισμούς για την εκμετάλλευση πόρων ή για λόγους βιομηχανικής ανάπτυξης. Αυτές οι συμβάσεις λειτουργούν περισσότερο για την γενική διευθέτηση με το κράτος παρά ως δεσμεύσεις αυτού.

Μπορεί επίσης να αντιμετωπιστεί, ιδίως σε αναπτυσσόμενες χώρες, με την συμμετοχή επενδυτών από διάφορες χώρες καθώς και διακεκριμένων επενδυτών από την εγχώρια αγορά. Η εγχώρια κυβέρνηση θα είναι απρόθυμη να προχωρήσει σε απαλλοτρίωση έργου στο οποίο συμμετέχουν επενδυτές από ΗΠΑ, Γαλλία, Γερμανία, Αραβικά Εμιράτα.

Το ίδιο μπορεί να γίνει και με το δανεισμό του έργου, που μπορεί να γίνει από οργανισμούς που δανειοδοτούν έργα σε πολλά μέρη του κόσμου, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, ή από consortium επενδυτών από διάφορες χώρες. Ακόμη η αγορά εξοπλισμού μπορεί να γίνει πολλές χώρες και να χρηματοδοτηθεί από εξαγωγικούς οργανισμούς. Το δάνειο μπορεί να έχει τέτοιους όρους που η αλλαγή ιδιοκτησίας, η παύση λειτουργίας του από το κράτος και άλλοι λόγοι από τους οποίους το έργο να μην μπορεί να αποπληρώσει να προκαλέσει επισφάλειες σε πιστωτικούς οργανισμούς οι οποίοι με την σειρά τους θα ρίξουν την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας.

Η βραδεία (έρπουσα) απαλλοτρίωση μπορεί να έχει την μορφή της μη ανανέωσης βασικής άδειας λειτουργίας, υψηλών φόρων και αδειών εισαγωγών εξαγωγών. Οι υψηλοί φόροι μπορεί να προέρχονται από μη διορατικούς πολιτικούς τους οποίους τους ενδιαφέρει μόνο το βραχυπρόθεσμο έσοδο. Επίσης, μπορεί να σχετίζεται με περιβαλλοντικούς περιορισμούς. Σε πολλές περιπτώσεις έργα που δέχθηκαν τέτοιες πιέσεις αναγκάστηκαν να πωλήσουν μετοχές τους σε σημαντικά μειωμένες τιμές ή άλλες φορές να παύσουν την λειτουργία τους πριν από το τέλος της οικονομικής τους ζωής.

16. Κίνδυνος χώρας

Ο κίνδυνος χώρας θα πρέπει να εκτιμάται στην μελέτη βιωσιμότητας του έργου (feasibility study) και να αναφέρονται τρόποι αντιμετώπισής του.

17. Συνάλλαγμα και κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Υπάρχει όταν τα έσοδα, τα έξοδα και οι δανειακές υποχρεώσεις είναι σε περισσότερα από ένα νομίσματα. Θα πρέπει να γίνει μελέτη για την αντιστοίχιση των μελλοντικών εισπράξεων και πληρωμών από τα διαφορετικά νομίσματα. Επίσης να καθοριστούν τι νομίσματα θα χρησιμοποιηθούν για την χρηματοδότηση και σε τι νόμισμα θα είναι οι ταμειακές εισροές. Οι δανειστές θα απαιτήσουν από τους sponsors να δώσουν επιπλέον χρηματοδότηση σε περίπτωση συναλλαγματικών διαφορών κατά το στάδιο κατασκευής του έργου.

Αν απαιτείται θα πρέπει να γίνει τακτική hedging για νομίσματα και προϊόντα. Ένα πολυνομισματικό δάνειο μπορεί να γίνει για τον έλεγχο του κινδύνου αυτού.

Σε αναπτυσσόμενες χώρες απαιτείται να γίνουν συμβάσεις με τις κεντρικές τράπεζες για την χρήση διαφόρων νομισμάτων.

18 Η κεφαλαιακή συνεισφορά είναι επαρκής

Οι σημαντικοί sponsors ή promoters κάνουν εισφορές κεφαλαίων ανάλογα με την δυνατότητά τους, το ενδιαφέρον τους και το ρίσκο του έργου. Οι δανειστές ενδιαφέρονται οι sponsors να έχουν σημαντικό οικονομικό ενδιαφέρον για το έργο έτσι ώστε να είναι δύσκολο να το εγκαταλείψουν να μην ενδιαφέρονται γι' αυτό.

19. Το έργο ως εξασφάλιση έχει αξία για τον δανεισμό < asset lending >.

Θα πρέπει το έργο και τα επιμέρους έργα που θα κατασκευαστούν να σχεδιαστούν έτσι ώστε να έχουν την καλύτερη δυνατή αξία για τους δανειστές, οι οποίοι είναι πρόθυμοι να στηρίζουν το δάνειο που θα παρέχουν σε αυτά. Αυτό θα έχει αποτέλεσμα να απαιτηθούν λιγότερες εξασφαλίσεις για τον δανεισμό.

Ο όρος asset lending χρησιμοποιείται για τις περιπτώσεις όπου οι δανειστές κοιτάζουν στην αξία του έργου ως εξασφάλιση για τα δάνεια και ως εναλλακτική πηγή εξόφλησης του δανείου.

20. Ικανοποιητικές μελέτες (αποθεμάτων) και παγίων

Θα πρέπει να γίνουν ανεξάρτητες μελέτες των ενεργητικών στοιχείων του έργου, ιδίως όταν πρόκειται για κατοχή φυσικών πόρων. Το ρίσκο υπάρχει αν η πραγματική παραγωγή και τα έσοδα από αυτήν δεν είναι ικανά να αποπληρώσουν το δάνειο σύμφωνα με το πρόγραμμα αποπληρωμής. Οι δανειστές θα πρέπει να είναι σίγουροι για τα φυσικά αποθέματα του έργου, ότι υπάρχουν, ιδίως αν το πρόγραμμα αποπληρωμής στηρίζεται στην παραγωγή (production-payment type). Επίσης θα πρέπει να γίνει εκτίμηση της ποιότητας του αποθέματος, της τεχνικής δυνατότητας εξόρυξης, της αναλογίας του αποθέματος που είναι οικονομικά εκμεταλλεύσιμο καθώς και του ορθού χρόνου (timing) για την εξόρυξη. Κάποιες τράπεζες προσλαμβάνουν δικούς τους μηχανικούς για να κάνουν εκτιμήσεις.

21. Επαρκείς ασφαλιστικές καλύψεις.

Θα πρέπει να υπάρχει ασφαλιστικό πρόγραμμα κατά την διάρκεια της κατασκευής και λειτουργίας του έργου. Μια ανασφάλιστη απώλεια μπορεί να είναι καταστροφική για το έργο. Θα πρέπει να γίνονται αναθεωρήσεις και αλλαγές των ασφαλιστικών όρων όταν οι συνθήκες το απαιτούν. Θα πρέπει να γίνει ασφάλιση για περίπτωση διακοπής των εργασιών του έργου (business interruption). Οι πρόσοδοι από τις ασφαλιστικές αποζημιώσεις θα πρέπει να πηγαίνουν υπερ των δανειστών.

Τα συμβόλαια των δανείων θα πρέπει να προβλέπουν πότε θα πηγαίνουν οι ασφαλιστικές αποζημιώσεις υπερ των δανειστών. Μπορεί κατά το στάδιο κατασκευής να πηγαίνουν υπερ του sponsora ή της εταιρίας που έχει την ευθύνη της ολοκλήρωσης του έργου.

22. Κίνδυνοι από ανωτέρα βία

Οι κίνδυνοι από ανωτέρα βία προκύπτουν από συγκεκριμένα γεγονότα πέρα από τον έλεγχο των μερών του project finance και επομένως εξαιρούνται τα μέρη από τις νομικές ευθύνες που προκύπτουν από την έλευσή τους. Αντικειμενικά είναι δύσκολο να καθοριστεί τι αποτελεί ανωτέρα βία. Στα συμφωνητικά του έργου συνήθως περιλαμβάνονται περιπτώσεις που αποτελούν ανωτέρα βία, για παράδειγμα:

- πόλεμος και στρατιωτικές ενέργειες
- απεργίες και άλλες εργατικές διαταραχές
- απαλλοτρίωση, επίταξη, δήμευση
- νομοθετικές αλλαγές,
- αποκλεισμοί λιμανιών και άλλων περιπτώσεων,
- φυσικές καταστροφές και καταιγίδες,
- επιδημίες και καταστάσεις καραντίνας.

Πότε ισχύουν τα ανωτέρω, οι επιπτώσεις και οι διακανονισμοί από την μη εκτέλεση των συμβατικών υποχρεώσεων θα πρέπει να καθορίζεται στα συμφωνητικά. Οι ανωτέρω περιπτώσεις μπορεί να πλήξουν και τους προμηθευτές του έργου και επομένως και το ίδιο το έργο.

Οι δανειστές θα επιθυμούν να μεταφέρουν το ρίσκο από τα ανωτέρω γεγονότα στους sponsora ή στους προμηθευτές ή στους πελάτες μέσα από συμβατικές υποχρεώσεις ή ασφαλιστικές καλύψεις.

23. Κίνδυνος αύξησης κόστους έργου πάνω από το προβλεπόμενο

Η αύξηση του κόστους μπορεί να προέρχεται είτε από το κόστος κατασκευής είτε από το κόστος ολοκλήρωσης του έργου (completion cost). Ο κίνδυνος μπορεί να προκαλέσει σημαντικά προβλήματα καθώς η δυνατότητα των αναμενόμενων εσόδων να καλύψουν τα λειτουργικά έξοδα και το δάνειο εξαρτάται από το υπολογιζόμενο κόστος του έργου. Το επιπλέον κόστος θα πρέπει να καταβληθεί προκειμένου το έργο να ξεκινήσει την λειτουργία του και να παράγει έσοδα. Αυτό βάζει το έργο σε κίνδυνο. Αν δεν προβλέπεται τι πρέπει να γίνει σε αυτές τις περιπτώσεις, τότε ασκείται πίεση στους δανειστές να καταβάλλουν το επιπλέον κόστος. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να καλυφθεί με πολλούς τρόπους όπως οι κατωτέρω:

- **Επιπλέον κεφάλαια από τον sponsor.** Το επιπλέον κόστος να καταβληθεί από τον sponsor ή τους επενδυτές. Συνήθως παρέχεται με την μορφή subordinated loan και όχι με την μορφή κεφαλαίου το οποίο θα απαιτεί μερίσματα για απόδοση και θα καταστρατηγεί όρους των δανείων.
- **Εφεδρική πίστωση (standby credit facility).** Από τους αρχικούς δανειστές. Ο επιπλέον δανεισμός θα πρέπει να καλυφθεί από μεταβολή των συμβολαίων πωλήσεων, των τιμών πώλησης και πιθανότατα να χρειάζεται να καταβληθούν επιπλέον εγγυήσεις ή κεφάλαια από τους sponsors.
- **Συμφωνημένη τιμή έργου.** Μπορεί να γίνει για μέρη ή όλο το έργο σύμβαση με τους εργολάβους για την τιμή ολοκλήρωσης του έργου ή οποία θα προκαθοριστεί. Στην περίπτωση αυτή η τιμή θα είναι μεγαλύτερη από ότι προβλέπεται αρχικά για το κόστος του έργου λόγω του κινδύνου που αναλαμβάνει ο εργολάβος.
- **Εγγύηση ολοκλήρωσης έργου με επέκταση στην ωρίμανση του δανείου.** Η εγγύηση ολοκλήρωσης παρέχεται από τον sponsor: όλο το δάνειο εγγυάται από τον sponsor μέχρι το έργο να ολοκληρωθεί και να λειτουργήσει σύμφωνα με τις προδιαγραφές. Αυτή η εγγύηση μπορεί να παρέχει πρόβλεψη ότι το δάνειο θα είναι εγγυημένο έως την λήξη του αν η ολοκλήρωση του έργου δεν γίνει σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Η πρόβλεψη αυτή πιέζει τον sponsor να βάλει τα επιπλέον χρήματα για την ολοκλήρωση του έργου.
- **Απόσυρση δανειστών.** Μπορεί να προβλέπεται στην δανειακή σύμβαση ότι ο sponsor θα αγοράσει τα ενεργητικά στοιχεία του έργου και θα αποσυρθούν οι δανειστές από αυτό αν δεν ολοκληρωθεί σύμφωνα με τις προδιαγραφές σε συγκεκριμένες ημερομηνίες. Με αυτόν τον όρο οι δανειστές μπορούν να επαναδιαπραγματευτούν τους όρους του δανείου με καλύτερους όρους.
- **Εγγύηση sponsors για παροχή των επιπλέον κεφαλαίων για την ολοκλήρωση του έργου.** Οι sponsors θα τηρούν έναν λογαριασμό (escrow account) ο οποίος θα περιέχει αρκετά κεφάλαια για την ολοκλήρωση του έργου.

24. Κίνδυνος καθυστερήσεων

Ο κίνδυνος αυτός δημιουργεί αυξανόμενα προβλήματα. Με την καθυστέρηση της ολοκλήρωσης του έργου, οι τόκοι του δανείου της κατασκευαστικής περιόδου συνεχίζουν να τρέχουν και αυξάνει τα κόστη προς κεφαλαιοποίηση με αποτέλεσμα την πρόκληση αυξανόμενου κόστους κατασκευής. Την ίδια στιγμή καθυστερεί η έναρξη της λήψης των εσόδων, αφού το έργο δεν λειτουργεί εμπορικά. Αν η καθυστέρηση συνεχιστεί για μεγάλο διάστημα τότε θα αυξηθούν και τα κόστη εργατικών και υλικών λόγω πληθωρισμού. Παραδείγματα τέτοιων καθυστερήσεων είναι η κατασκευή πυρηνικών σταθμών. Οι τρόποι αντιμετώπισης είναι ίδιοι με τους ανωτέρω για το ρίσκο αύξησης του κόστους κατασκευής.

25. Ικανοποιητικοί δείκτες ROE, ROI, ROA

Οι δανειστές θέλουν να έχουν ικανοποιητικές αποδόσεις με βάση τους δείκτες ROE, ROI και ROA για τους sponsors - επενδυτές. Οι δανειστές πιστεύουν ότι δεν υπάρχει καλύτερο κίνητρο για την επιτυχία ενός project από μια αναμενόμενη πολύ καλή απόδοση για τους επενδυτές.

26. Ρεαλιστικές παραδοχές για πληθωρισμό και επιτόκια.

Οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι θα πρέπει να βοηθήσουν την εταιρία του project να φτάσει σε ρεαλιστικές παραδοχές για τα επιτόκια και τον πληθωρισμό στην μελέτη βιωσιμότητας και στις προβλέψεις για τα οικονομικά του έργου. Επίσης θα πρέπει να γίνουν προβλέψεις για τα σταθερά ή/και μεταβλητά επιτόκια που θα είναι διαθέσιμα στο project κατά την διάρκεια της κατασκευής και ζωής του. Τα ποσοστά των επιτοκίων και του πληθωρισμού σίγουρα θα διαφέρουν από χώρα σε χώρα.

27. Κίνδυνοι που σχετίζονται με το περιβάλλον.

Οι sponsors και οι δανειστές θα πρέπει να είναι ευαίσθητοι για θέματα μόλυνσης του περιβάλλοντος που μπορεί να προκύψουν από την κατασκευή ή λειτουργία του έργου. Θα πρέπει να εξεταστεί αν υπάρχουν επιπτώσεις στο περιβάλλον που μπορεί να έγιναν από προηγούμενους ιδιοκτήτες της περιουσίας του έργου και θα πρέπει τώρα να υποστούν τις συνέπειες και να δώσουν εξηγήσεις οι τρέχοντες ιδιοκτήτες. Οι ασφαλιστικές καλύψεις γι' αυτά τα θέματα μπορεί να έχουν υπερβολικό κόστος.

28. Κίνδυνος κατηγοριών για δωροδοκία.

Σε υπό ανάπτυξη αγορές, όπως της Ασίας και Ανατολικής Ευρώπης, όπου υπάρχουν δυνατότητες για ανάπτυξη του project finance υπάρχουν περιπτώσεις όπου μπορεί να χρησιμοποιείται η δωροδοκία για την συμμετοχή σε διαγωνισμούς ή την ανάληψη έργων ή την λήψη αδειών. Η εταιρία που θα χρησιμοποιήσει τέτοια μέσα υπόκειται στο δίκαιο της χώρας της ή της χώρας του έργου. Ειδικότερα στις ΗΠΑ, υπάρχει νόμος < Foreign Corrupt Practice Act> για την αποτροπή και δίωξη εταιριών που χρησιμοποιούν τέτοια μέσα.

ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

1. Ποια είναι τα κυριότερα κριτήρια επιλογής ενός συμβούλου?

Η διεθνής σχετική εμπειρία σε αντίστοιχα έργα, η δυνατότητα κινητοποίησης κεφαλαίων, η ικανότητα και η εξειδίκευση του προσωπικού και ο βαθμός απασχόλησης στο συγκεκριμένο έργο, η οικονομική προσφορά.

2. Πόσο σημαντική είναι η φήμη, η τεχνογνωσία, οι σχέσεις με δανειστές, προμηθευτές, δημόσιο, η αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών προβλέψεων που έχει κάνει σε προηγούμενα έργα?

Η γενική φήμη και όνομα αλλά κυρίως η ειδικότερη (όταν δηλαδή συνδέεται με συγκεκριμένη εμπειρία στο χώρο) είναι σημαντική. Η τεχνογνωσία και η εξειδίκευση είναι που κανονικά επιτρέπουν σε ένα σύμβουλο να έχει εκτελέσει αντίστοιχα έργα με επιτυχία και άρα να διαθέτει καλή φήμη. Φυσικά οι σχέσεις με χρηματοδοτικούς μηχανισμούς και προμηθευτές (π.χ. κατασκευαστικές εταιρίες) είναι ιδιαίτερα σημαντικές στην προσπάθεια προσέλκυσης επενδυτικού ενδιαφέροντος.

3. Ποια είναι τα κυριότερα καθήκοντα-εργασίες ενός συμβούλου?

Τα κυριότερα καθήκοντα-εργασίες είναι η:

- Καταγραφή και κατανόηση – αξιολόγηση των χαρακτηριστικών ενός έργου.
- Διατύπωση προτάσεων επί εναλλακτικών επιλογών
- Διάρθρωση λειτουργικού – χρηματοδοτικού – συμβατικού σχήματος
- Προσέλκυση επενδυτικού ενδιαφέροντος
- Διοργάνωση διαγωνισμών
- Αξιολόγηση και παροχή συμβουλών στην προεπιλογή και την επιλογή αναδόχων

4. Σε ποιο σημείο της εξέλιξης του έργου ξεκινάει η συνδρομή του και που τελειώνει?

Αυτό εξαρτάται από το πώς έχει επιλεγεί να πραγματοποιηθεί το έργο. Σε κάποια υπάρχουν σύμβουλοι μόνο για την εξεύρεση φορέα λειτουργίας με παραχώρηση (π.χ. το Τραμ), σε άλλα παρεμβαίνουν σύμβουλοι και για την επιλογή των κατασκευαστών που στη συνέχεια θα αναλάβουν και τη λειτουργία (π.χ. το Αεροδρόμιο). Πάντως, ακόμα και για την επιλογή συμβούλων, γίνονται διαγωνισμοί τους οποίους διοργανώνουν άλλοι σύμβουλοι (π.χ. Τραμ, ΚΕΔ).

5. Από πότε δραστηριοποιείται η υπηρεσία του Συμβούλου στην χώρα μας?

Δεν νομίζω ότι εύκολα μπορεί να τοποθετήσει κάποιος την έναρξη με ακρίβεια, αλλά θα έλεγα ότι σε συστηματική βάση και με τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται και σήμερα, υπηρεσίες συμβούλων για τέτοια έργα πρέπει να έχουμε μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και πιο κοντά στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

6. Υπάρχουν πολλές εταιρίες στην Ελλάδα και στα Βαλκάνια που παρέχουν υπηρεσίες συμβούλου? Είναι συνήθως τράπεζες ή ανεξάρτητοι σύμβουλοι αυτοί που τελικά επιλέγονται? Υπάρχει εξειδίκευση συμβούλων σε συγκεκριμένο industry?

Οι εταιρίες συνήθως είναι διεθνείς ή τοπικές με διεθνείς διασυνδέσεις. Πολλές μεγάλες διεθνείς επενδυτικές τράπεζες (π.χ. UBS, Bank of America, JP Morgan, Bank of Tokyo – Mitsubishi) δραστηριοποιούνται στο χώρο μέσω ειδικών τμημάτων τους και σε συνεργασία με Ελληνικές τράπεζες. Τις ίδιες υπηρεσίες σε ανεξάρτητα σχήματα ή σε συνεργασία με τράπεζες μπορούν να προσφέρουν και οι Big 4.

7. Σε ποιο στάδιο βρίσκεται η αγορά του συμβούλου (πρώιμο στάδιο, ανάπτυξη, στασιμότητα)?

Μάλλον σε πρώιμο στάδιο με τάσεις ανάπτυξης. Έχουν γίνει λίγα έργα μεγάλης κλίμακας στην Ελλάδα. Μπορούν να γίνουν και πολλά μικρότερης κλίμακας και βέβαια υπάρχουν και τα Βαλκάνια.

8. Υπάρχουν προβλέψεις για κατασκευή μεγάλων έργων με την μέθοδο αυτή στην περιοχή μας?

Ένα από τα μεγαλύτερα έργα που θα ξεκινήσει είναι η μεταστέγαση των κεντρικών και περιφερειακών υπηρεσιών του Ελληνικού Δημοσίου. Επίσης με την απελευθέρωση της αγοράς ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου αναμένεται ότι και σε αυτούς τους χώρους θα υπάρξει ζήτηση. Τέλος, μεγάλα οδικά έργα ακόμα είναι σε στάδιο προκήρυξης ή προεπιλογής.

9. Διαφέρουν ή δυσκολεύουν τα καθήκοντά του στην Ελλάδα και στην περιοχή των Βαλκανίων?

Προφανώς η περιοχή των Βαλκανίων παρουσιάζει μεγαλύτερες δυσκολίες. Όμως ο τρόπος εργασίας είναι κατά βάση ο ίδιος, καθώς η δουλειά από μόνη της έχει διεθνή χαρακτήρα.

10. Ποια είναι τα συνήθη προβλήματα που παρουσιάζονται στην εργασία του? Υπάρχει δέσμευση για την δανειοδότηση του έργου από την πλευρά του συμβούλου, για όλο ή για μέρος του δανείου που θα χρειασθεί?

Ο σύμβουλος κανονικά δεν έχει ευθύνη να χρηματοδοτήσει κάποιο έργο. Αν δεν βρεθεί επενδυτής, τότε δεν θα εισπράξει αμοιβή επιτυχίας. Αν βέβαια αποδειχθεί ότι δεν έχει εκτελέσει σωστά τις εργασίες του και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αποτυχία του έργου, τότε μπορεί να ζητηθούν μεγαλύτερες ευθύνες. Όμως πρέπει να πούμε ότι δεν έχουν όλα τα έργα απαραίτητα το συστατικό της εύρεσης χρηματοδότησης. Υπάρχουν και έργα που αφορούν μόνο στην προετοιμασία επιχειρησιακών σχεδίων, διαγωνισμών και στην απλή υποστήριξη της εξασφάλισης χρηματοδότησης.

11. Τι εργαλεία χρησιμοποιεί για την εργασία του (γνώσεις στελεχών που απαιτούνται, λογισμικά προγράμματα)?

Εργαλεία χρηματοοικονομικής ανάλυσης, γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής αλλά και εξειδικευμένες γνώσεις τεχνικών (π.χ. συγκοινωνιολόγων για ένα έργο σαν το Τραμ ή εκτιμητών ακινήτων για ένα έργο σαν αυτό της ΚΕΔ) και βεβαίως νομικών.

12. Υπάρχουν κάποια στάδια στα οποία χωρίζεται συνήθως η εργασία του?

Τελείως ενδεικτικά αναφέρω:

- Καταγραφή της τρέχουσας κατάστασης
- Αξιολόγηση εναλλακτικών επιλογών
- Δόμηση Παραχώρησης
- Διενέργεια Διαγωνισμού
- Αξιολόγηση και Υποστήριξη στην Κατακύρωση

13. Το ύψος της αμοιβής του συμβούλου σε ποια μεγέθη στηρίζεται? Υπάρχει κάποιο εύρος που συνήθως κυμαίνεται? Αποτελεί παράγοντα στην επιλογή του? Υπάρχει συσχέτιση με το έργο και τις ευθύνες που αναλαμβάνει?

Συνήθως η αμοιβή αποτελείται από ένα σχετικά μικρό ποσό κατ' αποκοπήν αμοιβής και από ένα μεγαλύτερο ποσό αμοιβής επιτυχίας. Δεν πρέπει να αναμένεται η κάλυψη του κόστους από μόνο την κατ' αποκοπήν αμοιβή. Τα μεγέθη είναι αντίστοιχα της χρονικής διάρκειας και της πολυπλοκότητας του έργου. Το ύψος της αμοιβής προσμετράται με πολύ συγκεκριμένο τρόπο στην αξιολόγηση της προσφοράς ενός συμβούλου και πράγματι εξαρτάται και από τις ευθύνες.

Αρχαιολογικά κίνδυνος στην Ελλάδα.

ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΕΡΓΑ ΜΕ PROJECT FINANCING

1. Ποιος είναι ο κυριότερος λόγος και τα σημαντικότερα οφέλη που αναμένεται να αποκομίσουν οι sponsors, από την χρήση του? (οικονομίες κλίμακας, ευνοϊκός δανεισμός, διασπορά κινδύνου, φορολογικά οφέλη) Το πρώτο και κύριο είναι η εξασφάλιση χρηματοδότησης εκτός ισολογισμού.
2. Ποια τα σημαντικότερα μειονεκτήματα από την χρήση του στην περιοχή? Οι σημαντικότεροι αρνητικοί παράγοντες? (πολυπλοκότητα, κόστη συναλλαγών, σύστημα αποφάσεων) Οι διαγωνισμοί είναι συνήθως χρονοβόροι και κοστίζουν
3. Πόσο δύσκολος είναι ο προσδιορισμός των κεφαλαιακών αναγκών (δάνειο σε σχέση με ίδια κεφάλαια,

Πόσο κοστίζει. Αν Αμεσα πληρωτέο equity.

Βάσει budget αφηρημένο. Τα έργα έχουν συγκεκριμένο κόστος (turnkey). Αρα δεδομένο ύψος κεφαλαίων.Ρητρες καθυστερήσεων 1/00.

4. Τι αναλογίες (δάνεια/ ξένα) προκύπτουν συνήθως στην Ελλάδα και στην περιοχή ?
5. Πόσο δύσκολος ο χρονικός προσδιορισμός των δανειακών αναλήψεων κατά τον σχεδιασμό? Ποσλύ δυσκολο.

(Προβλεψη χρηματοροές- 1.κατά την κατασκευαστική περίοδο, βάζεις κόστος και χρήση s-curve μοντέλο: παίρνει το σύνολο του κοστους και το κάνει apply σε συγκεκριμ'λενη περίοδο κάποια ποσοστα κοστους – cumulative το s. Σε κάποιο σημείο κάνει pick το κ'στος του έργου. Π.χ. 1^ο τριμήνο 10% το επόμενο τρίμηνο π.χ. 15% , συνολικά 25%. Αναλογα με μορφή έργου. για σταθμό ηλεκτ ενέργειας.)
Sensitivity για υο construction cost. Βαση construction kost.

Παραδοχές ποια ειναι κατασκε περιοδ, φόροι, θέματα σε senio, sub και equity τι μπορείς να ποιασεις άλλους .Πως είναι τα repayments-mono tokoi h και kefalαιο

Gia tin leiotoyrgia

BOT Aerodromio

6. Ποιοι δανειστές ή επενδυτές συμμετέχουν στην κατασκευαστική περίοδο και ποιοι κατά την λειτουργία του έργου? Αυτό εξαρτάται από τη φύση του έργου. Συνήθως πρέπει να υπάρχει αντιστοιχία με το ρόλο που παίζει ο επενδυτής. Οι τράπεζες προφανώς προτιμούν τις περιόδους με πιο βέβαιες χρηματοροές.

Δεν αλλάζει ο δανιστής. Γίνεται τιτλοποίηση των απαιτήσεων των τραπεζών και τα οποία αγοράζουν οι νασφαλιστικές εταιρίες. Τότε γίνονται και η cradint rating

7. Υπάρχουν συνήθως κίνητρα συμμετοχής στο κεφάλαιο (equity kickers) για προσέλκυση επενδυτών και δανειστών?
8. Πως προσδιορίζεται η δυνατότητα δανεισμού? Ποιος ο συντελεστής που ζητούν οι δανειστές για κάλυψη (target cash flow coverage ratio: $D^o = PV / a$)?

p.x.1,25

returnh on equity se power plan 15%-engalnd.

9. Πως προσδιορίζεται το επιτόκιο δανεισμού (σχέση με αξιολόγηση π.χ.credit rating BBB), προσδιορισμός κόστος κεφαλαίου Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου? Από τις τράπεζες. Κοιτάει cash flows και ρισκ profile. και βαζει επιτοκιο. Δεν το κάνει ο συμβουλος. Πρπει να το ξερει από την αγορα όταν κανει την εκτιμηση
10. Γίνεται χρήση Εσωτ. Συντελεστή Απόδοσης (άνω του επιτοκίου προεξόφλησης) και ΚΠΑ (θετική) για την απόφαση της επένδυσης? Τα κοιτάζεις
11. Γίνονται Αναλύσεις ευαισθησίας? Ποιοι είναι οι σημαντικότεροι παράγοντες που επιδρούν στην αποδοτικότητα του έργου? Τα μεγέθη τα λειτουργικά-εσοδα (threshold π.χ.20.000 επιβατες. Και μαξ εισιτηριο)
12. Ποιοι οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν τα έργα στην Ελλάδα και στην περιοχή? (ολοκλήρωσης (completion risk), τεχνολογικός, κίνδυνος προμήθειας πρώτων υλών, ο οικονομικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο συναλλαγματικός (currency risk), ο πολιτικός, ο περιβαντολλογικός, ανωτέρας βίας).

Αναλογα την περιοχή.όχι συν/κος λογω ευρω, πολιτικός, περιβαλλοντικός, αρχαιολογικά. (πχ.τραμ). το νοημα του concession να γίνει το μοιρασμα του kindynoy,π.χ. ρητρες για καθυστερήσεις. Η ανωτέρα βια δεν αντιμετωπίζεται. Τι ορίζεται ποιος εχει το κινδυνο.

13. Πως καλύπτονται οι σημαντικότεροι από αυτούς? Γίνονται μακροπρόθεσμα συμβόλαια αγοράς- πώλησης του προϊόντος?
OXI- γινονται στην λειτουργικη περιοδο.

14. Σε ποια σημεία δείχνουν ενδιαφέρον οι δανειστές? (μεταξύ τους σύμβαση και σχέσεις / σε σχέση με το έργο: μελλοντική αγορά προϊόντος, βιομηχανία που δραστηριοποιείται το έργο, παραδοχές προβλέψεων)

Όλα αυτά. Καταληγουν στις προβλέψεις. Για χρηματοροές.

15. Ποιοι συμμετέχουν στο κεφάλαιο ενός έργου? Θεσμικοί εσωτ-εξωτ, συγγενείς εταιρίες (ίδιο industry)

Συνήθως ανάλογα με το εργο- κατασκευαστική εταιρία με κάποιο κομματι συμβουλευτικό

16. Ποιοι δανείζουν κατά το στάδιο κατασκευής?

17. Ποιοι δανείζουν κατά την λειτουργία του έργου?

18. Υπάρχουν κρατικές επιχορηγήσεις? Σχετικά γραφεία από το ελληνικό δημόσιο?

Επιδότηση πολλές φορές π.χ. επιδότηση εισιτηρίου από δημόσιο,

19. Συμμετέχουν διεθνείς τράπεζες (π.χ. Παγκόσμια Τράπεζα) και οργανισμοί σε έργα στην περιοχή των Βαλκανίων?

20. Τι μορφές δανείων χρησιμοποιούνται? Sub, τοκοχρω

21. Γίνεται χρήση hedging?

22. Ποιες είναι οι διάρκειες δανείων που παρέχουν οι τράπεζες?

OXI – εως 8-10 χρονια απο τραπεζες

23. Ποιες οι κυριότερες εξασφαλίσεις που λαμβάνονται έναντι των δανείων?

Δεν υπάρχουν – παγια – εγγυηση ελλ δημοσιου-

EQUITY KICKERS

Στις περιπτώσεις όπου ο δευτερεύων δανεισμός δεν είναι επαρκής, για την προσέλκυση επενδυτών μπορεί να χρησιμοποιηθούν κίνητρα προσέλκυσης επενδυτών που αναφέρονται στην βιβλιογραφία ως equity kickers ή sweeteners. Τα κίνητρα αυτά είναι επιπλέον της υψηλής απόδοσης των κεφαλαίων τους που μπορεί να ζητήσουν ως κίνητρο και κάτι παραπάνω για να συμμετέχουν στην επένδυση. Τα κίνητρα ονομάζονται χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες:

1. Convertible debt

Είναι σε σειρά κάτω από το κυρίως δάνειο. Μέρος ή όλο το κεφάλαιο του δανείου είναι μετατρέσιμο σε κοινές μετοχές με προκαθορισμένο ποσοστό. Ο δανειστής έχει το δικαίωμα της μετατροπής. Η τιμή μετατροπής (που θα πληρώσει για παράδειγμα ο δανειστής) θα είναι 20-30% μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή των μετοχών την ημέρα της έκδοσης του δανείου.

2. Debt with stock warrants.

Περίπου το ίδιο με το convertible debt. Είναι ένα call για τις μετοχές της εταιρίας σε τιμή περίπου 15% πάνω από την τρέχουσα τιμή (εάν διαπραγματεύεται). Συνήθως ο δανειστής έχει το δικαίωμα να χρησιμοποιήσει το δάνειο για να πληρώσει για την εξάσκηση των warrants. Παλαιότερα ήταν η πιο δημοφιλής κατηγορία equity kickers γιατί:

- Παρείχαν στον δανειστή γενικά μια μεγαλύτερη ευχέρεια διαπραγμάτευσης από το convertible debt,
- Παρείχαν στο δανειστή μεγαλύτερη ευχέρεια (flexibility) καθώς οι προβλέψεις του δανείου και του κεφαλαίου είναι διαχωρισμένες. Έτσι ο δανειστής μπορεί να κρατήσει το δάνειο και είτε να πουλήσει τα warrants είτε να τα εξασκήσει να αποκτήσει μετοχές και να τις πουλήσει.

3. Original issue stock.

Κατά την αρχική έκδοση του δανείου ο δανειστής έχει την ευχέρεια να διαπραγματευτεί και να αγοράσει μετοχές στηριζόμενος σε προβλέψεις για το έργο. Δίνει την δυνατότητα στον δανειστή να εκμεταλλευτεί την επιτυχία του έργου, με μικρό ρίσκο να χάσει.

4. Contingent interest

Αν και δεν είναι ακριβώς τέτοιου είδους κίνητρο (equity kicker), είναι η πρόβλεψη ο δανειζόμενος να καταβάλει επιπλέον τόκους. Το πόσο που θα καταβάλει θα είναι ανάλογο κάποιας μεταβλητής, όπως τα καθαρά ή λειτουργικά κέρδη τα οποία σε κάποια συγκεκριμένη χρήση θα μεγαλύτερα από ότι είχε προβλεφθεί. Θα πρέπει να καθοριστεί εξαρχής ένα ανώτερο όριο στο οποίο θα φτάνουν οι επιπλέον εισφορές.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΡΓΟ: PROJECT KAVO SIDERO (τουριστικός τομέας)

1. ΙΣΤΟΡΙΚΟ -ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Το έργο κατασκευάζεται από την βρετανικών συμφερόντων εταιρία **Loyalward**, που ασχολείται στους τομείς της ψυχαγωγίας και του τουρισμού, στην περιοχή Κάβο Σίδερο στην Σητεία της Κρήτης και δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμη.

Η Loyalward είναι εισηγμένη στην αγορά OFEX της Αγγλίας. Έλαβε το 2001 έγκριση από τον ΕΟΤ για την δημιουργία συνεδριακού κέντρου δυναμικότητας 1.190 θέσεων, αλλά και άλλων εγκαταστάσεων που σχετίζονται με τον τουρισμό, την ψυχαγωγία και τις διακοπές.

Το έργο αφορά την αξιοποίηση της έκτασης η οποία ανήκει στην Μονή Τοπλού και διαχειρίζεται το ίδρυμα Παναγίας Ακρωτηριανής.

2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ

Προϋπολογισμός έργου	Δρχ 280 δις
Δυναμικότητα Συνεδριακού Κέντρου	1.190 θέσεις
Κλίνες Ξενοδοχείων	7.000 κλίνες καταμερισμένες σε ξενοδοχεία υψηλών κατηγοριών. Θα υπάρχουν 5 διαφορετικά χωριά για κάθε δραστηριότητα (golf, θέατρο ψυχαγωγία, tennis και αθλητισμός, ιστιοπλοΐα και σπορ θαλάσσης.)
Άλλες κατασκευές	Θέατρο υπερ-πολυτελείας, Γήπεδο γκολφ 18 οπών και 9 οπών, Μαρίνα 150 θέσεων (προβλέπεται πλοίο γραμμής), Αθλητικές εγκαταστάσεις, Κέντρο Τέχνης, Εμπορικά Καταστήματα
Έκταση δόμησης	Εως 3% της συνολικής έκτασης περίπου 26 τ.χιλ.
Θέσεις εργασίας	Περίπου 3.000
Περιβάλλον	Πρόγραμμα διαχείρισης και ανακύκλωσης υδάτινων αποθεμάτων, Πρόγραμμα ανασυγκρότησης της χλωρίδας της έκτασης
Προβλεπόμενη ολοκλήρωση κατασκευής	Να τεθούν σε λειτουργία οι υποδομές της πρώτης φάσης μέχρι το 2004 και υλοποίηση συνόλου επένδυσης έως το 2008
Συμβόλαιο μίσθωσης	Η μονή Τοπλού θα λαμβάνει 10% των ετήσιων εσόδων.

Κίνδυνος χώρας

Το έργο έχει καθυστερήσει την έναρξη κατασκευής του, σύμφωνα με δημοσίευμα της Travel Daily News (traveldailynews.com) λόγω της αυξημένης γραφειοκρατίας του ελληνικού δημοσίου. Η διαδικασία λήψης των απαραίτητων αδειών διήρκεσε περίπου 10 χρόνια.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Frank Fabozzi, Peter K.Nevitt 2000 “Project Financing”, 7th Edition, Publisher: American Education Systems
2. John D.Finnerty, “Project Financing”,1996
Εταιρία Μελέτης Αρχαίας Ελληνικής Τεχνολογίας, Επιγραφικό Μουσείο, “Κατάλογος Έκθεσης-Αρχαίες Ελληνικές Επιγραφές Τεχνολογικού Περιεχομένου”, Τεχνόπολις Δήμου Αθηνών 4.4.2002-30.6.2002.
Harvard Business School, An “Overview of the Project Finance Market”, March 27, 2000
<http://www.worldbank.org/html/fpd/guarantees> – Ιστοσελίδα της Παγκόσμιας Τράπεζας με το Πρόγραμμα εγγυήσεων που παρέχει.
<http://www.duke.edu/~charvey/> - Ιστοσελίδα Καθηγητή Campbell Harvey / Duke University με πληροφορίες για εκτίμηση κινδύνου χώρας και κόστους κεφαλαίου.
<http://www.emgmks.com/> - Ιστοσελίδα της Emerging Markets Companion, με πληροφορίες για αναπτυσσόμενες αγορές.
<http://www.dealogic.com/> - Ιστοσελίδα με πληροφορίες για κατάταξη κυρίαρχων στοιχείων σε θέματα δανείων, κεφαλαίου, ανάθεσης και κατασκευής έργων στις διεθνείς αγορές (league tables) και οικονομική αρθρογραφία.
<http://www.aia.gr> - Έργο κατασκευής Αερολιμένα Αθηνών.
<http://www.gefyra.gr> – Έργο ζεύξης Ρίου-Αντιρρίου.
<http://www.ametro.gr/> - Ιστοσελίδα της Αττικό Μετρό Α.Ε. με περιεχόμενα για το έργο.
<http://www.tram.gr/> - Ιστοσελίδα της Τραμ Α.Ε. για το έργο του τραμ.