

MADÁCSI Roland

A PROJEKTFINANSZÍROZÁS EGYEDI JELLEGZETESSÉGEI

A szerző cikkében a projektfinanszírozás különleges ismertetőjegyeit kívánja bemutatni – úgymint a projektfinanszírozás fejlődését, a projektfinanszírozás és a vállalatfinanszírozás fontosabb különbségeit, valamint a sikeres projektfinanszírozás előfeltételeit. Ezen kívül foglalkozik még a projektfinanszírozás során alkalmazott pénzügyi mutatószámrendszer, e finanszírozási forma lehetséges hitel- és tőkeforrásai, továbbá a projektfinanszírozás során alkalmazott biztosítékok köre. Végezetül pedig a kivitelezési és üzemeltetési kockázatot elemzi, mint a projektfinanszírozás egyik legfontosabb kockázati tényezőjét.

Kulcsszavak: projektfinanszírozás, kockázatok, mutatószámrendszer

A cikk elején emlékezzünk vissza a projektfinanszírozás szakirodalomban található meghatározására:

„Egy adott gazdasági egység finanszírozása, amelyre a hitelező úgy tekint, hogy elsősorban annak pénzáramlása és jövedelme szolgál a kölcsön visszafizetésének forrásául, vagyontárgyai pedig a kölcsön biztosítékául.”

A projektfinanszírozás fejlődése

A projektfinanszírozás az elmúlt időszakban egyre kedveltebb finanszírozási formává vált, mely elsősorban az állami projektekbe történő magántőke-bevonás következménye. Tekintettel arra, hogy manapság egyre nagyobb mértékű a szuverén államok eladósodottsága, sok esetben a nagyobb állami beruházások során a projektek teljes kivitelezését – ezen belül a tervezést, a kivitelezést, az üzemeltetést és a finanszírozást is – a magántőke-tulajdonosokra hárítja a kormány. Figyelembe véve, hogy ezen beruházások bekerülési értéke magas – a legtöbb esetben 10 millió euró feletti összeg –, ideális finanszírozási formának bizonyul a projektfinanszírozás.

A fenti állami infrastruktúra-projektekbe történő magántőke bevonása nem számít új típusú finanszírozási formának, ugyanis már a XVIII. században magánfinanszírozás által valósították meg az úthálózat teljes felújítását Angliában, ezt követően pedig údató vezettek be, hogy a bevont finanszírozást törleszteni tudják (Yescombe, 2008).

Tekintettel arra, hogy az útházat felújítása sikeresen lezajlott, a XIX. században más típusú beruházásoknál – vasúthálózat, gázszolgáltatás, villamosenergia-ellátás és telefonhálózat-fejlesztés – is a fenti finanszírozási formát alkalmazták, azonban már nemcsak Angliában, hanem számos más, pénzügyileg fejlettebb országban is. Figyelembe véve, hogy a hasonló típusú projektek nemcsak nagyobb volumenű beruházások, hanem a projekt jövőbeli cash flow-termelő képessége is nagy megbízhatóság mellett tervezhető, ezekben az esetekben magától adódott a projektfinanszírozás alkalmazása (Brealey – Myers, 1999).

A projektfinanszírozás fejlődését az alábbi mérföldkövek segítségével lehet szemléltetni:

1. Első alkalommal a természeti erőforrások (elsősorban kőolaj és földgáz) kitermelése során került sor a projektfinanszírozás alkalmazására. Erre először az 1930-as években volt példa, amikor is az USA területén található texasi olajmezőket tárták fel. Hasonló projektek valósultak meg az 1970-es években, amikor az Északi-tenger mellett fekvő olajmezőket aknázták ki. Ezen a példán felbátorodva több fejlődő állam is – többek között Ausztrália – ezt a finanszírozási formát választotta a természeti erőforrások kiaknázása során.
2. Következő lépésként az 1978-as évet említik az USA példáján keresztül, ugyanis ettől az évtől kezdve terjedtek el a kombinált ciklusú erőmű-

vek Amerikában. Hasonló az Egyesült Királyság példája is az 1990-es években, amikor is a szigetországban privatizálták a villamosenergia-szektorot. A fenti két esemény nagyban elősegítette a magántőke beáramlását a villamosenergia-szektorba, ami magával hozta a projektfinanszírozási forma széles körű elterjedését.

3. Az 1990-es években az Egyesült Királyság területén a kormány jóváhagyta a PPP-projektek¹ alkalmazását az állami infrastruktúra-projektek esetén, melynek következtében a magántőke az infrastrukturális projektekben is megjelent, természetesen projektfinanszírozási formában.
4. Újabb lökést adott a projektfinanszírozás térnyerésének az 1990-es években bekövetkezett mobiltelefonhálózat -fejlesztési láz, ami azonban már nem korlátozódott a fejlettebb államokra, hanem világviszonylatban is jelentős tényezővé vált.

A fenti történések következtében a projektfinanszírozás világszinten is elterjedté vált, a 2008-as évben globálisan már közel 250 milliárd USD volumenben alkalmazták ezt a finanszírozási formát a különböző beruházások során.

A vállalatfinanszírozás és a projektfinanszírozás különbségei

A vállalatfinanszírozás – mely alatt jelen esetben az olyan típusú finanszírozást értem, ami a hitelfelvevő múltbeli teljesítménye alapján ítéli meg annak hitelképességét, elsősorban az előző évek auditált éves beszámolóinak elemzésén keresztül – és a projektfinanszírozás között számos eltérést figyelhetünk meg. Ezeket érdemes kiemelni, mert egy projektszponzor előzetesen dönthet arról, hogy melyik instrumentumot választja.

A következő felsorolás nem teljes körű, csak az általam fontosnak tartott tényezőket fogom vizsgálni az adott finanszírozási típusnál (Gáldi, 2002):

- *hitelfelvevő*: Míg a vállalatfinanszírozás esetében a hitelfelvevő egy már operatíván működő vállalat vagy vállalatcsoport, addig a projektfinanszírozás során egy jogilag önálló, az adott projekt lebonyolítására létrehozott projektársaság – aminek a legtöbb esetben a jelenben még nincsen semmi tevékenysége.
- *hitelező*: Jellemzően egy bank finanszíroz egy közepes méretű vállalatot (a vállalatcsoportoktól és nagyobb hitelfelvételektől eltekintve), a projekthez – annak volumene miatt – általában több hitelintézet nyújtja a kölcsönt (Csibi, 1994).

- *számveteli kimutatás*: A vállalatfinanszírozáshoz nyújtott hitelt a projektszponzor egyedi mérlegein belül kell elszámolni. Ezzel szemben a projekthez nyújtott hitel a projektszponzor szempontjából mérlegén kívüli finanszírozás, mivel nem kell kimutatnia az egyedi mérlegében, csak a projektársaság kimutatásaiban kell feltüntetni a felvett hitelt (Gellért, 1991).
- *a hitel felhasználhatósága*: A vállalat a felvett hitelt általában egy konkrét tevékenység finanszírozására fordíthatja, vagy standard folyószámlahitel esetén bármire felhasználhatja a tevékenységein belül. Ezzel szemben a projektfinanszírozás célra-folyósítás segítségével történik, tehát az adott hitel a projekt tárgyának készültségi fokától függően vehető igénybe, és csak bizonyos célok megvalósítását szolgálja.
- *futamidő*: A vállalatfinanszírozáshoz nyújtott hitel jellemzően rövid vagy középtávú, a projekthitel pedig közép- vagy hosszú távú.
- *a hitel visszafizetésének cash flow-fedezete*: A vállalat általános tevékenysége vagy konkrét finanszírozott ügylet esetén az ebből befolyó pénzáramlás, az eszközök értékesítése a vállalati hitel fedezete. Ezzel szemben a projekthitel fedezete csak a projektársaság által generált cash flow.
- *biztosítéki rendszer*: A vállalatfinanszírozás esetén a hitel biztosítéka a vállalat teljes vagyona – még akkor is, ha az terheletlen – vagy a megterhelt vagyoni elemek finanszírozás mértékével arányos része. A projektfinanszírozás esetében azonban a biztosíték csak a projektársaság által megvalósított beruházás és a projektársaság követelése, a biztosítéki szerződések szerint. Habár ez a projektársaság esetén is a teljes vagyont jelenti, ennek biztosítéki értéke jelentősen elmarad a vállalatfinanszírozásnál tapasztalt értéktől.
- *visszkereset*: A vállalatfinanszírozás visszkeresettel ellátott finanszírozási forma, tehát a beruházó vállalatnak minden esetben helyt kell állnia a felvett hitelekért. Ezzel szemben a projektfinanszírozás során a projektszponzor kötelezettségvállalása általában visszkereset nélküli, így a projektársaság nemfizetése esetén nem száll át a fizetési kötelezettség a szponzorra.
- *dokumentáció*: Míg a vállalatfinanszírozás mérleg-alapú hitelezés, addig a projektfinanszírozás esetében cash flow-alapú hitelezésről beszélünk. Tehát az első esetben a bankok a vállalat kimutatásai alapján (mérleg, eredménykimutatás, cash flow-kimutatás) 12-15 pénzügyi mutatót elemeznek, ami közvetlenül meghatározza az adott vállalat hitelképességét. Ezzel

szemben projektfinanszírozás esetében a hitel elnyerése a projekt cash flow-termelő képességén múlik, így a bank hitelkihelyezésének alapja a projekt várható cash flow-termelő képessége (Gáldi, 1998).

- *hiteldokumentáció:* Míg a vállalati hitel esetében a hitelszerződések általában könnyen standardizálhatóak, addig a projekt hitelszerződése egyedi, testre szabott, a projektek különbözősége miatt.
- *beruházási kockázat viselése:* A vállalati hitel esetében teljes egészében a hitelt felvevő vállalat viseli a sikertelen beruházásból eredő kockázatokat – mivel az adott beruházás kudarca esetén más tevékenységből kell fizetnie a hitel adósságszolgálatát. A projekthitel során azonban a hitelező bank is nagyobb részt vállal a beruházási kockázatban, ugyanis ha nem készül el megfelelően a projekt tárgya, akkor a projekttársaság felszámolása esetén a finanszírozó intézmény is jelentős hitelezési veszteséget szenvedhet el. Ezért a hitelező számára a legkockázatosabb szakasz a beruházási szakasz.

A sikeres projektfinanszírozás tényezői

A következő részben felsorolom – nem fontossági sorrendben – a sikeres projektfinanszírozáshoz leginkább fontos előfeltételeket, illetve tényezőket (Yescombe, 2008):

- *megalapozott megvalósíthatósági tanulmány és pénzügyi előrejelzések:* Amennyiben a projekt megvalósíthatósági tanulmánya és a pénzügyi előrejelzése kellőképpen megalapozott adatokon nyugszik, a projekt sikeres megvalósításának – és ezen keresztül a külső finanszírozás bevonásának – nagyobb a valószínűsége. A pénzügyi kimutatások közül a bank számára a cash flow-előrejelzés a legfontosabb, mivel ez biztosítja a hitel jövőbeni visszafizetését. Ebben a kimutatásban kitüntetett szerepe van az EBITDA értékének, ugyanis ennek a pénzáramlásnak kell fedeznie a tervezett hitelek törlesztését és kamatait, a likvid pénzsükségletet, a működési költségeket, valamint a megfelelő tartalékokat is biztosítania kell.
- *a projekthez szükséges nyersanyag hosszú távú biztosítása:* Mivel a projekt megvalósításához és működéséhez szükséges nyersanyagok árának változása jelentős hatással van a realizált cash flow-ra, érdemes a jövőbeni áringadozást áthárítani az adott nyersanyag szállítójára – például hosszú távú, rögzített áras szállítási szerződések megkötésén keresztül. Emellett fontos az adott nyersanyag beszerzési mennyiségét is hosszú távú szerződéssel alátámasztani, legalább

olyan mértékben, ami az adott projekt megtérülését a hitel futamideje alatt biztosítja.

- *a projekt által előállított termékek, szolgáltatások piacának biztosítása:* A finanszírozó bank által viselt hitelkockázatot nagyban csökkenti az a tény, ha a projekt lezárásáig a projekt által előállított termékeknek biztos piaca van – ami szintén hosszú távú értékesítési szerződéseken keresztül érhető el, amelyben mind az értékesített mennyiséget, mind a termék árát előre rögzítik. Amennyiben ez teljesül, a projekttársaság megfelelő mértékű pénzáramlással fog rendelkezni, így az előírtaknak megfelelően törlesztheti a tartozásait.
- *megfelelő szintű és gyakoriságú kommunikáció:* A projekt megvalósítási szakaszainak bemutatása során már megemlítettem a kommunikáció gyakoriságának fontosságát. Amennyiben szinte napi kapcsolatban állnak egymással a projekt megvalósításában érdekelt felek, egy esetleges problémát annak felmerülésének pillanatában azonosítani tudnak – ezzel mintegy felgyorsítva az arra történő reagálási időt, ezáltal pedig csökkentve a potenciális veszteségeket.
- *tapasztalt és megbízható partnerek:* A projekt megvalósításának alapfeltétele a megfelelő bizalmi viszony a részt vevő felek között. Egy jó nevű partner a kamatfelár csökkentéséhez is hozzájárulhat a bank oldaláról nézve. Továbbá egy olyan ügyfél, aki már korábban sikeresen befejezett egy hasonló projektet, a rendelkezésre álló szaktudás miatt nagyobb valószínűséggel számíthat a finanszírozók támogatására.
- *megfelelő szerződéses rendszer:* Egy strukturált, minden lehetőséget figyelembe vevő szerződéses rendszer elengedhetetlen feltétele a projektfinanszírozásnak. Mivel egyedi, összetett beruházásról van szó, a részletes szerződéses rendszernek a részt vevő felek valamennyi jogára, illetve kötelezettségére is ki kell térnie (Berzi – Koltai, 2000).
- *a törvényi előírások, környezetvédelmi szabályok figyelembevétele:* A projekt megvalósításának egy potenciális veszélyforrása a törvényi előírásoktól való eltekintés, részben emiatt is érdemes külső, releváns szaktudással rendelkező jogi irodákat bevonni a szerződéses rendszer kidolgozásába.
- *megfelelő biztosítéki és kötelezettségvállalási² rendszer kialakítása:* Mind a bank, mind a projekttársaság szempontjából nélkülözhetetlen az esetleges problémák felmerülése során bekövetkező kötelezettségvállalások rögzítése. A biztosítéki és kötelezettségvállalási rendszernek minden eshetőséget figyelembe kell vennie, ami a projekt kivitelezése és működtetése során bekövetkezhet.

- *független szakértők bevonása*: A független szakértők és tanácsadók alkalmazása a projekt megvalósításához felhasznált dokumentumok megalapozottságát biztosítja, valamint enyhíti az elfogultság miatt esetlegesen kialakult pszichológiai csapdákat. Ugyanis egy irreális feltételeken nyugvó projekt működésének sikeressége kérdéses, ami veszélybe sodorhatja a hitel visszafizetését (Takács, 2001).
- *a költségtüllépés és a késedelmes teljesítés kockázatának kiküszöbölése*: Amennyiben egy projekt kivitelezése során a projektet terhelő költségek megnőnek, vagy elhúzódik a projekt megvalósítása, az pótlólagos finanszírozást jelent a projektszponzor vagy a kereskedelmi bank részéről. Annak érdekében, hogy ezt a kockázatot ne a projektársaság viselje, kötött áras vállalkozói szerződést érdemes kötni a kivitelezést megvalósító fővállalkozóval.

A projektfinszírozás lehetséges hitel- és tőkeforrásai

A projekttársaság a saját tőkét vagy a felvett hitelt számtalan helyről biztosíthatja. Az alábbiakban felsorolom a nemzetközi gyakorlatban leggyakrabban alkalmazott eszközöket (Nevitt – Fabozzi, 1997):

- *nemzetközi szervezetek*: Számos esetben a világbankcsoport tagjai és a területfejlesztési bankok is részt vesznek egyes projektek finanszírozásában. Ilyen intézmények például a Világbank (IBRD), a Nemzetközi Fejlesztési Társulás (IDA) és a Nemzetközi Pénzügyi Társaság (IFC).
- *kormányzati exportfinanszírozó szervezetek és országos hitelintézetek*: Ezeket a hiteleket a legtöbb esetben export-import finanszírozó bankok biztosítják vagy különböző támogatásokat nyújtanak az egyes kormányzati szervezetek.
- *a projektet befogadó országok által nyújtott hitelek*: A projektet a befogadó országok többféleképpen támogatathatják: ez lehet részben állami beruházás, concessziós engedély³ vagy állami támogatás⁴.
- *kereskedelmi bankok által nyújtott hitel*: A legtöbb esetben ezt a külső finanszírozási formát választják a projekttársaságok, mivel a bankok mindig érdekeltek a megfelelő kockázatú hitel nyújtásában, másfelől a köztük lévő versenyt kihasználva olcsóbbá válhat a hitel. A kereskedelmi bankok által nyújtott hitelek között megkülönböztetünk fedezett és fedezetlen kölcsönöket. Míg a fedezett kölcsönök esetében a projekttársaság vagyonelemei szolgálnak a kölcsön fedezetül (mely elsősorban zálogjog formájában testesül meg), a fedezetlen kölcsönök során a pro-

jektszponzor vagy projekttársaság múltbeli tevékenysége alapján minősül hitelképesnek – ezért külön tárgyi biztosítékot nem követel meg a bank.

- *intézményi hitel*: A projekt megvalósításához olyan intézményi befektetők is nyújthatnak kölcsönt, mint például biztosítótársaságok vagy nyugdíjintézetek. Itt azonban fontos megjegyezni, hogy ezen intézmények konzervatív befektetési politikát folytatnak, ezért a legtöbb esetben csak megfelelő biztosíték ellenében nyújtanak hitelt.
- *lízingtársaságok*: Előfordulhat olyan eset is, amikor egy lízingtársaság nyújt kölcsönt a projekttársaságnak olyan módon, hogy elvállalják a projekt megvalósításához szükséges berendezések beszerzését és lízingbeadását a projekttársaság részére.
- *kockázatitőke-befektetők*: Már szó volt róla, hogy a kockázatitőke-tulajdonosok olyan projekteket finanszíroznak, amelyek nagy újdonságtartalommal rendelkeznek, például áttörő jelentőségű technológiai tulajdonsággal bírnak. Ilyen esetben azt várja a kockázatitőke-befektető, hogy az alkalmazott technológia sikeres lesz, és ezúton többszörösen megtérül a befektetése.
- *kötvénypiac*: Olyan országokban, ahol piaci alapú a hitelezés, a nagyobb vállalatok gyakran választják a kötvénykibocsátás segítségével történő idegen forrásbevonást. Ugyanis a pénzpiac ezekben az országokban sok esetben alacsonyabb kamatok mellett nyújtja a kötvénykölcsönt, mint a hitelintézetek a hitelt.
- *a projekt által előállított termékek vásárlói által nyújtott hitel*: Azok a szereplők, akiknek szüksége van a projekt által előállított termékre vagy szolgáltatásra, néhány esetben hajlandók hitelt nyújtani a projekt megvalósításához.
- *szponzori hitel*: Számos esetben előfordul, hogy a projektszponzor biztosítja a projekttársaság saját tőkéjét, ezenfelül azonban még hitelt is nyújthat a társaságnak. Ez leginkább akkor fordul elő, ha a projekttársaság által igényelt hitelt a finanszírozó intézmények nem teljes mértékben biztosítják – így a beruházás megvalósításához hiányzó összeget a projektszponzoroknak kell finanszírozniuk.

Külső hitelbevonás esetén alkalmazott pénzügyi mutatószámok

A projektfinszírozás során olyan pénzügyi mutatószámokat alkalmaznak, amelyek alkalmassá teszik a különböző projektekhez nyújtott hitelek beárazását – a projekt teherbíró képességének megállapításán keresztül. A vállalati hitelezéstől eltérően, a projektfinszírozás során

lényegesen kevesebb pénzügyi mutatót alkalmaznak a projekt kockázati megítélése során, míg az első esetben ez 12-15 arányszámot jelent, addig az utóbbi esetben mintegy 3-4 pénzügyi mutatót foglal magában. A projekthez nyújtott hitelek esetében a bankok a következő arányszámokat használják (Nevitt – Fabozzi, 1997):

- *hitel/saját tőke aránya (Debt – Equity Ratio)*: Minden finanszírozó intézmény megkövetel bizonyos mértékű saját tőke jellegű hozzájárulást a projektársaság tulajdonosaitól. Ez a projekt jellegétől függően általában 15-25%-os arányt jelent. Ebből következően a bankok által elvárt mutató értéke legfeljebb 4-5. Minél kisebb ez az arány, annál kisebb kockázatot visel a bank, mivel a projekt finanszírozásában annál nagyobb részt vállal a projektszponzor. Értelemszerűen a fenti arányszám az idő múlásával változik, mivel a projektársaság rendszeresen törleszti a hitelt, így annak relatív aránya a saját tőkéhez képest folyamatosan csökken.
- *kamatfedezeti mutató (Interest Coverage Ratio)*: Ez a mutatószám azt jelzi, hogy a projekt által generált nettó cash flow az adott évi kamatköltség hányszorosát fedezi. Minél magasabb ez az érték, annál jövedelmezőbb a projekt, így nagyobb biztonságot jelent a finanszírozó intézménynek a hitel megfelelő törlesztésére nézve.
- *éves adósságszolgálati fedezeti mutató (Annual Debt Service Coverage Ratio)*: Ez a mutató a projektfinszírozás során alkalmazott arányszámok közül talán a legfontosabb. Azt az információt hordozza ugyanis, hogy az adott naptári évben a projektársaság által megtermelt cash flow hogyan viszonyul az adott év adósságszolgálatához. A bankok az 1,2-1,3 értéket tartják megfelelőnek Magyarországon. Egyértelmű, hogy minél magasabb ez az arányszám, annál nagyobb biztonságot jelent a kereskedelmi banknak az adott projekt finanszírozása – mivel az nagyobb teherbíró képességgel rendelkezik.
- *a hitel futamidejére számított adósságszolgálati fedezeti mutató (Loan Life Debt Service Coverage Ratio)*: A mutatószámok közül talán ez a legbonyolultabb, ugyanis ez alkalmazza a nettó jelenérték-számítás módszerét. Az éves adósságszolgálati fedezeti mutatótól csak annyiban tér el, hogy nem egy adott évben realizált cash flow-t viszonyítja az éves adósságszolgálatához, hanem a projekt teljes várható élettartamára kalkulált éves EBITDA (Üzemi szintű eredmény + Értékcsökkenés) sorozat jelenértékét viszonyítja az éves adósságszolgálat sorozat jelenértékéhez. Tekintettel arra, hogy minden projekttől elvárt, miszerint az éves EBITDA értéke meghaladja az éves adósságszolgálatot, így ennek a mutatónak a megkövetelt értéke 1,4-1,5.

A projektfinszírozás biztosítéki rendszere

Mint már a korábbi cikkben szó volt róla, a projektfinszírozás esetében kiemelt szerepe van a biztosítéki rendszernek. Egy esetleges nemfizetés esetén ez szolgáltatja a hitel fedezetét a finanszírozó bank számára. Továbbá a biztosítéki rendszer nyújt lehetőséget arra, hogy a projektfinszírozás mérlegen kívüli finanszírozássá váljon a projektszponzor számára, mivel az nem jelenik meg annak egyedi kimutatásaiban.

Egy strukturált szerződéses rendszer a projekt minden szereplőjére és résztvevőjére kiterjed mind a jogokat, mind a kötelezettségeket illetően, valamint egyértelmű felelősségi és kártérítési viszonyokat állapít meg.

A projektfinszírozás során az alábbi eszközöket használják a bankok a biztosítéki rendszer minél hatékonyabb kialakításához (Horváth – Koltai – Nádasy, 2011)⁵:

Jelzálogjog

Mivel a legtöbb esetben a projektek valamilyen ingatlanhoz kapcsolatosak (irodaházak, lakóházak) vagy a projekt maga egy ingatlan létesítése (autópálya, repülőtér), ezért az egyik legfontosabb, kézzel fogható biztosíték a jelzálogjog. Azonban a projektek különbözősége miatt különböző fedezeti értékkel rendelkezik az ingatlanok feletti jelzálogjog.

Például egy irodaház esetében, ha nem fizet a projektársaság, akkor a banknak lehetősége van – esetleg egy másik projektszponzor bevonásával – az ingatlant átalakítva további ügyfeleknek bérbe adni az irodákat. Azonban nehéz az olyan beruházások utóhasznosítása – mint például egy erőmű vagy egy repülőtérblokk –, ami helyhez kötött, és csak egyféle tevékenységhez hasznosítható.

Zálogjog

A projektek megvalósítása esetén a finanszírozás nemcsak ingatlanokra, hanem értékes ingóságokra is kiterjed, mint például termelőberendezések és egyéb gépek. Ekkor a kereskedelmi bank az ingóságokon, vagy akár a projektársaság teljes vagyonán zálogjogot létesíthet. A zálogjog – hasonlóan a jelzáloghoz – a finanszírozó intézmény kintlevőségét mérsékelheti a projektársaság nemfizetése esetén, a biztosítéku szolgáltatás ingóságok értékesítése által. Ezenkívül a projektfinszírozás során gyakran alkalmazzák még a társaság üzletrészein vagy részvényein alapított zálogjogot. Ez a projektársaság esetleges csődje esetén arról biztosítja a finanszírozó bankot, hogy a társaság tulajdonosai csak korlátozott szabadság mellett tudnak megválni a tulajdonrészüktől, mivel azt zálogjog terheli.

Kezesség, garancia

Amennyiben a projekt vizsgálata során több gyenge pontot talál a finanszírozó intézmény, akkor például a projektszponzor kötelezettségvállalását is igényelheti az adott beruházással kapcsolatban. Ezt a legtöbb esetben a projektszponzor részéről történő kezességvállalással is meg kell erősíteni.

Ebben az esetben, ha a projektársaság nem tudja fizetni a felvett hitel tőke- vagy kamatrészét, akkor a projektszponzornak helyt kell állnia a projektársaság kötelezettségeiért.

Amennyiben a finanszírozó bank nem tartja a projektszponzor-társaságot hitelképesnek, akkor bankgaranciát is kérhet egy másik kereskedelmi banktól. Tekintettel arra, hogy általában egy pénzügyi intézmény fizetőképessége jobb, mint egy nem pénzügyi projektszponzoré, ez a típusú biztosíték erősebbnek számít. Azonban felmerül a kérdés, hogy ha egy finanszírozó intézmény hajlandó egy bankgaranciát kiadni egy projekt finanszírozása mögé, akkor miért nem az végzi annak teljes finanszírozását is. Ez a konstrukció általában akkor fordul elő, ha a projektszponzor más származási országgal rendelkezik, mint a projektet befogadó ország – ezért a házi bankja nem kíván országhatáron átnyúló finanszírozásban részt venni.

Ezenkívül a projekt kivitelezőjének is jótállási garanciát kell vállalnia az általa elkészített beruházással kapcsolatban. A jótállás futamideje a projekt jellegétől függ, és törvényben meghatározott esetekben érvényesíthető. Általában bankgaranciát kér a projektársaság a kivitelezőtől, amelyet az esetleges minőségi problémák felmerülésekor vehet igénybe.

Amennyiben a projekt egy ingatlan, akkor az ingatlan bérbeadója megkövetelheti a bérlőtől, hogy anyavállalati kezességvállalt vagy bankgaranciát nyújtson arra vonatkozóan, hogy a bérleti díjat a bérleti szerződésben megállapított összegben és esedékességgel fogja fizetni.

Engedményezés

Az engedményezési szerződés biztosítja a finanszírozó banknak a projekttel kapcsolatos bevételekre való jogot. Ez magában foglalhatja például a projekt segítségével előállított termékek árbevételét vagy az ingatlanok bérbeadásából származó bérleti díjakat. Emellett gyakori a projekttel kapcsolatos biztosítások engedményezése is. Eszerint a projektben bekövetkező károk esetén a finanszírozó bank a kedvezményezett. Az engedményezés azért fontos biztosítéki eszköz, mert ennek segítségével külön eljárás nélkül jogosult a hitelező a projekt bevételeire egy esetleges nemfizetés esetén.

Óvadék

A projektfinanszírozás esetében előírható óvadék nyújtása is a projektszponzor részéről, amelyet egy elkülönített számlán kell elhelyezni, és csak meghatározott esetekben van mód az óvadék felszabadítására. Az óvadék alkalmazása hátrányos a projektszponzor számára, mivel ezáltal romlik a likviditási pozíciója, azonban így a bank a lehető leggyorsabban tudja fedezni a felmerülő veszteségeit.

Másik jelentős óvadéki típus a projektársaság által feltöltésre kerülő tartalékszámllák feletti rendelkezési jog. A projektársaság számára a finanszírozó intézmény előírhatja, hogy az üzemeltetési szakasz kezdetét követően töltsön fel bizonyos tartalékszámllákat, amelyek egyrészt a nem várt események által okozott veszteségeket hivatottak fedezni, másrészt a kereskedelmi banknak pótlólagos időt biztosítanak a beavatkozásra a projektársaság nemfizetése esetén.

A leggyakoribb tartalékszámllák a következők:

- *adósságszolgálati tartalékszámllá*: ez általában egy-két negyedéves törlesztőrészlettel rendelkező számllá, mely ezáltal legfeljebb fél évet biztosít a finanszírozó számára a hitelátstrukturálásra a projektársaság csődközeli helyzete során – mivel ennyi ideig tudja fedezni a projektársaság hitelező intézettel szemben fennálló kötelezettségeinek fizetését,
- *karbantartási tartalékszámllá*: az üzemeltetés során a projektársaság egy olyan tartalékszámllát is feltölthet, ami a projekt későbbi fázisában esedékes karbantartási munkákat hivatott finanszírozni,
- *adórtalék-számllá*: ennek feltöltésére akkor kerülhet sor, ha a projektársaság a negatív adózás előtti eredmény állapotából hirtelen pozitív adózás előtti állapotba fordul – például a termelőberendezések vagy egyéb gépek leírását követően –, ezért a korábbi időszakhoz képest jelentős adófizetési kötelezettséggel szembesül.

Vételi jog

A vételi jog esetében a jogosult egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja a vételi opció tárgyát. A projektfinanszírozás során a vételi jogot általában ingatlanokkal kapcsolatban alkalmazzák. Ekkor a finanszírozó bank javára jegyzik be a vételi jogot az illetékes földhivatalnál az adott ingatlan tulajdonlapjára. Ezáltal a hiteladós nemfizetése vagy fizetési nehézségei esetén a hitelező bank egyoldalú nyilatkozatával tulajdonosává válik az ingatlan, így az adott vagyontárgy már nem része a későbbi csődvagyonnak,

ezáltal gyorsabb megtérülést biztosít a finanszírozó intézmény számára.

Hasonló indokból a vételi jogot még előszeretettel alkalmazzák értékesebb ingóságok, vagy akár a projektársaság teljes üzletrésének esetén is.

Kötelezettségvállalások

A kötelezettségvállalásokat általában az alábbi három típusba sorolják (Yescombe, 2008):

- *standard kötelezettségvállalások*: ownership clause⁶, pari passu⁷, negatív pledge⁸ és cross default⁹,
- *pozitív kötelezettségvállalások*: ebben az esetben a projektársaságnak vagy a projektszponzornak a finanszírozó bank által előírtaknak megfelelően kell cselekednie a hitel futamideje alatt, például adófizetési kötelezettségeinek mindig eleget tesz, a projekt megvalósításához és üzemeltetéséhez szükséges engedélyekkel mindig rendelkezik, megköti a projekt biztonságos működéséhez nélkülözhetetlen biztosításokat, megfelelő szakmai tudással rendelkező menedzsmentet foglalkoztat vagy évente felülvizsgálja és aktualizálja a jövőre vonatkozó pénzügyi terveit,
- *negatív kötelezettségvállalások*: a projektársaság vagy a projektszponzor bizonyos eseményektől tartózkodik a hitel futamideje alatt, ilyen esemény lehet például, hogy a projektszponzor az adott projekthez hasonló beruházásba nem kezd, a projektársaság nem módosítja a fontosabb beszállítói vagy értékesítési szerződéseket, nem vesz fel pótlólagos hitelt az adott beruházáshoz, a vagyontárgyait nem értékesíti, illetve a hitel futamideje alatt nem változtatja a finanszírozó intézmény által előírt könyvvizsgálót.

A fentiekből látható, hogy a kötelezettségvállalások a projekthitel futamideje alatt szabályozzák a projektársaság és a projektszponzor lehetséges mozgásterét, ezáltal pedig mérséklék a hitelezési kockázatot.

Közjegyzői okirat

A közjegyző előtt írt hitelszerződések, egyoldalú tartozáselismerő okiratok és biztosítéki szerződések fontos szerepet játszanak a projektfinanszírozás esetében, illetve meglehetősen gyakran alkalmazzák. Ez lehetővé teszi a hitelező számára a bírósági eljárás elkerülését, mivel peren kívül – a közvetlen végrehajthatóság által – szert tehet a szerződésekben foglalt tárgyakra. Így a finanszírozó bank a végrehajtást azonnal megindíthatja a hiteladóssal szemben, nem kell hosszú éveken keresztül pereskedni a bíróság előtt.

Kivitelezési és üzemeltetési kockázat

A kivitelezési és üzemeltetési kockázat a projektfinanszírozás egyik legfontosabb kockázati típusa, mely a következő elemeket foglalja magában (Yescombe, 2008):

- *a befejezés kockázata*: A kivitelezési kockázatok között talán ez a legfontosabb, és így a legnagyobb kockázatot jelentő tényező. Ez a kockázati típus akkor fordul elő, amikor a projekt tárgyának felépítését nem fejezik be, a legtöbb esetben azért, mert a beruházási szakaszban megváltoznak a piaci körülmények. Ez jelentheti a projekt által előállított termék iránti termék keresletének drasztikus visszaesését vagy a projektszponzor csődközeli helyzetét. Ebben az esetben csak egy félkész beruházás áll a bank rendelkezésére, aminek utóhasznosítása meglehetősen nehézkes. Ezt a kockázati tényezőt csak megalapozott előrejelzéseken alapuló projektek finanszírozásával lehet elkerülni. Másrésztől hosszú távú vevői szerződések segítségével, mely alapján a hitel törlesztésének végéig előre meghatározott áron és mennyiségben eladják a projekt által előállított terméket.
- *költségtúllépés*: A költségtúllépés adódhat például a nyersanyagok, alapanyagok beszerzési árának növekedéséből. Ezenkívül az emelkedő alapkamatok, illetve kamatfelárak, de a növekvő fenntartási költségek is okozhatják. Ezt a kockázati tényezőt például kötött áras kivitelezői szerződésekkel, illetve hosszú távú beszerzési szerződésekkel lehet mérsékelni, mely kalkulálható anyagköltséget eredményez a hitelszerződés fennállása során. Emellett az esetleges költségtúllépések finanszírozására a projektszponzor is kötelezettséget vállalhat, amennyiben megfelelő bonitással rendelkezik.
- *késedelem a kivitelezésben*: Időjárési tényezők és műszaki problémák is hozzájárulhatnak a beruházás időbeli elhúzódnásához. Amennyiben a tulajdonosok kötelezettséget vállalnak a többletköltségek vállalására vagy a projekt költségvetésében tartalékokat képeznek az esetleges veszteségek fedezésére, akkor kellőképpen csökkenthető ez a kockázati tényező. Érdemes megemlíteni, hogy a fenti két lehetőség közül az utóbbi eset a gyakoribb.
- *műszaki hibák*: A projekt beruházási és működési szakaszában számos probléma felmerülhet az alkalmazott műszaki berendezésekkel kapcsolatban. Ez a gépek javítási költségein kívül magában foglalja a projekt megvalósításának

elhúzóadását is. Amennyiben kellő gondossággal alakítják ki a projekthez kapcsolódó biztosítási rendszert, akkor a műszaki hibákból eredő költségek minimalizálhatók. Ezzel is magyarázható a biztosítási tanácsadók bevonása a projektfinanszírozás folyamatába.

- *tervezési hibák:* A tervezésben elkövetett hibák súlyosan hátráltatják a beruházás kivitelezését, és jelentős többletköltséget jelentenek mind az újratervezés, mind a kivitelezés módosítása miatt. A tervezési hibákat leginkább úgy lehet kiküszöbölni, hogy a tervezési eljárás végén a kész terveket egy független tervezési irodával, illetve mérnökökkel leellenőriztetjük. Ez többletköltséget ró a projektre, azonban még mindig olcsóbb, mintha utólagosan kellene változtatni a terveken.
- *minőségi hibák:* A kivitelezésben elkövetett hibák kijavítása többletköltséget okoz az anyagok pótlása és az időbeli csúszás miatt is. Ha a kivitelezőktől jótéjesítési garanciát kér a projektársaság, akkor az esetleges minőségi hibákat a kivitelezőknek kötelességük kijavítani, többletköltség felszámítása nélkül.
- *jogosítványok és engedélyek:* Olyan esetekben beszélhetünk erről a kockázatról, amikor a projekthez kapcsolódó létesítmények üzembe helyezéséhez bizonyos engedélyek szükségesek. Amennyiben nem rendelkezik időben a projektársaság ezzel az engedéllyel, akkor a projekt várható pénzáramlása módosul, mert csak később jut bevételhez a projektársaság. Az engedélyekből eredő kockázat kiküszöbölésének egyik lehetséges módja, ha a hitel utolsó részletének folyósítási előfeltételévé teszik a megfelelő jogosítványokkal való rendelkezést a projektársaság részéről.
- *környezetvédelmi előírások:* Ez egy olyan kockázati tényező, amit sokszor figyelmen kívül hagynak, pedig ez az egész projekt megvalósítását megghiúsíthatja. A környezetvédelmi előírásokból eredő kockázat gondos előkészítő munkával – például független szakértők bevonásával – redukálható. Emellett a fővállalkozó által kötött biztosítások is jelentősen csökkenthetik e kockázati tényező hatását.
- *a vis maior kockázata:* Azokat a kockázati típusokat értjük *vis maior* kockázat alatt, amelyek bekövetkezésének oka kívül esik a projektfinanszírozásban részt vevő felek hatáskörén. Ezzel a kockázati tényezővel az a probléma, hogy mindenki át akarja hárítani a másik félre. A legtöbb

esetben azonban mind a projektszponzornak, mind a finanszírozó banknak részt kell vállalnia ebből az esetleges kockázatból.

Lábjegyzet

- ¹ PPP – Public Private Partnership: közfeladatoknak a közszféra és a magántőke együttműködésében történő ellátását jelenti.
- ² Ennek bankpiaci megfelelője a kovenáns.
- ³ Koncessziós engedély: az állam által ellátott szolgáltatás nyújtásának kizárólagos engedményezése a projektársaság számára – előre meghatározott díj fizetése ellenében.
- ⁴ Ennek elsődleges formája a vissza nem térítendő állami támogatás nyújtása.
- ⁵ Mely biztosítékok megegyeznek az általános vállalatfinanszírozás során alkalmazott eszközökkel, azzal a különbséggel, hogy a projektfinanszírozás során általában mindegyik fenti biztosítékot alkalmazják, míg a vállalatfinanszírozás esetén ezek használata specifikus.
- ⁶ A projektársaság tulajdonosai nem értékesíthetik a projektársaságban lévő tulajdonrészüket a finanszírozó intézmény jóváhagyása nélkül.
- ⁷ Több finanszírozó esetén azokat azonos elbánásban kell részesíteni, ami azonos biztosítékokat és egyéb szerződéses feltételeket jelent.
- ⁸ A megterhelt vagyontárgyakat nem lehet továbbterhelni – más finanszírozónak felkínálni biztosítékul – a kereskedelmi bank hozzájárulása nélkül.
- ⁹ Ha valamely finanszírozó felmondja az adott hitelt, akkor a többi finanszírozó is jogosult erre való hivatkozással azt felmondani

Felhasznált irodalom

- Berzi Á. – Koltai J. (2000): Jövőbe tekintő beruházások: Projektfinanszírozás Kelet-Közép-Európában. Cégvezetés, június
- Brealey, R. – Myers, S. (1999): Modern vállalati pénzügyek. Budapest: PANEM
- Csibi L. (1994): A projektmenedzsment pénzügyi vonatkozásairól. Vezetéstudomány, 10. szám
- Gáldi Gy. (1998): Projektfinanszírozás: szépség és kétség: Bankról, pénzről, tőzsdéről: Válogatott előadások a Bankárképzőben. Budapest: Bankárképző
- Gáldi Gy. (2002): Vállalatfinanszírozás és/vagy projektfinanszírozás. Figyelő Fórum, 2002. december 5.
- Gellért A. (1991): Banküzletek. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
- Horváth S. A. – Koltai J. – Nádasdy B. (2011): Strukturált finanszírozás Magyarországon. Budapest: ALINEA Kiadó
- Nevitt, P.K. – Fabozzi, F. (1997): Projektfinanszírozás. Budapest: CO-NEX Könyvkiadó Kft.
- Takács L. (2001): A projektfinanszírozás mint a projektek előkészítésének fontos lépése. Vezetéstudomány, 05. szám
- Yescombe, E. R. (2008): A projektfinanszírozás alapjai. Budapest: PANEM