

MADÁCSI Roland

PROJEKTFINANSZÍROZÁS

A „projektfinszírozás” kifejezést napjainkban előszeretettel használják az új beruházások, projektek pénzügyeinek intézésére. Ez azonban a legtöbb esetben helytelen, állítja a PhD hallgató szerző, aki a „valódi” projektfinszírozást kívánja bemutatni.

A szakirodalom az alábbiak szerint határozza meg a projektfinszírozás jelentését: „Egy adott gazdasági egység által megvalósított beruházás (projekt) finanszírozása, amelyet a hitelező úgy tekint, hogy (elsődlegesen) annak létrejövő jövedelemtermelő képessége, cash-flow¹-ja szolgál a kölcsön visszafizetésének forrásául, vagyontárgyai (jogosultságai) pedig a kölcsön biztosítékául.”²

A projektfinszírozás általános jellemzői

A projektfinszírozás az alábbi általános jellemzőkkel rendelkezik, figyelembe véve, hogy minden projekt más és más:

- *A bank aktív területének, a hitelezésnek egyik speciális ága.* A projektfinszírozás esetében a bankok egyedi projekteket (beruházásokat) finanszíroznak, azzal az eltéréssel, hogy nem a hitelt igénylő vállalat³ múltját vizsgálják, hanem a projekt jövőbeli teljesítményét.
- *A kereskedelmi bankok eredményére jutalékos ügyletként is hatással van.* Manapság a banki jövedelmezőség esetében a kamatkülönbözet mellett egyre fontosabb szerepe van a jutalékos ügyletnek. Mivel a projektfinszírozás nagyon sok adminisztrációt és előkészítést igényel, a kamatbevételeken felüli részt a jutalékos ügyletekhez sorolják a kereskedelmi bankok, ami hozzájárul a jutalékos ügyletek további erősödéséhez.
- *Mérlegben kívüli finanszírozás.* A projektfinszírozás különösen nagy vonzereje abban rejlik, hogy

nem jelenik meg a hitel összege a projektszponzor⁴ mérlegében, illetve kimutatásaiban, ezáltal nem befolyásolja hátrányosan a vállalat hitelképességét.

- *Visszkereset nélküli kötelezettségvállalás.* A projektszponzort a projektársaság⁵ által felvett hitel után semmi kötelezettségvállalás nem illeti, tehát a projektársaság nemfizetése esetén nem száll át a fizetés kötelezettsége a szponzorra.
- *Nagy tőkekoncentráció, magas hiteligeny.* A projektek megvalósításához szükséges egyösszegű hitel néhány százmillió forinttal kezdődik, és nem ritkán eléri a több tízmilliárd forintot.
- *Önálló, független társaság létrehozása.* Az alapvető különbség a projektfinszírozás és a beruházások finanszírozása között az, hogy a projektfinszírozás során a legtöbb esetben létrehoznak egy önálló jogi személyiséggel rendelkező társaságot. Ennek a társaságnak az egyedüli feladata az adott projekt megvalósítása, így a projekt végén a társaság megszűnhet, azonban tovább is tevékenykedhet⁶.
- *Magas tőkeáttétel.* A hitel aránya a megvalósítandó beruházás költségeinek legalább 50%-át teszi ki, de nem ritka a 80%-os hitelarány sem. Mivel ilyen magas arányú a bankok szerepvállalása a beruházásokban, a projekt megvalósításával kapcsolatos döntések szinte mindegyikében vétőjoggal rendelkeznek⁷.
- *A jövő előrejelzése, tervezése és elemzése.* Jelen esetben a cash-flow táblázat kialakításán van a hangsúly, ami a finanszírozandó vállalat jövőbeli

pénzáramlását foglalja magában. A hitelező szempontjából az a legfontosabb követelmény, hogy a projekt jövőbeli cash-flow áramlása stabil legyen, ezért a legtöbb esetben a projektből származó termékre garantált árat állapítanak meg, amit a felvásárlóknak kell biztosítaniuk.

- **Nagyobb kockázat.** Mivel elég nagy összegek hitelezéséről van szó, a kölcsönöket nagy körültekintéssel⁸ kell kihelyezni. A kockázatot tovább növeli, hogy az egyes projektek specialitása miatt korlátozottak az utóhasznosítási lehetőségek.
- **Kamatszint.** Mivel a projekt hitelezése egy jövőre vonatkozó terv alapján történik, a finanszírozó bank által vállalt kockázat magasabb, mintha egy hitelképes vállalatnak nyújtana kölcsönt. Emiatt a felszámított kamatfelár a projektfinanszírozás esetében általában magasabb, mint a vállalatfinanszírozás során⁹.
- **Speciális biztosítéki rendszer.** A projektfinanszírozás során nagyon fontos szerepet játszik a garancia, engedményezés és egyéb biztosítékok.
- **Külső szakértők.** A bankok a legtöbb esetben olyan beruházásokhoz nyújtanak kölcsönt, amelyhez nem értenek, így a külső szakértők bevonása elengedhetetlen számukra, ezáltal csökkenthető a hitelkihelyezés kockázata és javítható a hitelek minősége.
- **Részletes szerződéses rendszer.** A kockázatok¹⁰ kezelése a szerződéses kapcsolatokon keresztül valósul meg. A részletes szerződéses rendszer elengedhetetlen a visszafizetési kockázat csökkentéséhez, azonban ez jelentős jogi költségeket jelent.
- **Rendkívül idő- és szakértelem-igényes.** Különösen képpen az előkészítés és a monitoring tevékenysége igényel nagy munkaráfordítást. A projekt előkészítési és megvalósítási szakaszában napi kapcsolat van az ügyfél, a szakértők és a bank között. Az ellenőrzés a továbbiakban is heti vagy kéthetes rendszerességgel történik.
- **Költséges.** Mind a bank, de leginkább a projektszponzor¹¹ számára jelent magas költségeket, ami magában foglalja a szakértői és a banki költségeket. Mivel ezek általában fix költségek, a projekthitel összegének növekedésével csökken a hitelhez való arányuk.

A projektfinanszírozás alkalmazási területei

A projektfinanszírozást elsősorban az energiaszektor, a közlekedés és infrastruktúra, a telekommunikáció, az ingatlanfejlesztés területén, valamint az

önkormányzati projektek esetében alkalmazzák előszeretettel. Az említett területeken belül az alábbi típusú beruházások során találkozhatunk projektfinanszírozással:

- **Energiaszektor**
 - Kisebber erőművek építése (Mátrai Erőmű, BorsodChem, TVK erőműve).
 - Erőmű-fejlesztések (Paksi Atomerőmű), blokkok felújítása.
 - Kőolaj- és földgázvezetékek építése, felújítása.
- **Közlekedés, infrastruktúra**
 - Autópályák (M1, M3), utak, hidak építése.
 - Repülőterek (Ferihegy 2/b terminál) építése, bővítése.
 - Vasúthálózat fejlesztése.
- **Telekommunikáció**
 - Telefonhálózatok fejlesztése.
 - Mobilhálózat kiépítése (Westel 900).
- **Ingatlanfejlesztés**
 - Irodaházak, irodák építése (MOM-park).
 - Bevásárlóközpontok építése, átalakítása (Duna Plaza, Pólus Center).
 - Lakóingatlanok, lakóparkok építése.
 - Szállodák építése, átépítése.
- **Önkormányzati projektek**
 - Ivóvízhálózat fejlesztése.
 - Csatornahálózat fejlesztése.
 - Környezetvédelmi beruházások.

A projektfinanszírozás szereplői

A projektfinanszírozás összetett jellege miatt a finanszírozás lebonyolítása során számos szereplővel találkozunk, akik különböző feladatokat látnak el a beruházás alatt. Ezek a résztvevők a projektársaság, a projektszponzor, a hitelezők, esetlegesen az oftaker, a tanácsadók és az auditorok.

A projektársaság

Mint már szó volt róla, a projektfinanszírozásnak az egyik specialitása az, hogy létrehozunk egy önálló gazdasági társaságot, amely a projekt lebonyolításáért felelős, ez a projektársaság. Erre azért van szükség, mert így az adott projekt megvalósításával kapcsolatos pénzügyi folyamatok nem keverednek össze a beruházásban érdekelt anyavállalat egyéb pénzügyi tevékenységével. Emellett azért is fontos létrehozni egy önálló projektársaságot, mert ekkor az anyavállalat

esetleges csődje nem sodorja veszélybe ezt a társaságot – ami fordítva is igaz –, így a hitelezők önálló biztosítékokkal rendelkeznek, ez növeli a hitelező biztonságát, és alacsonyabb kockázatúvá teszi a kihelyezett hitelt.

Minden résztvevővel (például hitelező, kivitelező, szakértők, üzemeltetők) a projektársaság áll szerződéses viszonyban, így könnyebben áttekinthetőek a projektet terhelő költségek és bevételek. A leggyakrabban alkalmazott projektársasági forma a korlátolt felelősségű társaság, de találkozhatunk részvénytársasággal és betéti társasággal is.

Projektszponzor

A projektszponzor az a szereplő, akinek leginkább érdekében áll a projekt megvalósítása, így a legtöbb esetben ő kezdeményezi a projektet. A projektszponzor rendszerint pénzügyi befektető vagy termelő vállalat. Míg a pénzügyi befektető befektetett tőkéjének megtérülését várja a projektől, addig a termelő vállalat egy olyan „termékre” számít, amelyet a termelésben tud hasznosítani. Egy projektet egy projektszponzor is megvalósíthat, de gyakori eset, hogy egy több cégből álló konzorciumot hoznak létre a beruházás lebonyolításához.

A projektszponzor feladata a projekt előkészítésével kapcsolatos teendők ellátása, a projekt beindítása, menedzselése és szükség esetén egy konzorcium megszervezése.

A hitelező intézet a projektszponzortól általában megköveteli, hogy bizonyos mértékű saját erővel¹² járuljon hozzá a projektársaság működéséhez. Ezt a legtöbb esetben a projektszponzor tőkeemeléssel vagy tagi kölcsön nyújtásával biztosítja.

Hitelezők

A hitelező bankok a kölcsön összegétől függően vagy egyedül finanszírozzák a projektet, vagy több bankból álló szindikátust hoznak létre, hogy megoszassák a hitelezésből eredő kockázatot.

Míg a projekt megvalósításának kezdeti időszakában egyre növekszik a kockázat – mivel ekkor még csak költségei vannak a beruházásnak –, a projekt tárgyának befejeztével egyre csökken a hitelező kockázata, ugyanis a kivitelezés lezárult, illetve a beruházás már bevétellel is rendelkezik. Ennek következtében a hitelezők válthatják egymást a projektfinanszírozás ideje alatt¹³, amit *refinanszírozásnak*¹⁴ nevezünk.

A projektársaság külső forrást kétféleképpen vonhat be; banki hitelt vesz fel vagy értékpapírt bocsát ki.

Offtaker

A projektből származó termék vevője lehet egy piaci szegmens, de lehet egyetlen vállalat is, vagy maga az állam. Akkor nevezzük a termékek vásárlóját *offtaker*-nek, ha ő a termék egyedüli vásárlója.

A hitelező bank általában hosszú távú szerződést ír alá az *offtaker*-rel, amelyben rögzítik a projektből származó termék árát. Ennek segítségével az áringadozásból származó kockázatot áthárítja a bank az *offtaker*-re, ezenfelül biztosítja a projekt pénzáramlásának hosszú távú stabilitását is.

Tanácsadók

A projektfinanszírozás során mind a projektszponzor, mind a bankok szakértőket kérnek fel, hogy a munkájukat segítsék. Erre azért van szükség, mert egyik fél sem rendelkezik kellő számú és megfelelő minőségű szakemberrel, akik a projekt megvalósítását felügyelnék. A legfontosabb követelmény a tanácsadókkal szemben, hogy mind a projektszponzortól, mind a hitelező intézménytől független, ezenfelül mindkét fél által elfogadott legyen.

A projektfinanszírozás során az alábbi tanácsadókkal találkozhatunk: pénzügyi tanácsadó – aki az optimális finanszírozási struktúrát alakítja ki –, műszaki szakértő – aki a projekt tervezése során nyújt tanácsot –, jogi szakértő – aki a megfelelő szerződéses háttér kialakításáért felelős –, valamint a biztosítási szakértő – aki a biztosítások megkötésén keresztül minimalizálja a kockázattípusokat.

Auditorok

Az auditorok szerepe nagyon hasonlít a tanácsadókéra, azonban az ő feladatuk egy adott szakterület munkájának véleményezése, a tevékenységek ellenőrzése, illetve felülvizsgálata.

A projektfinanszírozás esetében találkozhatunk pénzügyi -, műszaki -, valamint modell auditorral.

A projekt megvalósításának szakaszai

A projekt megvalósítása négy jól elhatárolható szakaszra osztható; a projekt előkészítése, beruházás, működtetés és lezárás. Az egyes szakaszokat a továbbiak szerint lehet jellemezni:

Előkészítés

Ebben a szakaszban a projektszponzor kialakítja a projekt fő vázát, a megvalósíthatósági tanulmányt (ami magában foglalja a beruházási piac bemutatását, a projekt műszaki tartalmának definiálását, a nemzetközi/hazai releváns tapasztalatok áttekintését, a lehetséges finanszírozási források bemutatását, a projekt műszaki/pénzügyi ütemezhetőségét, a megtérülés várható paramétereit¹⁵), valamint pénzügyi terveket készít. Az előkészítés során alakítják ki a projekt költségvetését, készítik el a cash-flow táblákat, végzik el a pénzügyi és a jogi átvilágításokat. Ezen előzetes információk alapján hozzák meg a befektetői döntést a megvalósításról. Csak ezután veszi fel a kapcsolatot a vállalat a későbbi partnerekkel, mint például a bankokkal, kivitelezőkkel, tervezőkkel, tanácsadókkal és a külső szakértőkkel.

A projekt előkészítése általában 6–12 hónapot vesz igénybe.

Beruházás

A beruházás során építik meg a projekthez szükséges létesítményeket, ingatlanokat, vásárolják meg a gépeket. Az előkészítés és a beruházás szakaszában a projektnek szinte csak kiadásai vannak, ezért ez a két szakasz a legkockázatosabb a bankok számára. Ha bármi okból nem sikerül a beruházást megvalósítani, a bank kihelyezett hitelének jelentős részét elvesztheti. A beruházás szakaszában a legnagyobb szerepe a kivitelezőknek és a műszaki ellenőröknek van.

Ez a szakasz általában 1–3 évig tart, persze hosszabb beruházási szakasz is elképzelhető.

Működtetés

A működtetés során a projekt már árbevételre eredményez, tehát elkezdheti a projektársaság visszafizetni a felvett kölcsönt. Ebben a szakaszban tehát a bankok kockázata az idő előrehaladtával folyamatosan csökken, mivel nemcsak a kölcsönadott tőke törlesztése történik, hanem már kamatjövedelmet is realizál a hitelintézet. Emellett a megvalósított beruházás eszközei biztosítékot jelentenek egy esetleges nemfizetés esetén.

Lezárás

A lezárás a projekt számvitelileg hasznos élettartamának végét jelenti. Ekkorra kell a beruházónak az utolsó részletet és a kamatokat törleszteni, így a bank kockázata már teljesen megszűnik.

A projektfinanszírozás dokumentumai

A projektfinanszírozás során számos dokumentáció típusal találkozhatunk, melyek közül az alábbiakat alkalmazzák a leggyakrabban:

Bemutatózó dokumentum¹⁶

A bemutatkozó dokumentum az alábbi információkat tartalmazza a megvalósítandó projekttel kapcsolatban¹⁷: javasolt finanszírozás és a hitel feltételeinek összefoglalása; a projektársaság bemutatása; a projektársaság javasolt tőkeszerkezete; a projekt által előállított termék és annak piaca; marketingtevékenység; a piacon megfigyelhető verseny; a projektársaság felépítése, vezetése; üzleti kockázatok; múltbeli és egyéb pénzügyi információk; tervek és előrejelzések.

Átvilágítás

Az átvilágítás hivatott feltérképezni a projektszponzort és a finanszírozó intézményeket érintő kockázatokat. A legtöbb esetben a pénzügyi és a jogi átvilágítást alkalmazzák, ugyanis ez a két terület kulcsfontosságú a projektfinanszírozás során.

Ajánlatok

Amennyiben a bank támogatja a projektet, *egy indikatív ajánlatot* tesz a hiteligénylőnek, mely ajánlat azonban csak informatív jellegű, nem jelent kötelezettségvállalást. Ez az ajánlat magában foglalja a bank által elképzelt finanszírozási struktúrát – amit előzetesen a projektársaság eljuttat a hitelintézetnek –, a finanszírozás feltételeit, valamint a hitel árazását.

Amennyiben a projektszponzor és a bank meg egyezik a hitelnyújtás feltételeiben, a bank *kötelező ajánlatot* ad ki. Ez az ajánlat kötelezettségvállalást jelent a hitelező részéről a benne foglalt feltételek szerint, és a leendő hitelszerződésnek a legfontosabb elemeit tartalmazza, ezáltal mintegy kivonatolva a későbbi hitelszerződést. A kötelező ajánlat után kerül sor a „*term sheet*” aláírására. A term sheet aláírásával párhuzamosan a projektszponzor átadja a banknak a *mandátumlevelet*.

Hitel- és biztosítéki szerződések

A hitelszerződés és a hozzá kapcsolódó biztosítéki szerződések biztosítják a szerződő feleket a jogaikról és kötelezettségeikről.

Egyéb projektszerződések

A egyéb projektszerződések közé tartoznak a fővállalkozóval, az alvállalkozókkal, tanácsadókkal, szakértőkkel, üzemeltetőkkel és vevőkkel kötött szerződések. Fontos ezeknek a szerződéseknek kitérnie a részt vevő cégek kötelezettségeire, jogaikra, az esetleges késedelmes teljesítés szankcióira, valamint a biztosítékokra. Általában a finanszírozó bank engedélye szükséges e szerződések megkötéséhez, ám a kisebb horderejű döntéseket a projektszponzor szabadon hozhatja meg.

Pénzügyi modell

A pénzügyi modell célja az adott projekt várható bevételeinek és ráfordításainak felmérése, ennek alapján az *adósságszolgálati mutató*¹⁸ meghatározása. Ezen kívül felméri a projekt szempontjából releváns kockázati tényezőket, és vizsgálja a tényezők hatását a projekt megvalósításának folyamatára.

A pénzügyi modell *háttértáblázatokból és alaptáblázatokból* áll¹⁹. A háttértáblázatok tartalmazzák a makrogazdasági előrejelzéseket, a költségterveket, a bevételi terveket, a hitellel kapcsolatos táblázatokat (hitelek lehívása, törlesztése, kamatfizetések), valamint az amortizáció számítási módszerét²⁰.

Az alaptáblázatok magukban foglalják a cash-flow táblázatot, az eredmény-kimutatást, a mérlegtervet, a különböző pénzügyi mutatók számítását, valamint az érzékenységvizsgálatok eredményeit a legfontosabb mutatókra²¹.

A projektf finanszírozás során alkalmazott pénzügyi lehetőségek

A projektf finanszírozás során alkalmazott pénzügyi forrásokat három nagy csoportba sorolhatjuk; saját erő felhasználása, értékpapírok kibocsátása és hitel igénybevétele.

Saját erő

A saját erőt legtöbbször a projektszponzor társaságban történt tőkeemeléssel, vagy tagi hitel útján biztosítják. Ez utóbbi módszer elterjedtebb, mivel egyszerűbb a dokumentációja és a lebonyolítása, ezen kívül gyorsabban lehet így hitelhez jutni.

A tulajdonosok által nyújtott hitel ebben az esetben *junior hitelnek*²² minősül, mivel alárendeltje a bank által nyújtott hitelnek, annak visszafizetésére csak a banki hitel visszafizetése után nyílik lehetőség.

Nem hiteljellegű külső finanszírozás

A külső források között jelentős szerepet foglalnak el az értékpapírok. Érdekesnek tartom megjegyezni, hogy a pénzügyi instrumentumok használata csak a nagyobb projektek esetében tapasztalható, mivel az értékpapír-kibocsátás nagyon költséges, így csak egy bizonyos méret felett költséghatékony.

Hiteljellegű külső finanszírozás

A hiteljellegű külső finanszírozás két lehetőséget foglal magában: a *hátrasorolt kölcsönt*²³ és a banki hitelt.

A hátrasorolt kölcsönnek megvan az az előnye, hogy rögzített kamatozása, hosszú lejáratú, fedezet nélküli, valamint a saját tőke/idegen tőke kiszámításakor a saját tőke részeként kezelik a bankok. Ezt a típusú kölcsönt olyan pénzügyi befektetők nyújtják a projektársaságnak, amelyek kamatjövedelmet várnak a projekt megvalósításától, vállalva a kudarc lehetőségét is. Más néven kockázati tőketulajdonosoknak is nevezik őket.

Ezzel szemben a bankhitel általában rövidebb vagy azonos élettartamú, mint a projekt, és a legtöbb esetben *senior hitelnek*²⁴ minősül. A fentiekből jól látható, hogy a projektf finanszírozás során számos pénzügyi instrumentum alkalmazható, ezek minden kombinációja elérhető a projektszponzor számára, így minden ügylet egyedi finanszírozást jelent. Ezek szerint a projektf finanszírozás jó példa a *strukturált finanszírozásra*²⁵.

A projektf finanszírozás kockázatai

A projekt megvalósítása során számos kockázattal találkozhat mind a finanszírozó bank, mind a projektszponzor. A legfontosabbak az alábbiak:

Országkockázat

Mint a hitelezési tevékenységnél, az országkockázat jelen esetben is magában foglalja azon ország gazdasági és politikai kockázatát, ahol a projektet megvalósítják. Előfordulhat például, hogy az adott ország gazdasági recesszióba kerül, ezért megtagadja a külföldi hitelezőknek a hitel visszafizetését. Emellett politikai megfontolásokból is bevezetheti egy ország a kötött devizagazdálkodást, így befolyásolva a külföldi deviza kiáramlását az országból. További kockázatot jelent a projekt állam által történő kisajátítása, bizonyos gazdasági célok elérése miatt.

Kivitelezési és üzemeltetési kockázat

A kivitelezési és üzemeltetési kockázat a projektfinanszírozás során a következő elemeket foglalja magában: a befejezés kockázata; költség túllépés; késedelem a kivitelezésben; műszaki hibák; tervezési hibák²⁶; minőségi hibák; jogosítványok és engedélyek²⁷; környezetvédelmi előírások; vis major kockázata.

Pénzügyi kockázatok²⁸

A pénzügyi kockázatok közé soroljuk az árfolyamkockázatot, az inflációs kockázatot és a kamatláb kockázatot.

A fenti tényezők hatása azért jelentős, mert nem csak a projekttel kapcsolatos ráfordításokat érintik a kivitelezés és a hiteltörlesztés költségei miatt, hanem a projekt jövőbeli bevételeit is befolyásolják, ezáltal veszélybe kerülhet a megfelelő törlesztés a projektársaság részéről.

Üzleti kockázatok

Az üzleti kockázat a nem megfelelő előrejelzések és a piaci környezet változásának a következménye.

Jogi kockázatok

A szabályozási környezet változása szintén negatív hatással lehet a projekt kivitelezésére, üzemeltetésére és jövedelmezőségére. Ezen kívül előfordulhat, hogy sem a projektszponzor, sem a hitelező intézmény nem a projekt befogadó országából származik, így nincsenek tisztában az adott országban alkalmazott jogszabályokkal. A jogi kockázatok közé tartozik az is, hogy a biztosítéki szerződésben foglaltak érvényesíthetők-e az adott országban²⁹.

A projekthitel árazása

Amikor a hitel árazásáról beszélünk, azon a finanszírozó bank által felszámított jutalékok mértékét és a kamatfelárat értjük. A jutalékok nagyon változatos formákat ölthetnek, a finanszírozó intézmény döntésétől függően. Azonban minden jutaléktípusra igaz az az állítás, miszerint ezáltal a hitel nyújtása során felmerülő tényleges költségeket a bank áthárítja a hiteligénylőre, emellett az erős verseny okozta csökkenő kamatfelár miatt kieső jövedelmeket is pótolhatja a jutalékok által a finanszírozó intézmény.

A hitel árazását a következő tényezők befolyásolják a leginkább: a kockázat, a futamidő, a monitoring-ráfordítások, a piaci szokások, valamint a projekt teherbíró képessége.

A projektfinanszírozás biztosítéki rendszere

A biztosítéki rendszer ad módot arra, hogy a projektfinanszírozás mérlegen kívüli finanszírozássá (off-balance sheet financing) váljon, mivel nem jelenik meg a projektszponzor kimutatásaiban³⁰.

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

A projektfinanszírozás során az alábbi eszközöket használják a bankok a biztosítéki rendszer minél hatékonyabb kialakításához: jelzálogjog; kezesség, garancia, kötelezettségvállalások; engedményezés; óvadék; letét; vételi jog; zálogjog; és a közjegyző előtt írt szerződések.

A projektfinanszírozás folyamatának specialitásai

Projekt monitoring

A monitoring kifejezés alatt azt a tevékenységet értjük, miszerint a bank a hitelt felhasználó társaságot megfelelő gyakorisággal és módszerességgel folyamatosan ellenőrzi, annak érdekében, hogy figyelemmel kísérje a hitel megfelelő törlesztését, illetve megtehesse a kívánt lépéseket, amikor veszélyben látja a hitel megtérülését.

A projekt monitoring során a hitelező intézmény számára mérlegek, eredmény- és cash-flow kimutatások, a projekt életciklusának fő szakaszairól pedig zárójelentések készülnek. A projektársaság meghatározott időszakonként közli a bankkal a *világbanki mutatókat*³¹, ami a kiemelt jelentőségű pénzügyi mutatókat öleli fel³².

A monitoring folyamatába a bank a saját szakembergárdáján kívül külső szakértőket is bevonhat.

Minél bonyolultabb egy projekt bevételi struktúrája, annál célszerűbb részletes nyilvántartásokat vezetni ezekről. Eszerint a bank előírhatja a projektársaságnak, hogy a különböző bevételi típusokat más-más számlán vezesse, mivel így könnyebben azonosítható a problémás bevételi forrás.

Bár ez a módszer munkai igényesebb, azonban a hiteligénylő számára is számos előnnyel jár, mivel ennek segítségével a napi likviditástervezés könnyebben követhető, illetve a projekt bevételi oldala is egyszerűbben áttekinthető.

A projekt átszervezése

Egy projekt élettartama a beruházás és a projekt működési élettartamából tevődik össze, ami a legtöbb esetben 10–15 év. Mivel a projekt létrehozásakor számos olyan külső tényezőt (például kamatlábak, árfluktuációk, bevételek, működési költségek) is számításba vesznek, amelynek értéke a jövőben eltérhet a tervekben szerepelt értékektől, ezért ezekben az esetekben szükség van a projektek átszervezésére³³.

Az átstrukturálás lényege az – kedvezőtlen feltételek esetén –, hogy átmenetileg lazítanak a projekt-társaság pénzügyi terhein, ezáltal próbálják hosszú távon stabilizálni a projektet. Az átszervezés leggyakrabban a futamidő módosításán, a kamatok, illetve a törlesztés nagyságának változtatásán keresztül valósul meg.

Az átstrukturálás csak abban az esetben jelent megoldást, amennyiben az összes érintett fél egyetért a projekt átszervezésében, mivel csak így lehet a kezdeti álláspontokat közelíteni egymáshoz. Fontosnak tartom megjegyezni, hogy egy projekt átstrukturálása legalább olyan ráfordítás-igényes, mint maga a projekt-hitel-ügylet létrehozása.

A finanszírozó bank kiválasztása³⁴

Mint fentebb már szó esett róla, a finanszírozó bank kiválasztása nagy fontossággal bír a projektfinanszírozás gyakorlatában, mivel itt elengedhetetlen a résztvevő felek bizalmi viszonya. A továbbiakban felsorolom azokat a tényezőket, amelyek fontos szerepet játszanak a finanszírozó intézmény kiválasztásában:

- *A hitel ára.* Ezalatt kell érteni a nyújtott hitel kamatát és a bank által felszámított jutalékokat, díjakat. A bankárok véleménye szerint ez a legfontosabb tényező a bankok kiválasztásánál, a többi már csak informatív jellegű.
- *A bank mérete.* Nagyobb projektek esetén fontos szempont, hogy elegendő hitelkapacitással rendelkezzen a finanszírozó intézmény. A nyújtott hitel ne ütközzön a nagyhitel-korlátba³⁵, ha a projektszponzor egyetlen hitelintézetétől kívánja felvenni az adott hitelt. Nagy volumenű hitelek esetében azonban elkerülhetetlen a hitel szindikálása.
- *A bank tapasztalata.* Nagyobb biztosítékot jelent egy olyan banki háttér, amely már korábban is finanszírozott a projektszponzoréhoz hasonló beruházást.

- *Banki támogatás.* A hitelen kívül számtalan más szolgáltatásra is szüksége lehet a projekt-társaságnak a projekt lezárásáig. Ha ezeket az igényeket is kielégíti a finanszírozó intézmény, akkor nem kell feleslegesen további bankokat felkeresni különböző problémák felmerülésekor.
- *Jó munkakapcsolat.* Mivel a projekt egyes szakaszaiban napi kapcsolatban áll egymással a projekt-társaság és a bank, elengedhetetlen a közöttük lévő jó viszony kialakítása.
- *A vezetői döntések meghozatala.* A projektszponzornak olyan bankra van szüksége, amelyik nem avatkozik bele a napi tevékenység végzésébe vagy a projekttel kapcsolatos általános vezetési döntésekbe.

A projektfinanszírozás előnyei és korlátai³⁶

A projektfinanszírozás legfontosabb előnyei közé a következő tényezőket soroljuk:

- A projektszponzor társaság legfontosabb eszközeit megvédi a beruházás kockázatától, mivel a beruházó vállalat számára a projekt hitele vissztehermentes (*non-recourse*).
- A projektszerződés alaposan kidolgozott a kockázatértékelés, érzékenységvizsgálat, az auditálások és a szakértők bevonása miatt.
- A projektszponzort képessé teszi addicionális hitelek felvételére, annak eladósodottsági fokától függetlenül. Emiatt szabadabbá válik a vállalat középtávú üzleti-, illetve pénzügyi tervezése.
- A mérlegstruktúrára nézve előnyös a beruházó vállalatnak, mivel a projekt hitelét nem kell a könyveiben kimutatnia. Ezáltal javulhatnak a pénzügyi mutatói, mint például az eladósodottsági-, vagy az eszközarányos-nyereség mutató.
- Habár bonyolult szerződési rendszerrel rendelkezik a projektfinanszírozás, mind a projektszponzor, mind a finanszírozó intézmény esetében minimalizálja a viselt kockázatot.
- Strukturált, egyedi jellege lehetővé teszi a különböző projektek finanszírozását is. Mivel strukturált a hitelszerződés, a banknak módjában áll idő közben eladni a hitelt, mintha egy kötvényt számítolna le.
- A projekt-társaságban lévő magas idegen forrás/saját tőke arány miatt a projekt szponzora megosztja a projekt finanszírozásából eredő kockázatokat, mivel egy esetleges sikertelen beruházás esetén a

projektszponzor csak a projektársaságba fektetett saját tőke részt veszti el, nem a projekt teljes költségét³⁷.

- Hosszú távú, nagy összegű forrásokat biztosít a vállalatoknak. Ilyen hitelhez – a projekt esetétől eltekintve – csak magasabb kamatfelár mellett juthatna hozzá a projektszponzor, ha tevékenységén belül valósítaná meg a beruházást.
- A projektfinanszírozás segítségével olyan vállalatok, amelyek hitelképessége gyengébb, kedvezőbb hitelfeltételekkel és kamatköltséggel juthatnak hitelhez. Ez azzal magyarázható, hogy a finanszírozás esetén a projekt jövőbeli pénzáramlását veszik alapul, nem a projektszponzor múltbeli teljesítményét.
- A projektszponzor elkerülheti a tevékenységét érintő szabályozási problémákat. Mivel a projektársaság nem azonos a projektszponzor vállalattal, a szponzorra érvényes szabályok nem irányadók a projektársaságra.
- A projektfinanszírozás esetében a projektet terhelő költségeket elkülönítve, a projektársaság kimutatásaiban tüntetik fel. Ez hozzájárul a projekt költség-szerkezetének pontos áttekintéséhez, ami reális képet mutat mind az adóhatóságnak, mind a beruházó vállalatnak.

Ezzel szemben több korláttal is rendelkezik a projektfinanszírozás folyamata. Amennyiben azonban jobban megvizsgáljuk a hátrányokat, felismerhetjük, hogy ezek többsége nem is jelent tényleges korlátot:

- *Időigényes folyamat.* Ez csak az előkészítés szakaszában érvényes, egészen a hitelszerződés elkészítéséig, utána azonban már ugyanúgy viselkedik, mint egy általános hitelszerződés.
- *Munkaigényes folyamat.* Ez a kijelentés is csak az előkészítési szakaszban lezajló tárgyalásokra igaz, a továbbiakban nem jelent többlet munkaerő-ráfordítást.
- *Költséges.* A szakértők bevonása miatt drágább hitelnek minősül, azonban ennek segítségével a kockázatok átláthatóbbá válnak, ezáltal pedig minimalizálni lehet azokat.
- *Rugalmatlan.* Ez alatt azt értik, hogy a kialakított hitelszerződés csak újabb, hosszadalmas tárgyalások útján módosítható. De, ha megfelelő előrejelzések alapján szerkesztették meg a hitelszerződést, akkor igenis rugalmas, mivel figyelembe veszi a projekt minden lényeges körülményét.

- *Bonyolult a szerződési rendszer.* Ez igaz, azonban ezáltal védi a hitelező bank és a projektszponzor érdekeit is, emiatt pedig érdemes egy minden esetre kitérő szerződési rendszert létrehozni.
- *Mérethatékonyság.* Mivel a szakértői díjak fix költségek, és a projektfinanszírozás esetében magas költségeket rónak a projektszponzorra, minél nagyobb az igényelt hitel, annál kisebb hányadot képvisel ebben a tanácsadók díjazása.

Felhasznált irodalom

- Balogh Balázs (2001): Projektfinanszírozás költségvetési támogatásból. Szakdolgozat, BKÁE Pénzügy Tanszék, Budapest
- Berzi Ákos – Koltai József (2000): Jövőbe tekintő beruházások – Projektfinanszírozás. Kelet-Közép-Európában – Cégvezetés, június
- Bankárképző dobozok IV. füzet (2001): Egyedi ügyfélszolgálatok, speciális termékek. Nemzetközi Bankárképző Központ Rt., Budapest
- Csibi László (1994): A projektmenedzsment pénzügyi vonatkozásairól. Vezetéstudomány, 10. szám
- Gáldi György (2002): Vállalatfinanszírozás és/vagy projektfinanszírozás. Figyelő Fórum, Budapest, december 5.
- Gáldi György (1998): Projektfinanszírozás: szépség és kétség. Bankról, pénzről, tőzsdéről – Válogatott előadások a Bankárképzőben – Bankárképző, Budapest
- Gellért Andor (1991): Banküzletek. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Peter K. Nevitt – Frank Fabozzi (1997): Projektfinanszírozás. CO-NEX Könyvkiadó Kft., Budapest
- Rehó Tímea (2000): Az M1-M15 koncessziós autópálya megvalósítása és finanszírozásának átstrukturálása. Szakdolgozat, BKÁE Vállalatgazdaságtan Tanszék, Budapest
- Takács László (2001): A projektfinanszírozás, mint a projektek előkészítésének fontos lépése. Vezetéstudomány, 5. szám

Lábjegyzetek

- 1 A hitel visszafizetésének alapja a projekt EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) értéke, amely az adózás, kamatfizetés és értékcsökkenés előtti nyereséget jelenti.
- 2 Gáldi György (2002) alapján.
- 3 Ez a vállalat a projektársaság. Lásd a projektfinanszírozás szereplőit.
- 4 Lásd a projektfinanszírozás szereplőit.
- 5 Lásd a projektfinanszírozás szereplőit.
- 6 A projektszponzor vállalat üzletpolitikájától függően.
- 7 Annak érdekében, hogy a hitel visszafizetésének alapjául szolgáló cash-flow áramlását befolyásolni tudja a finanszírozó bank.
- 8 A finanszírozó intézmény szakértőket, auditorokat von be a hitelezési tevékenységbe, ezáltal próbálja meg csökkenteni a hitelkihelyezés kockázatát.
- 9 Csibi László (1994) alapján.
- 10 Jelen esetben olyan pénzügyi és jogi kockázatokra gondolok, amelyek a hitelszerződés aláírásának pillanatában előre jelezhetők.
- 11 Lásd a projektfinanszírozás szereplőit.

- 12 Mivel a hitelező bank megszabja a projektársaság saját tőke/idegen tőke arányát.
- 13 Balogh Balázs (2001) 12. oldala alapján.
- 14 Nádasdy Bence elmondása alapján.
- 15 Gáldi György (1998) alapján.
- 16 Más néven bemutatkozó tájékoztató, prospektus vagy pénzügyi tájékoztató.
- 17 A felsorolást Nevitt-Fabozzi (1997) 45. oldala alapján írtam.
- 18 Lásd a 4.6.3.1. fejezetben.
- 19 Bankárképző dobozok (2001) 48. oldala alapján.
- 20 Takács László (2001) alapján.
- 21 Gáldi György (1998) 552. oldala alapján.
- 22 A junior hitel olyan alárendelt hitel, mely kizárólag a senior hitel, valamint minden, az állam felé történő adó, járulék- és illetékfizetési kötelezettség megfizetése után fizethető vissza. (Bankárdozók, 2001)
- 23 A hátrasorolt kölcsön, amit más néven kvázi sajáttőke-hozzájárulásnak is neveznek, előbbre sorolt a sajáttőkéhez képest, azonban hátrébb sorolt, mint a senior hitel – Nevitt – Fabozzi (1997) 71. o.
- 24 A senior hitel a kielégítési rangsorban első helyen álló olyan hitel, amelynek minden más hitel- és tőke-visszafizetés alá van rendelve. A projektfinanszírozás esetében a bankhitel a legtöbb esetben senior hitelnek minősül. (Bankárdozók, 2001)
- 25 A strukturált finanszírozás olyan banki finanszírozás, amelynek során az adott ügylet sajátosságait figyelembe véve alakít ki a bank egy személyre szabott hitelt. Így bonyolultabb műveleteket is finanszírozhat egy bank, a hitelek testre szabásával. (Bankárdozók, 2001)
- 26 A projekt tárgyában elkövetett tervezési hibák.
- 27 Nevitt – Fabozzi (1997) 56. oldala alapján.
- 28 Nevitt – Fabozzi (1997) 55. oldala alapján.
- 29 Takács László (2001) alapján.
- 30 Nevitt – Fabozzi (1997) 310. oldala alapján.
- 31 Ez a következő mutatókat foglalja magában: likviditási hányados, adósság/tőke hányados, adósságszolgálati fedezeti mutató – Csibi László (1994).
- 32 Csibi László (1994) alapján.
- 33 A projekt átstrukturálása alatt azt a projekt menetébe történő beavatkozást értjük, amely a projekt időtartama alatt bekövetkezett kedvező vagy kedvezőtlen változások eredménye, és melynek célja az, hogy a projekt a továbbiakban is hatékony maradjon, és működőképességét megőrizze.
- 34 Nevitt – Fabozzi (1997) 60. oldala alapján.
- 35 Ez a bank szavatoló tőkéjének 25%-ával egyező összeg.
- 36 Gáldi György (2002) alapján.
- 37 Berzi – Koltai (2000) alapján.