

Docent dr Predrag Kapor\*

# IZVORI SREDSTAVA ZA MEĐUNARODNO FINANSIRANJE INFRASTRUKTURNIH I INVESTICIONI PROJEKATA

*Postoji više međunarodnih izvora sredstava za finansiranje infrastrukturnih i investicionih projekata: direktne investicije, komercijalni bankarski krediti, izvoznikrediti, krediti međunarodnih razvojnih banaka, sredstva iz bilateralnih programa pomoći, finansijski instrumenti tržišta kapitala ... Projektno finansiranje bazira se na kombinovanju vlasničkog ulaganja (rizični kapital projekta) i zaduženja u odnosu koji se mora opredeliti prema konkretnim potrebama projekta.*



Foto: Nikola Marković

*(Dr Kapor je o ovoj temi govorio na savetovanju "Savremeni oblici finansiranja" u organizaciji Udruženja banaka Srbije, decembra 2005.)*

---

\* Fakultet za poslovne studije, Megatrend univerzitet, Beograd

Iako se termin “projektno finansiranje” (Project Financing, Project Finance) često koristi da bi se opisale sve vrste finansiranja projekata on je poslednjih godina evoluirao u pravcu preciznije definicije, tako da se pod njim podrazumeva finansiranje određene ekonomske jedinice u kome se zajmodavci zadovoljavaju time da se inicijalno oslanjaju na gotovinski tok i prihode ove ekonomske jedinice kao na izvor sredstava iz kojih će se krediti otplatiti, a na imovinu te ekonomske jedinice kao na obezbeđenje za dati kredit. Ovo implicira to da projekti koji se mogu realizovati na ovoj osnovi moraju biti dovoljno finansijski isplativi da bi se iz njihovih prihoda u operativnoj fazi moglo generisati dovoljno sredstava da se podmire operativni rashodi projekta, da se izmire sve obaveze po osnovu zaduženja i da sponzorima ili vlasnicima projekta donesu odgovarajuće koristi (profit) za kapital koji su neposredno uložili.

Glavni učesnici u projektnom finansiranju su sponzori i finansijeri projekta. Sponzor projekta je strana koja “stoji iza” projekta i predstavlja njegovu “pokretačku snagu”. To može biti vlada zemlje domaćina projekta koja njegovom realizacijom ostvaruje neke nacionalne ili razvojne ciljeve. To može biti i neki samostalni entitet privatnog sektora ili konzorcijum (na primer, izvođača radova), ili je u pitanju buduću kupac (iz privatnog ili javnog sektora) proizvoda ili usluga projekta. Za sponzora projekta je ključna neka korist koja se ostvaruje realizacijom projekta i za to je spreman da u različitoj meri, direktno ili indirektno, uđe u preduzetnički rizik, ali nastoji da se što veći deo tereta finansiranja (i rizika) prenese na druge učesnike.

U ulozi finansijera projekta, u raznim vidovima, može se pojavljivati širok spektar učesnika: banke (strane i domaće), finansijske kompanije, investicioni fondovi, institucionalni investitori, međunarodne banke za finansiranje razvoja, lokalne banke za finansiranje razvoja, agencije za kreditiranje izvoza, proizvođači opreme, izvođači radova, kupci buduće proizvodnje / usluga projekta, itd. Njihovi motivi su veoma različiti i kreću se od klasičnog odobravanja kredita uz kamatu kao cenu kapitala, do obezbeđivanja plasmana ili izvora snabdevanja, pa do širih nacionalnih i

razvojnih ciljeva.

U ovom radu će se prezentirati osnovni elementi koncepta projektnog finansiranja, pre svega kada su u pitanju infrastrukturni, ali i drugi investicioni objekti, sa pretežnim akcentom na mobilisanju međunarodnih izvora finansiranja, što je u ovom trenutku posebno aktuelno za Republiku Srbiju.

## **1. Priprema i procena projekta i učesnika u projektu**

Nije potrebno posebno naglašavati koliko je za uspeh nekog projekta i projektnog finansiranja bitna dobra i kvalitetna prethodna priprema i adekvatna ocena u pogledu njegove isplativosti sa aspekta investitora, odnosno šire društvene zajednice. Sa druge strane, za eksterne finansijere, pogotovo one strane, ništa nije manje važna i procena podobnosti investitora (sponzora / vlasnika projekta) i / ili projektne kompanije kao nosioca investicione aktivnosti

### **1. 1. Procena projekta**

Projekat se, prema metodologiji UNIDO-a, definiše kao predlog investicije za stvaranje, proširenje i / ili razvoj određenih potencijala u cilju povećanja proizvodnje robe i / ili usluga društva tokom određenog vremenskog perioda. (1)

Svaki investicioni projekat ima uglavnom sledeće osnovne faze svog projektnog ciklusa (project cycle) ili faze razvoja projekta i to:

1. identifikacija;
2. formulacija;
3. ocena;
4. odluka;
5. implementacija (investicija);
6. operativna (radna) faza. (2)

Projektni ciklus može biti formulisan i prema nekim specifičnim potrebama. Na primer, Svetska banka ima svoj utvrđeni projektni ciklus vezan za finansiranje projekta. Taj projektni ciklus se sastoji iz sledećih faza:

1. identifikacija projekta;
2. priprema projekta;
3. ocena projekta;
4. pregovori i odobrenje kredita;
5. realizacija i nadzor projekta;
6. naknadna ocena projekta.

Potreba za ocenjivanjem komercijalne i nacionalne (društvene) isplativosti projekta postoji i za javni i za privatni sektor. Komponenta ocene komercijalne isplativosti projekta je posebno izražena kod projekata privatnog sektora. Međutim, potreba da se obavi potpuno vrednovanje projekta veoma je značajna i kod projekata javnog sektora. Inače, ocena projekta je neophodna zbog postojanja alternativnih mogućnosti korišćenja resursa, pa se izbor jednog projekta u odnosu na druge ponuđene projekte može smatrati opravdanim samo ako je taj izabrani projekat u nečemu bolji od drugih projekata. Ta se prednost može ogledati u većoj komercijalnoj isplativosti ili nacionalnoj isplativosti, odnosno ukupnom uticaju projekta na zemlju, uzeto u celini.

## 1.2. Ocena učesnika u projektu

Podobnim investitorom smatra se pravno ili fizičko lice koje ima potpunu sposobnost da obezbedi potrebne uslove:

1. za uspešno obavljanje pripremnih radnji za investiranje kapitala u određeni investicioni objekat;
  2. za uspešnu gradnju investicionog objekta ili njegovo pribavljanje na drugi način;
  3. za efikasno trajno korišćenje, održavanje i obnavljanje aktiviranog investicionog objekta;
  4. sigurno izvršavanje materijalnih, finansijskih i drugih obaveza koje proizilaze iz procesa investiranja u određeni investicioni objekat.
- (3)

Osnovne indikatore investicione podobnosti investitora čini njegova pravna, kadrovska, imovinska, organizaciona, poslovna, razvojna i finansijska podobnost. (4) Na bazi ovih indikatora utvrđuje se opšta podobnost investitora.

Osnovu finansijske podobnosti investitora čini njegova finansijska solventnost koja se određuje na bazi sposobnosti investitora da vrši plaćanja investicionih obaveza prema dinamici njihovog dospelca, stabilnost finansiranja obrtne imovine, stabilnost finansiranja fiksne (stalne) imovine, finansijska sigurnost investitora i stepen vlastite finansijske sposobnosti.

Due diligence izveštaj predstavlja prethodni izveštaj o stanju i performansama preduzeća i poslovnog okruženje sačinjen za potrebe

potencijalnog investitora. (5) Ovaj izveštaj nezavisnih eksperata namenjen je prvenstveno stranim investitorima - potencijalnim partnerima pri osnivanju firme sa zajedničkim ulaganjem, potencijalnim kupcima celine ili dela firme, odnosno potencijalnim partnerima koji će izvršiti dokapitalizaciju postojeće firme.

Due diligence izveštaj, obično na zahtev stranog partnera, sastavljaju nezavisni eksperti "prilježni i s marljivošću", odnosno objektivno, na osnovu ličnog uvida u poslovne knjige, finansijske izveštaje, izveštaje o poslovanju, na osnovu intervjua s kompetentnim osobama u preduzeću, analiza, saznanja o stanju u okruženju i aktuelnoj privrednoj situaciji. U ovom izveštaju se od strane eksperata ne izražava mišljenje, niti daju kvalifikacije (kao u revizorskim izveštajima), već samo analiza i objektivno prikazano stanje i položaj preduzeća i okruženja, da bi strani investitor mogao preliminarno da odluči.

U svom ekonomskom značenju bonitet predstavlja formalna i materijalna svojstva subjekta koja ga čine sigurnim dužnikom, bilo kada je reč o banci u koju se ulažu sredstva, bilo kada je reč o preduzeću kome se daje kredit. (6) Uglavnom je prevaziđeno tradicionalno shvatanje boniteta preduzeća kao boniteta potraživanja, odnosno boniteta kreditne sposobnosti i sve se više u kreiranju ocene boniteta preduzeća insistira na prihvatanju šireg koncepta poimanja boniteta, po kome ova kompleksna ekonomsko - računovodstvena kategorija predstavlja ukupnu poziciju preduzeća.

Kvalitet i pouzdanost ocene boniteta preduzeća zavisi, kako od kvaliteta i pouzdanosti dokumentacione osnove, tako i od sposobnosti ocenjivača. Pri tome je bitno naglasiti da ovo podrazumeva uobičajene, normalne ili regularne uslove privređivanja, među kojima bi trebalo istaći stabilnost vrednosti novčane jedinice, budući da se u postupku ocenjivanja često koristi metod upoređivanja određenih pokazatelja u različitim vremenskim periodima ili intervalima kako bi se dobila predstava o daljim mogućim kretanjima.

## 1.3. Finansijska strategija projektnog finansiranja

Još u ranim fazama pripreme projekta, a

posebno kod izrade finansijskog dela studije izvodljivosti značajan deo aktivnosti sponzora projekta i njegovih finansijskih savetnika se usmerava analiziranje finansijske pozicije projekta i izradu odgovarajućeg "finansijskog paketa" projekta primerenog njegovim konkretnim potrebama i mogućnostima, ali i prisutnim rizicima. Finansijska analiza se bavi istraživanjem i kvantificiranjem funkcionalnih odnosa koji postoje između bilansnih pozicija, stanja i uspeha, sa ciljem da se omogući verodostojna ocena finansijskog položaja i aktivnosti preduzeća (projekta). U tom kontekstu analiziraju se različite opcije i njihov uticaj na finansijsku strukturu projekta i samo projektno finansiranje. Predmet glavnog razmatranja su izvori sredstava za projektno finansiranje i troškovi tog finansiranja.

Ključno pitanje je realno sagledavanje raspoloživih izvora sredstava za finansiranje konkretnog projekta i njihov uticaj na finansijsku poziciju projekta. Pri tome, može doći do situacije da se prvobitno predviđeni izvori finansiranja ne mogu obezbediti u željenom obimu ili se ne mogu obezbediti po prvobitno predviđenim uslovima i u tom slučaju se mora "redizajnirati" finansijski paket.

#### 1.4. Identifikacija rizika

Identifikacija i upravljanje rizikom je fundamentalna za uspeh svakog posla i projekata. Ne postoji tako nešto kao što je apsolutna sigurnost u bilo kom poduhvatu, pogotovo ako je on kompleksan i sa velikim brojem učesnika. Stoga pre ulaženja u realizaciju nekog posla i projekta treba identifikovati rizike koji su prisutni i predvideti postupke koji se moraju preduzeti da bi se ovi rizici držali pod kontrolom, odnosno da bi se njima na svojevrsan način "upravljalo" (Risk Management) za sve vreme "života" posla i projekta. Osnovne vrste rizika u međunarodnim investicionim projektima su:

1. Rizik zemlje predstavlja mogućnost da dužnik bude sprečen da ispuni svoje obaveze prema inostranom kreditoru zbog političkih, pravnih, društvenih ili ekonomskih okolnosti koje se dešavaju u njegovoj zemlji. Rizik zemlje se može definisati kao izloženost međunarodnog zajma gubitku, prouzrokovanom događajima u određenoj

zemlji, koji su, bar do određenog stepena, pod kontrolom vlade te zemlje, a definitivno nisu pod kontrolom privatnog preduzeća ili fizičkog lica.

2. Kreditni rizik je prisutan kod svakog oblika kreditiranja i sastoji se u verovatnoći da kredit neće biti vraćen o roku dospeća zajedno sa pripadajućom kamatom. On odražava trajnu (usled stečaja), ili privremenu, nemogućnost dužnika (usled nelikvidnosti) da u ugovorenom roku ispuni obavezu ili je u tom roku samo delimično ispuni. Kreditni rizik je više od drugih poslovnih rizika uslovljen neizvesnim okolnostima vezanim za poslovanje zajmoprimca, bilo da je reč o konkretnom preduzeću ili projektu kao dužniku.
3. Rizik deviznih kurseva ili valutni rizik se može odrediti kao rizik promena u imovini, troškovima, prihodima i konkurentskoj poziciji preduzeća, posla ili projekta zbog oscilacije u visini kurseva. Ovaj rizik, odnosno izloženost tom riziku može se manifestovati u nekoliko osnovnih vidova.
4. Rizik kamatne stope odražava neizvesnost u pogledu prihoda i troškova usled promena kamatnih stopa. S obzirom na preovlađujuće finansiranja uz promenljive kamatne stope (i u različitim valutama) rizik kamatne stope utiče na ukupnu profitabilnost preduzeća, posla ili projekta i njegovu sposobnost da izmiruje obaveze prema poveriocima.
5. Ostali rizici: inflacioni rizik, rizik dobijanja dozvola i licenci, rizik izvršavanja ugovornih obaveza, operacioni rizik, cenovni rizik, rizik menadžmenta, rizik više sile, specifični rizici itd.

## 2. Korporativno ili projektno finansiranje

U tradicionalnom korporativnom finansiranju (Corporate Finance, Corporate Financing) eksterni finansijeri - kreditori se oslanjaju na ukupnu kreditnu sposobnost, odnosno ukupan bilans kompanije koja finansira neki projekat kao na izvor sredstava za otplatu zaduženja, a ne samo na konkretan projekat čija se realizacija finansira iz tog zaduženja. Ovde je kompanija jedini dužnik i jedini vlasnik projekta i ona odgovara za



preuzete obaveze svom svojom imovinom i snosi sav rizik realizacije i uspeha projekta. Može se desiti da jedan projekat propadne ili ostvaruje gubitak, a da kompanija ukoliko je dovoljno finansijski snažna nastavi sa daljim uspešnim poslovanjem, ali se može desiti i da neuspeh nekog projekta uništi kompaniju, iako je imala druge uspešne projekte. Inače, kompanija može sredstva za realizaciju određenog projekta mobilisati na više načina od emisije akcija (dokapitalizacije) i dužničkih hartija od vrednosti (obveznica) na tržištu kapitala, preko uzimanja kredita i drugih oblika zaduživanja.

Iako se termin "projektno finansiranje" (Project Financing, Project Finance) često koristi da bi se opisale sve vrste finansiranja projekata ovaj termin je poslednjih godina evoluirao u pravcu preciznije definicije, tako da se pod njim podrazumeva finansiranje određene ekonomske jedinice u

kome se zajmodavci zadovoljavaju time da se inicijalno oslanjaju na gotovinski tok i prihode ove ekonomske jedinice kao na izvor sredstava iz kojih će se krediti otplatiti,

a na imovinu te ekonomske jedinice kao na obezbeđenje za dati kredit. (7) Pri tome, autori ove definicije naglašavaju da je ključna reč "inicijalno", pošto zajmodavci mogu biti na početku voljni da posmatraju gotovinski tok projekta kao izvor sredstava za otplatu kredita, ali isto tako moraju smatrati da će kredit biti stvarno vraćen i u najgorem mogućem slučaju. Ovo uključuje i obaveze i direktne ili indirektne garancije trećih lica. U sklopu ove definicije pod "projektom" se podrazumeva ekonomska jedinica sposobna da generira dovoljan gotovinski tok da, po konzervativnim standardima, pokrije operativne troškove i servisira dug u razumnom vremenskom periodu koji je kraći od "ekonomskog veka" imovine projekta.

Ovako shvaćeno projektno finansiranje nije neki poseban, do sada nepoznat instrument, ali je njegova specifičnost u odnosu na

"klasičan" način finansiranja projekata to što su neposredne finansijske obaveze sponzora ili vlasnika projekta znatno manje, a cilj je da se kao nosilac zaduženja u što većoj meri pojavi sam projekata. Ovo implicira to da projekti koji se mogu realizovati na ovoj osnovi moraju biti dovoljno finansijski isplativi da bi se iz njihovih prihoda u operativnoj fazi moglo generirati dovoljno sredstava da se podmire operativni rashodi projekta, da se izmire sve obaveze po osnovu zaduženja i da sponzorima ili vlasnicima projekta donesu odgovarajuće koristi (profit) za kapital koji su neposredno uložili.

Glavni učesnici u projektnom finansiranju su sponzori i finansijeri projekta. Sponzor projekta (Project Sponsor) je strana koja "stoji iza" projekta i predstavlja njegovu "pokretačku snagu". To može biti vlada zemlje domaćina projekta koja njegovom realizacijom ostvaruje

neke nacionalne ili razvojne ciljeve. To može biti i neki samostalni entitet privatnog sektora ili konzorcijum (na primer, izvođača radova), ili je u pitanju buduću kupac (iz privatnog ili javnog sektora)

proizvoda ili usluga projekta. Za sponzora ili vlasnika projekta je ključna neka korist koja se ostvaruje realizacijom projekta i za to je spreman da u različitoj meri, direktno ili indirektno, uđe u preduzetnički rizik, ali nastoji da ovo njegovo angažovanje bude u onoj meri koliko je to neophodno i da se što veći deo tereta finansiranja (i rizika) prenese na druge izvore sredstava. Sponzor projekta se može pojaviti i u ulozi "developera" projekta koji "razvija" projekat, sa ciljem da se on dovede u fazu podobnosti za finansiranje i realizaciju.

U ulozi finansijera projekta, u raznim vidovima, može se pojavljivati širok spektar učesnika: banke (strane i domaće), finansijske kompanije, investicioni fondovi, institucionalni investitori, međunarodne banke za finansiranje razvoja, lokalne banke za finansiranje razvoja, agencije za kreditiranje izvoza, proizvođači opreme, izvođači radova,

*Marfijev*  
*Za izvođenje loše planiranog projekta potrebno je tri puta više vremena nego što je predviđeno, za brižljivo planirani treba samo dva puta više vremena.*  
*ZAKON*

kupci buduće proizvodnje/usluga projekta itd. Njihovi motivi su veoma različiti i kreću se od klasičnog odobravanja kredita uz kamatu kao cenu kapitala, do obezbeđivanja plasmana ili izvora snabdevanja, pa do širih nacionalnih i razvojnih ciljeva.

U ovom kontekstu treba istaći tzv. partnerstvo javnog i privatnog sektora koje u suštini podrazumeva oblik saradnje ili zajedničkog nastojanja javnog i privatnog sektora u cilju ostvarivanja glavnog projekta putem ujedinjenih resursa, snaga i sposobnosti. Partnerstvo javnog i privatnog sektora (Public Private Partnership - PPP) u infrastrukturi kao pojam pokriva svaku pravnu / ekonomsku formu koja omogućava da se privatna sredstva investiraju u javnu infrastrukturu i usluge (8). Osnovni elementi ovog partnerstva su:

1. dugoročni ugovor;
2. investicija usmerena u određeni projekat i/ili usluge;
3. kompleksnost obaveza po fazama u vremenu: projektovanje, izgradnja, finansiranje, tehničke i komercijalne operacije, održavanje i (u određenim slučajevima) transfer javnom sektoru po završetku ugovora. Postoji nekoliko osnovnih formi ovog partnerstva.

Koncesija je ovlašćenje ili odobrenje koje država daje domaćem ili stranom fizičkom ili pravnom licu, radi iskorišćavanja nekog prirodnog bogatstva ili vršenja neke javne službe (9). Ugovorom o koncesiji država - koncedent prenosi, uz naknadu na koncesionara (domaće ili strano lice) pravo i privilegije privremenog korišćenja prirodnog bogatstva ili dobra u opštoj upotrebi, ili obavljanja javne službe, na način i pod uslovima utvrđenim ugovorom. BOT (Build - Operate - Transfer) je ugovorni aranžman gde entitet privatnog sektora preuzima na sebe izgradnju određenog infrastrukturnog objekta, uključujući projektovanje i finansiranje, kao i njegovo održavanje i korišćenje po izgradnji (10). Privatna kompanija vodi objekat u određenom vremenskom periodu i korisnicima naplaćuje odgovarajuće naknade i druge troškove koje ne prelaze nivo predložen u ponudi i utvrđen projektnim aranžmanom, a koji omogućava ovoj kompaniji da povрати investirana sredstva u izgradnju objekta, kao i da podmiri troškove održavanja i vođenja

objekta, uključujući i ostvarenje razumnog profita. Na kraju utvrđenog perioda privatna kompanija predaje objekat, bez naknade, državi ili onome koga ona odredi.

Kod koncesija i BOT-a (kao i kod davanja u najam - lizing) država ima stratešku kontrolu nad infrastrukturnim objektom (postojećim ili novoizgrađenim), zato što on ostaje u njenom vlasništvu ili će na bazi ugovora preći u njeno vlasništvo, s tim da privatni sektor ima pravo njegovog korišćenja u određenom vremenskom periodu, uz plaćanje određene novčane (kod najma i klasičnih koncesija) ili prirodne (u vidu predaje izgrađenog objekta kod BOT-a) naknade. Ovde se država rasterećuje troškova izgradnje novih objekata infrastrukture i podmirivanja njihovih operativnih troškova, dok je sav komercijalni rizik izgradnje i eksploatacije objekta na privatnom sektoru.

### **3. Izvori sredstava za međunarodno finansiranje infrastrukturnih i investicionih projekata**

Postoji više međunarodnih izvora sredstava za finansiranje infrastrukturnih i investicionih projekata, od kojih su srazmerno najvažniji međunarodne (strane) direktne investicije, međunarodni komercijalni bankarski krediti, izvozni krediti, krediti međunarodnih razvojnih banaka, sredstva iz bilateralnih programa pomoći, finansijski instrumenti tržišta kapitala, sredstva finansijskih i investicionih kompanija itd. Deo međunarodnog finansiranja se može ostvariti i kroz specifične poslovne aranžmane, kao što je lizing, forfećenje ili faktoring, o čemu se u ovom kontekstu neće posebno govoriti.

Međutim, nije svaki oblik međunarodnog finansiranja u pogledu uslova i načina mobilisanja sredstava pogodan za neki konkretan projekat, pa se u zavisnosti od prethodne procene projekta, treba opredeliti za izvor finansiranja koji najviše odgovara potrebama projekta, ili koji je u datim uslovima realno raspoloživ. U svakom slučaju, projektno finansiranje se bazira na kombinovanju vlasničkog ulaganja u tzv. rizični kapital projekta (Equity) i zaduženja (kredit, emisija dužničkih hartija od vrednosti) i to u odnosu koji se mora opredeliti prema konkretnim potrebama projekta, pri čemu rizični kapital

projekta koji, po pravilu, predstavlja ulaganje u projektnu kompaniju koja realizuje operativno projekat, predstavlja oko 10%-30% ukupnog finansiranja.

### 3.1. Međunarodne direktne investicije

Dobar deo međunarodnog poslovnog finansiranja, a pre svega međunarodnog projektnog finansiranja, realizuje se kroz međunarodne direktne investicije tj. ulaganja učesnika u poslu u vlasnički, odnosno rizični kapital preduzeća, projekta ili zajedničkog poslovnog poduhvata. U tom pogledu se koristi i termin sopstveni kapital preduzeća-akcionarskog društva (Equity, Equity Capital) koji predstavlja akcijski kapital (upisani kapital) kome se dodaju sve rezerve. Ovaj kapital se formira emisijom i uplatom akcija u novcu, stvarima i pravima. To je imovina koju osnivači u raznim oblicima unose u preduzeće koje se osniva, a služi za pokriće troškova njegovog konstituisanja i organizovanja, kao i za rad preduzeća. Šire posmatrano, direktne investicije u inostranstvo ili strane direktne investicije (Foreign Direct Investment) predstavljaju takav oblik ulaganja kapitala koji obezbeđuje stranom investitoru sticanje prava svojine, kontrole i upravljanja po osnovu uloženog kapitala).

Poseban vid direktnih investicija je zajedničko poslovno ulaganje (Joint Venture) u kojima učestvuju partneri iz različitih zemalja koji ulažu sredstva sa ciljem zajedničkog rada, snošenja rizika i podele ostvarenog profita. Zajedničko poslovno ulaganje se realizuje na bazi ugovora i nije nužno povezano sa ulaganjem u određeno preduzeće jednog od partnera ili formiranjem zajedničkog preduzeća, odnosno može se realizovati u nekoroprativnoj formi. U ovom kontekstu bi trebalo pomenuti i tzv. nevlasničke (direktne) investicije (Non - Equity Investments) putem kojih strani direktni investitor može da stekne efektivni glas u upravljanju poslovanjem drugog preduzeća, bez kupovine akcija ili udela, a to su ugovori o upravljanju, ugovori po sistemu "ključ u ruke", franšizing, licenciranje, sporazumi o podeli proizvodnje, itd.

Zajednički poduhvati se realizuju u različitim formama, ali se uglavnom identifikuju tri osnovne vrste: zajednički kontrolisane operacije, zajednički kontrolisana imovina i

zajednički kontrolisani entiteti.

U svakom slučaju, kod realizacije kompleksnih investicionih projekata sa više učesnika obično se formira zajednički entitet (trgovačko društvo, preduzeće, kompanija) koji je nosilac posla a uobičajeni termin je projektna kompanija (Project Company). Razlozi za formiranje ovakve kompanije je uglavnom u tome da investicioni poduhvat premašuje (finansijske i menadžment kapaciteta) pojedinačnih firmi učesnika u realizaciji projekta, a kroz zajedničku kompaniju moguće je lakše institucionalno objediniti potrebne resurse partnera. Pored toga, partneri preko zajedničke firme lakše koristi poreske olakšice koje dobija projekat, a ujedno je moguće lakše raspodeliti troškove i rizik. Zajednička firma može obezbediti i pristup nekim izvorima finansiranja (na primer na lokalnom tržištu ili od strane državne agencije zemlje domaćina) koji na drugi način ne bi bili dostupni.

Zajednička kompanija može da emituje akcije i obveznice na tržištu kapitala, odnosno da uzima bankarske kredite i da na taj način prikuplja sredstva, a da ne utiče na zaduženje osnivača, odnosno da ne opterećuje njihov bilans, već sam projekat. Ovde se pojavljuje problem što novoosnovane zajedničke projektne kompanije nemaju "prethodni istorijat" u pogledu kreditnog boniteta koji može biti ograničavajući faktor za zaduženje, a li je često sama činjenica da su njeni osnivači firme sa odgovarajućim kreditnim bonitetom dovoljna garancija i bez davanja garancija formalne prirode. U svakom slučaju, početni kapital za osnivanje i rad projektne kompanije obezbeđuju sponzori i vlasnici projekta, ali to mogu biti i drugi učesnici u poslu koji u tome vide neki svoj interes.

### 3.2. Međunarodno komercijalno bankarsko kreditiranje

Komercijalne banke su jedan od nekoliko najznačajnijih izvora sredstava za međunarodno poslovno i projektno finansiranje. Krediti koji komercijalne banke odobravaju mogu biti kratkoročni krediti do godinu dana, srednjoročni krediti na period od 1 do 5 godina (mada se u nekim slučajevima pod srednjoročnim kreditima podrazumevaju i krediti od 1, odnosno 2 godine do 10 godina)

i dugoročne kredite preko 5 (10) godina. Ovi krediti mogu biti sa obezbeđenjem ili bez obezbeđenja. Kada su u pitanju veliki poslovi moguće je aranžiranje i tzv. sindiciranih kredita više banaka. Komercijalne banke pokazuju sve više i spremnost da učestvuju u finansiranju pojedinih poslova i projekata kroz učešće u kapitalu koje nije na kreditnoj osnovi, već na bazi učešća u vlasništvu, riziku i profitu.

### 3.2.1. Komercijalni bankarski krediti

Prednosti bankarskih kredita za poslovno finansiranje su višestruke. Zajmoprimac pregovarasamosabankomouslovimazaduženja i ovi uslovi se prilagođavaju potrebama posla (Tailor Made), a u slučaju potrebe mogu se i promeniti. Procedura odobravanja bankarskih kredita je relativno brza i jednostavna, za razliku od emisije obveznica. Zajmotražilac je u poziciji da se određeni finansijski i tehnički aspekti poslovnog poduhvata smatraju poslovnom tajnom, što nije slučaj kada se mora animirati veći broj finansiera preko tržišta kapitala.

Kamatne stope koje banke naplaćuju na kredite zavise od boniteta zajmotražioca i ocene isplativosti poslovnog projekta. Za firme i projekte sa odgovarajućim bonitetom koji mogu da dobiju kratkoročne kredite po baznoj kamatnoj stopi (Prime Rate), kamatne stope za kredite na duže rokove obično imaju premiju u iznosu od 0,5% do 1% iznad kratkoročne bazne kamatne stope. Ove kamatne stope mogu biti fiksne za ceo period otplate kredita (što se uglavnom odnosi na kredite od 1 do 5 godina), ali su obično promenljive kada su u pitanju krediti na duže rokove u zavisnosti od očekivanih ili stvarnih tržišnih uslova obezbeđenja sredstava. Na primer, za prve dve godine otplate kredita može se ugovoriti kamatna stopa od 7% godišnje, a za treću godinu 8% godišnje itd., i to u zavisnosti od očekivanog kretanja opšteg nivoa kamatnih stopa. Promene kamatne stope se mogu vezati i za neku referentnu baznu kamatnu stopu, na primer LIBOR, uz dodavanje fiksne marže (na primer 1%), s tim što se može utvrditi i gornji

limit preko kog kamatna stopa koja se određuje na ovaj način ne može preći.

Kako to izgleda u praksi može da ilustruje prva tranša kredita za izgradnju termoelektrane Sidi Krir zapadno od Aleksandrije u Egiptu, gde su kredit od 130 miliona dolara na 15 godina obezbedili ABN Amro Bank, DKB, Paribas i Societe Generale, s tim da je kamata za prvu godinu bila LIBOR plus 175 baznih poena (Basic Points - BP), za period od druge do pete godine LIBOR plus 200 bp i za period od šeste godine LIBOR plus 230 bp (11).

Pored redovne kamatne stope kod bankarskih kredita bi trebalo računati i sa provizijama za obradu kreditnog zahteva i odobrenje kredita, odnosno njegovo puštanje u tečaj. Banke uglavnom naplaćuju i proviziju za neiskorišćeni deo kredita (Commitment Fee), odnosno proviziju za angažovana sredstva za period njihovog rezervisanja do korišćenja (ovo

je posebno slučaj kod kredita sa dužim rokovima korišćenja, odnosno povlačenja sredstava) koja se obično kreće od 0,25% do 0,5% godišnje na saldo neiskorišćenih sredstava i

obračunava se uglavnom tromesečno. Tu su i pravni troškovi izrade finansijskih aranžmana, razne takse i porezi, koje banke na jedan ili drugi način prevladavaju na zajmoprimce.

Sa bankama se mogu ugovoriti i revolving krediti (Revolving Credit Agreement), koji se još nazivaju i "revolveri" (revolvers) i to ne samo na kratak rok (do jedne godine) nego i kao srednjoročno finansiranje (obično do 3 godine). Prema revolving kreditnom aranžmanu zajmoprimac može da pozajmi sredstva, otplati ista i ponovo pozajmi sredstva u zavisnosti od njegovih potreba. Kod revolving kreditnih aranžmana provizija za angažovanje sredstava je obično oko 0,5%, a toliko iznosi i premija koja se dodaje na kamatnu stopu za kratkoročne kredite. Revolving krediti su veoma korisno sredstvo za finansiranje kapitalnih troškova čiji iznos ne može precizno da se utvrdi unapred ili fluktuiru u zavisnosti od uslova tržišta ili nekih drugih okolnosti. Kod

*Marfijev*  
*Nejasni ciljevi projekta služe da se izbegnu neugodnosti procene odgovarajućih troškova.*  
*ZAKON*



poslovnog finansiranja ovi krediti se još koriste za obezbeđenje sredstava za obrtni kapital. Oni se mogu koristiti i za kupovinu osnovnih sredstava na bazi aranžmana da se ovaj kredit po završetku poslovnog poduhvata, na, primer, investicionog projekta pretvori u srednjoročni kredit. U nekim slučajevima je moguće i da se neiskorišćeni saldo po revolving kreditu konvertuje u srednjoročni kredit.

### 3.2.2. Sindicirani krediti

Kada je traženi kredit suviše veliki da bi ga jedna banka mogla obezbediti iz svog kreditnog potencijala, grupa banka se može obavezati da učestvuje u njegovom finansiranju na bazi jednog finansijskog aranžmana, s tim da se utvrdi učešće svake pojedine banke u ovakvom "finansijskom paketu". Tada se radi o sindiciranom (sindikalizovanom) ili konzorcijalnom kreditu (Syndicate Loan Financing, Syndicated Loan, Syndicated Credit Facility).

Jedna banka preuzima ulogu nosioca posla, vodećeg agenta - menadžera (Manager, Lead Manager, Lead Agent) koji je odgovoran za struktuiranje kredita, objedinjavanje ostalih finansijera, obradu, praćenje i administriranje kredita, a ujedno se stara da se sve to odvija u skladu sa sporazumom o kreditu. Svaka banka snosi svoj deo rizika u sindiciranom kreditu. Učesnici u sindiciranom kreditu mogu biti različite finansijske institucije, ali su to uglavnom velike međunarodne komercijalne banke. Većina sindiciranih kredita je denominirana u američkim dolarima, ali mogu biti i u drugim vodećim svetskim valutama, pre svega, funtama sterlinga, evrima, švajcarskim francima i japanskim jenima.

Sindicirani krediti se obično koriste za velike projekte (i velike iznose kredita) koje realizuju zajmoprimci sa visokim kreditnim bonitetom, a omogućavaju brzo i diskretno aranžiranje finansijskog paketa. Kredit može biti u jednoj ili više valuta, a kamatne stope kod ovih zajmova su obično promenljive, na bazi LIBOR-a, plus određena marža (Spread). Rokovi otplate ovih kredita se obično kreću između 5 i 15 godina i mogu da imaju grace period.

Kod ovih kredita se naplaćuje provizija za angažovana sredstva, kao i provizija za organizaciju-aranžiranje kredita (Management

Fee) ili agentska provizija (Agency Fee). Ova provizija predstavlja naknadu banci organizatoru aranžmana za njeno angažovanje kod pronalaženja banaka koje će uzeti učešće u aranžmanu, pregovora sa zajmoprimcem i zajmodavcima i izrade kreditnog aranžmana, vođena računa o otplati kredita i plaćanju kamate, zastupanja učesnika u kredinomu aranžmanu i sl. Plaća se jednokratno kao procenat iznosa kredita (uglavnom do 1%) i to najčešće kod potpisa ugovora. Pored toga, može biti predviđena jednokratna garantna provizija (Underwriting Fee, Underwriting / Guarantee Commission) koja se plaća onim bankama (članovima sindikata / konzorcijuma) za njihovu spremnost da preuzmu neplasirani deo kredita i kreće se oko 1%. Postoje i naknade za razne troškove vezane za organizaciju kredita (Out of Pocket Money i sl.) koje su obično izražavaju u promilima. Sindicirani krediti mogu biti struktuirani i kao klasični revolving krediti sa kamatnim stopama koje se baziraju na prime rate, LIBOR, kamatama na certifikate o depozitu u različitim kombinacijama, za period koji varira od 1 dan, pa do godinu dana.

Najznačajnija prednost sindiciranih kredita je to što se putem njih mogu relativno brzo obezbediti veliki iznosi u više valuta (čime se smanjuje valutni i kamatni rizik), kao i da se njima izbegavaju dodatni troškovi koji se, na primer, javljaju kod emisije obveznica. Trebalo bi imati u vidu da je tržište sindiciranih kredita ujedno najveći izvor internacionalnog kapitala.

### 3.2.3. Ulaganja banaka u rizični kapital

U ovom kontekstu trebalo bi pomenuti i još jedan vid angažovanja komercijalnih banaka i to putem ulaganja u rizični kapital (Venture Banking) odnosno učešća u vlasničkom kapitalu (Equity Participation) pojedinih poslovnih poduhvata (12). Ovo može biti direktno kroz učešće banke u vlasničkom kapitalu preduzeća ili pružanje finansijske i druge podrške (Direct Venture Banking) ili indirektno na taj način što banka investira sredstva u (finansijskog) posrednika koji direktno učestvuje u vlasničkom kapitalu ili nekom poslovnom poduhvatu (Indirect Venture Banking), što je način da se prevaziđu neka propisana ograničenja za plasmane banka.

Kao finansijski posrednici javljaju se kompanije za rizična ulaganja, investicioni fondovi, lizing kompanije itd.

Inače, većina velikih svetskih banaka formirala je posebna odeljenja za projektno finansiranje, odnosno strukturno finansiranje, koja nemaju samo ulogu u obezbeđivanju sredstava, nego pružaju i sveobuhvatan finansijski konsalting u realizaciji projektnog finansiranja.

### 3.3. Međunarodno trgovinsko kreditiranje - izvozni krediti

Međunarodno trgovinsko kreditiranje je jedan vid međunarodnog poslovnog finansiranja koji je srazmerno najzastupljeniji vid poslovnog finansiranja privrednih subjekata u ekonomskim odnosima sa inostranstvom relativno velikog broja zemalja, pogotovo onih koje nemaju pristup međunarodnom tržištu kapitala. Kreditiranje međunarodnih trgovinskih transakcija se uglavnom realizuje preko izvoznih kredita, koji su sa stanovišta zemlje uvoznika, odnosno zajmoprimca uvozni krediti, ali će se ovde koristiti termin izvozni krediti, pošto je on daleko više u upotrebi.

Izvozni krediti (Export Credits) mogu biti u vidu kredita isporučioaca i kredita kupcu. Kredit isporučioaca (Supplier Credit) je odobravanje kredita od strane izvoznika direktno inostranom kupcu na koji način se odlaže plaćanje po ugovoru o prodaji. Sredstva za finansiranje kredita izvoznik obezbeđuje iz spostvenog potencijala (samofinansiranje) ili refinansiranjem iz dostupnih izvora (poslovne banke, tržište kapitala, državne agencije za kreditiranje izvoza). Rizik naplate izvoznog kredita ovde snosi izvoznik ukoliko isti ne prenese na drugog putem osiguranja ili ustupanjem potraživanja. Kredit kupcu (Buyer Credit) je kredit koji finansijska institucija iz zemlje izvoznika odobrava direktno inostranom kupcu ili njegovoj banci za finansiranje isporuka iz zemlje izvoznika - kreditora.

Posebna kategorija izvoznih kredita su tzv. mešoviti krediti (Mixed Credits) ili "meki" krediti (Soft Loans) koji sadrže elemente pomoći za razvoj, bilo u formi poklona ili subvencije kamatnih stopa. Kod ovih kredita se standardni uslovi izvoznog kredita "omekšavaju" kombinovanjem sa poklonom (po pravilu,

vezanim za finansiranje isporuka robe i usluga iz zemlje donatora) ili subvencijom iz sredstava javne pomoći za razvoj i na taj način podiže konkurentnost ukupnog "paketa" izvoznog kreditiranja.

Izvozni krediti mogu biti pod tržišnim, odnosno komercijalnim uslovima i sa javnom podrškom. Svrha izvoznih kredita sa javnom podrškom (Officially Supported Export Credits) je da olakša i unapredi nacionalni izvoz. Ovi krediti se realizuju uz angažovanje državnih agencija za kreditiranje izvoza koje (u celini ili delimično) direktno finansiraju izvoznike za izvoz robe i usluga na kredit, refinansiraju komercijalne banke za kredite koje su one odobrile izvoznicima ili inostranim kupcima za izvoz robe i usluga na kredit ili subvencioniraju razliku u kamatnim stopa na sredstva koja su mobilisana na tržištu kapitala po komercijalnim kamatnim stopama i nižim kamatnim stopama po kojima su odobreni izvozni krediti inostranim kupcima.

Mada nije striktno definisana postoji podela izvoznih kredita sa aspekta roka otplate, gde su kratkoročni izvozni krediti sa rokom otplate do godinu dana, srednjoročni izvozni krediti sa rokom otplate od 1 do 5 godina i dugoročni izvozni krediti sa rokom otplate preko 5 godina. Kod izvoznih kredita se obično jedan (manji) deo plaća u gotovom unapred po zaključenju ugovora ili kod isporuke. Iznosi se uglavnom utvrđuju u procentima u odnosu na ugovorenu cenu predmeta kupoprodaje. Ovaj gotovinski iznos može biti u vidu avansa koji se plaća pre početka isporuke i koji se kreće, u zavisnosti od vrste posla, odnosno robe i usluga, ali i vrednosti ukupnog posla, oko 15%, mada može biti i veći, uglavnom do 30%.

Visina kamatne stope na kreditirani deo posla zavisi od više faktora. Pre svega, to je opšti nivo kamatnih stopa u zemlji izvoznika, odnosno kamatnih stopa na međunarodnom tržištu kapitala za određene valute u zavisnosti od roka kreditiranja. Državne agencije za kreditiranje izvoza zemalja OECD su u obavezi da poštuju propisane referentne kamatne stope kod kredita sa javnom podrškom kako bi se izbegla konkurencija među zemljama vodećim svetskim izvoznicima.

Rokovi na koje se odobravaju izvozni krediti su posredno determinisani smernicama

Međunarodne unije osiguravača izvoznih kredita i investicija (International Union of Credit and Investment Insurers) tzv. Bernske unije i / ili poslovnom politkom agencija za osiguranje izvoznih kredita. Osiguranje izvoznih kredita je vrlo bitna komponenta sistema izvoznog kreditiranja, s obzirom da bez odgovarajućeg pokrića osiguranjem od komercijalnih i nekomercijalnih izvoznih rizika izvoznici i njihovi finansijeri nisu spremni da prodaju robu na kredit kupcima iz čitavog niza zemalja. Šta više, agencije za osiguranje izvoznih poslova ne prihvataju da zbog visokog rizika osiguravaju poslove izvoza u jedan broj zemalja ili su uslovi osiguranja, pre svega sa aspekta visine premije, vrlo nepovoljni.

### 3.4. Međunarodne razvojne finansijske organizacije

Međunarodne razvojne finansijske organizacije veoma su značajne za međunarodno poslovno i projektno finansiranje kao veliki izvor sredstava pod relativno povoljnim uslovima. Mada je dobar deo tih sredstava namenjen finansiranju raznih javnih programa razvoja i strukturnog prilagođavanja zemalja članica, sve više sredstava se usmerava i na finansiranje privatnih preduzeća i projekata, sa ili bez garancije države. Može se reći da je u poslednjih desetak godina upravo došlo do novog strategijskog koncepta jačanja uloge međunarodnih finansijskih organizacija u razvoj privatnog sektora i inicijative.

Od međunarodnih razvojnih finansijskih organizacija za privredne subjekte u Srbiji su srazmerno najznačajnije Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija, Evropska banka za obnovu i razvoj i Evropska investiciona banka, pa će o njima ovde biti nešto više reči, uvažavajući i značaj drugih regionalnih razvojnih banaka.

#### 3.4.1. Međunarodna banka za obnovu i razvoj

Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) ima za osnovni cilj da obezbedi finansiranje onih projekata koji

su značajni za nacionalnu privredu, a za koje nije zainteresovan privatni kapital pošto nisu neposredno profitonosni (kao objekti infrastrukture) i za njih je potrebno veliko ulaganje i prisutan je visok rizik. Na toj osnovi IBRD ne konkuriše privatnom kapitalu, već upravo stvara uslove za njegov plasman.

IBRD odobrava sredstva vladama zemalja članica ili njihovim agencijama, odnosno privatnim preduzećima i bankama uz garanciju vlade. Zajmovi su namenjeni prvenstveno za pokriće deviznih troškova projekta. IBRD se angažuje samo u finansiranju onih projekata za koje se ne mogu obezbediti sredstva iz privatnih izvora uz "razumne" uslove.

Finansijsko angažovanje IBRD se realizuje kroz nekoliko programa i to:

1. Investicioni zajmovi (zajmovi za specifične investicije, odnosno određene projekte)
2. Zajmovi za prilagođavanje
3. Garancije
4. Hedžing
5. Kofinansiranje
6. Ostali vidovi angažovanja (fondovi za posebne namene)

Kamatna stopa koju odobrava IBRD je ista za sve zemlje, a menja se u zavisnosti od uslova pod kojima IBRD pozajmljuje sredstva. (kamatna marža + troškovi tzv. kvalifikovanog zaduženja). Inače, IBRD odobrava standardno zajmove na srednji i dugi rok sa rokom vraćanja do 20 godina, ali su mogući i duži rokovi otplate. Period počeka (grace period) je obično 5 godina.

Projekti koji se identifikuju moraju biti podobni u finansijskom, ekonomskom, socijalnom i ekološkom smislu. Za pripremu projekta je odgovoran zajmoprimac i ova faza obično traje od jedne do dve godine, pri čemu IBRD nudi svoju finansijsku i tehničku pomoć. U okviru pripreme projekta projektni tim zajmoprimca određuje sve institucionalne, tehničke, ekonomske, finansijske i ekološke uslove neophodne za uspeh projekta.

Način korišćenja sredstava IBRD (i IDA) regulisan je "Smernicama za nabavke po zajmovima IBRD i kreditima IDA". Pored ovih opštih uputstava postoje i smernice za nabavku određenih specifičnih proizvoda (veštačkog đubriva, sirove nafte, itd.), angažovanje konsultanata .... IBRD je u cilju



pomoći investitorima i ponuđačima, ali i radi olakšavanja postupka licitacije i obezbeđenja njegove transparentnosti, izradila Uzorke licitacione – tenderske dokumentacije (Standard Bidding Documents) za nabavke robe, za investicione radove, za isporuku i montažu postrojenja i opreme. Ovi uzorci se odnose na poziv za podnošenje ponuda, uputstva ponuđačima, opšte uslova ugovora, posebne uslove ugovora, opšte specifikacije, tehničke specifikacije, itd. Pored toga, postoje uzorci standardne licitacione dokumentacije za nabavku informacione tehnologije i sistema, standardne dokumentacije za prekvalifikacije i standardnog obrasca za procenu ponuda.

### 3.4.2. Međunarodno udruženje za razvoj



Međunarodno udruženje za razvoj (International Development Association - IDA) je neprofitna afilijacija Svetske banke osnovana 1960. godine sa ciljem da pod koncesionalnim uslovima obezbeđuje sredstva za finansiranje razvojnih potreba najsiromašnijih zemalja u razvoju.

Kreditni su se prvobitno odobravali na rok od 50 godina, ali je 1987. godine ovaj rok skraćen na 40 godina za najmanje razvijene zemlje u razvoju i 35 godina za ostale zemlje u razvoju, uz period počeka (grace period) od 10 godina. Na kredite se ne naplaćuje kamata već samo provizija za pružanje usluga (service charge) od 0,75%. Za IDA kredite nije potrebna garancije države zajmoprimca, a učešće IDA u finansiranju troškova projekta se u proseku kreće oko 40%. Projektni ciklus i uslovi finansiranja nabavki roba i usluga iz sredstava koje je odobrila IDA su identični onima kod IBRD.

### 3.4.3. Međunarodna finansijska korporacija



Međunarodna finansijska korporacija (International Finance Corporation - IFC) je afilijacija Svetske banke osnovana 1956. godine sa ciljem "da unapređuje ekonomski razvoj podsticanjem daljeg razvoja proizvodnih privatnih preduzeća zemalja članica, a naročito u manje razvijenim područjima, dopunjavajući

na taj način delatnost kojom se bavi Svetska banka". Osnovna delatnost IFC je da investira u privatne firme (bez državnih garancija), mobilise dopunsko finansiranje i daje savete o značajnim pitanjima razvoja privatnog sektora koja se odnose na tržište kapitala, strana direktna ulaganja, privatizaciju i sl. Iako IFC primarno finansira projekte u privatnom sektoru ona može da obezbedi finansiranje i za kompanije koje imaju određeno državno učešće, pod uslovom i da postoji privatno učešće i da se poduhvat - kompanija vodi na komercijalnoj osnovi. Inače, IFC je značajan finansijer privatnih infrastrukturnih projekata u zemljama u razvoju i može se slobodno reći da je imala pionirsku ulogu u njihovom projektnom finansiranju u čitavom nizu zemalja.

IFC ima pet osnovnih oblika svog finansijskog angažovanja, a to su:

1. Zajmovi koje IFC odobrava za svoj račun (tzv. A - zajmovi) po fiksnim i promenljivim kamatnim stopama za projekte privatnog sektora u zemljama u razvoju.
2. Finansiranje ulaganja u rizični kapital je u formi učešća u akcionarskom kapitalu kompanija i drugih entiteta (finansijske institucije) privatnog sektora u zemljama u razvoju. Ove investicije su obično na rok od 8 do 15 godina.
3. Sindicirani (udruženi) zajmovi - Program B-zajmova. U okviru ovog programa aranžiraju se sindicirani zajmovi od komercijalnih banaka kao dodatni izvor finansiranja za projekte u zemljama u razvoju koje finansira IFC.
4. Delimične kreditne garancije koje pokrivaju sve vrste kreditnih rizike za određeni period kreditiranja izdaju se u stranoj ili lokalnoj valuti.
5. Finansiranje kvazi-vlasničkog ulaganja: C-zajmovi

Da bi se projekat finansirao mora da ispunjava sledeće:

- a) Projekat mora biti u zemlji u razvoju koja je član IFC;
- b) Projekat mora biti u privatnom sektoru;
- c) Projekat mora biti tehnički izvodljiv;
- d) Projekat mora imati dobre izgleda za profitabilnost;
- e) Projekat mora da doprinosi razvoju lokalne privrede;



f) Projekat mora da zadovoljava socijalne i ekološke standarde IFC, kao i one zemlje domaćina.

Postupak identifikacije, ocene projekata je sličan onome Svetske banke.

#### 3.4.4. Evropska banka za obnovu i razvoj



**European Bank  
for Reconstruction and Development**

Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD), čije je sedište

u Londonu, osnovana je 15. aprila 1991. godine, sa ciljem da pospeši tranziciju zemalja Centralne i Istočne Evrope i Zajednice Nezavisnih Država u otvorene tržišne privrede i da unapredi privatnu i preduzetničku inicijativu u ovom zemljama. EBRD pomaže ovoj grupi zemalja da sprovedu strukturne i sektorske privredne reforme, unaprede konkurenciju, privatizaciju i preduzetništvo, vodeći računa o posebnim potrebama pojedinih zemalja na različitim stepenu tranzicije. EBRD primenjuje dobre bankarske i investicione principe u svim svojim operacijama (transakcijama) sa ciljem da se ostvari zadovoljavajući i postojani privredni razvoj.

Finansijsko angažovanje EBRD realizuje se preko čitavog seta finansijskih instrumenata od kojih su najznačajniji zajmovi (kredit), učešće u rizičnom (akcijskom) kapitalu, izdavanje garancija i finansiranje preko posrednika (finansiranje malih i srednjih preduzeća, kreditne linije, kofinansiranje, trgovinsko finansiranje i učešće u rizičnom kapitalu investicionih fondova i banaka).

Kod odobravanja zajmova privatnim komercijalnim preduzećima EBRD obično ne traži garancije od vlade zemlje u kojoj se nalazi preduzeće i zajmovi su uglavnom bez prava regresa od inostranih sponozora projekta, kada se jednom projekat dovrši i počne sa radom. Osnova za korišćenje zajma je cash flow projekta i njegova sposobnost da otplati zajam u dogovorenom periodu.

Kod odobravanja zajmova EBRD posebnu pažnju poklanja identifikaciji projekta i ograničavanju rizika. EBRD posluje na komercijalnoj osnovi i odobrava zajmove po tržišnim stopama koje su odraz rizika.

Tipična struktura finansiranja projekata uz učešće EBRD je sledeća: zajam EBRD 35%, sindicirani zajam 15%, inostrani rizični kapital 25%, lokalni rizični kapital 15%, i ostali zajmodavci 10%. Minimalno angažovanje EBRD iznosi 5 miliona evra po projektu, a u proseku je angažovanje 22 miliona evra po projektu.

Principi zdravog bankarstva zahtevaju da svi projekti koje finansira EBRD budu tehnički, ekonomski, finansijski, zakonski i ekološki podobni i da budu prihvatljivi sa stanovišta kreditnog rizika. EBRD može, ako je to nepohodno, da odobrava pomoć (tzv. tehnička pomoć) u saradnji sa svojim akcionarima i drugim donatorima, da bi se obezbedilo finansiranje pripreme i realizacije projekta i odgovarajuće institucionalne infrastrukture.

#### 3.4.5. Evropska investiciona banka

Evropska investiciona banka (European Investment Bank - EIB) sa sedištem u Luksemburgu osnovana je 1958. g. Članice EIB su bile zemlje članice



**European Investment Bank**

EEZ, odnosno sada EU. EIB uživa pravnu i finansijsku samostalnost unutar sistema EU. Cilj njene aktivnosti je da na neprofitnoj osnovi doprinosi uravnoteženom razvoju EU kroz finansiranje projekata koji omogućavaju razvoj nerazvijenih regiona, modernizaciju privrede i ostvarivanje projekata od zajedničkog interesa za više zemalja članica. Od 1963. godine EIB odobrava zajmove tzv. zemljama partnerima: zemljama Afrike, Pacifika i Kariba (tzv. APC zemlje), zemljama Mediterana, a u novije vreme i zemljama istočne i centralne Evrope (posebno zemljama kandidatima za prijem u EU).

EIB odobrava pojedinačne zajmove entitetima iz privatnog i javnog sektora, kao i bankama. Zajmovi se odobravaju na rok do 12 godina za industrijski sektor, odnosno 20 godina za infrastrukturne projekte, a izuzetno je moguće i na duži rok. Visinu iznosa zajma utvrđuju zajednički zajmoprimac i EIB ako investicija prelazi 25 miliona evra, a do iznosa od 50% troškova projekta. Zajmovi se odobravaju u evrima, ali i drugim valutama. Kamatne stope mogu biti fiksne i varjabilne. Generalno se ne naplaćuje provizija za obradu zahteva, provizija za angažovanje sredstava ili bilo koja druga

provizija. Otplata je obično u polugodišnjim ili godišnjim ratama, sa grace periodom koji pokriva period izgradnje objekta.

#### **3.4.6. Ostale međunarodne razvojne finansijske organizacije**

Pored navedenih najvažnijih multilateralnih banka i institucija za finansiranje razvoja postoji još jedan broj sličnih banaka, regionalnih fondova i institucija koje na razne načine i u različitoj meri učestvuju u finansiranju infrastrukturnih i drugih investicionih projekata u određenom regionu, kao što su: Interamerička banka za razvoj, Azijska banka za razvoj, Afrička banka za razvoj, Karipska banka za razvoj, Andska korporacija za razvoj, Fond OPEC-a za međunarodni razvoj itd

#### **3.5. Međunarodna bilateralna pomoć za razvoj**

Pored međunarodnih finansijskih organizacija i drugih institucija koje na multilateralnoj osnovi odobravaju sredstva za pomoć i finansiranje razvoja u nerazvijenim zemljama jedan broj razvijenih zemalja odobrava na bilateralnoj osnovi sredstva pomoći zemljama u razvoju preko svojih specijalizovanih agencija, od kojih neke imaju i druge funkcije, a najčešće su finansiranje i osiguranje izvoza i investicija u inostranstvo. Najznačajnije od ovih agencija su: Austrijska kontrolbanka (OKB), Fond za industrijski razvoj (IDF), Danska, belgijska Korporacija za međunarodne investicije, Finski Fond za razvoj industrijske saradnje (FINFUND), Nemačko društvo za privrednu saradnju (DGWZ), Kreditni institut za obnovu (KfW), Nemačka, Centralni fond za ekonomsku saradnju (CCCE), Francuska, Holandska finansijska kompanija za zemlje u razvoju, Norveška agencija za međunarodni razvoj, Švedski fond, Španska banka za privredni razvoj, Komonveltska korporacija za razvoj, Korporacija za privatna ulaganja u prekomorske zemlje (OPIC), SAD, Agencija SAD za međunarodni razvoj (USAID), Japanska banka za međunarodnu kooperaciju, itd.

Sredstva bilateralnih programa pomoći su veoma povoljna sredstva, s obzirom da se daju pod beneficiranim uslovima u pogledu roka otplate, perioda počeka i kamatne stope

u odnosu na standardne tržišne uslove, pa čak i na uslove koje daju pojedine međunarodne finansijske organizacije. Značajan deo ovih sredstava se daje i bespovratno kao poklon. Po pravilu su usmerena na najmanje razvijene zemlje u razvoju, ali ih zemlje donatori odobravaju i drugim (razvijenijim) zemljama u razvoju. U principu je osnovni motiv odobravanja ovih sredstava želja da se pomogne razvoj i smanji siromaštvo u nerazvijenim zemljama, ali zemlje donatori ne retko imaju i druge motive, rukovođene namerom da se ostvari određeni politički uticaj u zemlji primaocu pomoći, ali i ostvare konkurentne prednosti u odnosu na druge razvijene privrede na određenom tržištu, putem "omekšavanja" (davanjem raznih subvencija ili "vezivanjem" pomoći za isporuke iz zemlje donatora) uslova plasmana privatnog kapitala i izvoznog kreditiranja.

#### **3.6. Finansijski instrumenti međunarodnog tržišta novca i kapitala**

Finansijsko tržište se prema predmetu svog poslovanja uobičajeno deli na novčano tržište, devizno tržište i tržište kapitala, s tim da između ovih tržišta postoji određena međuzavisnost i uslovljenost. Pored ova tri segmenta finansijskog tržišta u novije vreme se ističe i poseban segment u vidu tržišta finansijskih derivata.

Kao posebno međunarodno finansijsko tržište poslednjih decenija se afirmisalo Evrotržište (euromarket) sa centrom u Londonu koje ne podleže nacionalnim i međunarodni propisima. Ono se sastoji od raznih specijalizovanih tržišta na kojima se realizuju transakcije bankarskih zajmova i emisije obveznica u evrovalutama. Na njemu se trguje valutama i zajmovima emitovanim izvan zemlje njihovog porekla. Glavni učesnici evrotržišta su komercijalne banke, centralne banke, kompanije i institucionalni investitori.

Sa aspekta prirode potraživanja finansijska tržišta se mogu podeliti na tržišta dugovnih i tržišta vlasničkih finansijskih instrumenata. Tržišta dugovnih instrumenata podrazumevaju promet različitih formi kreditne aktive sa određenim rokovima dospelosti i cenom (kamatom) te aktive. Na tržištima vlasničkih instrumenata odvija se promet različitih

vrsta akcija i, u okviru toga, korporativnog upravljanja preduzećima. U vezi ove podele postoji i podela na hartije od vrednosti, odnosno finansijske instrumente sa fiksanim i varijabilnim prihodom.

Inače, proces globalizacije doveo je do ogromnih promena, poslednjih desetak godina, naročito u sferi finansija na međunarodnim tržištima i u međunarodnim transakcijama. Novi oblici finansijskih instrumenata, novi izvori finansijske aktive, uz savremenu informacionu tehnologiju, srušili su barijere nacionalnih tržišta. Osnovne karakteristike savremenih finansijskih tržišta su velika mobilnost kapitala, liberalizacija, internacionalizacija i sveukupna globalizacija, kao i brze i sveobuhvatne finansijske inovacije. Sa druge strane, međunarodne finansije su postale vrlo dinamične i turbulentne, što se ogleda u kretanjima deviznih kurseva, kamatnih stopa, kursevima akcija i prinosima na druge finansijske instrumente.

Najvažnije hartije od vrednosti tržišta novca sa rokom dospeća do godina dana u zemljama razvijene tržišne privrede su kratkoročne državne obveznice, blagajnički zapisi centralne banke, depozitni certifikati, bankarski zapisi i komercijalni papiri. Kratkoročni finansijski instrumenti se u sklopu međunarodnog finansiranja infrastrukturnih i drugih investicionih projekata i uopšte projektnog finansiranja srazmerno manje koriste, s obzirom na izraženu potrebu investicionih projekata za dugoročnim izvorima finansiranja. Međutim, jedan deo projektnog finansiranja može se realizovati i uz korišćenje kratkoročnih finansijskih instrumenata, pre svega komercijalnih zapisa, radi premošćavanja problema sa likvidnošću. Na podlozi komercijalnih zapisa mogu se dobiti i tzv. rollover krediti (roll-over credit) koje banke odobravaju na srednji rok, a na bazi kratkoročnih obveznica koje na revolving osnovi izdaje zajmoprimac.

Najznačajniji finansijski instrument tržišta

kapitala su obveznice (Bonds). Obveznice spadaju u kategoriju hartija od vrednosti instrumenata duga o odražavaju kreditne tj. dužničko - poverilačke odnose. Mogu se definisati kao hartije od vrednosti koje svom vlasniku garantuju isplatu glavnice i kamate po unapred utvrđenom redosledu u određenom vremenskom periodu. Za plasman obveznica je vrlo bitan bonitet njihovog emitenta i u skladu sa tim se vrši rangiranje obveznica koje predstavlja način da se oceni verovatnoća izvršavanja obaveze dužnika po osnovu emitovane obveznice i, praktično, predstavlja procenu investicionog rizika. Za međunarodno finansiranje investicionih projekata se uglavnom koriste državne obveznice (sa rokom i preko 20 godina), obveznice državnih agencija i lokalnih organa vlasti, kao i korporativne obveznice velikih kompanija.

Evroobveznice (eurobonds) su obveznice

koje se istovremeno prodaju u više zemalja, posredstvom međunarodnog sindikata banaka - potpisnica (garanata) i predstavljaju veoma efikasna način prikupljanja sredstava na

međunarodnom tržištu kapitala (evrotržištu) uz angažovanje banaka i finansijskih posrednika iz više zemalja. Emituju se u najaktivnijim svetskim valutama sa rokom dospeća, uglavnom, oko 15-20 godina, mada mogu da budu i do 30 godina. Emisije su na veće iznose, s tim da su same obveznice denominirane na manje iznose (obično 1.000 dolara). Kamate na evroobveznice mogu biti fiksne i varijabilne. Njihova karakteristika je da glase na valutu jedne zemlje, plasiraju se u više zemalja i konvertibilne su, a u izvesnim slučajevima ukoliko su ove obveznice denominirane u slabijoj valuti nude njihovim vlasnicima opciju plaćanja u drugoj valuti. Kod evroobveznica emitenti su sa visokim kreditnim rejtingom, kao što su suverene države, vladine agencije, međunarodne institucije, velike multinacionalne korporacije i sl. S obzirom na bonitet emitenta ove obveznice obično nisu osigurane. Pošto glase na donosioca atraktivne

Marfijev  
*Finansijeri će odbiti predlog, osim kada  
su rezultati poznati unapred.*  
ZAKON

su za segment anonimnih investitora zato što oni na njih ne plaćaju porez, a kamata na njih je i često oslobođena poreza.

Evroobveznice mogu biti sa fiksnom kamatnom stopom i fiksnim rokovima dospeća (Straight Eurobonds) i evroobveznice sa fluktuirajućom kamatnom stopom (Floating Rate Eurobonds / Notes) koje predstavljaju srednjoročne i dugoročne zajmovne hartije od vrednosti čija se kamata periodično menja u zavisnosti od referentnih tržišnih kamatnih stopa. Provizije banaka za aranžiranje emisija evroobveznica su oko 1-1,25% od nominalne vrednosti emisije, plus provizija od 0,5-1% za banku koja je nosilac posla.

Pozajmljivanje preko evrotržišta obveznica je posebno značajno za projektno finansiranje iz više razloga i to:

1. Potencijalno nižih troškova u određenim tržišnim uslovima (naročito uz korišćenja svopa);
2. Omogućavanja pristupa širokom spektru individualnih zajodavaca, što na drugi način ne bi bilo moguće;
3. Brzog pristupa tržištu i korišćenja tekuće situacije na njemu;
4. Nema obaveze registracije, što omogućava da se finansiraju projekti sa više međunarodnih sponzora;
5. Zaduženje može biti u nekoliko valuta,
6. Veći je izbor u pogledu rokova dospeća obaveza nego u slučaju sindiciranih zajmova.

U finansiranju projekata velike vrednosti obično se koriste kombinacije različitih oblika emisija hartija od vrednosti (različitih vrsta, rokova dospeća, kamatne stope, prava po osnovu njihovog vlasništva i sl.), sa ili bez podrške putem komercijalnih bankarskih kredita ili sindiciranih kredita, izvoznih kredita isporučilaca, itd. Naravno, ako je sponzor projekta država ili vladina agencija najpovoljniji vid zaduženja je emisija državnih obveznica zbog dužih rokova, manje kamate i drugih troškova emisije.

Za razliku od navedenih hartija od vrednosti koje investitoru obezvređuju unapred poznat i zagarantovan prihod u formi kamate, postoje i hartije od vrednosti sa varijabilnim prihodom čija je karakteristika da prihod zavisi od poslovnog rezultata privrednog

subjekta koji je emitovao hartiju od vrednosti. Najkarakterističnije hartije od vrednosti iz ove kategorije su akcije (Share, Stock).

Akcije kao vlasničke hartije od vrednosti su značajne sa aspekta projektnog finansiranja zato što se jedan deo tog finansiranja obavezno realizuje u formi ulaganja u vlasnički kapital projektne kompanije, odnosno kompanije koja je nosilac realizacije projekta. Na bazi njih objekat ili projektna kompanija povećava svoju kapitalnu osnovu, a troškovi po osnovu isplate dividende su obično manji nego kada su u pitanju krediti ili obveznice. Pri tome je porez koji se plaća na dividende obično po manjoj stopi nego kod prihoda od kamate. Ulaganje u akcijski kapital podrazumeva i veću zainteresovanost i odgovornost investitora-sponzora projekta za uspeh celog projekta.

### 3.7. Sekjuritizacija

Najčešća definicija sekjuritizacija je da je to objedinjavanje nekog oblika aktive (Assets) i izdavanje hartija od vrednosti (Securities) da bi se finansiralo održavanje te aktive (13). U SAD se termini sekjuritizacija, sekjuritizacija aktive i strukturalno finansiranje (Structured Finance) upotrebljavaju naizmenično i svaki od njih se odnosi na korišćenje gotovinskog toka (Cash Flow) od neke aktive da bi se pribavilo (dodatno) finansiranje, s tim da se sekjuritizacija posebno odnosi na izdavanje hartija od vrednosti na podlozi takvog gotovinskog toka (14).

Sekjuritizacija aktive omogućava kompanijama da dođu lakše do likvidnih sredstava uz manje transakcione troškove na bazi eliminisanja klasične uloge finansijskih posrednika (pre svega banaka) koje su ranije stajale na putu između kompanija i krajnjeg izvora novca - finansijskih tržišta. Međutim, uloga banaka i posrednika, ni kroz sekjuritizaciju ne može u svakom slučaju i u potpunosti da se izbegne.

Kompanija inicijator (originator) koja želi da ostvari finansiranje kroz sekjuritizaciju počinje tako što identifikuje svoju aktivu koja se može iskoriti za prikupljenje sredstava. Ova aktivu obično predstavljaju prava na buduće primanja (praktično tekuća potraživanja). Rizik da se sva ova plaćanja ne ostvare na vreme predstavlja važan faktor u procenjivanju vrednosti potraživanja, ali dokle god je moguće razumno



predvideti ukupnu stopu neizvršenja obaveza (Aggregate Rate of Default) mogu se uspešno sekjuritizovati i ona potraživanja koja imaju određeni rizik neizvršenja.

Posle identifikovanja aktive koja će se koristiti za sekjuritizaciju kompanija inicijator transferiše potraživanja na novo formiranu kompaniju za posebne namene (Special Purpose Corporation - SPC), ili neko drugi pravno odvojeni entitet - koji se često naziva sredstvo (prenosilac) za posebne namene (Special Purpose Vehicle - SPV, Special Purpose Entity - SPE). Ova kompanija može da ima razne pravne forme: korporacija (akcionarsko društvo), trust i partnerstvo (anglosaksonskog sistema prava), ili kompanija sa ograničenom odgovornošću.

Cilj transfera je da se razdvoji potraživanje od rizika povezanih sa kompanijom inicijatorom. Iz tog razloga kompanija inicijator često struktuirira transfer tako da predstavlja "pravu prodaju" (True Sale) tj. prodaju koja je pravno formalno dovoljna da se po propisima kojima se uređuje bankrotstvo ova potraživanja izdvoje iz stečajne mase kompanije inicijatora. Ujedno, kompanija za posebne namene (SPV) mora da bude tako institucionalno struktuirana da ne bude organski povezana sa mogućim bankrotstvom kompanije inicijatora.

Sekjuritizacija je najkorisnija kada su troškovi sredstava, sadržani u kamatnoj stopi koju je potrebno ponuditi da bi investitori kupili hartije od vrednosti koje emituje kompanija za posebne namene (SPV), manji od troškova sredstava koje kompanija inicijator može da nabavi putem nekod drugog vida zaduženja. Cilj sekjuritizacije je stoga da se prikupe sredstva na tržištu kapitala po nižim troškovima kapitala, razdvajajući sva ili deo tekućih potraživanja kompanije inicijatora od rizika koji su neposredno povezani sa njom.

Kamatna stopa koja je potrebna da bi se privukli investitori da kupe emitivane hartije od vrednosti je često u funkciji "rangiranja" potraživanja koja predstavljaju osnovu za njihovo emitovanje. Ovo rangiranje tj. rejting može se dobiti od privatnih rejting agencija (S & P, Moody's, Fitch IBCA), što preferira većina investitora, a posebno institucionalni investitori, pošto nemaju vremena i mogućnosti da istražuju finansijsko stanje kompanija u koje

investiraju.

Stoga je sekjuritizacija način da kompanija inicijator dođe do sredstava po nižim troškovima, u uslovima kada njene hartije od vrednosti (dužnički instrumenti) nisu investicionog ranga ili su nerangirane, i to preko kompanije za posebne namene (SPV) čije hartije od vrednosti imaju investicioni rang, odnosno investicioni rang viši od hartija od vrednosti kompanije inicijatora.

### **3.8. Finansijske kompanije, investicione kompanije i fondovi**

Finansijske kompanije, investicione kompanije i razni investicioni fondovi su već duže vremena značajni akteri u međunarodnim finansijskim transakcijama, kao i offshore kompanije preko kojih se realizuju razne formalno legalne i korisne poslovne transakcije.

Finansijske kompanije mogu generalno mnogo više da se zadužuju u odnosu na svoj sopstveni kapital nego industrijske kompanije. Odnos duga i kapitala (Debt - Equity Ratio) ovih finansijskih posrednika može da se kreće u rasponu od 75:25 za nove kompanije do 90:10 za kompanije koje već imaju reputaciju i ostvareni profit. Ovo je motivisalo mnoge velike firme, a posebno one koje su značajni isporučioi investicione opreme i usluga da formiraju sopstvene finansijske kompanije (Captive Finance Company) i da na taj način preko njih povećaju svoj kapacitet zaduživanja. Pored toga, finansijske kompanije u vlasništvu matične industrijske kompanije mogu da ostvare poreske i druge beneficije koje će se odraziti na konsolidovani bilans matične kompanije.

Investicione kompanije su vrsta institucionalnih investitora koji privlače sredstva manjih individualnih investitora kojima za uzvrat emituju akcije ili, ređe, udele u finansijskoj aktivni investicionog fonda. Investicioni fond je skup akcija, obveznica i drugih hartija od vrednosti u vlasništvu grupe investitora kojim upravlja investiciona kompanija. Tako prikupljena sredstva investicione kompanije investiraju na domaćem i / ili međunarodnom finansijskom tržištu u hartije od vrednosti ostvarujući diversifikovani investicioni portfolio. Za efikasno investiranje

sredstava fonda brine ekipa stručnjaka koja predstavlja menadžment fonda. Prihodi po osnovu hartija od vrednosti dele se akcionarima tj. vlasnicima ili "štedišama" investicione kompanije srazmerno njihovom učešću, umanjeni za vrednost provizije na ime portfolio menadžment usluge investicione kompanije.

Investicione kompanije sitnim investitorima, u okviru njihovih investicionih opredeljenja, obezbeđuju konkretan portfolio menadžment i diversifikaciju rizika kroz investiranje u veliki broj različitih hartija od vrednosti. Po pravilu, investicione kompanije su sastavljene od više investicionih fondova koji imaju zasebne ciljeve, menadžment, investicionu strategiju i portfolio strukturu.

Prema tome u koje hartije od vrednosti investicioni fondovi ulažu postoje četiri osnovne grupe i to:

1. fondovi za ulaganje u akcije;
2. fondovi za ulaganje u obveznice;
3. fondovi za ulaganje u akcije i obveznice;
4. fondovi za ulaganje u instrumente novčanog tržišta.

Investicioni fondovi se mogu prema ročnosti svojih ulaganja podeliti na investicione fondove na tržištu novca i investicione fondove na tržištu kapitala. Fondovi koji ulažu u akcije mogu se podeliti na:

1. brzo rastuće fondove;
2. fondove malih kompanija;
3. razdvojene fondove;
4. prihodne fondove;
5. razvojno - prihodne fondove.

Fondovi koji ulažu u obveznice mogu se podeliti na:

1. fondove koji ulažu u državne obveznice;
2. fondove koji ulažu u korporacijske obveznice;
3. fondove koji ulažu u osigurane obveznice;
4. fondove koji ulažu u inostrane obveznice.

Postoje i specijalizovani fondovi, od kojih su najpoznatiji sektorski fondovi koji su specijalizovani za ulaganja u pojedine privredne sektore (na primer, u komunalne usluge, infrastrukturu, finansijski sektor, privredne grane visoke tehnologije), a postoje i fondovi za ulaganja u plemenite metale, indeksni fondovi, fondovi specijalizovani za ulaganja u pojedine zemlje i regione. Prema načinu investiranja investicioni fondovi se

mogu podeliti na otvorene investicione fondove i zatvorene investicione fondove.

Sušтина offshore poslovanja se zasniva na korišćenju offshore kompanija osnovanih obično sa relativno malim sredstvima za različite transakcije sa ciljem da se izbegne kontrola poslovanja i plaćanje poreza, a po potrebi i sakrije identitet pravih vlasnika kompanije. Pod pojmom offshore kompanija uglavnom se podrazumeva kompanija koja je osnovana u zemlji / teritoriji u kojoj su porezi vrlo niski ili ih uopšte nema (poreski raj), dok svoje poslovne aktivnosti u celosti obavlja van nje. Zemlje / teritorije u kojima se osnivaju ove kompanije obično se nazivaju offshore centri (Offshore Centre) ili centri nerezidentnog poslovanja.

Od strane promotera ovog vida poslovanja obično se ističe njegov značaj za poresko planiranje (Tax Planning), ali se to ipak u praksi svodi na korišćenje offshore kompanija za izbegavanje plaćanja raznih vrsta poreza ili njihovog plaćanja u što je moguće manjoj meri, što je posebno bitno za privredne subjekte iz zemalja sa visokim poreskim opterećenjima. Drugi ne manje značajan aspekt je izbegavanje kontrole poslovanja, bilo u vidu obaveze podnošenja godišnjih i drugih izveštaja nadležnim državnim organima, kao i deviznih i spoljnotrgovinskih ograničenja. Ovo je učinilo offshore poslovanje atraktivnim za mnogo širi krug (pravnih i fizičkih lica) koja iz raznih razloga žele da izbegnu uobičajenu kontrolu poslovanja u zemlji u kojoj imaju registrovano sedište, odnosno prebivalište.

### 3.9. Ostali izvori sredstava

Pored navedenih osnovnih stranih izvora sredstava za međunarodno finansiranje infrastrukturnih i drugih investicionih projekata postoji još jedan broj potencijalnih domaćih izvora sredstava, čija raspoloživost značajno varira od zemlje od zemlje i relativno je manje prisutna kada su u pitanju projekti u siromašnim zemljama u razvoju. Kao najznačajniji domaći izvor sredstva za projektno finansiranje mogu se izdvojiti vlade zemalja domaćina i državne agencije, a u nekim slučajevima i razni domaći isporučioi roba i usluga za potrebe projekta ili korisnici njegovih proizvoda i usluga.

#### 4. Garancije kod međunarodnog finansiranja

Garancije u raznim vidovima su značajan segment međunarodnog poslovnog i projektnog finansiranja. Garancije se mogu javiti u vidu garancija proizvođača opreme i postrojenja za njihove tehničko - tehnološke performanse, kao bankarske garancije za izvršenje pojedinih činidbenih i platežnih ugovornih obaveza u sklopu realizacije projekta ili kao razni oblici direktnog ili indirektnog jemstva za izvršenje pojedinih obaveza, ali i kao svojevrsan vid osiguranja od određenih rizika.

Sa aspekta odnosa sa inostranstvom i poslovnog finansiranja najznačajnije su činidbene i platežne garancije. Kod činidbenih garancija banka garantuje da će nalogodavac po garanciji izvršiti neku radnju - činidbu, a u slučaju da nalogodavac ne izvrši garantovanu radnju bančina obaveza se transformiše u novac i banka izvršava svoju obavezu u novcu umesto u radnju koju nije izvršio dužnik. Najznačajnije činidbene garancije, koje su ujedno najčešće u međunarodnom prometu, su garancija za učešće na licitaciji, garancija za dobro izvršenje posla i garancija za povraćaj avansa. Za razliku od činidbenih garancija kod platežnih garancija obaveza glavnog dužnika i banke garanta su izražene u novcu i odnose se na istu radnju plaćanje. Najčešće platežne garancije su garancije za otplatu robnih kredita i garancije za otplatu finansijskih kredita.

Pored klasičnih bankarskih garancija i onih u funkciji unapređenja izvoza, u vezi projektnog finansiranja pojavljuje se jedan specifičan konglomerat garancija i raznih oblika jemstava trećih lica (Third Party Guarantees) koji u krajnjoj liniji ima svrhu da obezbedi finansiranje projekta, odnosno da obezbedi određeni stepen sigurnosti finansijerima projekta. Kao treća lica, garanti u projektnom finansiranju se uglavnom pojavljuju isporučioци / prodavci robe, usluga i opreme za projekat, korisnici robe i usluga projekta, saugovarači u realizaciji projekta i zainteresovane vladine agencije, itd.

U ovom kontekstu pojavljuju se i svojevrsne indirektno garancije koje kod projektnog finansiranja mogu biti u vidu preuzimanja dugoročnih obaveza za kupovinu proizvoda / usluga projekta ili za njegovo snabdevanje,

na koji način se na svojevrsan način garantuje za njegove prihode i rashode i mogućnost servisiranja duga.

S obzirom da brojne rizike kod međunarodnog projektnog finansiranja, specifičan vid obezbeđenja finansijske pozicije učesnika se ostvaruje kroz hedžing uz korišćenje raznih finansijskih derivata, sa ciljem da se ostvari zaštita, pre svega, od rizika promene deviznog kursa i kamatne stope.

#### 5. Ponuda za finansiranje

U cilju operativnog aranžiranja projektnog finansiranja mora se pripremiti memorandum o ponudi (Offering Memorandum) koji opisuje projekat i politiku upravljanja projektom. Ovaj memorandum se, takođe, naziva finansijskim memorandumom (Financing Memorandum), predlogom ili prospektom. Osnovna svrha ovog dokumenta je da potencijalnim finansijerima pruži dovoljno informacija potrebnih za preliminarnu odluku o njihovom finansijskom angažovanju. Ovo je najvažniji "instrument prodaje" projekta u traženju kreditora i investitora. Dobro sačinjen memorandum može da stvori povoljan utisak kod finansijera o projektu, kao i o kompetentnom upravljanju tim projektom, dok loše sačinjen memorandum može da odvraća finansijere od toga da uzmu u razmatranje čak i dobre projekte.

Kada se sačini memorandum sponzor ili njegov finansijski savetnik kreće se u obilazak potencijalnih kreditora i investitora. Cilj ovih inicijalnih kontakata je da se prezentira memorandum i da se potencijalni kreditori i investitori zainteresuju da uzmu učešće u projektnom finansiranju. Kada se upoznaju sa memorandumom oni će biti u stanju da formiraju svoje prve stavove o predloženom finansiranju i da se izjasne da li su, u principu, zainteresovani da uzmu učešće u njemu. Ukoliko su zainteresovani uradiće preliminarnu kreditnu analizu i sledeći korak je obično poseta zainteresovanog kreditora ili investitora projektnoj kompaniji ili objektu radi dobijanja dodatnih informacija za kompletiranje kreditne analize. Nakon toga će biti u poziciji da se definitivno izjasne da li će uzeti učešće u projektnom finansiranju i ako su zainteresovani biće spremni da uđu u pregovore u pogledu

uslova finansiranja.

Ovo je faza koja obično zahteva više sastanaka i određeni period vremena. Ukoliko se u tom pogledu postigne sporazum kreditor ili investitor obično potvrđuje dogovorene uslove u nekoj vrsti pismu o obavezama (Commitment Letter) koji potpisuju obe strane. Pošto se sprovede procedura definitivnog odobravanja finansiranja od strane nadležnog organa institucije kreditora ili investitora može se pristupiti izradi i zaključenju ugovora o kreditu ili investiranju.

Ukoliko su sredstva koja su potrebna za projektno finansiranje znatna, tako da nije lako naći finansijera koji ih može u celini obezbediti, "finansijski paket" se može podeliti na više delova i za sponzora ili finansijskog savetnika bitno je da nađe vodećeg finansijera (Lead Lender) čime projektno finansiranje dobija na kredibilitetu i lakše je naći druge kreditore i investitore, pogotovo ako je vodeći finansijer institucija sa dobrom reputacijom u finansijskim krugovima.

Finansijeri projekta koji ne učestvuju u operativnom upravljanju projektom, niti imaju neposredne koristi od njegove realizacije, u uslovima kada je njihovo regresno pravo za izvršeno ulaganje ograničeno, analiziraju prevashodno da li će projekat u određenom vremenskom periodu, koji se poklapa za rokovima otplate kredita, moći da generira dovoljno prihoda po osnovu prodaje svojih proizvoda i usluga, da bi mogao da podmiri svoje operativne troškove, kao i da servisira obaveze po osnovu glavnog duga i kamate.

## 6. "Sigurnosni paket" projekta

Pored užeg sagledavanja kreditne sposobnosti projekta, potencijalni finansijeri sagledavaju šire i sve vidove obezbeđenja koje određeni projekat pruža njegovim investitorima i drugim učesnicima u njegovoj u njegovoj realizaciji. Stoga je za sponzore projekta i njihove finansijske savetnike bitno da dizajniraju odgovarajući "sigurnosni paket" (Security Package) projekta koji će pružati dovoljnu sigurnost finansijerima, pošto je kreditna sposobnost projektne kompanije koja je "isturena" ispred projekta realitивно ograničena, da bi se ona mogla posmatrati

kao isključivi nosilac zaduženja i garant otplate. Mnogi sponzori projekata, a naročito infrastrukturnih projekata u zemljama u razvoju, su imali prilike da se uvere da je za uspeh njihovog finansiranja neophodan dobro pripremljeni i odgovarajuće strukturiran "sigurnosni paket" projekta.

"Sigurnosni paket" projekta uglavnom čine, u različitim oblicima i u različitoj meri, sledeći osnovni elementi:

1. Sopstveni (rizični) kapital sponzora projekta koji se investira u projektnu kompaniju ili odobrava u vidu avansnog finansiranja projekta;
2. Garancije koje daju sponzori projekta, kao i drugi učesnici u projektu, u direktnom ili indirektnom vidu vezano za podmirenja određenih troškova projekta (posebno u slučaju da projekat zapadne u određene finansijske teškoće), kao i garancije za ostvarivanje odgovarajućih prihoda projekta;
3. Garancije koje daje vlada zemlje domaćina projekta u pogledu statusa projekta i njegove zaštite od rizika okruženja u kome se projekat realizuje;
4. Hipoteka i drugi oblici prioritarnih jemstava po osnovu imovine projekta (zemljište, oprema i sl.);
5. Prenos raznih imovinskih prava koja projekat ili projektna kompanija ima po osnovu raznih ugovora prema trećim licima (na primer, za eksploataciju rude ili ležišta nafte);
6. Sigurnost "tržišta projekta" na dugi rok.

U konkretno obezbeđenje spada i depozitni račun u devizama koji se formira da bi se obezbedilo da će prihodi koje projekat generira biti pravilno prikupljeni i alocirani na operativne troškove projekta i servisiranje njegovog duga, uključujući i rezervisanja za buduće obaveze po osnovu servisiranja duga projekta. Obično se ovaj depozitni ili "starateljski" račun drži na off shore destinaciji i njime upravlja finansijska institucija sa odgovarajućom reputacijom u poslovnim krugovima. Na taj način se devizni prihodi projekta štite od deviznih ograničenja zemlje domaćina projekta. U slučaju da projekat ne ostvaruje devizne prihode problem se može prevazići time što će vlada zemlje domaćina projekta, odnosno njena odgovarajuća institucija



(uglavnom centralna banka) preuzeti obavezu da obezbedi potrebna devizna sredstva, kao i da dozvoli njihov slobodan transfer na račun van zemlje.

Finansijeri projekta mogu tražiti da se formiraju posebne devizne rezerve projekta u iznosu dovoljnom da se finansiraju obaveze po osnovu zaduženja projekta u određenom vremenskom periodu (obično je to period od šest meseci do godinu dana) u slučaju da projekat iz bilo kog razloga ne bude u operativnoj funkciji, odnosno ne ostvaruje prihod. Ove rezerve mogu formirati sami sponzori projekta ili se formiraju iz tekućih prihoda projekta. Sponzori projekta mogu svoju obavezu uplate određenog deviznog iznosa zameniti garancijom ili sličnim ekvivalentom.

Element "sigurnosnog paketa" projekta može biti i prenos ekskluzivnog prava na ubiranje prihoda od nekog postojećeg objekta (na primer, postojećih deonica autoputa) na novi projekat dok on ne otplati svoje zaduženje. To može biti i garancija vlade zemlje domaćina projekta da će u slučaju da se neki od osnovnih parametara na bazi kojih se zasniva isplativost projekta ne ostvari u predviđenom obimu (na primer, minimalni obim saobraćaja i prihod po osnovu naplate putarine) obezbediti sredstva (Standby Facility ili Emergency Loan) za pokriće nedostajućeg prihoda u "Cash Flow" projekta.

Kod projekata, gde je to moguće, najveću sigurnost finansijerima pružaju dugoročni aranžmani (ali najmanje za period koji pokriva period otplate kredita) o kupovinama proizvoda ili usluga projekta na bazi "Take or Pay" sa odgovarajućim mehanizmom određivanja cena. Ništa nisu manje važni i dugoročni ugovori o snabdevanju projekta potrebnim sirovinama i materijalom koji uključuju obavezu isporučioaca da u slučaju da ne isporuči ugovorenu količinu snosi troškove nabavke iz drugih izvora. Pri tome cenovna struktura ugovora o isporuci za potrebe projekta bi trebala da bude usklađena sa cenovnom strukturom proizvoda ili usluga koje daje projekat, kako ne bi došlo do distorzije cena, što se može ostvariti na bazi klizne skale sa određenim "plafonom".

Učešće međunarodnih agencija za finansiranje razvoja u finansiranju projekta predstavlja svojevrsnu garanciju drugim

komercijalnim finansijerima da je projekat finansijski "zdrav" i da uživa odgovarajući prioritet kod vlade zemlje domaćina. Izvozni krediti i osiguranje od političkih rizika koje daju agencije za kreditiranje i osiguranje izvoznih poslova i investicija u inostranstvo je pokazatelj drugim komercijalnim finansijerima da je rizik zemlje i kreditni rizik prihvatljiv, mada njihova pozicija nije identična sa pozicijom "privilegovanih kreditora" ili državnih agencija.

Na sponzorima projekta i njihovim finansijskim savetnicima, ali i pravni savetnicima je da dobro strukturiraju i objedine "sigurnosni paket" projekta koji će zadovoljiti eksterne finansijere, s obzirom da on "prodaje" projekat na finansijskom tržištu. Kvalitet paketa je naročito važan za pasivne, neaktivne finansijere - investitore, pošto oni uglavnom obezbeđuju najveći deo finansijskih sredstava, a ne učestvuju u realizaciji projekta niti njegovoj operativnoj eksploataciji, pa stoga nastoje da njihovo učešće bude povezano sa što je moguće manjim rizikom. Značaj "sigurnosnog paketa" nije samo u tome da obezbedi dužničko finansiranje projekta nego i u tome da dobar i ubedljiv "sigurnosni paket" smanjuje troškove zaduženja, pošto finansijeri određuju cenu svog angažovanja, odnosno kapitala prema rizičnosti plasmana. Za ukupnu finansijsku poziciju projekta i njegovu krajnju rentabilnost je vrlo bitno da li će zaduženje biti na osnovu bazne kamatne stope uz 100 baznih poena ili 200 - 300 baznih poena, što na dugi rok i velike iznose, predstavlja i značajnu razliku u finansijskom optrećenju projekta.

## Zaključak

Međunarodno finansiranje infrastrukturnih i drugih investicionih objekata na principima projektnog finansiranja nije samo po sebi neka posebna novina za privrede u razvoju, pošto se na ovim principima godišnje u njima realizuju projekti vredni između 50 i 100 milijardi USD, mada su nakon Azijske finansijske krize međunarodni investitori postali znatno oprezniji i selektivniji.

Za realizaciju velikih investicionih projekata od šireg značaja u Republici Srbiji, u uslovima skromne domaće akumulacije, potrebna

su značajna inostrana sredstva, ali visok spoljni dug (kao i rizik) limitira mogućnosti neposrednog kreditnog zaduženje države, što je do sada bilo praktično jedini izvor međunarodnog finansiranja za ove projekte. Sa druge strane, međunarodno finansiranje jednog broja prioriternih infrastrukturnih i drugih investicionih objekta, sa potrebnim nivoom komercijalne isplativosti, na principima projektnog finansiranja i raznim oblicima partnerstva privatnog i javnog sektora (pre svega po modelu BOT-a), omogućio bi njihovu izgradnju, bez većeg novog zaduživanja države, pošto se zadužuje projekat, a njegova imovina

je garant tog zaduženja.

Za afirmaciju ukupnog koncepta međunarodnog projektnog finansiranja kod nas, o čemu sa sada dosta priča, bilo bi korisno da se konačno realizuje neki od ovih projekata, pri čemu izgleda uporno insistiranje na par velikih projekata, uglavnom iz oblasti transporta, kao da blokira raspoloživi kreativni potencijal, koji bi mogao da se bolje ispolji (pre svega, da se ovlada celokupnom tehnikom projektnog finansiranja) na nekom od manjih projekata, što bi imalo značajan demonstracioni efekat i doprinelo afirmaciji celokupnog koncepta.

## Literatura

1. UNIDO, "Priručnik za vrednovanje industrijskih projekata", Evropski centar za mir i razvoj Univerziteta za mir UN, Stalni sekretarijat Svetskog naučno-banakrskog skupa, Beograd, 1988, str. 5
2. Delphos William A. "Inside the World Bank Group", Venture Publisihng, Washington D. C., 1997, str. 26-27
3. Mijatović, Dr Stevo Mijatović, "Ocena podobnosti investitora", Knjigovodstvo br. 11/97, str. 18-24
4. Mijatović, Dr Stevo Mijatović, "Ocena podobnosti investitora", Knjigovodstvo br. 11/97, str. 18-24
5. Dr Vera Leko, "Due Diligence Izveštaj-potreba, namera i obuhvat", Knjigovodstvo br. 2/97 i "Izveštaj o stanju i performansama preduzeća i okruženja za potrebe potencijalnog investitora", Privrednik br. 15/97.
6. "Ekonomska enciklopedija" II, Savremena administracija, Beograd, 1984, str. 170.
7. Nevitt, Peter K, Fabozzi, Frank, "Project Financing (Sixt Edition)", Euromoney Publications, London, 1995, str. 3; Nevitt, Peter, "Project Financing" (Fourth Edition)", Euromoney Publications, London, 1983, str. 3.
8. United Nations / Economic Commission for Europe, "Draft Guidelines for Private Public Partnerships for Infrastructure Development", UN/ECE Forum on Public - Private Partnerships for Infrastructure: The Next Steps, Geneva 4/5. December 2000, str. 4
9. "Leksikon prava međunarodnih privrednih odnosa", 1982., Savremena administracija, Beograd, str. 201
10. UNIDO, "Guidelines for Infrastructure Development through Build - Operate - Transfer Projects", Vienna, 1996., str. 288
11. "InterGen rides at avanguard", Project Finance, May 1999, str. 13
12. D. Wellonis, D. Germidis and B. Galvanis, "Banks and Special Financial Intermediaries in Development", OECD, Paris, 1986., str. 17
13. Kravitt, Jason H. P. , "Securitization", The Financier, Vol. 4., No. 5, December 1997., str. 7
14. Schwarz, Steven L., "The Alchemy of Asset Securitization", Stanford Journal of Law, Business & Finance Vol. 1: 133 (1994-1995), str. 133-154 (Napomena: Mnogo detaljnije o svemu ovome u knjizi: "Međunarodno finansiranje infrastrukturnih projekta" (Intermex, Beograd, 2004), istog autora.)