

## Συγκριτική Διερεύνηση της Χρηματοδότησης Έργου (Project Finance) και της Εταιρικής Χρηματοδότησης (Corporate Finance) ως εργαλεία κεφαλαιαγοράς.

Δημήτριος Α. Παπαδόπουλος, Ph.D.<sup>1</sup>

Καθηγητής Ιδιωτικής Οικονομικής στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Αντώνης Κ. Φραγκιαδάκης, M.B.A., M.Sc.<sup>2</sup>

Υποψήφιος Διδάκτορας στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

### Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την συγκριτική παρουσίαση δύο βασικών μεθόδων χρηματοδότησης κατασκευής και λειτουργίας των έργων υποδομής: της Εταιρικής Χρηματοδότησης και της Χρηματοδότησης έργου. Η υιοθέτηση και στην χώρα μας του θεσμού των Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) και πολύ περισσότερο η εφαρμογή των Συμβάσεων Παραχώρησης έδωσε νέα ώθηση στην χρήση του Project Finance ως τρόπου άντλησης κεφαλαίων για την κατασκευή των έργων υποδομής. Η κατασκευή μεγάλων έργων μηχανικού στηρίχτηκε σε μεγάλο βαθμό σε αυτήν την πρακτική. Παρά την ευρεία της χρήση, η βιβλιογραφία παραμένει περιορισμένη. Από την άλλη πλευρά έχει καταγραφεί σύγχυση σχετικά με το Project Finance και άλλες μεθόδους δομημένης (structured) χρηματοδότησης. Τα κίνητρα και οι ωφέλειες που δημιουργούνται από την χρήση του Project Finance, είναι επίσης ένας ερευνητικός χώρος σχετικά ανεξερεύνητος. Στην εργασία αυτή θα γίνει συγκριτική παρουσίαση του Project Finance όχι μόνο με το Corporate Finance αλλά και με τις άλλες μορφές δομημένης χρηματοδότησης και θα δοθούν απαντήσεις σχετικά με το πότε είναι επωφελές να χρησιμοποιείται το Project Finance.

Λέξεις κλειδιά: Χρηματοδότηση έργου (Project Finance), Εταιρική Χρηματοδότηση (Corporate Finance), Δομημένη Χρηματοδότηση (Structured Finance), ΣΔΙΤ, (PPP).

### Εισαγωγικές Παρατηρήσεις και Σκοπός της Εργασίας.

Μεγάλης κλίμακας έργα μηχανικού όπως οι αυτοκινητόδρομοι, τα αεροδρόμια, οι γέφυρες, τα λιμάνια, τα τηλεπικοινωνιακά δίκτυα, τα μεγάλα κυβερνητικά ή δημόσια κτίρια αποτελούν την υποδομή ενός τόπου και την απαραίτητη προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία κάθε οργανωμένης κοινωνίας. Έχει κατά καιρούς και από διάφορες μελέτες (Word Bank, 1994) αποδειχτεί ότι υπάρχει στενή και ευθεία σχέση μεταξύ της ανάπτυξης ενός τόπου και της ύπαρξης ή μη έργων υποδομής. Βέβαια στην καθημερινότητά μας δεν χρειάζονται αποδείξεις. Δύσκολα θα μπορούσε να σκεφτεί κάποιος την ζωή μας χωρίς ηλεκτρικό ρεύμα, δίκτυο

<sup>1</sup> Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Ν. Εγνατία 156, Τ.Κ. 54006, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα, e-mail: [dimpap@uom.gr](mailto:dimpap@uom.gr), τηλ.: 2310-891-673.

<sup>2</sup> Πανεπιστήμιο Μακεδονίας Οικονομικών και Κοινωνικών Επιστημών, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Ν. Εγνατία 156, Τ.Κ. 54006, Θεσσαλονίκη, Ελλάδα, e-mail: [akf@uom.gr](mailto:akf@uom.gr), τηλ.: 2310-891-649.

ύδρευσης αποχέτευσης, τηλεφωνικό δίκτυο, οδικό δίκτυο, και κτιριακές εγκαταστάσεις. Η παρούσα εργασία ασχολείται με δύο από τους τρεις βασικούς τρόπους χρηματοδότησης της κατασκευής και λειτουργίας των έργων υποδομής ενός τόπου, την εταιρική χρηματοδότηση (*corporate finance*) και την χρηματοδότηση έργου (*project finance*), με την τρίτη να είναι η δημόσια χρηματοδότηση (*public finance*). Η υιοθέτηση στην χώρα μας (**N.3389/2005**) της μεθοδολογίας των Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα (ΣΔΙΤ) αναμένεται να δώσει νέα ώθηση και στις δύο αυτές πρακτικές. Η μέχρι σήμερα επιτυχημένη χρήση του *Project Finance* στην Ελλάδα στα τρία μεγάλα έργα (Διεθνές Αεροδρόμιο Αθηνών, Αττική Οδός και Γέφυρα Ρίο - Αντίρριο) που πραγματοποιήθηκαν με Συμβάσεις Παραχώρησης - μία μορφή ΣΔΙΤ- και αυτά που τώρα σχεδιάζονται να κατασκευαστούν με την ίδια μεθοδολογία, έχει προσδώσει ιδιαίτερη δυναμική στην συζήτηση για την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου. Στα επόμενα τμήματα εξετάζονται οι τρόποι κατασκευής και χρηματοδότησης αυτών των έργων. Θα παρουσιαστεί η μεθοδολογία του *project finance* σε εννοιολογική και πρακτική διάκριση από την συγγενική της, την εταιρική χρηματοδότηση. Τέλος αναφορά θα γίνει στα πλεονεκτήματα αυτής της μεθοδολογίας διακρίνοντας πότε η χρήση της είναι επωφελέστερη έναντι των υπολοίπων. Πιο συγκεκριμένα στο δεύτερο τμήμα θα εξεταστούν το εννοιολογικό περιεχόμενο, τα είδη και οι τρόποι κατασκευής και χρηματοδότησης των μεγάλων έργων υποδομής. Στην συνέχεια στο τρίτο τμήμα θα διερευνηθεί το εννοιολογικό περιεχόμενο καθώς και η διάκρισή του *Project Finance* από τις υπόλοιπες παρεμφερείς μεθοδολογίες. Στο τέταρτο τμήμα γίνεται σύγκριση του *Project Finance* με το *Corporate Finance* και αναφορά στις αιτίες και στα οικονομικά κίνητρα χρησιμοποίησης αυτής της μεθόδου καταλήγοντας στην επιγραμματική παρουσίαση των συνθηκών υπό τις οποίες είναι επωφελής η χρήση της. Στο πέμπτο και τελευταίο τμήμα θα εξαχθούν τα απαραίτητα συμπεράσματα.

## **Έργα Υποδομής: Ορισμός, Είδη, τρόποι κατασκευής και μοντέλα χρηματοδότησης τους.**

### **Ορισμός Έργων Υποδομής.**

Ως έργα υποδομής μπορούν να οριστούν όλες εκείνες οι εγκαταστάσεις που είναι απαραίτητες για την λειτουργία μίας οικονομίας και μίας κοινωνίας. Οι εγκαταστάσεις αυτές αν και λειτουργούν αυτοτελώς δεν υπάρχουν ανεξάρτητα αλλά στο πλαίσιο της στήριξης της οικονομικής και κοινωνικής δραστηριότητας. (**Yescome,2007**)

### **Τα είδη των υποδομών**

Οι υποδομές ενός τόπου μπορούν να ταξινομηθούν στις παρακάτω οκτώ μεγάλες κατηγορίες, χώρους: **(i)** Μεταφορές: αυτοκινητόδρομοι (εθνικό ή τοπικό δίκτυο), αστικό σύστημα μέσω μαζικής μεταφοράς, αεροδρόμια, γέφυρες, τούνελ, λιμάνια και σιδηροδρομικό δίκτυο. **(ii)** Ενέργεια: παραγωγή ενέργειας μέσω εργοστασίων ή μέσω ανανεώσιμων πηγών ενέργειας ή με την χρήση εξορύξεων **(iii)** Περιβάλλον: Φράγματα, εργοστάσια/εγκαταστάσεις επεξεργασίας λυμάτων, χώροι υγειονομικής επεξεργασίας (ταφής) απορριμμάτων, εγκαταστάσεις ανακύκλωσης, βιολογικού καθαρισμού **(iv)** Χρήση φυσικών πλουτοπαραγωγικών πηγών: πλατφόρμες εξόρυξης πετρελαίου από την θάλασσα, διυλιστήρια, εγκαταστάσεις ορυχείων/εξόρυξης μεταλλευμάτων, αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου. **(v)** Βιομηχανία: παραγωγή απαραίτητων βιομηχανικών προϊόντων π.χ. αλουμίνιο, χάλυβα, τσιμέντο, χημικά σκευάσματα, χαρτί. **(vi)** Τηλεπικοινωνίες: Δίκτυο τηλεφωνίας, και *Internet* **(vii)** Δημόσια Κτίρια: Σχολεία, νοσοκομεία, δικαστήρια, φυλακές, αθλητικές

εγκαταστάσεις **(viii)** Βελτίωση/ανάπτυξη του αστικού περιβάλλοντος: υποδομές κατοικιών, πάρκα, κ.α.

#### **Οι τρόποι και φορείς κατασκευής των υποδομών.**

Οι τρόποι που κατά καιρούς υιοθετήθηκαν για την κατασκευή των υποδομών είναι τρεις:**(i)** Μέχρι πρόσφατα **το κράτος** ήταν, παραδοσιακά, ο κατασκευαστής των υποδομών. Μία δημόσια υπηρεσία αναλαμβάνει την κατασκευή, ή προκηρύσσει έναν διαγωνισμό για την συλλογή ανταγωνιστικών προσφορών από ικανούς ιδιώτες εργολάβους, για την κατασκευή μίας υποδομής. Ο εργολάβος με την καλύτερη προσφορά από άποψη τιμής και προκαθορισμένης ποιότητας αναλαμβάνει την κατασκευή. Με βάση αυτό το σύστημα το Δημόσιο διατηρεί πλήρη έλεγχο και κυριότητα του έργου υποδομής. Έτσι δημιουργείται αξία από την χρήση εξειδικευμένων και έμπειρων κατασκευαστών. Επίσης επιτρέπει στο κράτος να έχει πλήρη εποπτεία κρατώντας τον έλεγχο για την πορεία του έργου, συνήθως διαιρώντας το σε μικρότερα τμήματα. Συνήθως σε μία τέτοια συμφωνία ενσωματώνονται ρήτρες για την ποιότητα και τον χρόνο παράδοσης του έργου.**(ii)** Σε μία δεύτερη περίπτωση **ο ιδιώτης** αναλαμβάνει την κατασκευή της υποδομής. Στο δεύτερο μισό του 20ου αιώνα οι ιδιωτικοποιήσεις ώθησαν την ανάμιξη του ιδιωτικού κεφαλαίου στην κατασκευή των υποδομών τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Η ιδιωτικοποίηση των κρατικών επιχειρήσεων έγινε συνήθως αφού τα κράτη έβρισκαν ιδιαίτερα δύσκολη την προσπάθεια για την διατήρηση χαμηλού ελλείμματος και την ταυτόχρονη χρηματοδότηση έργων υποδομής. Το δημόσιο είτε εισήγαγε τις κρατικές επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο χρησιμοποιώντας διάφορους συνδυασμούς μετοχοποίησης διατηρώντας μεγαλύτερο ή μικρότερο έλεγχο, ή απλώς εκποίησε κατευθείαν σε κάποιο ιδιώτη την δημόσια επιχείρηση. Η επένδυση για την ανάπτυξη της υποδομής που σχετίζεται με αυτήν την υπηρεσία – οργανισμό (π.χ. πόντιση τηλεπικοινωνιακού καλωδίου μεταξύ ηπειρωτικής και νησιωτικής χώρας) επαφίεται πλέον σε εκείνον που έχει τον έλεγχο του οργανισμού επιχείρησης. Η ταυτόχρονη απελευθέρωση των αγορών σε κρίσιμους και ιδιαίτερα ελκυστικούς χώρους επιχειρηματικής δραστηριότητας (τηλεπικοινωνίες, παραγωγή και προσφορά ενέργειας, μεταφορές) επιδρά καταλυτικά στην προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων και την κατασκευή υποδομών με τρόπο οικονομικά αποτελεσματικό. **(iii) Συνεργασία – Σύμπραξη Κράτους και Ιδιώτη.** Το πλέον πρόσφατο μοντέλο κατασκευής των δημοσίων υποδομών είναι αυτό της Σύμπραξης Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα, ΣΔΙΤ (Public Private Partnership, PPP). Στις ΣΔΙΤ χρησιμοποιούνται ιδιωτικά κεφάλαια για την κατασκευή και λειτουργία δημοσίων υποδομών. Με την χρήση αυτών των συνεργασιών μεταφέρετε το βάρος της κατασκευής και λειτουργίας των υποδομών στον ιδιώτη στον οποίο παραχωρείται και η εκμετάλλευση (π.χ. διόδια της Αττικής Οδού) για κάποιο χρονικό διάστημα και με συγκεκριμένο τρόπο που έχει εκ των προτέρων συμφωνηθεί. Πολλές φορές ο κίνδυνος για τον ιδιώτη κατασκευαστή είναι μεγάλος και για αυτό το λόγο το κράτος συμφωνεί να «αγοράζει» για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα το προϊόν του ιδιώτη κατασκευαστή σε μία συγκεκριμένη τιμή και ποσότητα.

#### **Μοντέλα χρηματοδότησης της κατασκευής των υποδομών**

##### **Η δημόσια χρηματοδότηση**

Παραδοσιακά οι κυβερνήσεις χρηματοδοτούν την κατασκευή των υποδομών μέσω του κρατικού προϋπολογισμού και την ανάληψη δημοσίου χρέους. Στις ανεπτυγμένες χώρες η δημόσια χρηματοδότηση γίνεται μέσω της έκδοσης ομολόγων αλλά και των εσόδων από την φορολογία, που πολλές φορές παίρνει και την μορφή κάποιου ειδικού εισπρακτικού – φορολογικού

μέτρου για την κατασκευή ενός έργου. Στις αναπτυσσόμενες χώρες συναντάμε και πάλι την χρήση των ομολογιών αλλά κυριότερα τον δανεισμό από την Διεθνή Τραπεζική Αγορά και ειδικά από την Διεθνή Τράπεζα (World Bank). Σταδιακά οι κυβερνήσεις προσπάθησαν να απομακρυνθούν από αυτό τον τρόπο χρηματοδότησης αφού είναι ιδιαίτερα επιβαρυντικός για τον κρατικό προϋπολογισμό. Με βάση αυτό το μοντέλο η εκάστοτε κυβέρνηση θα δανειστεί από το διεθνές τραπεζικό σύστημα προκειμένου να συγκεντρώσει τα απαραίτητα κεφάλαια για την κατασκευή του έργου. Κατόπιν θα αναθέσει σε ιδιώτη (ή ομάδα ιδιωτών) την κατασκευή του έργου. Οι δανειστές της Κυβέρνησης θα αξιολογήσουν την ικανότητα της να αποπληρώσει και ο δανεισμός θα γίνει με κρατική εγγύηση που βαραίνει χρηματοοικονομικά τον κρατικό προϋπολογισμό. Για να συγκεντρώσει τα χρήματα η κυβέρνηση θα αποσπάσει τμήμα από τα φορολογικά έσοδα αλλά μπορεί ακόμα και να επιβάλει επιπρόσθετα ειδικά τέλη.

### **Η εταιρική χρηματοδότηση**

Τα έργα υποδομής του ιδιωτικού τομέα χρηματοδοτούνται πλήρως μέσω εταιρικής χρηματοδότησης. Μεγάλες επιχειρήσεις συνήθως συγκεντρώνουν κεφάλαια με την έκδοση ομολόγων ή άλλου είδους χρεογράφων ή με την αύξηση κεφαλαίου ή ακόμα δανείζονται απ' ευθείας από την τραπεζική αγορά. Οι επιχειρήσεις τείνουν να αποφεύγουν αυτό τον τρόπο χρηματοδότησης κατασκευής έργων υποδομής επειδή έχει σχετικά υψηλό κόστος, δεσμεύει την επιχείρηση για μεγάλα χρονικά διαστήματα, και επιβαρύνει ιδιαίτερα τον ισολογισμό. Με βάση το μοντέλο της Εταιρικής Χρηματοδότησης η επιχείρηση συγκεντρώνει τα απαραίτητα κεφάλαια από δανεισμό εγγυώμενη, την επιστροφή των δανείων από τα επιπρόσθετα λειτουργικά της κέρδη (κέρδη, που προβλέπει να προέλθουν από την εκμετάλλευση της υποδομής) και με εγγύηση τα περιουσιακά της στοιχεία ή με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Φυσικά τόσο ο δανεισμός όσο και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου επιβαρύνουν την επιχείρηση και αυξάνουν το κόστος χρήσης κεφαλαίων.

### **Η χρηματοδότηση έργου**

Σημαντική αλλαγή στην κατασκευή, λειτουργία και χρηματοδότηση των υποδομών παρουσιάστηκε την δεκαετία του 1970 με την αυξανόμενη χρήση του Project Finance που εδράζεται σε ποικιλία πηγών ιδιωτικών και δημοσίων κεφαλαίων σε αντίθεση με την απευθείας κρατική χρηματοδότηση ή την αποκλειστική εταιρική χρηματοδότηση και ιδιοκτησία. Το project finance είναι ένας μηχανισμός χρηματοδότησης όπου οι δανειστές αρχικά εξετάζουν τα προσδοκώμενα έσοδα και τα περιουσιακά στοιχεία του έργου προκειμένου να αποφασίσουν για την σύναψη του δανείου αλλά και για να εξασφαλίσουν την αποπληρωμή του. Το project finance διαφέρει από την παραδοσιακή εταιρική χρηματοδότηση που οι δανειστές δίνουν κεφάλαια σε μία επιχείρηση με πιστοληπτική ικανότητα βασιζόμενη στο ιστορικό δανεισμού της επιχείρησης από την μία πλευρά και στο σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων και των μελλοντικών χρηματοροών της από την άλλη. Αυτό που διακρίνει το project finance είναι ότι εδώ οι δανειστές δεν έχουν καμία άλλη πηγή για να εξασφαλίσουν τα δάνεια που παρέχουν παρά μόνο τις προβλεπόμενες μελλοντικές χρηματοροές του έργου και τα περιουσιακά στοιχεία αυτά κάθε αυτά του έργου. Στο project finance το έργο, τα περιουσιακά του στοιχεία και οι συμφωνίες που το καθορίζουν είναι μία διακριτή οντότητα από εκείνη των κατασκευαστών. Δημιουργείται μία ξεχωριστή εταιρία, Εταιρία Ειδικού Σκοπού (ή όχημα ειδικού σκοπού SPV), η οποία αναλαμβάνει την κατασκευή του έργου. Η εταιρία αυτή έχει συνήθως το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο για να μπορέσει να διεκδικήσει δανεισμό και αυτό συνήθως δεν ξεπερνά το 30%

των απαιτούμενων κεφαλαίων για την κατασκευή του έργου. Η εταιρία του έργου είναι υπεύθυνη για την κατασκευή, λειτουργία, και την συλλογή των εσόδων του έργου. Αυτό επιτρέπει στους δανειστές να κάνουν εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του έργου (ή της εταιρίας ειδικού σκοπού) διακριτά από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν. Η διαδικασία αυτή επιτρέπει off balance sheet αντιμετώπιση του χρέους για τον κατασκευαστή, ανάδοχο του έργου, δηλαδή δεν θα καταγράψει στον ισολογισμό του την υποχρέωση για την αποπληρωμή του δανείου και με αυτό τον τρόπο δεν θα επιβαρύνει την πιστοληπτική του ικανότητα. Άρα οι δανειστές έχουν εγγυήσεις για τον δανεισμό μόνο από την Εταιρία Ειδικού Σκοπού και καθόλου (ή έστω ελάχιστη) από τις επιχειρήσεις αναδόχους του έργου. Οι λόγοι για την συνεργασία περισσότερων του ενός για την κατασκευή αυτών των υποδομών είναι πολλοί: (i) Το έργο είναι συνήθως τόσο μεγάλο που ξεπερνά τις τεχνικές και οικονομικές δυνατότητες ενός κατασκευαστή. (ii) Είναι καλύτερο ο κίνδυνος να διαχέεται ώστε να αναλαμβάνει ο καθένας συμμετέχων μικρότερο μέρος αυτού. (iii) Οι συμμετέχοντες στην κατασκευή ενός μεγάλου έργου απολαμβάνουν οικονομίες κλίμακας που δεν θα μπορούσαν να δημιουργήσουν μικρότερα έργα. Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο χρηματοδότησης, σύμπραξη ιδιωτών αναδόχων συγκροτεί consortium για την κατασκευή και εκμετάλλευση του έργου είτε με πελάτη το κράτος, είτε με προσφορά της υπηρεσίας στο ευρύ κοινό με ανάλογη χρέωση.

**Συγκεντρωτική- συγκριτική παρουσίαση ιδιοκτησιακού καθεστώτος και χρηματοδοτικού σχήματος κατασκευής έργων υποδομής.**

Στις προηγούμενες ενότητες παρουσιάστηκαν περιληπτικά οι τρόποι κατασκευής και χρηματοδότησης των έργων υποδομής. Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιάσουμε συνοπτικά και συγκεντρωτικά σε έναν πίνακα όλες τις παραπάνω μεθοδολογίες παραθέτοντας και ανάλογα παραδείγματα ώστε να γίνουν πλήρως κατανοητές οι διακρίσεις.

	<b>Ιδιοκτησιακό Καθεστώς</b>	<b>Χρηματοδότηση</b>	<b>Παράδειγμα Εφαρμογής</b>
<b>Κατασκευή από το Κράτος</b>	Πλήρης έλεγχος και ανάληψη του κινδύνου από το κράτος	Κρατική Χρηματοδότηση από τον προϋπολογισμό	Ολυμπιακό Στάδιο Αθηνών (Ο.Α.Κ.Α.)
<b>Σύμπραξη Δημοσίου και Ιδιωτικού Φορέα</b>	Διαφοροποιημένο ανάλογα με την Σύμπραξη με τελική ιδιοκτησία από το Δημόσιο	Project Finance	Αττική οδός, Αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος
<b>Ιδιώτης</b>	Πλήρης έλεγχος και ανάληψη του κινδύνου από τον ιδιώτη	Εταιρική Χρηματοδότηση (Corporate Finance)	Δίκτυα παροχής Internet, Δίκτυα παροχής κινητής τηλεφωνίας, παραγωγή ηλεκτρικού ρεύματος.

Πίνακας 1. Συγκεντρωτική παρουσίαση των διαφορετικών μεθόδων ιδιοκτησίας και χρηματοδότησης

## **Χρηματοδότηση Έργου: Ορισμός και εννοιολογική οριοθέτηση σε σχέση με άλλες μορφές δομημένης χρηματοδότησης (structure finance) και την εταιρική χρηματοδότηση.**

### **Ορισμός Χρηματοδότησης Έργου.**

Έχουν δοθεί κατά καιρούς διάφοροι ορισμοί για το Project Finance. Ο **Finnerty (1996)** ορίζει το Project Finance ως "...την συγκέντρωση κεφαλαίων προκειμένου να χρηματοδοτηθεί μία ανεξάρτητη κεφαλαιακά επένδυση έργο, στην οποία οι δανειστές κεφαλαίου εστιάζουν πρωταρχικά στην αναμενόμενη χρηματοροή της επένδυσης ως την πηγή για την εξυπηρέτηση του δανείου...". Οι **Nevitt και Fabozzi (2000)** προσδιορίζουν το Project Finance ως "...την χρηματοδότηση μίας συγκεκριμένης ανεξάρτητης οικονομικής μονάδας κατά την οποία ο δανειστής ικανοποιείται κυρίως από χρηματοροή της ανεξάρτητης μονάδας για την αποπληρωμή του δανείου και αποβλέπει στα περιουσιακά στοιχεία της μονάδας αυτής ως εγγύηση για το δάνειο...". Η **Διεθνής Ένωση για το Project Finance** (International Project Finance Association - I.P.F.A.) ορίζει το Project Finance, ως εξής: "...Η χρηματοδότηση (της κατασκευής) μίας μακροχρόνιας υποδομής, βιομηχανικού έργου ή δημόσιας υπηρεσίας με περιορισμένη έως και καθόλου αναγωγή, όπου το χρέος θα αποπληρωθεί από την χρηματοροή που θα δημιουργήσει το ίδιο το έργο...". Τέλος η **DentonWildeSapte**, μία από της μεγαλύτερες εταιρίες νομικών συμβούλων στον κόσμο, εξειδικευμένη σε θέματα Project Finance, το προσδιορίζει ως εξής: "...Η χρηματοδότηση της ανάπτυξης ή της εκμετάλλευσης ενός δικαιώματος, φυσικής πηγής ή αλλού περιουσιακού στοιχείου όπου το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος της (χρηματοδότησης) προέρχεται από δανεισμό (χρέος) και αποπληρώνεται από τα έσοδα που δημιουργούνται από αυτό το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο...". Προσπαθώντας να χρησιμοποιήσουμε τα στοιχεία που αναφέρονται στους παραπάνω ορισμούς μπορούμε να καταλήξουμε στον παρακάτω στηριζόμενοι στη λογική που περιγράφει ο **Esty(2004)**: "**Project Finance** είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων για την χρηματοδότηση μίας οικονομικά και νομικά ανεξάρτητης εταιρίας έργου (Project Company, Special Purpose Vehicle) για την κατασκευή ενός επενδυτικού έργου, χρησιμοποιώντας κυρίως την ανάληψη χρέους που θα αποπληρωθεί αποκλειστικά από το εισόδημα που θα παραχθεί από την εκμετάλλευση του έργου και τα περιουσιακά του στοιχεία."

Όλοι οι παραπάνω ορισμοί αναγνωρίζουν, ευθέως ή όχι, την ύπαρξη τριών, συστατικών στοιχείων του Project Finance. **Την επένδυση (investment), την ανεξάρτητη νομικά και οικονομικά οντότητα (project company), και την χρηματοδότηση (finance).** Η επένδυση είναι εντάσεως κεφαλαίου και δικαιολογεί την αξιολόγησή της σε ξεχωριστή, διακριτή βάση (standalone basis). Έπειτα έχουμε την **οικονομικά και νομικά ανεξάρτητη οντότητα**. Αυτή η οργανωτική παράμετρος αναφέρεται στον φορέα που θα αναλάβει να κατασκευάσει και να λειτουργήσει το έργο. Τέλος έχουμε την **χρηματοδότηση** του έργου. Με βάση όσα αναφέρθηκαν παραπάνω η εξυπηρέτηση των δανείων, βασίζεται αποκλειστικά στην χρηματοροή που θα δημιουργηθεί από το έργο. Αυτή είναι η σημαντικότερη παράμετρος στην διαδικασία του Project Finance γιατί το χρέος δομείται με τρόπο που δεν μπορεί να αναχθεί στον ανάδοχο κατασκευαστή του έργου (non - recourse debt).

### **Εννοιολογική οριοθέτηση της Χρηματοδότησης Έργου (Project Finance) και της Δομημένης Χρηματοδότησης (Structure Finance).**

Συχνά γίνεται σύγχυση των όρων structure finance και project finance και για αυτό κρίνουμε απαραίτητο να γίνει αναφορά στο περιεχόμενο τους. Με τον όρο Structured Finance (SF) περιγράφουμε κάθε μη τυποποιημένη διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων. Μία περιεκτικότερη διατύπωση θα ήταν, κάθε διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων για ειδικό επενδυτικό σκοπό. Συνήθως οι εταιρίες καταφεύγουν σε αυτή την μορφή συγκέντρωσης κεφαλαίων όταν ο δανεισμός ή η έκδοση μετοχών δεν είναι εφικτή ή δεν είναι συμφέρουσα. Έτσι το Structured Finance είναι μία λύση προσαρμοσμένη στις ανάγκες του δανειζόμενου. Μπορεί να πάρει διάφορες μορφές. Μία από αυτές είναι και το Project Finance, όχι όμως η μοναδική. Ας εξετάσουμε ορισμένα παραδείγματα παραθέτοντας και τις διαφορές από το Project Finance.

**(i) Acquisition Finance - Χρηματοδότηση εξαγορών.** Πρόκειται για την προσπάθεια μίας επιχείρησης να εξαγοράσει μία άλλη (με ή χωρίς την σύμφωνη γνώμη της διοίκησης της δεύτερης, οπότε και έχουμε την δημόσια προσφορά στο ευρύ κοινό) είτε με μετρητά είτε με ανταλλαγή μετοχών είτε με συνδυασμό των δύο. Η προσπάθεια χρηματοδοτείται αλλά σε περίπτωση αποτυχίας η δανειζόμενη επιχείρηση έχει πλήρη την ευθύνη για την αποπληρωμή του δανείου.

**(ii) Management buy out και Leverage buy out.** Αναφερόμαστε στην περίπτωση που η διοίκηση μίας επιχείρησης επιθυμεί να αναλάβει και την ιδιοκτησία της και να ασκήσει πλήρως το management και την λήψη αποφάσεων. Η κίνηση αυτή έχει αυξημένη ανάγκη κεφαλαίου γιατί η ζήτηση των μετοχών στην αγορά αυξάνεται δραματικά και αντίστοιχα η τιμή τους. Αν χρειάζεται πρόσθετη χρηματοδότηση πέραν αυτής που διαθέτει η ομάδα του management τότε αναζητείται δανεισμός. Στην τελευταία αυτή εκδοχή έχουμε Leverage buy out. Σημειώνεται, σε ότι αφορά την αποπληρωμή του, στην χρηματοροή της επιχείρησης αλλά δεν συνδέεται με την κατασκευή κάποιας υποδομής. Είναι μία τακτική στην οποία μετέχουν κατά κύριο λόγο Τράπεζες που επιθυμούν να αναλάβουν τον έλεγχο επιχείρησης. Γενικά η μέθοδος LBO σημαίνει επιρροή κάποιου μέσα σε στην εταιρεία, η οποία ασκείται με την αγορά μεριδίου μετοχών που κατέχει άλλος σ' αυτήν την εταιρεία. Το σύστημα αυτό έχει αποφέρει σημαντικά κέρδη σε τολμηρούς επενδυτές, γιατί εξασκείται πάνω σε προβληματικές επιχειρήσεις. Τα LBOs είναι κυρίως μια μορφή επενδυτικής τακτικής των Τραπεζών, η οποία επιτρέπει σε μια Τράπεζα ν' αντισταθμίσει την εξαγορά μιας επιχείρησης όχι μόνο με δικά της κεφάλαια αλλά και με δανεισμό που συνάπτει στη διατραπεζική αγορά. Η αγορά των LBOs είναι σκληρή και συμμετέχουν οργανωμένες κοινοπραξίες Τραπεζών. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης δεν συνδέεται με την κατασκευή κάποιας υποδομής.

**(iii) Asset Finance.** Χρηματοδότηση Ενεργητικού. Αναφερόμαστε στον δανεισμό για την αγορά εύκολα ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού όπως είναι τα οικόπεδα, αεροσκάφη, κτλ. Σε αντίθεση με αυτή την μέθοδο στο Project Finance, αναφερόμαστε στην χρηματοδότηση στοιχείων ενεργητικού που δεν είναι ρευστοποιήσιμα στην αγορά, ή καλύτερα δεν υπάρχει κάποια αγορά για αυτά (π.χ. πλατφόρμα άντλησης πετρελαίου εγκατεστημένη σε κάποια συγκεκριμένη τοποθεσία σε σημείο της Βόρειας Θάλασσας που απεδέχθη τελικώς άγονο σε ότι αφορά την εξόρυξη).

**(iv) Securitization - debt securitization.** Τιτλοποίηση απαιτήσεων. Οι τίτλοι securities - είναι πάντα περισσότερο εύχρηστοι από ότι το χρέος. Εξ' άλλου υπάρχει οργανωμένη αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι τίτλοι. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης των απαιτήσεων ο δανειστής κεφαλαίων δημιουργεί μία Εταιρία Ειδικού Σκοπού στην οποία μεταβιβάζει τα χρέη των επιχειρήσεων στις οποίες έχει δανείσει. Αφού γίνει η μεταβίβαση στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού, η τελευταία εκδίδει αξιόγραφα (π.χ. εταιρικά ομόλογα) στηριζόμενη σε

αυτά ακριβώς τα δάνεια (που ουσιαστικά αποτελούν τα περιουσιακά της στοιχεία) και τα πουλάει σε επενδυτές μέσω των οργανωμένων αγορών. Τα αξιόγραφα λαμβάνουν αξιολόγηση ανάλογα με το μίγμα του χρέους που εκπροσωπούν και πόσο επισφαλής ή όχι είναι η αποπληρωμή τους. Άρα τώρα έχει δημιουργηθεί μία αντίστροφη ροή κεφαλαίων από τους επενδυτές προς την Ε.Ε.Σ και από εκεί προς τον δανειστή κεφαλαίων (είτε είναι Τράπεζα, είτε είναι άλλος χρηματοπιστωτικός οργανισμός). Με αυτό τον τρόπο το χρέος γίνεται εμπορεύσιμο. **(v) Asset Securitization (asset backed securities)**. Με αυτή την μέθοδο επιτυγχάνουμε δανεισμό έναντι μίας ήδη υπάρχουσας χρηματοροής προερχόμενης από μία επιχειρηματική δραστηριότητα. Στην περίπτωση αυτή αναφερόμαστε στην δημιουργία διαπραγματεύσιμων αξιόγραφων. Έτσι έχουμε την δημιουργία ομολόγων βασιζόμενων σε υποθήκες. Για παράδειγμα υποθήκες σπιτιών (που είναι και η συνηθέστερη μέθοδος) συγκεντρώνονται (pool) και χρησιμοποιούνται ως εγγυήσεις για την έκδοση ομολόγων. Η εμπορευσιμότητα, το επιτόκιο, ο κίνδυνος αποπληρωμής και τα λοιπά χαρακτηριστικά αυτού του προϊόντος κρίνονται με βάση την αξιοπιστία και την πιστοληπτική ικανότητα εκείνων που αρχικώς πήραν τα δάνεια. Η διαφορά από το Project Finance έγκειται στο ότι στην περίπτωση του Project Finance το δάνειο δίδεται έναντι μίας χρηματοροής που θα έρθει και όχι μίας που είναι, ανεξάρτητα του βαθμού επικινδυνότητας, ήδη εδραιωμένη. Επίσης τα asset backed securities στηρίζονται στην χρηματοροή χρηματοοικονομικών προϊόντων π.χ. υποθήκες σπιτιών, και όχι σε περιουσιακά στοιχεία με φυσικό περιεχόμενο όπως στο Project Finance.

#### **Εννοιολογική οριοθέτηση της Χρηματοδότησης Έργου σε σχέση με την Εταιρική Χρηματοδότηση στο πλαίσιο της δημιουργίας οικονομικής αξίας.**

Η ανάλυση που ακολουθεί έχει ως σημείο εκκίνησης την θεωρία των **Modigliani - Miller**, για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Οι **Modigliani - Miller (1958)** αναφέρουν στην βασική τους εργασία, ότι κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από το μίγμα χρηματοδότησης που αυτή επιλέγει. Μία από τις σημαντικές υποθέσεις που κάνουν είναι η διάκριση των αποφάσεων χρηματοδότησης και επένδυσης. Όντας σε ισχύ, αυτή η υπόθεση, μία σειρά από αποφάσεις της επιχείρησης που σχετίζονται με την χρηματοδότηση (οργανωτική δομή, δομή κεφαλαίου, ιδιοκτησιακή δομή κ.α.) δεν επηρεάζουν τις επενδυτικές της αποφάσεις και κατά συνέπεια την μελλοντική χρηματοροή (**Esty, 2003**). Ακόμα υποθέτουν ότι δεν υπάρχουν φόροι, κόστη συναλλαγών, ή κόστη που συνδέονται με την χρηματοοικονομική δυσπραγία. Άρα το αν θα χρηματοδοτηθεί μία επένδυση εταιρικά ή με Project Finance είναι αδιάφορο για τους κατόχους των μετοχών. Όμως η ανάπτυξη του Project Finance, που παραπάνω ορίσαμε ως την δημιουργία μίας ξεχωριστής, οργανωτικά, οικονομικά και νομικά επιχειρηματικής οντότητας μας παρέχει στοιχεία - αποδείξεις, *prima facia* για το ότι τελικά η χρηματοδοτική δομή έχει σημασία, είναι σχετική με την δημιουργία αξίας. Ο **Καθηγητής του Harvard Business School, Benjamin C. Esty**, σε μία σειρά από άρθρα του, εστιάζει στο πως δημιουργείται αξία από την χρήση του Project Finance και γιατί τελικά οι επιχειρήσεις ανάδοχοι των έργων υποδομής το επιλέγουν ως τρόπο χρηματοδότησης, έναντι του Corporate Financing. Η άποψη του Esty, εδράζεται στο ότι η θεωρία των M M, ισχύει σε μία τέλεια αγορά στην οποία συντρέχουν, συγκεκριμένες συνθήκες όπως η απουσία φόρων, κόστη συναλλαγών, κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Πέραν από αυτές τις υποθέσεις, υπάρχουν και επιπλέον κόστη που δημιουργούνται από ασύμμετρη πληροφόρηση, διαφορετικά κίνητρα μεταξύ διοίκησης, μετόχων, και πιστωτών. Όλα τα παραπάνω αποτελούν ατέλειες των αγορών που οι M M υποθέτουν ότι δεν υφίστανται. Ο Esty διατυπώνει την άποψη ότι η χρήση του Project



Finance δημιουργεί αξία από την μείωση του κόστους που συνδέεται με τις παραπάνω ατέλειες των αγορών. Την ίδια άποψη διατυπώνουν και οι **J.W. Kensinger and J.D. Martin** από το Πανεπιστήμιο του Texas at Austin στο άρθρο τους **"Project Finance: Raising money the old Fashioned Way"** στο Journal of Applied Corporate Finance. Παρακάτω παραθέτουμε τα σημαντικότερα από τα επιχειρήματα που καταγράφονται στην βιβλιογραφία για τα κίνητρα και τους λόγους χρήσεις του Project Finance σε σχέση με την εταιρική χρηματοδότηση.

**Η εννοιολογική οριοθέτηση θα βοηθηθεί από την χρησιμοποίηση του πλαισίου Δημιουργίας Αξίας. Αυτό το πλαίσιο αναλυτικότερα εμπεριέχει τα εξής:**

**1 Δημιουργία Αξίας από την μείωση του κόστους που προέρχεται από την ασύμμετρη ή/ και ελλιπή πληροφόρηση.** Είναι προφανές ότι αυτοί που βρίσκονται μέσα στην επιχείρηση γνωρίζουν περισσότερα, τόσο σε ότι αφορά τις τρέχουσες επενδύσεις όσο και σε ότι αφορά τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται για επενδύσεις στο μέλλον, από εκείνους που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης. Είναι το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης. Το φαινόμενο αυτό προκαλεί κόστος στην επιχείρηση και η άρση του θα μπορούσε να προσθέσει αξία (**Myers and Majluf, 1984**). Ας εξετάσουμε αρχικά πως προσθέτει κόστος στην επιχείρηση.

- **Debt Overhang causes under investment. Αποφυγή της υπό επένδυσης.** Οι διοικούντες την επιχείρηση (management) βρίσκονται μπροστά σε μία ευκαιρία για επένδυση σίγουρα κερδοφόρα, σίγουρα με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία ( $NPV > 0$ ). Για να την αναλάβουν χρειάζονται ρευστό που η επιχείρηση δεν διαθέτει. Υπάρχει η προοπτική της έκδοσης νέων μετοχών για την συγκέντρωση επιπρόσθετου κεφαλαίου. Όμως με βάση την πληροφόρηση που το management έχει η νέα επένδυση έχει μεν  $NPV > 0$  αλλά η έκδοση μετοχών σε τιμή ευκαιρίας προκαλεί μεγαλύτερη ζημιά από ότι όφελος στους παλαιότερους μετόχους. Από την άλλη πλευρά τα οφέλη που θα προκύψουν από την επένδυση θα τα καρπωθούν πρώτα οι προμηθευτές κεφαλαίου (πιστωτές - δανειστές). Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση δεν προχωρεί σε μία επένδυση που αν γίνονταν θα προσέθετε αξία στην επιχείρηση. Οι **Myers και Majluf (1984)** αναφέρουν ως λύση στο συγκεκριμένο πρόβλημα (under investment) την χρήση του Project Finance με την δημιουργία ανεξάρτητης επιχείρησης (E.E.Σ.) που θα αναλάβει την υλοποίηση της επένδυσης.
- **Μείωση του κόστους δανεισμού για τους δανειστές.** Από την άλλη πλευρά η επιλογή της μεθόδου του Project Finance για την χρηματοδότηση ενός έργου μειώνει και το κόστος της διαδικασίας του δανεισμού. Συνήθως, αν όχι πάντα, αυτού του είδους τα έργα αναφέρονται στην κατασκευή μίας απτής, ενυπόστατης (tangible) υποδομής και άρα είναι μία διαδικασία εύκολα, ή τουλάχιστον περισσότερο, ελεγχόμενης από τους πιστωτές που μπορούν να κρίνουν την επένδυση μόνη της και όχι μαζί με δεκάδες άλλες που η επιχείρηση μπορεί να έχει αναλάβει (αξιολογώντας συνολικά την επιχείρηση). Η διάκριση αυτή, από τις υπόλοιπες δραστηριότητες της επιχείρησης, διευκολύνει την διαδικασία απόφασης των πιστωτών, γιατί ευκολότερα και με μεγαλύτερη αξιοπιστία συγκεντρώνουν πληροφόρηση για ένα έργο παρά για μία ολόκληρη επιχείρηση της οποίας το εύρος των δραστηριοτήτων και επενδύσεων είναι εκτεταμένο. Επίσης οι χρηματοδοτούμενοι είναι περισσότερο διατεθειμένοι να αποκαλύψουν πληροφορίες σε μία μικρή ομάδα τραπεζών για μία συγκεκριμένη δραστηριότητα. Θα ήταν πολύ πιο δύσκολο να το κάνουν αυτό για ολόκληρη την επιχείρηση σε ένα μεγαλύτερο αριθμό πιστωτών και ίσως ανεπιθύμητο για λόγους

ανταγωνισμού. Επιπρόσθετα, η δομή της Ε.Ε.Σ. που συν - αποφασίζεται από τους αναδόχους του έργου αλλά και από τους προμηθευτές κεφαλαίου, είναι σίγουρα περισσότερο διαφανής και επιτρέπει τον έλεγχο και στην πρόοδο της κατασκευής και της επερχόμενης χρηματοροής. Έτσι με απόλυτα προσηλωμένο το **management** -που είναι τελείως ελεγχόμενο από τις συμφωνίες που προηγήθηκαν για την δημιουργία της Ε.Ε.Σ. και απόλυτα ελεγχόμενες τις χρηματοροές είναι πολύ δύσκολο να υπάρξουν τα προβλήματα που συναντάμε στις επιχειρήσεις που ενοποιούν πολλές διαφορετικές μεταξύ τους δραστηριότητες. Αυτό μειώνει και το κόστος δανεισμού (**Merton,1987**).

**2 Δημιουργία αξίας από την μείωση των εσωτερικών συγκρούσεων και των αντιτιθέμενων συμφερόντων, κινήτρων.** Με βάση την ανάλυση του **Esty (1999)** δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο να δημιουργούνται για διαφορετικούς λόγους διαμάχες μέσα στις επιχειρήσεις με αντικείμενο τις επενδυτικές αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν και να οδηγημάστε σε λάθος αποφάσεις και τοποθετήσεις κεφαλαίων. Οι κυριότερες κατηγορίες αυτών των (λάθος) αποφάσεων είναι:

- **Υπέρ επένδυση** (over - investment) σε δραστηριότητες με αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Συχνά παρουσιάζεται αυτό το πρόβλημα στις επιχειρήσεις που αδυνατούν να διακρίνουν και να αξιολογήσουν την κάθε επένδυση, το κάθε έργο ξεχωριστά. Στην περίπτωση όμως του **Project Finance**, κάθε επένδυση αξιολογείται και πραγματοποιείται σίγουρα ξεχωριστά και συμμετέχουν σε αυτή την διαδικασία όχι μόνο τα στελέχη μίας επιχείρησης αλλά το εξειδικευμένο προσωπικό όλων όσων χρηματοδοτούν καθώς και εξειδικευμένοι σύμβουλοι. Στην βιβλιογραφία αυτό το φαινόμενο συναντάται ως **free cash flow conflict (Brealey et al, 1996)**.
- **Υπό επένδυση** (under - investment) σε έργα με υψηλό ρίσκο και θετική καθαρή παρούσα αξία. Είναι το φαινόμενο του **management risk averse (Smith et al,1985)**. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων τείνουν να μην αναλαμβάνουν τέτοιου είδους έργα και επενδύσεις επειδή φοβούνται ότι μία πιθανή αποτυχία μπορεί να παρασύρει σε χρηματοοικονομική δυσπραγία ολόκληρη την επιχείρηση, ακόμα και αν το έργο υλοποιείται από μία θυγατρική.

**3 Δημιουργία αξίας από την μείωση του φορολογικού βάρους.** Η δημιουργία μιας ανεξάρτητης οικονομικά μονάδας επιτρέπει την απόλυτη φορολογικών πλεονεκτημάτων που δεν θα υπήρχαν αν η χρηματοδότηση και κατασκευή του έργου γίνονταν από την ίδια την επιχείρηση με **corporate financing**. Η μείωση των φορολογικών συντελεστών και η απαλλαγή από άλλα φορολογικά βάρη και τέλη είναι κάποια από τα πλεονεκτήματα. Αυτό συμβαίνει επειδή τα έργα που κατασκευάζονται με **project Finance** είναι συνήθως κοινωφελή (με την έννοια ότι συντελούν αποφασιστικά στην βελτίωση του βιοτικού επιπέδου ενός τόπου) αλλά και επειδή συνήθως εμπλέκεται σε αυτά το δημόσιο όποτε προβλέπεται ειδική φορολογική μεταχείριση για την κατασκευή και λειτουργία τους ήδη από την υπογραφή της συμφωνίας. Ένα ακόμα φορολογικό πλεονέκτημα είναι αυτό που προέρχεται από την κεφαλαιακή δομή που στην περίπτωση του **project finance** κυριαρχεί ο δανεισμός. Η φορολογική ελάφρυνση που επιτυγχάνει η Εταιρία Ειδικού Σκοπού είναι σχεδόν η διπλάσια από αυτή που θα επιτύγχανε ο κάθε **sponsor** (κατασκευαστής - μέτοχος στην ΕΕΣ) από μόνος του αν αναλάμβανε και χρηματοδοτούσε το έργο με συνήθεις μεθόδους.

**4 Δημιουργία Αξίας από την μείωση του κόστους και της πιθανότητας της Χρεοκοπίας.** Το κόστος της χρεοκοπίας, ή καλύτερα, της αδυναμίας να ανταποκριθεί η επιχείρηση στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της (αναφέρεται και ως χρηματοοικονομική δυσπραγία), μπορεί να υπολογιστεί ως η πιθανότητα να επέλθει αυτό το ενδεχόμενο επί το

κόστος που θα επωμιστεί η επιχείρηση αν αυτό τελικά επέλθει (Esty, 1999). Η χρήση του Project Finance προσθέτει, δημιουργεί αξία από την μείωση της πιθανότητας της χρεοκοπίας αλλά και από την μείωση αυτού κάθε αυτού του κόστους χρεοκοπίας. Πάντα συγκριτικά με την εταιρική χρηματοδότηση, το project finance μειώνει την πιθανότητα της χρεοκοπίας της επιχείρησης επειδή λειτουργεί διακριτά και η χρεοκοπία του έργου δεν θα προκαλέσει αποτυχία της επιχείρησης (δεν θα συμπαρασύρει την επιχείρηση). Η μείωση του κόστους της χρεοκοπίας, από την άλλη πλευρά, προέρχεται από το γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία του έργου είναι ιδιαίτερα και χρησιμοποιούνται μονάχα σε αυτό το έργο. Έτσι είναι περισσότερο συμφέρον για τον δανειστή σε περίπτωση χρεοκοπίας του έργου να επαναδιαπραγματευθεί τους όρους του παρά να προχωρήσει σε ρευστοποίηση πώληση των περιουσιακών του στοιχείων.

Συμπερασματικά από τα παραπάνω μπορούμε να αναφέρουμε ότι ο συνδυασμός της μειωμένης πιθανότητας χρεοκοπίας και μειωμένου κόστους χρεοκοπίας (αν τελικώς αυτή επέλθει) διευκολύνει επιτρέπει την χρήση υψηλού δανεισμού. Ο υψηλός δανεισμός με την σειρά του δημιουργεί αξία με την αποτροπή εσωτερικών συγκρούσεων αλλά και με τα επιπλέον φορολογικά οφέλη που δημιουργεί.

**5 Δημιουργία αξίας από την καλύτερη διαχείριση του κινδύνου.** Τα εμπλεκόμενα μέρη στο Project Finance αναλαμβάνουν το σύνολο των κινδύνων του έργου (τεχνολογικός, οικονομικός, περιβαλλοντικός, κίνδυνος ολοκλήρωσης) και ο κάθε κίνδυνος αναλαμβάνεται από εκείνον που μπορεί να τον αντιμετωπίσει καλύτερα. Με αυτό τον τρόπο αυξάνεται η πιθανότητα οι συμμετέχοντες να δρουν κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο για την αποτελεσματικότητα και επιτυχία του έργου. Αυτό ακριβώς το χαρακτηριστικό, ο διαχωρισμός δηλαδή των διαφόρων κινδύνων και η ανάληψη τους από τον πλέον κατάλληλο να τον αντιμετωπίσει αλλά και η ταυτόχρονη συμμετοχή όλων στα οφέλη του έργου καθιστά το project finance ιδιαίτερα διαφορετικό αλλά και πολύ περισσότερο αποτελεσματικό, στις περιπτώσεις κατασκευής μεγάλων έργων, από ότι η εταιρική χρηματοδότηση.

Κριτήριο	Corporate Finance Εταιρική Χρηματοδότηση	Project Finance Χρηματοδότηση Έργου.
Φορέας του δανείου	Η ίδια η επιχείρηση η οποία εγγυάται για την αποπληρωμή του δανείου με το σύνολο των χρηματοροών της και των περιουσιακών της στοιχείων	Η ΕΕΣ. Δεν υπάρχει δυνατότητα αναγωγής του χρέους.
Πιστωτική Ανάλυση	Βασίζεται στο σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης και σε ιστορικά στοιχεία για αυτήν	Βασίζεται στην πρόβλεψη για την χρηματοροή του έργου και στα περιουσιακά του στοιχεία.
Έλεγχος	Από το Δ.Σ. της επιχείρησης και έμμεσα από τους μετόχους. Περιορισμένη δυνατότητα ελέγχου από τους δανειστές.	Ευκολότερος ο έλεγχος από τους δανειστές λόγω των συμφωνιών που προηγήθηκαν για την σύσταση της ΕΕΣ.
Κίνδυνος	Δυνατότητα αναγωγής.	Δεν υπάρχει δυνατότητα αναγωγής.
Λογιστική Αντιμετώπιση	Καταγράφεται στον Ισολογισμό	Καταγράφεται στον Ισολογισμό της ΕΕΣ

<b>Free Cash Flow</b>	Η επιχείρηση αποφασίζει για την χρήση τους. Δεν διακρίνονται οι χρηματοροές του έργου από εκείνες της επιχείρησης.	Η επιχείρηση, ΕΕΣ είναι απόλυτα δεσμευμένη σχετικά με την χρήση των χρηματοροών.
<b>Χρηματοδοτική Ευελιξία</b>	Η χρηματοδότηση εξασφαλίζεται σχετικά γρήγορα	Υψηλά κόστη συναλλαγών, πολύπλοκη και χρονοβόρα διαδικασία.
<b>Κόστος αντιπροσώπευσης</b>	Υπάρχει και οι επενδυτές είναι εκτεθειμένοι σε αυτόν.	Η έκθεση των επενδυτών είναι πολύ μικρότερη.
<b>Χρεοκοπία</b>	Οι δανειστές μπορούν να ικανοποιηθούν από όλα τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.	Οι επιλογές των χρηματοδοτών σχετικά με την ανάκτηση των κεφαλαίων τους είναι περιορισμένη.

**Πίνακας 2: Συγκεντρωτική Παρουσίαση των χαρακτηριστικών χρηματοδότησης έργου και εταιρικής χρηματοδότησης (βασισμένο στο Finnerty, 1996 και Gatti, 2005 και 2007)**

### **Συγκριτική διερεύνηση της χρηματοδότησης έργου και της εταιρικής χρηματοδότησης ως εργαλείων της κεφαλαιαγοράς.**

**Λόγοι που συντρέχουν για την υιοθέτηση της μεθόδου της χρηματοδότησης έργου σε σχέση με την εταιρική χρηματοδότηση.**

Το Project Finance είναι σίγουρα μία ακριβότερη μέθοδος συγκέντρωσης κεφαλαίων και χρηματοδότησης κατασκευής υποδομών από ότι ο εταιρικός δανεισμός. Επιπρόσθετα χρειάζεται μεγαλύτερο χρονικό διάστημα υλοποίησης και απαιτεί δέσμευση προσωπικού κάθε βαθμίδας. Άρα θα πρέπει να υπάρχουν σημαντικά πλεονεκτήματα από την χρήση του προκειμένου οι ανάδοχοι ενός έργου (ιδιώτες) να επιλέγουν αυτό τον τρόπο χρηματοδότησης. Αναφέρουμε επιγραμματικά ορισμένους που αφορούν **τις επιχειρήσεις** : **(i)** Οι ανάδοχοι σίγουρα επιθυμούν να αποδεσμευτούν από τον κίνδυνο αποτυχίας του έργου αλλά και από την ανάληψη του χρέους για την κατασκευή του. **(ii)** Σε πολλές χώρες οι κανόνες και οι αρχές της Λογιστικής επιτρέπουν την καταγραφή αυτής της δραστηριότητας off the balance. Βέβαια πρέπει εδώ να αναφερθεί ότι ήδη έχει προωθηθεί η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης και αυτό σημαίνει και υιοθέτηση του κανόνα «η ουσία πάνω από τον τύπο» που δεν επιτρέπει την απόκρυψη ή καλύτερα την μη αποκάλυψη αυτής της πληροφορίας. Στο Ην. Βασίλειο για παράδειγμα είναι πρόσφατη η υιοθέτηση του FRS 5, "Reporting the Substance of Transaction"<sup>3</sup> **(iii)** Σε πολλές περιπτώσεις δεν μπορεί μία επιχείρηση από μόνη της να διεκδικήσει μέσω δανεισμού τα κεφάλαια που απαιτούνται, λόγω του μικρού της μεγέθους. Έτσι επιθυμεί να συμμετάσχει σε consortium περισσότερων επιχειρήσεων που θα κατασκευάσουν έργο με Project Finance. **(iv)** Ο ανάδοχος του έργου μπορεί να έχει απαγορευτικούς περιορισμούς για την ανάληψη επιπλέον δανεισμού που προέρχονται από προηγούμενα δάνεια ή την νομοθεσία, και έτσι προτιμάει την σύσταση Ε.Ε.Σ. μέσω της οποίας θα αντλήσει χρηματοδότηση Project Finance. **(v)** Είναι πιθανό να υπάρχουν φορολογικοί και άλλοι νομικού περιεχομένου λόγοι που να αναγκάζουν την επιχείρηση να προωθήσει την λύση του Project Finance.

Από την άλλη πλευρά και **οι κυβερνήσεις** των χωρών που διαδραματίζουν σημαντικότατο ρόλο στην ανάθεση των έργων για την κατασκευή των

<sup>3</sup> A Guide to Project Finance, Delton Wilde Sapte, London, 2004

υποδομών έχουν μία σειρά από κίνητρα για να προωθούν αυτό τον τρόπο χρηματοδότησης. Ορισμένοι είναι: **(i)** Προσέλκυση ξένων επενδύσεων. Τα κεφάλαια που απαιτούνται για την κατασκευή των υποδομών είναι τέτοια που συνήθως συγκεντρώνονται από το διεθνές τραπεζικό σύστημα. **(ii)** Οι ανάδοχοι που θα κατασκευάσουν το έργο, δεν είναι μόνο ντόπιοι αλλά και - ίσως κυρίως διεθνείς. Από την συμμετοχή τους στην κατασκευή μεταφέρονται στην χώρα σημαντικές γνώσεις και ικανότητες. **(iii)** Μειώνεται σίγουρα η ανάγκη του δημοσίου Τομέα για δανεισμό και παράλληλα αποδεσμεύονται από τον κρατικό προϋπολογισμό κεφάλαια που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε άλλες δραστηριότητες όπου ο ιδιωτικός τομέας δεν μπορεί ή δεν πρέπει να εισέλθει. **(iv)** Θα κατασκευαστούν έργα που σε διαφορετικές περιπτώσεις δεν θα αποτελούσαν προτεραιότητα για μία κυβέρνηση, ενώ τώρα της δίνεται η δυνατότητα να τα προωθήσει αφού θα εμπλακεί πολύ λιγότερο και θα δαπανήσει από λιγότερα έως καθόλου χρήματα. **(v)** Το ανθρώπινο δυναμικό του τόπου έρχεται σε επαφή με νέα τεχνολογία και αποκτά τεχνογνωσία και εκπαίδευση σημαντική. Ας δούμε τώρα αναλυτικά γιατί δημιουργείται αξία από την επιλογή αυτής της μεθόδου.

### **Ειδικά πλεονεκτήματα από την χρήση της Χρηματοδότησης έργου για τους εμπλεκόμενους φορείς.**

#### **1 Για τους κατασκευαστές - μετόχους στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού (sponsors)**

- **Χρηματοδότηση χωρίς αναγωγή ή με περιορισμένη αναγωγή.** Είναι συνήθως ο κυριότερος λόγος για τον οποίο υιοθετείται αυτού του είδους ο τρόπος χρηματοδότησης. Η εξυπηρέτηση της χρηματοδότησης (του χρέους) βασίζεται αποκλειστικά στην χρηματοροή του έργου. Με βάση την μη αναγωγή οι δανειστές δεν μπορούν να στραφούν εναντίον των κατασκευαστών αν η χρηματοροή του έργου δεν είναι ικανή να ικανοποιήσει τους τόκους και το χρέος των δανείων. Οι δανειστές έχουν πρόσβαση μονάχα στα περιουσιακά στοιχεία του έργου και την χρηματοροή που αυτό δημιουργεί. Βέβαια αυτό που συνήθως συμβαίνει είναι ότι οι **sponsors** παρέχουν περιορισμένη δυνατότητα αναγωγής. Για συγκεκριμένους κινδύνους η συμφωνία μεταξύ των δανειστών και των κατασκευαστών δίδει την δυνατότητα αναγωγής.
- **Χρηματοδότηση εκτός Ισολογισμού. Off balance Sheet Financing.** Όπως αναφέρθηκε και προηγούμενα η αντιμετώπιση αυτού του χρέους εκτός του ισολογισμού είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό όφελος που απολαμβάνουν οι κατασκευαστές. Το χρέος καταγράφεται αποκλειστικά στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας Ειδικού Σκοπού και δεν παρουσιάζεται στις ενοποιημένες καταστάσεις των κατασκευαστών που έχουν αναλάβει το έργο. Για να επιτευχθεί βέβαια αυτό, η συνήθης τακτική που ακολουθείται είναι ότι δεν έχει κάποιος από αυτούς ποσοστό μεγαλύτερο από το 50% (συνήθως πολύ μικρότερο) από την Ε.Ε.Σ. Βέβαια αυτό θα εξαρτηθεί και από τους λογιστικούς κανόνες που κάθε φορά εφαρμόζονται στο κάθε κράτος.
- **Μεγιστοποίηση των ωφελειών από την χρήση του δανεισμού.** Ένα επιπλέον μεγάλο πλεονέκτημα για τον κατασκευαστή από την χρήση του Project Finance είναι η χρήση υψηλού δανεισμού, που διαφορετικά από μόνος του δεν θα επιτύγχανε. Έτσι μειώνεται η ανάγκη για την συγκέντρωση ιδίων κεφαλαίων και οδηγεί και σε υψηλότερα ποσοστά απόδοσης επί των ιδίων κεφαλαίων που επενδύουν οι κατασκευαστές. Παρόλα αυτά οι δανειστές (τράπεζες και άλλοι) επιδιώκουν οι κατασκευαστές να συμμετάσχουν σε έναν ικανοποιητικό βαθμό ώστε να εξασφαλίσουν την όσο το δυνατό μεγαλύτερη δέσμευση τους στην επιτυχία του έργου. Οι χρηματοδότες αυτό που θέλουν να

εξασφαλίσουν είναι ότι οι κατασκευαστές δεν θα αποχωρήσουν με την πρώτη δυσκολία.

- **Μακροχρόνια Χρηματοδότηση.** Η χρηματοδότηση μέσω Project Finance έχει χρονικό ορίζοντα μεγαλύτερο από εκείνον της χρηματοδότησης μέσω εταιρικού δανεισμού. Αυτού του είδους η χρηματοδότηση είναι απαραίτητη για την κατασκευή έργων που τα περιουσιακά τους στοιχεία είναι τόσο υψηλού κόστους που σε διαφορετική περίπτωση (αν η χρηματοδότηση είχε μικρότερο χρονικό ορίζοντα) θα έπρεπε να αυξηθεί κατά πολύ το fee (η χρέωση για την παροχή της υπηρεσίας ή του προϊόντος) προκειμένου να εξυπηρετηθεί έγκαιρα ο δανεισμός. Έτσι η χρήση του Project Finance γίνεται ιδιαίτερα ελκυστική για εκείνους που θέλουν να αναλάβουν την κατασκευή έργων υποδομής (ειδικά με ΣΔΙΤ) γιατί μπορούν να χρεώνουν χαμηλότερο αντίτιμο για την χρήση της υπηρεσίας ή του προϊόντος και με αυτό τον τρόπο να καταστήσουν το project εμπορικά βιώσιμο.
- **Απομόνωση του έργου από τις υπόλοιπες δραστηριότητες της επιχείρησης.** Η χρηματοδότηση μέσω Project Finance επιτρέπει τον διαχωρισμό του έργου από τις υπόλοιπες δραστηριότητες της επιχείρησης και έτσι δεν επιβαρύνεται η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας από την δανειακή επιβάρυνση για την κατασκευή του έργου. Πολλαπλά τα οφέλη από αυτή την ιδιότητα. Εκτός από το γεγονός ότι δεν επιβαρύνεται η πιστοληπτική ικανότητα του κατασκευαστή, επιπλέον οι δανειστές δεν έχουν, όπως είπαμε προηγουμένως, δικαίωμα αναγωγής στα υπόλοιπα περιουσιακά του στοιχεία. Έτσι οι διοικούντες την επιχείρηση είναι πολύ περισσότερο πρόθυμοι να αναλάβουν την εκτέλεση τέτοιων μεγάλων έργων αφού αυτή καθαυτή η ύπαρξη της επιχείρησης δεν απειλείται από μία πιθανή αποτυχία του έργου. Επιπρόσθετα η πιστοληπτική ικανότητα της Εταιρίας Ειδικού Σκοπού μπορεί, και αυτό συμβαίνει πολλές φορές, να είναι καλύτερη από αυτή των μητρικών εταιρειών και έτσι να μπορεί να εξασφαλίσει φθηνότερο δανεισμό από ότι αν διεκδικούσε τον δανεισμό εταιρικά βασισμένη στην δική της πιστοληπτική ικανότητα.
- **Φορολογικά Οφέλη.** Τα φορολογικά οφέλη που προέρχονται από την αφαίρεση των τόκων από το φορολογητέο εισόδημα καθιστούν το project finance ελκυστικότερο ως μέθοδο χρηματοδότησης έργου από ότι η έκδοση νέων μετοχών καθώς η διανομή των μερισμάτων (το αντίστοιχο κόστος από αυτό τον τρόπο χρηματοδότησης) δεν αναγνωρίζεται ως έξοδο. Έτσι ο δανεισμός (project finance) γίνεται φθηνότερος από ότι η συγκέντρωση κεφαλαίων με την έκδοση νέων μετοχών.
- **Μείωση του πολιτικού κινδύνου.** Το πλήθος των συμμετεχόντων και ο χαρακτήρας τους (τοπικός αλλά και διεθνής) μειώνει τον πολιτικό κίνδυνο που συνδέεται με την κατασκευή και λειτουργία του έργου. Ο λόγος είναι ότι αν η κυβέρνηση προσπαθήσει με οποιοδήποτε τρόπο να επηρεάσει αρνητικά την εξέλιξη του έργου οι πιέσεις που θα δεχθεί τόσο σε διεθνές όσο και τοπικό επίπεδο από τις πολλές εμπλεκόμενες στο έργο πλευρές θα είναι τέτοιου μεγέθους που θα να υπαναχωρήσει. Βέβαια μία μεγάλη πολιτική μεταστροφή συχνά επηρεάζει αρνητικά την εξέλιξη του έργου.
- **Απαιτεί μικρή συμμετοχή κεφαλαίου.** Η δομή του Project Finance πάντα απαιτεί λιγότερο κεφάλαιο και περισσότερο δανεισμό. Αναλογικά ο μικρότερος από τους συμμετέχοντες θα συνεισφέρει το μικρότερο τμήμα του κεφαλαίου. Έτσι δίδεται η δυνατότητα σε μικρούς κατασκευαστές να συμμετάσχουν σε μεγάλα έργα.
- **Δυνατότητα αποκάλυψης κρίσιμων πληροφοριών μονάχα σε μικρό αριθμό επενδυτών.** Το project finance επιτρέπει την αποκάλυψη πληροφοριών σχετικά με την ιδιοκτησία του έργου, την τεχνολογία που θα χρησιμοποιηθεί, τις λειτουργίες του, και κρίσιμα στοιχεία για τον

τρόπο αποκόμισης των εσόδων (εκμετάλλευση φυσικών πλουτοπαραγωγικών πηγών, νέας τεχνολογίας κ.τ.λ.) μονάχα σε ένα μικρό αριθμό επενδυτών σε σύγκριση με την εταιρική χρηματοδότηση που η επιχείρηση θα ήταν αναγκασμένη να αποκαλύψει περισσότερες πληροφορίες σε περισσότερους φορείς.

- **Περισσότερα κίνητρα στους managers της επιχείρησης ή/ και του έργου.** Το project finance δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση ακριβώς επειδή είναι μία διακριτή δραστηριότητα να συνδέσει την απόδοση των managers με συγκεκριμένα αποτελέσματα στο έργο και να δώσει κίνητρα για την επίτευξη αυτών των αποτελεσμάτων. Αυτό μπορεί να γίνει και σε επίπεδο επιχείρησης αλλά στο project finance επιτυγχάνεται πολύ πιο εύκολα και διακριτά.

## 2 Πλεονεκτήματα για τους Δανειστές.

- **Περιορισμοί στην χρήση των χρηματορρών.** Το Project Finance περιορίζει την χρήση των χρηματορρών που παράγονται από το έργο πράγμα που σημαίνει ότι οι δανειστές μπορούν να αποφασίσουν αν θα επανεπενδύσουν τα επιπλέον χρήματα ή θα τα χρησιμοποιήσουν για την αποπληρωμή του δανείου με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτόν που προβλέπει η αρχική συμφωνία του δανεισμού. Η λειτουργία αυτή του Project Finance επιτρέπει στους δανειστές να μειώνουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Σε κάθε περίπτωση αυτή η δυνατότητα του ελέγχου των χρηματορρών προσδιορίζεται και εξαρτάται από την συμφωνία των δανειστών και των κατασκευαστών.
- **Διακριτή αποτίμηση και αξιολόγηση του έργου.** Το πλεονέκτημα αυτό αναφερόμενο στην βιβλιογραφία και ως **project isolation**. Παρέχεται δηλαδή η δυνατότητα στους δανειστές να αποτιμήσουν το έργο ξεχωριστά και προσεκτικά να προσδιορίσουν, να αποτιμήσουν και να διαχειριστούν όλους τους κινδύνους που σχετίζονται με την κατασκευή και την λειτουργία του έργου με μεγαλύτερη ευκολία και ακρίβεια. Επίσης ο έλεγχος και η παρακολούθηση του έργου από την πλευρά των δανειστών γίνεται πιο εύκολα.

## 3 Πλεονεκτήματα για τους επενδυτές.

- **Αυξάνονται οι επιλογές μέσα στις επενδυτικές αγορές.** Οι συμφωνίες project finance αυξάνουν τον αριθμό και το είδος των επενδυτικών επιλογών κάνοντας τις επενδυτικές αγορές περισσότερο ολοκληρωμένες. Οι επενδυτικές αλλά και οι εμπορικές τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, αλλά και όλα τα άλλα επενδυτικά σχήματα, έχουν περισσότερες επιλογές για να τοποθετήσουν τα χρήματά τους.
- **Διευκόλυνση των επενδυτών για την συγκέντρωση των απαραίτητων για την υλοποίηση της επένδυσης πληροφοριών.** Είναι πολύ πιο εύκολο για τους επενδυτές να συγκεντρώσουν πληροφόρηση για ένα μονάχα έργο και να ελέγξουν τις δραστηριότητες του δανειζόμενου μόνο για αυτό. Αν η επένδυση ήταν μέσα στο πλαίσιο όλων των υπολοίπων δραστηριοτήτων της επιχείρησης τότε θα έπρεπε να συλλέγουν πληροφορίες για όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης και να τις αναλύουν στο σύνολό τους.

## Μειονεκτήματα από την χρήση της μεθόδου Χρηματοδότησης Έργου.

Το project finance παρουσιάζει συγκεκριμένα μειονεκτήματα. Ως τέτοια αναφέρονται οι περισσότερο μακροχρόνιες, περίπλοκες και συχνά ακριβότερες συναλλαγές. Το πλήθος των συμμετεχόντων στις συμφωνίες του project finance προκαλούν πολυπλοκότητα στην συμφωνία. Κατά συνέπεια χρειάζεται περισσότερος χρόνος για τον διακανονισμό από ότι

ακολουθώντας έναν παραδοσιακό τρόπο χρηματοδότησης. Επίσης στο συνολικό κόστος της συμφωνίας του **project finance** πρέπει να συμπεριληφθεί και το κόστος των συναλλαγών όπως το κόστος για την πρόσληψη των συμβούλων.

**Επιγραμματική παρουσίαση των συνθηκών υπό τις οποίες μπορεί να χρησιμοποιηθεί η χρηματοδότηση έργου.**

Από τα παραπάνω έχει γίνει πλέον κατανοητό πότε είναι οικονομικά σωστό να χρησιμοποιείται το **project finance**, δηλαδή ποιες συνθήκες πρέπει να συντρέχουν για να επιλεγεί αυτή η μέθοδος ως κατάλληλη για την χρηματοδότηση ενός έργου. Συμπερασματικά μπορούμε να αναφέρουμε τα παρακάτω: **(i)** Το έργο να είναι ικανό να λειτουργήσει μόνο του ως βιώσιμη και ανεξάρτητη οικονομικά μονάδα. **(ii)** Να μπορεί να ολοκληρωθεί σε συγκεκριμένο προβλέψιμο χρόνο και με συγκεκριμένο προϋπολογισμό. Δηλαδή να είναι όσο το δυνατό λιγότερες οι παράμετροι που δεν μπορούν να προβλεφθούν. **(iii)** Μηχανικά και λειτουργικά υλοποιήσιμο. Ο σχεδιασμός του έργου πρέπει να είναι επαρκής και να αποδεικνύεται από την αρχή ότι μπορεί να υλοποιηθεί, μηχανικά και οικονομικά, και να λειτουργήσει αποδοτικά. **(iv)** Επιπλέον θα πρέπει τα οικονομικά του έργου να είναι περισσότερο από απλώς βιώσιμα για να μπορεί να αντεπεξέλθει σε κάθε περίπτωση που ανακύψουν προβλήματα. Συμπερασματικά το αν θα χρησιμοποιηθεί το **project finance** ή όχι εξαρτάται από μία προσεκτική συγκριτική ανάλυση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων αυτής της χρηματοοικονομικής δομής και σε σχέση με όλες τις υπόλοιπες διαθέσιμες.

### **Συμπεράσματα και προτάσεις για παραπέρα διερεύνηση του θέματος.**

Η παρούσα εργασία κατέδειξε ότι η χρηματοδότηση έργου είναι, υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, ο καλύτερος τρόπος χρηματοδότησης κατασκευής των υποδομών και ειδικά όταν αναφερόμαστε σε μεγάλα έργα που υλοποιούνται μέσω ΣΔΙΤ - Συμβάσεις Παραχώρησης. Ο αντικειμενικός σκοπός της χρήσης χρηματοδότησης έργου είναι η δημιουργία μίας δομής που να μπορεί να στηριχθεί στον τραπεζικό δανεισμό αλλά και να κατανείμει καλύτερα τον κίνδυνο ώστε το κάθε επιμέρους τμήμα κινδύνου να αντιμετωπίζεται από εκείνον που μπορεί να το αντιμετωπίσει καλύτερα. Σε αυτές τις συμφωνίες το έργο, τα περιουσιακά του στοιχεία, και οι χρηματοροές του, ανήκουν στην εταιρία του έργου που είναι υπεύθυνη για την κατασκευή και λειτουργία του. Η υπόθεση των δανειστών είναι ότι οι χρηματοροές του έργου θα είναι ικανές να αποπληρώσουν το χρέος. Τέτοιου είδους χρηματοοικονομική δομή μπορεί να καταλήγει σε καλύτερη κατανομή και αντιμετώπιση του κινδύνου αλλά χρειάζεται να κτιστεί με ιδιαίτερα μεγάλη προσοχή. Οι μέτοχοι της ΕΕΣ, οι δανειστές, και η κυβέρνηση έρχονται αντιμέτωποι με τρία ζητήματα. **Πρώτα**, το η χρηματοδότηση έργου απαιτεί ενδελεχή μελέτη και λεπτομερειακές συμφωνίες πράγμα που είναι ιδιαίτερα χρονοβόρο και οδηγεί σε υψηλά κόστη συναλλαγών. **Δεύτερον**, η απόφαση των δανειστών να προχωρήσουν σε τέτοια συμφωνία και να αποδεχτούν την μη αναγωγή (ή την περιορισμένη αναγωγή) του χρέους πρέπει να είναι βασισμένη στην συνειδητοποίηση από την πλευρά τους ότι όποιος κίνδυνος δεν έχει εξουδετερωθεί ή δεν έχει αναληφθεί από τους άλλους συμμετέχοντες, τον αναλαμβάνουν οι ίδιοι. **Τρίτον**, η επένδυση σε έργα υποδομών δεν είναι εύκολα ρευστοποιήσιμη όσο άλλες επενδύσεις. Υπάρχουν όμως συγκεκριμένες πρόνοιες που αν προβλεφθούν ενισχύουν την δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσης. Οι έρευνες καταδεικνύουν ότι αυτή την στιγμή υπάρχει τεράστια ζήτηση για υποδομές ειδικά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες και ταυτόχρονα σημαντικό μέρος του παγκόσμιου κεφαλαίου



αναζητά επικερδείς επενδύσεις. Παρόλα αυτά, οι παραπάνω δύο συνιστώσες δεν βρίσκονται πάντα σε συγχρονισμό.

## Αναφορές

- Brealey, Cooper, Habib, 1996 "Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, issue 3, 25 -39.
- C.W. Smith, R. Stulz, 1985, "The Determinants of Firm's Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, no 4, 391 - 405
- Caseli S., Gatti S., 2005, "Structure Finance: Techniques, Products and Market", Springer.
- Denton Wilde Sapte International Projects Group, 2004, "A guide to Project Finance".
- Esty B., 1999, "Petrozuata: A case study of the effective use of project finance", *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (3), 26-42.
- Esty B., 2004, *Modern Project Finance: A Casebook* (New York)
- Esty B., Megginson W., 2001, "Syndicate Structure as a response to political risk in the Project Finance Loan Market", Harvard Business School, Draft, April 2001.
- Esty B., 2002, "Returns on Project - Finance Investments: Evolution and Managerial Implications" ,*Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 2002, vol. 15
- Esty B., 2003, "The Economic Motivations for Using Project Finance", HBS mimeo, Draft.
- Esty B., 2004, "Why study Large Projects? An introduction to Research on Project Finance", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 213 - 224.
- Finnerty J., 1996, "Project Financing: Asset - Based Financial Engineering", New York.
- Gatti, S., 2007, "Project Finance in Theory and Practice", Academic Press.
- Kensinger, J.W., and J.D. Martin., 1988, "Project Finance: Raising Money the Old fashioned Way." *Journal of Applied Corporate Finance*, v.1, 3 pp 69 - 81
- Modigliani, F., and M. Miller, 1958, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review* 53, 261 - 297
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187 - 221.
- Nevitt, P.K., and F.J. Fabozzi, 2000, "Project Financing", 7th edition, Euro money Books, London, U.K.
- R.C. Merton, 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *The Journal of finance*, 42, 483 - 510.
- The World Bank, 1994, "World Development Report: Infrastructure for Development", New York.
- www.ipfa.org.
- Yescombe, E.R., 2002, "Principles of Project Finance"
- Yescombe, E.R., 2007, "Public Private Partnerships, Principles of Policy and Finance", Elsevier Finance, London.
- N.3389/2005, νόμος για την υλοποίηση Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα.