



UNIVERZITET SINGIDUNUM

Departman za poslediplomske studije i medjunarodnu saradnju
Studijski program: Poslovna ekonomija

MASTER RAD

Tema: Razvoj i karakteristike projektnog finansiranja
kao savremenog bankarskog proizvoda za privredu

Mentor:

Doc Dr Lidija Barjaktarović

Student:

Biljana Rutić M9429/08

Beograd, Jun 2012.

SADRŽAJ:

Uvodna razmatranja	3
Prvi deo – Tradicionalno bankarstvo	
1.1. Tradicionalne funkcije banaka	5
1.2. Banke i ostale finansijske institucije	6
1.3. Pojam i funkcija bankarskog kredita	7
1.4. Uticaj države na kreditnu funkciju banaka	8
Drugi deo – Savremeno bankarstvo	
2.1 Nastanak i karakteristike savremenog bankarstva	9
2.2 Uzroci napuštanja konzervativnog bankarstva – efekti globalizacija svetske ekonomije	11
2.3 Odrednice savremenog bankarstva	14
Treći deo – Pojam, karakteristike , učesnici i značaj projektnog finansiranja	
3.1. Pojam i karakteristike projekata	18
3.2. Vrste projekata	19
3.3. Pojam projektnog finansiranja.....	20
3.4. Koncept projektnog finansiranja	21
3.5. Projektno finansiranje kao strukturno finansiranje.....	21
3.6 Direktna veza neto novčanog toka i povraćaja investicije	22
3.7 Pravni značaj projektnog finansiranja	22
3.8 Korišćenje finansijske poluge	22
3.9 Opšti rizici u projektnom finansiranju.....	23
3.10 Rizici u pojedinim fazama projekta	23
3.11 Raspodela rizika projekta.....	25
3.12 Učesnici u projektnom finansiranju.....	25
3.13 Basel II i projektno finansiranje.....	27
3.14 Sličnosti i razlike između korporativnih oblika finansiranja i finansiranja	29
3.15 Ključni koraci za uspešnost projektnog finansiranja.....	30
3.16 Uloga i značaj marketing istraživanja kod projektnog finansiranja	31
Četvrti deo – Operativna realizacija projektnog finansiranja	
4.1. Pojam, elementi i značaj 'feasibility' studije	33
4.2. Projekcije prihoda , rashoda i novčanih tokova - instrument ocene isplativosti ulaganja	35
4.3. Primer – projekcije novčanih tokova u projektu izgradnje gradskog 'garni' hotela	40
Peti deo – Razvoj projektnog finansiranja	
5.1. Projektno finansiranje u svetu	44
5.2. Projektno finansiranje u Srbiji	47
5.3 Osnovni motivi za opredeljenje za projektno finansiranje	48
Šesti deo – Zaključna razmatranja	49
Literatura	

UVODNA RAZMATRANJA

Predmet istraživanja ovog rada je projektno finansiranje kao savremeni bankarski proizvod kao i faktori koji su usloveli razvoj ovog novog koncepta finansiranja.

Predmetno istraživanje ima za cilj da sa teoretskog aspekta, objasni strukturu ovog načina finansiranja a sa praktičnog aspekta - da ukaže na pogodnost primene ovog modela finansiranja.

U ekonomskoj teoriji, finansiranje kao pojam podrazumeva prikupljanje finansijskih sredstava u svrhu obavljanja određene aktivnosti ili realizacije planiranog projekta dok se projektno finansiranje predstavlja kao specifičan oblik finansiranja projekata kod kojih je finansijska struktura organizovana na način, da budući prihodi projekta predstavljaju glavni vid servisiranja duga i gde realizacija projekta predstavlja glavni oblik osiguranja¹.

U praksi se projektno finansiranje obično koristi u kapitalno intenzivnim delatnostima u kojima nosioci projekta često nisu kreditno sposobni za tradicionalne oblike finansiranja ili nisu spremni da preuzmu pripadajuće rizike i kreditne obaveze. U modelu projektnog finansiranja rizici projekta se raspoređuju na više partnera i tako snižavaju do nivoa koji je prihvatljiv svakom partneru. Projektno finansiranje se zbog svojih prednosti sve više koristi kao alternativa konvencionalnim metodama finansiranja infrastrukture i drugih projekata širom sveta i kod nas. Dakle, radi se o jednom od savremenih oblika finansiranja investicionih projekata, nastao kao posledica naraslih investicionih potreba tržišta sa jedne strane i potrebe za minimiziranjem rizika u sferi finansiranja projekata, sa druge strane.

Značaj projektnog finansiranja kao modela finansiranja ogleda se u pre svega u potencijalu za brži razvoj privrede kroz finansiranje razvojnih projekata uz istovremeno minimiziranje svih rizika prisutnih kod klasičnih metoda finansiranja.

Svedoci smo ozbiljnog pada privredne aktivnosti, kako u Evropi tako i u Srbiji tokom poslednje tri godine, što predstavlja svakako posledicu uticaja svetske finansijske krize. Rezultat negativnih privrednih kreditiranja ogleda se u ozbiljnom nedostatku sredstava za finansiranje infrastukturih i kapitalnih građevinskih projekata. Iz tog razloga, potrebno je iznaći najkvalitetnija rešenja za finansiranje razvojnih projekata a projektno finansiranje je upravo jedan od podsticajnih modela finansiranja koji može značajno doprineti bržem privrednom razvoju.

U radu ćemo najpre izvršiti analizu osnovnih karakteristika tradicionalnog (konzervativnog) bankarstva i istražiti uzroke i okolnosti pod kojima se bankarski sistem u svetu razvijao i menjao. Možemo slobodno reći da se savremeni bankarski sistem u svetu razvio dobrim delom pod uticajem globalizacije svetske ekonomije. Iz tog razloga, u delu rada 2.2 ćemo objasniti osnovne tendencije i obeležja globalizacije svetske ekonomije i efekte takvog razvoja na bankarski sistem u svetu.

Cilj ovog rada je obrazloženje društvene opravdanosti i koristi po celu društvenu zajednicu od predmetnog modela finansiranja. Osnovna hipoteza ovog istraživanja je: projektno finansiranje je strukturno finansiranje. Pomoćne hipoteze su: 1) Raspodela rizika projekta je neophodna 2) postoji direktna veza između novčanog toka i povraćaja investicije i 3) Projektno finansiranje otvara nove mogućnosti za bržu realizaciju investicionih projekata. Takođe, ovo istraživanje, koje je po svojim svojstvima teorijsko-empirijsko i pojedinačno istraživanje, ima za cilj da bliže objasni razlike između

¹ Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb, Zoran Aralica (2007)

tradicionalnog i projektnog finansiranja i na taj način otvori prostor za unapredjenje kvaliteta korporativnih finansija prvenstveno u pogledu investicionog i finansijskog odlučivanja.

U istraživanju su korišćene sledeće naučne metode logičnog zaključivanja: analiza i sinteza, indukcija i dedukcija, dijalektička, metoda statističke analize i komparacije. Deduktivnu metodu smo koristili da bi iz opštih stavova izveli odgovarajuće konkretne pretpostavke i zaključke. Dijalektičkom metodom smo sagledali međusobnu povezanost i uslovljenost istraživanih pojava, a sintetičku i verifikacionu metodu upotrebili smo za proveru hipoteza od kojih smo pošli u istraživanju. Metod statističke analize korišćen je u delu 5.1 – učešće projektnog finansiranja po regionima u svetu. U istraživanju smo se služili i metodom komparacije, u delu 2.3 u kome smo dali uporedni pregled glavnih obeležja svih faza u razvoju bankarstva.

Struktura rada sastoji se iz pet poglavlja.

U prvom poglavlju daćemo pregled karakteristika i funkcija tradicionalnog bankarstva. Takodje, u ovom delu objasnićemo ukratko značaj i ulogu bankarskog kredita kao i uticaj države na kreditnu funkciju banaka.

U drugom poglavlju, opisaćemo karakteristike savremenog bankarstva kao i faktore koji su uslovlili promenu u načinu organizacije i funkcionisanju banaka u svetu. Tu je na prvom mestu, uticaj globalizacije svetske ekonomije presudno uticao na pomeranje uloge banaka iz konzervativnih okvira jedne ekonomije, ka globalnim, internacionalnim funkcijama banaka koje su se razvile tokom XX veka.

Treće poglavlje daje definiciju projektnog finansiranja kao jednog od savremenih metoda finansiranja, objašnjava koncept ovog modela kao i delatnosti koje su pogodne za ovaj tip finansiranja. Takodje, u ovom delu objasnićemo kakav je karakter veze izmedju novčanih tokova projekta i povraćaja investicije kao i tipove rizika koji se javljaju kod ovog tipa finansiranja. U skladu sa tim, i raspodela rizika u jednom projektu će biti predmet naše analize. Obzirom da je Bazel II praktično postao medjunarodno priznat standard u pogledu merenja kapitala banaka, njegov uticaj i na ovaj model finansiranja biće ukratko analiziran u ovom delu. S tim u vezi, objasnićemo bliže i razlike koje postoje izmedju klasičnog, korporativnog modela finansiranja i projektnog finansiranja. Na kraju ovog poglavlja, objasnićemo kakav značaj i uticaj kod projektnog finansiranja ima marketing istraživanje.

Četvrti deo rada opisuje karakter feasibility studije koja prati projektno finansiranje, kao i projekcije novčanih tokova karakteristične za ovaj model finansiranja. Na kraju ovog dela daćemo jedan primer izračuna novčanih tokova za projekat izgradnje garni hotela.

Peti deo rada daje pregled i karakteristike razvoja projektnog finansiranja u svetu kao i u Srbiji a takodje se bavi i analizom osnovnih motiva za opredeljenje investitora za ovakav oblik finansiranja.

Zaključak predstavlja rezime celokupnog rada kao i potvrdu osnovne i pomoćnih hipoteza koje smo na samom početku izneli.

Prvi deo - Tradicionalno bankarstvo

Prvo poglavlje ovog rada odnosi se na tradicionalno bankarstvo – podsecanje na osnovne karakteristike tradicionalnog, konzervativnog bankarstva i na tipove finansijskih organizacija koji su se razvili tokom vremena.

Takodje, ovo poglavlje se bavi i učesnicima na finansijskom tržištu – kao što je poznato, pored banaka, tokom poslednjih decenija, razvili su se i mnogobrojni drugi oblici finansijskih organizacija koje su na odredjeni način preuzele deo poslova banaka i istovremeno ponudile tržištu i nove proizvode koji nisu isključivo kreditnog karaktera (stedionice, brokerske kuće, osiguravajća društva itd).

Osvrnućemo se i na pojam kredita i kreditnu funkciju banaka, kao najvažniju bankarsku funkciju.

U kreiranju kreditne politike banaka, značajnu ulogu ima država, pa ćemo u ovom delu objasniti i na koji način, kojim mehanizmima i merama i u kom pravcu država može da deluje na kreditnu politiku banaka i u celini, na kreditnu politiku cele zemlje.

1.1 Tradicionalne funkcije banaka

Razvoj banaka tokom istorije bio je opredeljen oblicima i specifičnostima proizvodnje i reprodukcije, čemu se funkcija i organizacija banaka prilagođavala, pri čemu je svo vreme zadržan osnovni sadržaj banke kao posrednika u novčanim poslovima.

Ono što je bila konstanta, a za šta se vezuje i sama definicija banke, to je da se banka kao ustanova bavi kreditnim i novčanim poslovima.

Osnovna klasifikacija banaka polazi od sadržine poslova kojima se banka pretežno bavi, tako da su se u praksi definisali sledeći tipovi banaka²:

- centralna ili emisiona banka,
- depozitne banke,
- unverzalne banke,
- specijalizovane i granske banke,
- poslovne banke,
- štedno – kreditne organizacije,
- ostale bankarske i finansijske institucije i
- međunarodne i regionalne banke i međunarodne finansijske organizacije.

Osnovna posrednička funkcija banke je pribavljanje i usmeravanje sredstava sa svrhom uzimanja i davanja kredita. Otuda su osnovni bankarski poslovi sledeći:

- 1) prikupljanje depozita i pribavljanje sredstava,
- 2) kreiranje novca i odobravanje kredita,
- 3) obavljanje platnog prometa

1) Depozitna funkcija

Depozitna funkcija je osnovni bankarski posao, jer na taj način banka prikuplja sredstva koja joj služe za odobravanje kredita. Mobilizacija slobodnih novčanih sredstava je značajan bankarski posao koji daje mogućnost bankama da na osnovu prikupljenih i pribavljenih sredstava sekundarno

² Dr Mirosljub Hadzic, Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, 2007

multiplikuju taj novac i vrse plasman sredstava. Depoziti privrede i stanovništva, bez obzira na to u kom se kvalitetu i valuti iskazuju, najvećim delom određuju volumen i strukturu kreditnog potencijala banaka i potencijala za druge oblike plasmana.

2) Kreiranje novca i odobravanje kredita

Kreiranje novca predstavlja osobenost bankarskog mehanizma kojim banka na osnovu finansijskog potencijala kojim raspolaže umnožava svoj kreditni volumen pomocu kreditno – monetarne multiplikacije. Kreiranje novca u bankama predstavlja sekundarnu emisiju, čiju osnovu čini primarni novac centralne banke. Centralna banka primarnom emisijom vrši kreditiranje poslovnih banaka.

Takodje, posledica ovakvog mehanizma je mogućnost da kroz kreiranje sredstava i kredita banka vrši promenu kvaliteta određenog dela sredstava postupkom rocne transformacije sredstava. Ona može deo sredstava iz kratkorocnih izvora plasirati dugorocno, sto je svakako limitirano stepenom likvidnosti banke.

3) Funkcija platnog prometa

Pod platnim prometom smatramo sve vrste plaćanja između različitih subjekata (pravnih i fizičkih lica) na bazi njihovog međusobnog odnosa. Usluge platnog prometa predstavljaju neutralni posao za banku.

1.2 Banke i ostale finansijske institucije

Banke su vekovima bile ispred drugih finansijskih institucija u pružanju usluga štednje i investiranja, placanja i zaštite od rizika, likvidnosti, odobravanja zajmova. One su dominirale u nacionalnim finansijskim sistemima sve do pre nekoliko decenija. Naime, tokom poslednjih decenija došlo je do snažnog razvoja nebankarskih finansijskih institucija koje ne samo da konkurišu bankama, vec zauzimaju sve vece učešće u ukupnim finansijskim poslovima. One istovremeno, zajedno sa bankama čine jedinstveni finansijski sistem.

Tu se pre svega misli na štedionice, osiguravajuća društva, investicione i penzijske fondove, lizing kompanije, preduzeća za faktoring, brokerske kuće i druge srodne kompanije.

Osnovne razlike između banaka i ostalih finansijskih institucija su sledeće³:

- Banka se bavi se uzimanjem i odobravanjem kredita, kao primarnim poslom;
- Banka koristi primarne emisije centralne banke i na osnovu sopstvenog potencijala vrši sekundarnu emisiju
- Banka kroz prikupljane depozita utice na usmeravanje i raspored akumulacije i štednje
- Vrsi ročnu transformaciju sredstava zavisno od obima i strukture kreditnog potencijala
- Osim ostvarivanja svoje ciljne funkcije, Banka utice i na ostvarivanje ciljeva razvojne i ekonomske politike
- Funkcijom platnog prometa Banka utice na brzinu novcane cirkulacije.

Danas finansijske institucije u svetu konkurišu bankama kroz uključivanje u istovetne poslove kao i disperzijom usluga na nove oblasti, kao što su trgovina hartijama od vrednosti (HOV), brokerski i dilerski poslovi.

³ Dr Miroljub Hadzic, Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, 2007

Banke su stoga primorane da stalno usavršavaju, unapređuju i menjaju svoju strategiju i poslovnu ponudu za klijente, a sve u cilju da privuku i zadrže svoje klijente, deponente.

O tome koliko su uspešne u tome govori i podatak da su u SAD do pre jednog veka banke držale više od 2/3 sredstva i prihoda u poredjenju sa svim drugim finansijskim institucijama. U poslednje dve decenije to učešće je opalo na samo 1/5 sredstava koja se pojavljuju na finansijskom tržištu.

Nešto povoljnija je situacija u Japanu i zemljama dalekog istoka - danas u Japanu banke još uvek drže 2/3 svih sredstava koja cirkulišu u okviru domaceg finansijskog sistema.

Upravo iz navedenih razloga, savremeno bankarstvo je znacajno povecalo paletu proizvoda i usluga koje pruža u cilju osiguranja profitabilnog poslovanja kroz dopunske poslove i nastojeci da izadje u susret klijentima i objedini najrazlicitije finansijske usluge, istovremno parirajući sve vecoj konkurenciji nebankarskih finansijskih institucija.

1.3 Kredit – Pojam i uloga bankarskog kredita

Za kredit se cesto kaze da predstavlja sredstvo usmeravanja aktivnosti i razvoja privrede. U odnosu na proce reprodukcije, kredit ima veoma znacajnu funkciju, jer omogucava likvidnost i kontinuitet proizvodnje, ubrzava i povecava proces proizvodnje i uspostavlja ravnotezu robno-novcanih odnosa na trzistu.

Medjutim, tek razvojem kapitalizma kredit se izvanredno razvio i omogucio nagli uspon kapitalizma. Prema mnogim savremenim autorima, danasnja privreda u svetu bi se mogla nazvati 'kreditna privreda'. Jer kredit danas dobija svoj veliki drustveni znacaj - on se u samom pocetku uvlači krisom kao skroman pomagac akumulacije, ali pomocu nevidljivih konaca privlači u ruke individualnih ili udruzenih kapitalista novcana sredstva, razasuta po površini drustva u vecim ili manjim masama i tako ubrzo postaje novim i strhovitim oruzjem u konkretnoj borbi te se na kraju pretvara u ogroman drustveni mehanizam za centralizaciju kapitala" (Karl Marks, str 556) . iz tog razloga mnogi autori smatraju da je kredit 'element reprodukcije kapitala'.

Dakle, savremena privreda je u osnovi kreditna privreda. Bez razvijenog bankarskog kredita proces proizvodnje, prometa i razvoja ne bi se mogao razvijati. Svaka moderna privreda zadržava sve kreditne institucije koje su se u kapitalizmu vanredno razvile. Ovde bi se na prvom mestu, mogle istaci, novac, kredit, kamate i dr.

U privrednom zivotu i finansijskoj praksi mogu se nabrojati sledece najznacajnije funkcije kredita (*Djukic i dr, 2003*):

- mobilizatorska funkcija kredita – osnovna funkcija kredita jeste mobilizacija svih novcanih sredstava koja se u drustvu i privredi privremeno nalaze van proizvodne i prometne funkcije, kako bi se najefikasnije alocirala na korisnike
- kontinuitet reprodukcije uz kreditnu podršku – omogucuje likvidnost i kontinuitet proizvodnje (prosta reprodukcija), doprinosi ubrzanju i povecanju reprodukcije (prosirena reprodukcija) i regulisanju ponude i traznje na trzistu (ravnoteza robno-novcanih odnosa)
- kredit obezbedjuje likvidnost i stabilnost privredjivanja . Ova funkcija dolazi do izrazaja u obezbedjivanju sredstava u periodu dok se proizvodnja ne realizuje, posebno u organizacijama sa sezonskim karakterom proizvodnje i prodaje
- kredit deluje i kao regulator ponude i traznje na trzistu . On omogucava da se kupci na trzistu pojavljuju kao potrosaci i onda kada nemaju dovoljno sopstvenih sredstava . Time se doprinosi stabilizaciji cena i smanjenju nivoa zaliha, cime se ubrzava proces reprodukcije.

- Uticaj kredita na medjunarodnu ekonomsku razmenu – takodje je evidentan jer izvozni kredit postao sredstvo konkurentske borbe , posebno u osvajanju novih trzista , za sta je potrebna kreditna podrška plasmanu robe
- Kredit kao mobilizator razvoja privrede nedovoljno razvijenih podrucja- ima poseban znacaj u medjunarodnim privrednim odnosima za razvoj privredno nedovoljno razvijenih zemalja, jer se pomocu njega lakse moze prebroditi nedostatak sopstvene akumulacije i ubrzati razvoj.
- Kontrolna funkcija kredita u privredi – predstavlja vazan oblik ukupne finansijske kontrole. Pomocu kredita se ostvaruje permanentna kontrola poslovanja preduzeca koja se kreditiraju. Banka koja daje kredit, po pravilu , uslovljava svog klijenta da celokupno finansijsko poslovanje obavlja uz njeno posredovanje.

1.4 Uticaj države na kreditnu funkciju banaka

Bankarski kredit nema vise individualni karakter kao nekada, jer banke koncentrisu ogromna finansijska sredstva iz svih drustveno ekonomskih slojeva, stvarajuci koncentrisanu drustvenu snagu – novcani kapital.

Zahvaljujuci kreativnoj ulozi bankarskog sistema, kredit raste brze od stvarne akumulacije i stoga moze biti uzrok, s jedne strane, naglog bujanja a sa druge strane, opadanja razvoja privrede, zastoja i kriza.

U tom smislu, veliku ulogu ima država, koja direktno, ili preko centralne banke kroz instrumente monetarne politike (obavezna rezerva, operacije na otvorenom tržištu, eskontna stopa, limit rasta, koeficijent likvidnosti itd), kontoliše i upravlja bankarskim sistemom. Država je nosilac kreditne politike jedne zemlje jer putem mera i propisa koje centralna banka primenjuje u okviru svoje monetarne politike, kao dela ekonomske politike zemlje, korišćenjem instrumentarijuma (grupe instrumenata) monetarne politike utiče na obim kredita i obim novca u opticaju.

Drzava moze direktno uticati na razvoj odredjenih privrednih grana primenom selektivnih mera za podsticanje razvoja.

Neke od tih mera su : subvencionisani krediti za odredjene privredne grane, poreske olaksice, ugovaranje kreditnih linija iz inostranstva pod povoljnim uslovima uz drzavne garancije za promovisanje razvoja odredjene privredne grane, regiona ili projekta.

Takodje, drzava moze podsticajno uticati na razvoj kroz sopstvena ulaganja u investicione projekte a tokom poslednje dve decenije, posebno su se razvili novi modeli projektnog finansiranja koji ukljucuju kako drzavu , tako i privredne subjekte u zajdnicnim projektima.

Drzava takodje moze izdvojiti odredjena sredstva za finansiranje izvozno orijentisanih preduzeca kroz kreditnu podrsku preko banaka.

Sve ove mere zajedno predstavljaju kreditnu politiku – ona predstavlja skup mera i instrumenata za postizanje kreditno politickih ciljeva. Monetarna politika predstavlja deo kreditne politike, njen osnovni deo. Kreditna politika spojena sa fiskalnom, poreskom politikom, čini širi pojam – finansijsku politiku.

Drugi deo - Savremeno bankarstvo

U drugom delu rada bavili smo se karakteristikama savremenog bankarstva i pojavama i uzrocima koji su doveli do promena u funkcionisanju bankarskog sistema u svetu. Objasnimo na koji način je globalizacija svetske ekonomije prouzrokovala i globalizaciju svetskog bankarstva. Takodje, prikazaćemo osnovne proizvode i usluge savremenog bankarstva kao i odrednice savremenog bankarstva.

2.1 Nastanak i karakteristike savremenog bankarstva

Tokom poslednje dve decenije, paralelno sa privrednim procesima, u razvijenim privredama doslo je do transformacije bankarskog sistema. Od najveceg znacaja su pri tom promene koje se desavaju u bankarstvu SAD, V. Britanije, Nemačke i Japana kao ekonomija sa najvećim ponderom⁴.

U ovim zemljama poslednjih decenija doslo je do snazne konkurencije bankama od strane nebankarskih finansijskih institucija koje nude proizvode vrlo slicne bankarskim. Banke su zbog toga izgubile znacajan deo ucesca na finansijskom trzistu pogotovo u SAD.

Stoga banke pocinju da vrse snaznu ekspanziju varijeteta proizvoda i usluga koje pruzaju i sve vise se ukljucuju kao znacajni ucesnici na finansijskom trzistu kako bi parirale konkurenciji nebankarskih institucija i istovremeno u potrazi za vecim stopama profita. To je medjutim skopcano sa vecom stopom rizika plasmana u odnosu na klasicne bankarske poslove. Uz to same kompanije iz realnog sektora nastoje, sa svoje strane da emitujuci hartije od vrednosti minimiziraju znacajnu ulogu banaka kao finansijskih intermedijera.

Dva najprepoznatljivija modela banaka u SAD su: banka usmerena na korporativno finansiranje i banka okrenuta finansijskim trzistima. Za preduzece koje je predmet finansiranja najvaznije je da se banka ponasa ne samo kao poverilac, vec i kao vlasnik i finansijski menadzer. U tom pogledu anglosaksonske banke su se u poslednje vreme transformisale i priblizile nacinu ponasanja koji je bio ranije karakteristican samo za japanske i nemačke banke a koji potencira brigu za sudbinu kompanije – klijenta.

Koncentracija banaka je proces karakteristican za 1990-te godine. Rec je o procesu koji je omogucen snaznom deregulacijom bankarskog sistema i globalizacijom svetske privrede, koja se prosirila i na finansijski sektor. U takvim uslovima doslo je do procesa fuzije banaka i smanjenja broja igraca na svetskom bankarskom trzistu sto upucuje na predvidjanja da ce u skorijoj buducnosti doći do svodjenja broja internacionalnih banaka na oko 40 na globalnom finansijskom trzistu.

Globalizacija svetskog bankarskog trzista i pojava internacionalnih i multinacionalnih banaka nametnula je potrebu za razudjenom bankarskom mrezom radi sto veceg priblizavanja banaka svojim klijentima. Stoga se s pravom govori o bankarskoj industriji koja svojim dispeziranim slugama nastoji da pronadje interes svakog pojedinacnog klijenta i nastoji da zadovolji svaku njegovu finansijsku potrebu.

U organizacionom pogledu takodje veoma vazna je tendencija stvaranja bankarskih holding kompanija, odnosno finansijskih konglomerata. Naime, investicione banke prosirile su svoje aktivnosti kupovinom gradjevinarskih kompanija, dok su komercijalne banke prosirile svoju aktivnost

⁴ Dr Mirosljub Hadzic, Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, 2007

direktno nastupajući na finansijskim tržištima ili osnivajući odnosno kupujući odgovarajuće finansijske institucije.

Paralelno sa procesom deregulacije i internacionalizacije finansija doslo je do izrazenog porasta stepena konkurencije na globalnom nivou kako medju bankama a narocito izmedju banaka i drugih finansijskih insitutcija. Pri tom je enormno porastao znacaj marketing funkcije u bankama i pojave tzv marketing strategije u poslovnoj politici banaka

Ovaj proces je pracen univerzalizacijom banaka, ekspanzijom bankarske aktivnosti i postupnom evolucijom drzavne intervencije u bankarskom sektoru. Univerzalizacija znaci da je doslo do gubitka specijalizovanih funkcija banka u nastojanju da pariraju kokurenciji kojom se povecava broj poslova koim se banka bavi u cilju disperzije rizika i trazanja dopusnskih mogucnosti za ostvarivanje profita.

Kao usluge, odnosno proizvodi koji su karakteristicni za noviji period razvoja bankarskog sektora mogu se oznaciti:

- Odobravanje potrosackih kredita – ova vrsta usluga pocela je da se razvija pocetkom XX veka, a veliku ekspanziju dozivela je 1950-ih i 1960-ih godina
- Finansijske i savetodavne – konsalting usluge klijentima u cilju dobijanja savetodavnih usluga o oblasti kreditiranja, stednje ili investiranja
- Upravljanje gotovinom – banke su sledeci brokerske kuće zapocеле sa poslovima pružanja usluga kratkorocnog investiranja viskova sredstava kojima raspolazu fizicka lica i kompanije
- Usluge lizinga opreme – usluge lizinga gde se kreditna insitucija javlja kao kupac opreme i rentiranja klijentu, imaju u novijem periodu snaznu ekspanziju
- Usluge odobravanje zajmova za zapocinjanie poslova (Start up) – narocito u oblasti novih tehnologija koji su predmet pracenja od strrane bankarskih subsidijara, koji su spremni da preuzmu visok rizik u ocekivanju visokih prinoca (Venture capital)
- Prodaja usluga osiguranja – banke su dugog prodavale osiguranje klijentima na kredit, sve do krize 1930ih kada je to zabranjeno a nakon 1999 ponovo odobreno
- Razvoj projektnog finansiranja i specijalnih oblika finansiranja – finansiranje projekata kroz otvaranje potpuno zasebnih preduzeća
- Sirenje na oblast penzionog sistema – preko svojih sluzbi za garantovanje emisija HOV banke su aktivne u upravljanje penzionim sistemima

Doslo je paralelno sa tim i do promene u poslovnoj orijentaciji banaka

- Promena bankarskog marketinga – prilagodjavanje brzim promenama
- Kreditiranje sa promenljivom kamatnom stopom – zbog neprestanih i brzih promena
- Projektno i korporacijsko finansiranje privrede – u uslovima visokog rizika, banke se opredeljuju za procenu konkretnog posla ili projekta
- Pojava sekjuritizacije – preusmeravanje banke na izdavanje , kupovinu i transfer HOV na teret klasicnih bankarskih depozita – rec je o prepakivanju bankarskih kredita u hartije od vrednosti
- Koriscenje elektronskog bankarstva
- Supervizija – monitoring bankarstva – narocito bitno u uslovima liberalizacije

Iz naprad navedenog, proističu i osnovne funkcije savremene banke:

- Finansiranje spoljne trgovine
- Trgovina devizama
- Finansiranje dugova i akcijskog kapitala
- Finansijski inzinjering
- consulting

2.2 Uzroci napuštanja konzervativnog bankarstva – uticaj globalizacije svetske ekonomije na bankarski sistem

Globalizacija svetske ekonomije je faza u razvoju svetske ekonomije, nastao u razvijenim kapitalističkim društvima a prvi počeci se identifikuju još u 80-im godinama XX veka, sa novom industrijskom revolucijom i informatičkom revolucijom. Radi se o jednom veoma dugom procesu koji predstavlja fazu evaluacije kapitalizma, kao izraz snažne težnje ka obrazovanju globalnog društva. Globalizacija se manifestuje kroz razne oblike ekonomskog povezivanja nacionalnih privreda preko svetskog trzista i stranih direktnih investicija. Postoje autori koji smatraju da je globalizacija spontan proces, dok postoje i autori koji smatraju da je globalizacija nastala kao rezultat materijalnih interesa najrazvijenijih zemalja i multinacionalnih kompanija za proširivanjem svog uticaja na ostatak sveta (*Ž. Ristić, 2011*).

Globalizacija ekonomske delatnosti vrsi se u oblasti medjunarodne trgovine, medjunarodnog kretanja kapitala u obliku direktnih investicija i medjunarodne trgovine. Prvi put je nastalo globalno trziste kapitala u obliku direktnih investicija i konacno, medjunarodne trgovine. Prvi put je nastalo globalno trziste kapitala koje deluje u realnom vremenu, brzina transakcije je takva da se tokovi kapitala premestaju prakticno u trenutku.

Paralelno sa procesom sve snažnije konkurencije nebankarskih finansijskih institucija i preuzimanjem dobrog dela tržišta karakteristican je proces brze integracije malog broja solidnih, velikih banaka i drugih finansijskih kompanija. Na primer, broj americkih komercijalnih banaka opao je sa oko 14.000 na manje od 8.000 u periodu izmedju 1980. i 2002. godine. Efikasnost u korišćenju automatizacije i drugih tehnoloških inovacija podrazumeva veliki obim poslovanja (ekonomija obima). Zato banke nude svoje usluge na sve više tržišta nastojeći da prošire krug svojih klijenata.

Ovaj proces geografske ekspanzije i konsolidacije bankarskih i drugih finansijskih institucija je vec zahvatio i prekogranicne integracije poprimajuci razmere globalizacije bankarskog i šire posmatrano finansijskog sektora. Na taj nacin se stvaraju internacionalne i transnacionalne banke za cije poslovanje nema granica, što je naravno omogucila deregulacija finansijskog sektora poslednjih decenija. Treba imati u vidu da je liberalizacija finansijskog sektora i ulazak najrazlicitijih kompanija na ovo podrucje, koje sve više približavaju ponudu svojih proizvoda i usluga bankarskim, imala ne samo negativne, vec i znacajne pozitivne strane, prvenstveno za korisnike tih usluga.

Sve veca konkurencija i širenje spektra usluga posledica je slabljenja državne kontrole – deregulacije – u sektoru finansija. Ovaj proces zapocet je u SAD uklanjanjem maksimiranja kamatnih stopa i proširenjem prostora za delovanje nebankarskih institucija. Medjutim, to je dovelo i do znacajnog povecanja rizika poslovanja i povecanja opasnosti od bankrota, zbog cega je u cilju sprecavanja velikih finansijskih kriza i lomova reagovala medjunarodna zajednica uvodjenjem medjunarodnih standarda i jacanjem kontrole centralnih banaka i odgovarajucih regulatornih institucija.

U savremenom svetu kretanje kapitala postalo je propulzivan faktor ekonomije, posto godisnji promet kapitala od 100 biliona dolara uveliko nadilazi svetsku trgovinu robom i uslugama od 2-2.5 biliona dolara. Takva finansijska snaga postaje sve vise autonomna sila koja se postepeno odvaja od robnih tokova. Autonomno kretanje novca i kapitala sada prate nestabilni (fluktuirajuci) kursevi i kamatne stope sto znacajno utice na konkurentsku poziciju preduzeca na inostranom trzistu i na cenu koštanja proizvoda⁵.

⁵ Djordje Djukić, Bjelica, Ristić- Bankarstvo, Ekonomski fakultet, 2003

Globalizacija svetskog trzista i internacionalizacija proizvodnje nametnule su potrebu sve rasudnije bankarske mreze u cilju sto veceg priblizavanja banaka svojim klijentima.

U oblasti finansija najdinamicnije se sire valutne operacije – trgovina vrednosnim papirima, ukljucujuci i proizvodne finansijske instrumente.

Savremeno bankarstvo razvijenih trzisnih privreda karakterise koncentracija banaka , kvalitativna kontrolna uloga drzave i finansijska deregulacija, pluralizam vlasnistva, profit kao motiv poslovanja poslovnih banaka i spajanja banaka i ili osiguravajucih drustava u uslovima sveopste liberalizacije finansija.

U tom kontekstu, banke ne mogu vise reprezentovati tehnicki servis za snabdevanje privrede novcanim sredstvima niti institucije kojima upravljaju duznici vec samo samostalne finansijske organizacije koje autonomno definisu kreditnu politiku sa samostalnim objektivnim procenama stepena kreditnog rizika kod svake transakcije i koje performansno pristupaju analizi kreditne sposobnosti svojih klijenata.

Skorija iskustva u vezi medjunarodnog bankarskog odobravanja kredita su primer kako stvari mogu krenuti nizbrdo: taj vid kreditiranja se naglo razvijao tokom 1960-ih i 1970-ih godina i mnoge banke su zezele da zauzmu ili poboljsaju soje ucesce na tom trzistu, sto je poostrilo konkurenciju i smanjilo marze. Vremenom, problem dugova , pocetkom osamdesetih godina, ukazuje na to da su tako male marze nedovoljne da pokriju rizike koji su tu bili prisutni. Rizici poslovanja na novim ka razlicito pogadjaju razlicite banke. Obicno slabije banke moraju da prave vise ustupaka vezanih za cene, tj za rizike koje prihvataju , da bi mogle da zauzmu odredjeni polozaj na novim trzistima. One su voljne da placaju vise kamate na depozite od svojih konkurenata.

Zbog svih napred navedenih razloga, transformacija bankarskog sistema, tokom poslednje dve decenije u procesu stvaranja efikasnog i sigurnog bankrstva usmerena je na⁶ :

- Povecanje kapitalne snage banaka
- Poboljsanje efikasnosti bankarskih institucija
- Fokusiranje na likvidnost banaka, strukturu izvora i strukturu plasmana
- Jacanje mera za poboljsanje solventnosti banaka
- Ciscenje aktive i pasive banaka od neprofitonosnih oblika
- Suzava prava po osnovu osiguranja depozita banaka
- Pojacanu kontrolu od strane centralnih banaka, odnosno regulatornih kontrolnih institucija
- Sredjivanje i ciscenje bankarskog sistema od nasledjenih i nagomilanih gubitaka i dubioza, pogotovo u tranzicionim privredama

U novijem periodu, drzavni, odnosno medjunarodni propisi, koje su drzave prihvatile, zaostri su zahteve u pogledu minimalno potrebnog nivoa kapitala u bankama.

Organizaciono-institucionalne razlike izmedju nacionalnih bankarskih sistema razvijenih zemalja trzisne privrede su proslost, odnosno danas prakticno nema razlike izmedju nacionalnog bankarstva npr SAD kao predstavnika tzv anglo-saksonskog bankarstva u kome dominira investiciono-komercijalno bankarstvo sa retail i korporativnom bankom i na primer bankarstva EU kao predstavnika evropsko-kontinentalnog bankarstva u kome donimira univerzalno bankarstvo sa univerzalnom bankom i stedionicom.

⁶ Dr Miroljub Hadzic, Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, 2007

U savremenom procesu internacionalizacije i nacionalne deregulacije karakteristika je da nije bitna organizaciono-institucionalna forma banke već njena funkcionalna pozicioniranost na globalizovanih svetskim finansijskim trzistima.

To su bili ključni razlozi zbog kojih je svaki nacionalni sistem u ovim tržišno orijentisanim razvijenim zemljama sveta potpuno napustio konzervativno bankarstvo u okviru kojeg je institucionalno-organizaciona forma imala uticajnu ulogu.

Banke su u razvijenim privredama izložene snažnoj konkurenciji industrije hartija od vrednosti i drugih finansijskih investicija, koje nisu banke, ali nude proizvode i usluge potpuno slične bankarskim. Banke su primorane da traže nove izvore prihoda, jer je bankarstvo postalo samo jedna vrsta finansijske usluge i to ona koje po mnogim kriterijumima i merilima naglo gubi pozicije u finansijskom sistemu u korist sve većeg broja različitih konkurenata.

Uz to, dolazi do sve većeg koriscenja novih fleksibilnih instrumenata, kao što su opcije, swop aranžmani, terminski poslovi i sli. Jačanje vanbilansnih pozicija u bilansima banaka, sirenje poslova posredovanja, neutralnih bankarskih poslova i slično je veće u razvijenim tržišnim privredama. Banke svoju poslovnu politiku preusmeravaju za izdvajanje, kupovinu i prodaju i transfere hartija od vrednosti. Istovremeno dolazi do relativnog opadanja značaja klasično depozitno kreditnih poslova. U uslovima prenaprednutih bilansa banaka, velikog opterećenja nenaplativim plasmanima, raskoraka u rokovima deponovanja sredstava i plasmana, banke nastoje da izmene i strukturu svojih portfelja i izvora finansiranja – da bi se uspostavili povoljniji odnosi u ukupnim prinosima, troškovima i riziku. Da bi se ostvarila povoljnija struktura plasmana u uslovima sve većeg krize kreditne sposobnosti ali i zaostavanja problema likvidnosti i solventnosti, kreditori povećavaju udeo svojih plasmana sa većim stepenom transferabilnosti i likvidnosti.

Povećava se kupovina lako utrivih obveznica čime se nastoji strukturno uravnotežiti brojni odnosi u bilansu banaka⁷.

Centralna inovacija u univerzalnom poslovnom bankarstvu je redukcija tradicionalne bankarske kreditne aktivnosti u korist potpuno novih oblika mobilizacije, plasmana i prometa novčanim sredstvima u formi profilisanog finansijskog biznisa i visokoprofitosnog promovisanja novih bankarskih proizvoda. U osnovi, radi se o novim kanalima prodaje bankarskih usluga i finansijskih proizvoda, o ofanzivnoj strategiji osvajanja novih bankarskih tržišta i oćuvanja već zapolnednutih tržišta u svetu.

Strateski pravci transformacije (reformisanja) poslovnog bankarstva u tržišnom svetu ogledaju se kroz stvaranje snažnih bankarskih institucija koje mogu garantovati finansijsku sigurnost i stabilnost, diversifikaciju investicionih ulaganja i eskalaciju medjunarodne trgovine.

Nova poslovna orijentacija banaka u svetu inducirala je potrebu da velike komercijalne i investicione banke polako pocinju da kupuju specijalizovane institucije radi obavljanja nebankarskih poslova. Velike osiguravajuće kompanije počele su da se bave finansijskim posredovanjem, a velike trgovine postaju finansijski supermarketi. Investicione banke počele su sa kupovinom gradjevinskih firmi. Komercijalne banke su otpočele da se bave poslovima upisa hartija od vrednosti.

Doslo je do neslućenog prodora marketing strategije u poslovnoj politici banaka sa očiglednom težnjom za sve većim profitom, za poboljšanje konkurentne pozicije banke, ali i za opstanak banke na postojećim moćnim svetskim finansijskim trzistima.

⁷ Dr Žarko Ristić. Medjunarodno bankarstvo i institucionalni investitori, 2010

Otuda, poslovne banke pocinju da se bave decijom stednjom, kreditiranjem mladih bracnih parova, lizingom , faktoringom, osiguranjem (preko svojih osiguravajucih kompanija), otvaranje svojih firmi, kreiranje novih bankarskih proizvoda i sirenju finansijkih usluga.

2.3 Odrednice savremenog bankarstva

Savremena banka tržišnog tipa je ona poslovna banka koja svoj bankarski proizvod kao rezultat njene osnovne delatnosti plasira na finansijskom tržištu, putem i preko koga ostvaruje dobit ili gubitak, pri čemu visina dobiti ili gubitka moraju biti isključivo i jedino rezultanta (*Djukic i dr, 2003*):

- Većeg ili manjeg kvaliteta i kvantiteta bankarskih proizvoda prihvaćenih i legalno realizovanih na konkurentnim finansijskim tržištima
- Dobrog ili lošeg organizovanja, upravljanja i rukovođenja procesom kreacije, emisije i plasmana svojih bankarskih proizvoda.

Analizom ove definicije lako je uočiti postojanje velikih razlika u tematskom, motivacionom, organizacionom i funkcionalnom smislu između tradicionalnog tipa banke i savremenog tržišnog tipa banke koja se u formi univerzalne banke rodila samo pre 30ak godina, a već je na početku pokazala izvanredne rezultate i svoju punu zrelost, perspektivu i uspešnu budućnost.

Prema tome, savremeno koncipirana banka, koja funkcioniše u tržišnom okruženju, nastala je i postoji zbog motivisanosti vlasnika kapitala, odnosno investitora da putem ovakvog institucionalnog oblika ekonomskog subjekta ostvaruju prihode po osnovu kapitalisanja njihove imovine iskazane u novcu i kapitalu. Banka je u tom slučaju samo jedna od organizacionih formi putem i preko koje vlasnici novca i kapitala stižu prihod ne samo po osnovu kamate i provizije već i po osnovu interesa, rente, dividende, eskonta, lombarda, rendite, emisionog, berzanskog i kupoprodajnog kursa, kao i drugih oblika kapitalisanja. Savremena banka nije, prema tome, banka dužnika, odnosno korisnika novca i kapitala, već isključivo i jedino banka vlasnika novca i kapitala, odnosno njenih investitora i poverilaca.

Razlozi za to su sledeći:

- *Prvo*: pri postojanju i funkcionisanju jedne savremene banke, sa aspekta njenog renomea, tj ugleda, boniteta, ocene rezultata rada i mesta i uloge koje ima na finansijskom tržištu, od sekundarnog značaja su njeni osnivači koji imaju periferni značaj za sve to, a od primarne važnosti su njeni aktuelni vlasnici bez osvrta i bez obzira na to da li su to njeni „izvorni“ ili novi osnivači.
- *Drugo*: savremena banka pripada njenim akcionarima kao vlasnicima, a ne osnivačima, pa je i tip ove banke definisan i određen statusom njenih vlasnika. Ako je npr aktuelni vlasnik konkretne banke država, onda je to državna banka, bez obzira što su njeni inicijativni osnivači bili možda privatni akcionari i obrnuto.
- *Treće*: osnovna delatnost savremene banke je kreacija, emisija i plasman bankarskih proizvoda koji imaju svoje racionalno-optimalnu prohodnost na finansijskim tržištima, a ne obavljanje:
 - Aktivnih, pasivnih i neutralnih bankarskih poslova
 - Kreditnih, depozitnih ili komisionih
 - U zemlji ili sa inostranstvom
 - Sa privredom ili neprivredom
 - Sa stanovništvom ili pravnim licima;
- *Četvrto*: plasman svojih proizvoda na konkurentnim nacionalnim i internacionalnim finansijskim tržištima savremena banka ne ostvaruje na konzervativan način, ponudom

svojih bankarskih pojedinačnih usluga na principu „uzmi ili ostavi“, prihvatanjem ili neprihvatanjem uslova iz poslovnog ugovora koji banka nameće i diktira komitetu, već isključivo na savremen, način formiranjem ponude od svojih bankarskih proizvoda ili u formi paketa poslovnih aranžmana formiranih na principu „ključ u ruke“;

- Peto: savremena banka je u velikoj prednosti naspram tradicionalne banke i iz osnova njene fleksibilnosti i uspješnije prilagodljivosti tržišnim zahtevima i oscilacijama, pa kao takva predstavlja katalizatora i stabilnu instituciju svakog finansijskog tržišta, bez obzira na stepen njegovog razvoja.
- Šesto, jednostavno rečeno, posledice poslovnog promašaja u ovako koncipiranoj banci su ograničene na nju samu i bez većeg su negativnog uticaja na ostale učesnike finansijskog tržišta, što ovim problemima daje mikro-karakter.
- Sedmo: savremena banka, za razliku od klasične banke, svoju snagu i konkurentnu sposobnost gradi i izgrađuje isključivo na principu podele vlasti i ovlašćenja, odnosno na decentralizaciji funkcionalnog odlučivanja, na krajnje izvršioce u banci, na jednoj strani, i na principu centralizacije informacija i strategije poslovne politike isključivo na nivou menadžmenta, na drugoj strani;
- Osmo: u savremenoj banci, osnovni prodajni prostor i mesto na kome dolazi do poslovnog kontakta između banke i komitenta je bankarski šalter na kome radi tzv „lični bankar“, kao savremeni profesionalac, a ne kako je to ranije bilo, kreditno odeljenje, depozitno odeljenje, odeljenje za štednju i bankarski specijalisti u njima.

Na osnovu svega iznetog, mogao bi se, u najkraćem, izvući zaključak da je jedini i osnovni cilj i smisao postojanja i funkcionisanja savremene banke tržišnog tipa sadržan u sticanju prihoda iz osnova kapitalisanja imovine iskazane u novcu i kapitalu, na jednoj strani, i kroz to – stalno povećavanje ukupnog nacionalnog bogatstva, na drugoj strani.

Sve ovo nam ukazuje da tržišno bankarstvo u svetu, posebno u razvijenim zemljama, prati niz promena koje bitno inoviraju sadržinu bankarskog poslovanja, tako da se klasična fizionomija banka od naglašeno kreditne organizacije transformiše u modernu bankarsku organizaciju. Tema bankarstvo danas u svetu, i komparativno gledano u domicilnoj praksi ima izvestan deo zajedničkih određenja, ali i sve više razlika, koje ukazuju na zaostajanje domaćeg bankarstva koje je u restrukturiranju⁸.

Novi profil banaka izrastao je, s jedne strane, pod uticajem automatizacije poslovanja i uvođenjem visoke tehnologije u obavljanju bankarskih poslova, i, sa druge strane, širenjem repertoara finansijskih instrumenata, inovacija i tokova koji se javljaju u finansijskoj, monetarnoj i bankarskoj sferi. Otuda se savremena organizacija banaka u svetu najvećim delom zasniva na bankama opšteg ili univerzalnog tipa, koje se bave veoma raznovrsnim bankarskim i finansijskim poslovima koje poslovni partneri zahtevaju od takve vrste banke. Novoprofilisana banka često ima i atribut poslovna banka – kako bi se još decidnije naglasila poslovnost, racionalnost i veština tih institucija u finansijskom posredovanju na finansijskom tržištu. U takvom poslovnom angažovanju banka ne obavlja te poslove iz neekonomskih pobuda, već ima ciljnu funkciju da ostvari dobit izraz svog ekonomskog interesa.

Tome je doprinela globalna ekonomska uslovljenost svetske privrede u odnosima međunarodne razmene a koja je uticala i na sferu međunarodnih finansija i finansijskih odnosa, što se, pre svega ogleda u sledećem:

- Mobilnost i liberalizacija kretanja kapitala u međunarodnim relacijama,

⁸ Dr Vojin Bjelica " Tendencija razvoja savremenog bankarstva", Bankarstvo , Ekonomski fakultet, 2004

- Otvorenost finansijskih tržišta u svetu prema novim instrumentima i tokovima finansijskih sredstava,
- Proširenje registracije poslova kojima se banka bavi,
- Unapređenje, standardizacija i unificiranje tehnologije obavljanja bankarskih poslova,
- Implementacija finansijskih inovacija koje se uglavnom zasnivaju na multilateralnim finansijskim instrumentima, kao i spekulacijama sa mogućim rizikom u vezi sa deviznim kursom i kamatama,
- Jedinstvena međunarodna regulacija obavljanja načina plaćanja, garancija i dr u platnom prometu sa inostranstvom,
- Proširenje bankarske mreže širom sveta, uz afirmaciju off shore banking institucija i poslova,
- Naglašena potreba za racionalnim poslovanjem banke na osnovu upravljanja troškovima.

Nastale promene u fizionomiji banaka, strukturi pasive i aktive bilansa banke, kao i širini poslova kojima se banka bavi u savremenim uslovima uticali su da i banka menja pristup koncipiranju poslovne politike. Racionalan koncept poslovne politike polazi od potrebe da banka upravlja svojom pasivom i aktivom na objektiviziranim principima, odnosno na principima menadžmenta. Takvo upravljanje pasivom i aktivom banke čine mere i aktivnosti koje banka preduzima da bi obezbedila kvalitetnu strukturu svojih izvora sredstava (u pasivi), time i svojih plasmana i drugih poslova (u aktivu). Takođe, takvim racionalnim konceptom upravljanja svojim bilansom banka teži da afirmiše na novi način principe bankarskog poslovanja:

- a) Likvidno i solventno izmirenje obaveza,
- b) Sigurnost i efikasnost plasmana (ulaganja) sredstava, uz minimiziranje rizika,
- c) Rentabilnost poslovanja, uz ostvarenje dobiti kao ciljne funkcije poslovanja banke.

Osim niza inovativnih finansijskih i bankarskih poslova u kojima su banke učesnici na direktan ili indirektan način, u razvoju savremenog bankarstva u svetu postoje novi postupci i koncepti preobražaja bankarskih institucija, koji menjaju njihovu klasičnu fizionomiju od tradicionalnih kreditnih ustanova, ka modernim finansijskim institucijama.

Navedene promene izražavaju se, u bitnim elementima preobražaja, u sledećem smeru:

- a) Proširivanje repertoara delatnosti banaka. Imajući u vidu organizacionu, tehničku i stručnu osposobljenost bankarskih ustanova za obavljanje svih poslova u finansijskog sferi, a ne samo za obavljanje kreditnih poslova, banke se sve više angažuju i na komisionim i posredničkim poslovima, ili inovativnim finansijskim poslovima. To su u prvom redu poslovi: faktoringa, forfeitinga, lizinga, spoljnotrgovinski poslovi, osiguranje idr. Od tih novih poslova banke stiču znatne prihode, koji sve više zamenjuju prihode od kamata.
- b) Otkupi i spajanje banaka. Ovim procesom transformacije bankarskih ustanova dolazi do snažne koncentracije potencijala i kapitala u bankarstvu, u tzv bankarskim anglomeracijama koje imaju primat na finansijskom tržištu i u pokrivanju komercijalnih transakcija. Primeri integracija banaka u Japanu i SAD, kao i internacionalizacija ovog procesa rečito ukazuju na promene koje su ovim trendom izazvane u međunarodnom bankarstvu.
- c) Afirmacija koncepta menadžmenta u bankarstvu – upravljanje aktivom i pasivom (ALM) obuhvata metode, mere i aktivnosti banaka da permanentnim i racionalnim sprovođenjem poslovne politike obezbede optimalnu strukturu svog bilansa, kako u delu izvora sredstava (pasivi), tako i u delu plasmana (aktivu) sredstava banke. Pri tome metodi upravljanja bilansom banke i njegovom strukturom treba da obezbede da banka minimizira sve svoje eventualne rizike u poslovima, da uporedo obezbeđuje stalno odgovarajući nivo likvidnosti i solventnosti. Krajnji efekat takvog odnosa banke u upravljanju strukturom svoga bilansa treba da rezultira odgovarajućim iznosom dobiti.
- d) Upravljanje rashodima u banci takođe predstavlja novi, racionalan odnos menadžmenta banke da svodi troškove poslovanja na optimalnu meru, kako se ne bi ugrozila suma dobiti koju banka može da ostvari.

- e) Bankarstvo u bescarinskoj zoni predstavlja novi način disperzije bankarske mreže i finansijskih punktova širom sveta. Organizovanje takvih centara za bankarstvo i finansijsko poslovanje najčešće se obavlja u zemljama koje imaju fiskalne pogodnosti za offshore institucije i liberalnije zakone o poslovanju (kao što je slučaj sa: Kiprom, Singapurom, Bahamima i dr.)

Tabela br. 1 Pregled sistemskih obeležja faza razvoja bankarstva

Tradicionalno bankarstvo 1860-1960	Industrijsko bankarstvo 1960-1990	Savremeno medjunarodno bankarstvo od 1990
Sistemska obeležja – slicnosti i razlike		
<ul style="list-style-type: none"> • Konzervativno • Uslužno • Tržišno 	<ul style="list-style-type: none"> • Savremeno • Proizvodno • Segmentizovano 	<ul style="list-style-type: none"> • Sofisticirano • Procesorno • Globalizovano
Funkcionalna obeležja – slicnosti i razlike		
<ul style="list-style-type: none"> • Kreditno –depozitna • Lokalna • Bileteralno • Tajno 	<ul style="list-style-type: none"> • Novčano-kapitalno • Nacionalno • Multilateralno • Transparentno 	<ul style="list-style-type: none"> • Hedzing-derivatno • Internacionalno • Planetarno • Javno
Menadzment obeležja – slicnosti i razlike		
<ul style="list-style-type: none"> • Koncentracija vlasti • Decentralizacija informacija • Regulacija • Kurentno 	<ul style="list-style-type: none"> • Podela vlasti • Segmentacija informacija • Deregulacija • Konkurentno 	<ul style="list-style-type: none"> • Decentralizacija vlasti • Koncentracija informacija • Autonomno • Optimalno kontrolisano
Tehnološka obeležja – slicnosti i razlike		
<ul style="list-style-type: none"> • Uzmi ili ostavi • Fasadno-filijalno • Olovka i papir • rinfuzno 	<ul style="list-style-type: none"> • Ključ u ruke • Elektronsko • Automatika • standardizovano 	<ul style="list-style-type: none"> • uradi sam • kućno • daljinski upravljач • kodifikovano
Oraganizaciono-institucionalna obeležja – slicnosti i razlike		
<ul style="list-style-type: none"> • Komercijalno-depozitne i investicione banke • Univerzalne i specijalizovane banke • Štedionice 	<ul style="list-style-type: none"> • Retail i corporate bankarstvo • Univerzalno bankarstvo • Štedioničarstvo 	<ul style="list-style-type: none"> • Trejding –berzansko • Vanberzansko-slobodno • Diler-brokerski regulisano

Izvor, ' Bankarstvo', Djordje Djukic, Vojin Bjelica, Zivota Ristic, Ekonomski fakultet Beograd, 2003 godina

Treći deo - Pojam, karakteristike, učesnici i značaj projektnog finansiranja

Treći deo ovog rada bavi se pojmom projekta, vrstama projekta i pojmom projektnog finansiranja kao posebnim oblikom finansiranja. Analiziran je koncept ovog modela kao i delatnosti koje su pogodne za ovakav vid finansiranja. Pored toga, obuhvatili smo i osnovne rizike koji se pojavljuju kod ovog tipa finansiranja i tretman koji ima ovaj model prema međunarodnim standardima Basel II . Prikazaćemo učesnike u projektnom finansiranju a objasnićemo i osnovnu konceptualnu razliku između klasičnog oblika finansiranja i projektnog finansiranja.

3.1. Pojam i karakteristike projekata

Projekti su veoma prisutni u današnjem poslovnom životu. Oni su pokretačka snaga za mnoge organizacije u većini industrija i glavni pokretač promena. Projekti su potreba društva, budući da predstavljaju sredstvo da se promene ostvare, ako ne proaktivno anticipirajuće, onda prilagođavanjem okruženju.

Primere velikih projekata možemo naći još u antičkoj istoriji kao što je izgradnja piramida u Egiptu, Velikog zida u Kini sl. Ovo su neki od primera građevinskih projekata, a osim građevinarstva u projektno-orijentisane industrije se svrstavaju i farmacija, vazduhoplovstvo, IT i druge industrije, koje koriste projekte za tehnološki razvoj i promene okruženja u kojem živimo i radimo.

Međutim, vrlo često se različite poslovne aktivnosti nazivaju projektom iako to zapravo nisu. Naime, da bi se određena aktivnost smatrala projektom, mora da sadrži određene elemente i da ima određene karakteristike. Ukoliko određena aktivnost ne ispunjava ove kriterijume, ne možemo je smatrati projektom.

Postoje veliki broj definicija projekta. Opšti pristup razmatranja pojma „projekat“ najčešće ga definišu kao složeni, neponovljiv poslovni poduhvat koji se preduzima u budućnosti da bi se dostigli ciljevi u predviđenom vremenu i sa predviđenim troškovima.⁹

Pod projektom se u inostranoj literaturi podrazumevaju složeni, jednokratni, cilju usmereni poduhvati ili zadaci koje treba ostvariti sa ograničenim ljudskim i materijalnim resursima u zadatom, odnosno planiranom vremenu.

Jedna od najsveobuhvatnijih i najčešće korišćenih definicija projekta predstavlja ona koju predlaže Institut za upravljanje projektima (eng. Project Management Institute, PMI): Projekat je vremenski ograničen poduhvat preduzet sa ciljem da se proizvede jedinstven proizvod ili izvrši određena usluga¹⁰.

Posmatrajući sa stanovišta preduzeća, u okruženju koje zahteva stalna prilagođenja i razvoj, projekti imaju veoma značajnu ulogu u ostvarivanju promena. Autori Đurićin D. i Lončar D. u svojoj knjizi *Menadžment pomoću projekata*, projekte gledano sa stanovišta preduzeća posmatraju kao plansku odluku koja se javlja uvek kada je potrebno upravljati složenim, međuzavisnim i neizvesnim situacijama.

Iz gore navedenih definicija zaključuje se da iako postoje različite vrste projekata, zajedničko im je da se realizuju radi postizanja određenog cilja, da se realizuju sa određenim ograničenim resursima i u određenom roku, da su složeni, kao i da imaju veoma važnu ulogu za organizaciju ili lice koje ga inicira.

¹⁰ PMI: A Guide to the Project Management Body of Knowledge, Third Edition (PMBOK Guide), Project Management Institute, Newton Square, PE, 2004, str. 5

Zajedničke karakteristike projekata izlaže i Jovanović P. u knjizi *Upravljanje projektima*¹¹, a to su:

- Projekat predstavlja složen poslovni poduhvat sa velikim brojem međusobno povezanih aktivnosti u učesnika
- Projekat najčešće ima sve elemente poslovnog procesa
- Odvija se u budućnosti
- Projektu je imanentan rizik i neizvesnost
- Projekat je jedinstven, tj. neponovljiv
- Projekat je vremenski ograničen i jednokratn
- Projekat sadrži konačne ciljeve koje treba postići
- To je poduhvat u kojem učestvuju ograničeni ljudski i materijalni resursi
- To je poduhvat koji zahteva koordinaciju u realizaciji i njime se mora upravljati da bi se efikasno realizovao

3.2 Vrste projekata

Budući da se projekti realizuju u različitim oblastima i industrijama, da mogu trajati kraće ili duže vreme, kao i da imaju različite ciljeve, postoji veliki broj različitih vrsta projekata i načina njihove kategorizacije.

Zbog značaja same organizacije, izdvaja se podela Međunarodnog udruženja za upravljanje projektima – IPMA (engl. International Project Management Association) koje projekte deli na:

1. Investicione projekte
2. Istraživačko-razvojne projekte
3. Organizacione projekte
4. Informatičke projekte

Mnoge organizacije su odlučile da definišu klasifikaciju projekata na osnovu:

- rizika (visok, srednji, nizak)
- poslovne vrednosti (visok, srednji, nizak)
- dužine trajanja (3 meseca, 3 do 6 meseci, od 6 do 12 meseci, itd)
- složenosti (visok, srednji, nizak)
- tehnologije koje se koriste
- odeljenja koji učestvuju u realizaciji (jedno, malo, nekoliko, sva)
- troškova

Projekte velike broj autora deli i na:

- Građevinske projekte (kao što je izgradnja zgrada, puteva, energetskih postrojenja, itd.)
- Istraživačke i razvojne projekte (razvoj novih tehnologija, novih proizvoda, itd.)
- Informatičke projekte (razvoj softvera, razvoj i uvođenje novog IT sistema)
- Organizacione projekte (nova organizacija, reorganizacija, itd.)
- Proizvodne projekte (izrada mašina i postrojenja i sl.)

Sa stanovišta dalje analize u nastavku rada izdvaja se podela na investicione i biznis projekte. Za razliku od biznis projekata koji su kraći, manje složeni, zahtevaju manji broj učesnika, resursa i sl. investicioni projekti su veoma složeni, dugotrajniji, troše značajna finansijska sredstva, zahtevaju veliki broj učesnika i resursa i neophodno im je dugotrajno praćenje i kontrola, a od velikog značaja je i projektni menadžer i tim koji upravlja projektom. Takođe, određeni autori dodaju i kategoriju društvenih projekata u koje spadaju npr. organizovanje konferencija, seminara, sportskih događaja i sl.

¹¹ Jovanović P., Upravljanje projektom, Visoka škola za projektni menadžment, Beograd, 2008, str.21

U investicione projekte spadaju npr. izgradnja novih pogona i fabrika, uvođenje nove tehnologije, izgradnja puteva, energetskih postrojenja i sl.

3.3. Pojam projektnog finansiranja

Projektno finansiranje kao model finansiranja investicionih projekata nastalo je kao izraz potrebe da se realizuju oni projekti za koje investitori nisu imali dovoljno sopstvenih sredstava niti kreditne sposobnosti za zaduživanje kod banaka i našlo je primenu u kapitalno intenzivnim delatnostima kod visokoprotabilnih projekata. Drugim rečima, kada jedan projekat može da se izdvoji u samostalnu pravno-ekonomsko celinu koja donosi takve prihode da se bez teškoća mogu isplatiti izvršena ulaganja, kako investitora, tako i kreditora, tada govorimo o projektnom finansiranju.

Prema Baselu II¹², projektno finansiranje je metod finansiranja u kome kreditor gleda prvenstveno na prihode koje generiše pojedinačni projekat, kao izvor otplate i kao obezbedjenje za izloženost. Ova vrsta finansiranja je obično pogodna za velike, kompleksne i skupe instalacije koje mogu uključiti na primer električne centrale, fabrike za hemijsku proizvodnju, rudnike, transportnu infrastrukturu, infrastrukturu životne sredine i telekomunikacija.

Projektno finansiranje je svoju primenu našlo pre svega u finansiranju infrastrukturnih projekata, zatim u finansiranju elektrana, rudnika, procesne industrije, naftnog izvora, telekomunikacija, medija i tehnologije, nekretnina (stambene zgrade, poslovne zgrade, hipermarketi, logistički centri, kompleksi, dvorane, bioskopi, tehnološki parkovi), pokretne imovine (aviona, brodova, satelita).

Jedan takav primer je i Euro Diznilend park u Parizu, koji je jedinstveni park te vrste u Evropi. Zapravo, projektno finansiranje nije ništa novo u svetu finansijskih usluga. Oduvek je bilo instrument za finansiranje kratkoročnih i dugoročnih potreba za kapitalom u rasponu od nekoliko miliona USD do nekoliko milijardi USD.

Profesor Hoffman sa Univerziteta u Kembridžu navodi da se termin 'projektno finansiranje' generalno koristi za finansiranja bez prava na regres ili sa delimičnim regresom i predstavlja takvu strukturu u kojoj se sopstveni kapital i dug/obaveze kombinuju radi izgradnje, korišćenja ili refinansiranja nekog privrednog objekta u kapitalno-intenzivnoj industriji, pri čemu zajmodavci baziraju odobrenje kredita na projektovanim prihodima od korišćenja imovine uključujući sve ugovore koji proizvode prihode i drugi cash flow.

Druge definicije upotpunjuju bliže ovu sliku pa tako autor Clifford Chance kaže 'termin projektno finansiranje se koristi za širok spektar finansijskih struktura. U svakom slučaju, te strukture imaju jednu zajedničku karakteristiku: finansiranje ne zavisi primarno od kreditne sposobnosti sponzora/investitora ili od same vrednosti imovine, već od performansi samoga projekta'.

Za profesora Petera Nevitt-a, projektno finansiranje predstavlja finansiranje određenog projekta kod koga je zajmodavac zadovoljan da vidi inicijalno tokove novca i prihode projekta kao izvor sredstava za otplatu kredita pri čemu se upravo ta imovina smatra kolateralom.

U praksi se projektno finansiranje obično koristi u kapitalno intenzivnim delatnostima u kojima nosioci projekta često nisu kreditno sposobni za tradicionalne oblike finansiranja ili nisu spremni da preuzmu pripadajuće rizike i kreditne obaveze. U modelu projektnog finansiranja rizici projekta se raspoređuju na više partnera i tako snižavaju do nivoa koja koji je prihvatljiv svakom partneru. Projektno finansiranje našlo je svoju primenu u izgradnji i obnovi objekata u nizu javnih usluga.

¹² Bazelski komitet za superviziju banaka - Medjunarodna saglasnost o merenju kapitala i standardima kapitala, Basel II, 2007

3.4. Koncept projektnog finansiranja i vrste projekata za koje je primeren

Projektno finansiranje je u zadnjih deset godina postalo jedan od najvećih oblika osiguranja srednjoročnog i dugoročnog kapitala za finansiranje investicionih projekata i to onih projekata kod kojih je finansijska struktura organizovana na način, da budući prihodi projekta predstavljaju glavni vid servisiranja duga i gde realizacija projekta predstavlja glavni oblik osiguranja. Projektno finansiranje se može organizovati na različite načine, zavisno od tipa projekta. Tradicionalno su veći infrastrukturni projekti javnog sektora bili finansirani budžetima države ali i klasičnim kreditima za privredu koji su bili zasnovani na kreditnoj sposobnosti zajmoprimca. Sa uspehom privatizacije i deregulacije se tako tradicionalni način finansiranja infrastrukturnih projekata počeo prebacivati u druge oblike

Ključni faktor koji opredeljuje da li je određen projekat primeren za projektno finansiranje ili ne je stepen pouzdanosti budućih prihoda projekta.

To znači da su za projektno finansiranje posebno primereni projekti čije se finansiranje može predvideti u detalje kao i budući prihodi, bilo da dolaze na osnovu dugoročnog ugovora o otkupu (npr el. energija) bilo na osnovu koncesije (npr putarina).

Projektno finansiranje se najčešće sreće u kapitalno-intenzivnim delatnostima, tamo gde su sredstva investitora nedovoljna za pokretanje projekta a projektovani prihodi takvi da se on može otplatiti samostalno u definisanom vremenskom periodu.

Lista delatnosti prihvatljivih za projektno finansiranje definisana je Okvirima BaselaII i to u delu koji je nazvan **Prvi stub**-minimalni zahtevi za kapitalom, definišu se bliže tipovi izloženosti banaka prema privredi. Naime, u okviru klase aktive privrede imamo sledeće pod-klase specijalizovanog kreditiranja:

- **Projektno finansiranje** – uključuje finansiranje elektrana, rudnika, procesne industrije, naftnog izvora, telekomunikacija, medija i tehnologije
 - **IPRE** (*Income Producing Real Estate; Corporate/Specijalno finansiranje/ IPRE*) – namena kredita je izgradnja i/ili kupovina :
 - Poslovnih prostora
 - Stambenih zgrada
 - Hotela
 - Hipermarketa i trgovačkih centara
 - Logističkih centara
 - Kompleksa, dvorana, bioskopa,
 - Tehnoloških parkova
- Finansiranje objekata** (*Corporate / Specijalno Finansiranje / finansiranje objekata*) – finansiranje kupovine objekata, pokretne imovine:
- Avioni, brodovi
 - Vozovi
 - Vozni park
 - Sateliti
- **Robno Finansiranje** (*Corporate/Specijalno finansiranje/robno finansiranje*) – obuhvata finansiranje zaliha, rezervi robe u trgovačkoj razmeni (nafta, metali, žitarice i sl.)

3.5. Projektno finansiranje kao strukturno finansiranje

Projektno finansiranje poznato u savremenoj literaturi i pod nazivom **strukturno finansiranje**, jer zahteva takvo strukturiranje duga i vlasničke glavnice koje će omogućiti da tok finansijskih

sredstava projekta bude adekvatan otplati duga (*Aralica, 2007*). U širem smislu, projektno finansiranje obuhvata i investicione projekte delimično finansirane kreditima, za čije se izvođenje osniva novo preduzeće/privredno društvo, a čiji vlasnici za obaveze po tim kreditima ne odgovaraju sopstvenom imovinom ili drugim prihodima. Ipak rizici takvog aranžmana za finansijsku instituciju izrazito su veliki pa krediti osigurani isključivo imovinom projekta predstavljaju izuzetak. U početnoj fazi razvoja većina projekta finansira se sopstvenim sredstvima ili kreditima osiguranima ličnom imovinom.

Strukturno finansiranje zapravo zahteva strukturiranje vlasničkog kapitala i duga na način da gotovinski tok projekta pokrije ulaganja svih strana učesnica u projektu. Specifične potrebe pojedinačnog projekta se određuju na takav način da opredeljuju strukturiranje finalne konstrukcije projekta, međutim ta kompleksnost odnosa medju učesnicima u projektu, kao i rizici koji se skrivaju u poznim fazama realizacije projekta, zahteva izradu posebne studije ekonomske opravdanosti projekta.

3.6 Direktna veza neto novčanog toka i povraćaja investicije

Za realizaciju projekta odobrava se kredit koji omogućuje razvoj projekta bez preuzimanja rizika ili obaveza u slučaju da se prihodima projekta ne ostvaruje dovoljno sredstava za otplatu glavnice i kamata. Budući da rizik projekta nije pokriven imovinom ili prihodima nosilaca projekta, povraćaj investicije zavisi isključivo od toka slobodnih novčanih sredstava od projekta. U slučajevima kada su rizici projekta preveliki, zajmodavac može tražiti podršku u obliku garancija, hipoteka i drugih oblika osiguranja potraživanja, koju pruža nosilac projekta, s njim povezane pravne osobe ili treće strane uključene u projekat (poput države). Nadalje, finansijska institucija koja je odobrila kredit može u određenim okolnostima imati pravo na naknadu štete od nosilaca projekta, pre završetka izgradnje ili tokom upotrebe infrastrukturnog objekta.

U svim navedenim slučajevima govorimo o modelu delimične pokrivenosti koji, međutim, ne dovodi u pitanje zavisnost povraćaja investicije od neto novčanog toka generisanog u sklopu projekta.

U svakom slučaju, Investitori donose pozitivnu odluku o ulasku u neki projekat kada on na dugi rok iskazuje pozitivan novčani tok koji je u stanju da nadoknadi sve troškove poslovanja i finansiranja. Upotreba ove tehnike finansiranja je zato tesno povezana sa studijom ekonomske opravdanosti projekta čiji rezultati moraju biti u smislu iskazivanja pozitivnih učinaka prihvatljivi. Sa druge strane, najveći značaj ovakvog tipa finansiranja upravo leži u činjenici da on omogućava finansiranje i onih projekata koji nisu mogli biti finansirani klasičnim korporativnim modelima finansiranja.

3.7 Pravni značaj projektnog finansiranja

Direktna povezanost novčanog toka i povraćaja investicije u direktoj je vezi sa osnivanjem zasebnog pravnog lica - preduzeća koje na sebe preuzima većinu rizika projekta. Nosilac projekta postaje deoničar preduzeća/društva, koji izlaže riziku samo ona sredstva koja unosi u osnivački kapital. U zavisnosti od strukture projektnog finansiranja, nosilac projekta ne mora biti obavezan da u sopstvenim bilansima iskaže kreditne obaveze koje proizlaze iz projekta. Nezavisno od udela u osnivačkom kapitalu preduzeća i odgovarajućih propisa, nosilac projekta može imati obavezu pružanja podataka o projektu u konsolidovanom bilansu (MRS 27 i MRS 28).

3.8 Korišćenje finansijske poluge

Kod modela projektnog finansiranja nosilac projekta obično nastoji da finansira troškove realizacije projekta uz izrazito visoko učešće pozajmljenih sredstava. Međutim, pravilo glasi: što je rizik veći, odnos duga i vlasničke glavnice treba biti manji. Visok koeficijent finansijske poluge u projektu dozvoljava nosiocu projekta da ograniči sopstveno ulaganje izloženo riziku. U određenim okolnostima finansijska poluga nosiocu projekta omogućuje sniženje prosečnog troška kapitala jer

jeftinijim sredstvima zajma, čiji se troškovi (kamate) odbijaju od poreske osnovice, nadoknadjuje skuplji sopstveni kapital prikupljen izdavanjem deonica (u slučaju deoničkog društva) ili prikupljanjem poslovnih udela (u slučaju društva s ograničenom odgovornošću). S druge strane, obaveze po osnovu kredita imaju prioritet pred isplatom dividende, što može povećati rizik projekta.

3.9 Opšti rizici u projektom finansiranju

Reč je o rizicima koji su uopšte prisutni u poslovanju, odnosno, nisu nužno povezani s projektovanjem, izvođenjem i upravljanjem projektom. Radi se o političkim, ekonomskim, i pravnim rizicima koji su prikazani u donjoj tabeli:

Tabela 1. Opšti rizici u projektom finansiranju

Vrsta rizika	Sadržaj rizika	Pojavni oblik rizika	Glavni nosilac rizika
Politički rizik	Pravo vlasništva	Eksproprijacija imovine, otkazivanje ugovora	Ako su rizici osigurani, tada ih snosi osiguranje ako nisu – javni sektor
Ekonomski rizik	Kursevi stranih valuta, promena kamatnih stopa	Devalvacija domace valute, fluktuacije kurseva i kamatnih stopa	Investitor
Pravni rizici	Promena pravnih propisa u delu koji se tiče poreza i zaštite okoline	Promene opštih pravnih okvira; Promene koje direktno deluju na zakone privrednog tj projektog društva	Javni sektor
Zaštita okoline	Ekološki incidenti	Greška investitora ili postojeći problem	Investitor
Viša sila	Prirodne katastrofe i društveni problemi	Poplave, potresi, neredi i štrajkovi	Osiguranje

Izvor: Projektno finansiranje infrastrukture, Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb

Dodatni činioci rizika proizlaze iz činjenice da se kod projektog finansiranja uobičajeno radi o međunarodnim poslovima u kojima učestvuju multinacionalne kompanije, organi države u kojoj se projekat realizuje i domaći podugovarači. Često se realizacija projekta odvija u slabije razvijenim zemljama u kojima je nedovoljno razvijeno institucionalno okruženje. U takvim je uslovima stepen rizika uspešne realizacije projekta viši usled nedovoljne apsorpcione sposobnosti zemlje domaćina za kompleksne projekte i/ili usled nekompetencije ili korupcije u planiranju i realizaciji projekta, odnosno najčešći rizici koji se javljaju kod ovakvih projekata su:

- konvertibilnosti domaće valute i dostupnost strane valute;
- nedovoljan stepen razvijenosti pravnog sistema radi podrške privatnom i stranom ulaganju u infrastrukturu;
- raspoloživost i referentnost datuma aukcije, razvoja projekta i predviđanja potražnje;
- (ne)postojanje odgovarajuće infrastrukture u zemlji-domaćinu koja može podržati projekat;
- sposobnost domaćih ugovarača i/ili izvođača da odgovore zahtevima projekta.

3.10 Rizici u pojedinim fazama projekta

Rizici koji se javljaju u pojedinim fazama projekta, najbolje se mogu videti u sledećoj tabeli:

Tabela br 2. Rizici u pojedinim fazama projekta

Rizici u pojedinim fazama projekta			
Vrste rizika	Sadržaj rizika	Pojavni oblik rizika	Nosilac rizika
Rizici vezani uz projektovanje i razvoj projekta	Greške u projektu	Greška u definiciji projekta	Javni sektor
		Greška u izvođenju projekta	Naknadu štete snosi izvođač radova i projektant.U slučaju da naknada nije dovoljna,razliku snosi projektno društvo.
Rizici vezani uz izgradnju objekta	Prekoračenje planiranih troškova	Pod kontrolom izvođača radova (neefikasna izgradnja i sl.)	Izvođač radova snosi rizik jer je cena izgradnje objekta fiksna.
		Izvan kontrole izvođača radova (promene u opštem pravnom okviru – promene zakona, povećanje poreza itd.)	Ako su rizici osigurani,tada ih snosi osiguravajuće društvo.U suprotnom ih snosi projektno društvo.
		Izvan kontrole izvođača radova (postupci vlade koji direktno utiču na projekat – npr. odlaganje izdavanja dozvole)	Javni sektor
	Kašnjenje u izvođenju	Pod kontrolom izvođača radova (npr. neefikasna koordinacija sa podugovaračima)	Naknadu štete snosi izvođač radova.U slučaju ga naknada nije dovoljna,razliku snosi projektno društvo.
		Izvan kontrole izvođača radova (viša sila, itd.)	Reč je o riziku koji se osigurava.Pojavljivanje štete koja nije osigurana snosi projektno društvo.
Dovršeni objekat nije u stanju ispuniti ugovorene kriterijume	Nedostaci u kvalitetu,moguća oštećenja na objektu	Naknadu štete snosi izvođač radova.U slučaju ga naknada nije dovoljna,razliku snosi projektno društvo.	
Rizici vezani uz upravljanje objektom	Prekoračenje u troškovima	Promena u praksi preduzeća koje upravlja objektom na zahtev projektnog društva	Potencijalna šteta biće nadoknađena od strane projektnog društva.
		Greška preduzeća koje upravlja objektom	Potencijalna šteta biće nadoknađena od strane preduzeća koje upravlja objektom.U slučaju da naknada nije dovoljna,razliku snosi projektno društvo.
	Uskraćivanje različitih dozvola za rad	Diskreciona odluka države	Javni sektor
	Promena cena inputa od strane dobavljača	Rast cena	Ovaj rizik treba snositi strana koja ga na najbolji način može kontrolisati i otkloniti.
	Neisporuka inputa od strane državnog tela	Diskreciona odluka države	Javni sektor
Rizici vezani za ostvarivanje prihoda	Promene tarifa	U skladu sa ugovorom	Projektno društvo
		Država krši ugovor	Javni sektor
	Promene u potražnji	Smanjenje potražnje	Potencijalni rizik snosi projektno društvo.
		Greška preduzeća koje upravlja objektom	Štetu nadoknađuje preduzeće koje upravlja objektom.U slučaju da nadoknada nije dovoljna,razliku snosi projektno društvo.
	Nedovoljna ponuda ili nedovoljan kvalitet koji dovodi do smanjenja potražnje	Greška preduzeća koje upravlja objektom	Potencijalna šteta će biti nadoknađena od strane projektnog društva.
Greška projektnog društva		Model veleprodaje: rizik snosi jedino kupac	
Rizik naplate potraživanja od korisnika	Odbijanje plaćanja računa; neautorizovano priključanje na mrežu	Model maloprodaje: rizik snosi projektno društvo	

Izvor: *Projektno finansiranje infrastrukture, Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb*

Iz gornje tabele jasno se vidi da u svakoj pojedinačnoj fazi projekta, bilo da je to pre ili u toku izgradnje, postoje određeni rizici koji mogu ugroziti projekat i stoga moraju biti posebno identifikovani i kontrolisani.

3.11 Raspodela rizika projekta

Zbog izrazito visokog učešća pozajmljenih sredstava, neadekvatni finansijski rezultati mogu ugroziti održivost poslovnog projekta¹³. Zbog toga je primerena raspodela rizika ključni deo kvalitetnog projektnog finansiranja. Njom se razgraničavaju prava i obaveze partnera u svim fazama projekta pa se tako osigurava odgovarajući nivo kvaliteta i obima usluga po ugovorenim cenama, kao i vraćanje kredita i prihvatljiv povraćaj investitorima .

3.12 Učesnici u projektnom finansiranju

Projektno finansiranje uključuje čitav niz učesnika koji stupaju u različite vrste ugovornih odnosa sa projektnim društvom kao pravnim subjektom ,zaduženim za pribavljanje finansijskih sredstava potrebnih za razvoj i realizaciju projekta, tj. za projektovanje, građenje i upravljanje objektom, kao i prodaju dobara/usluga.

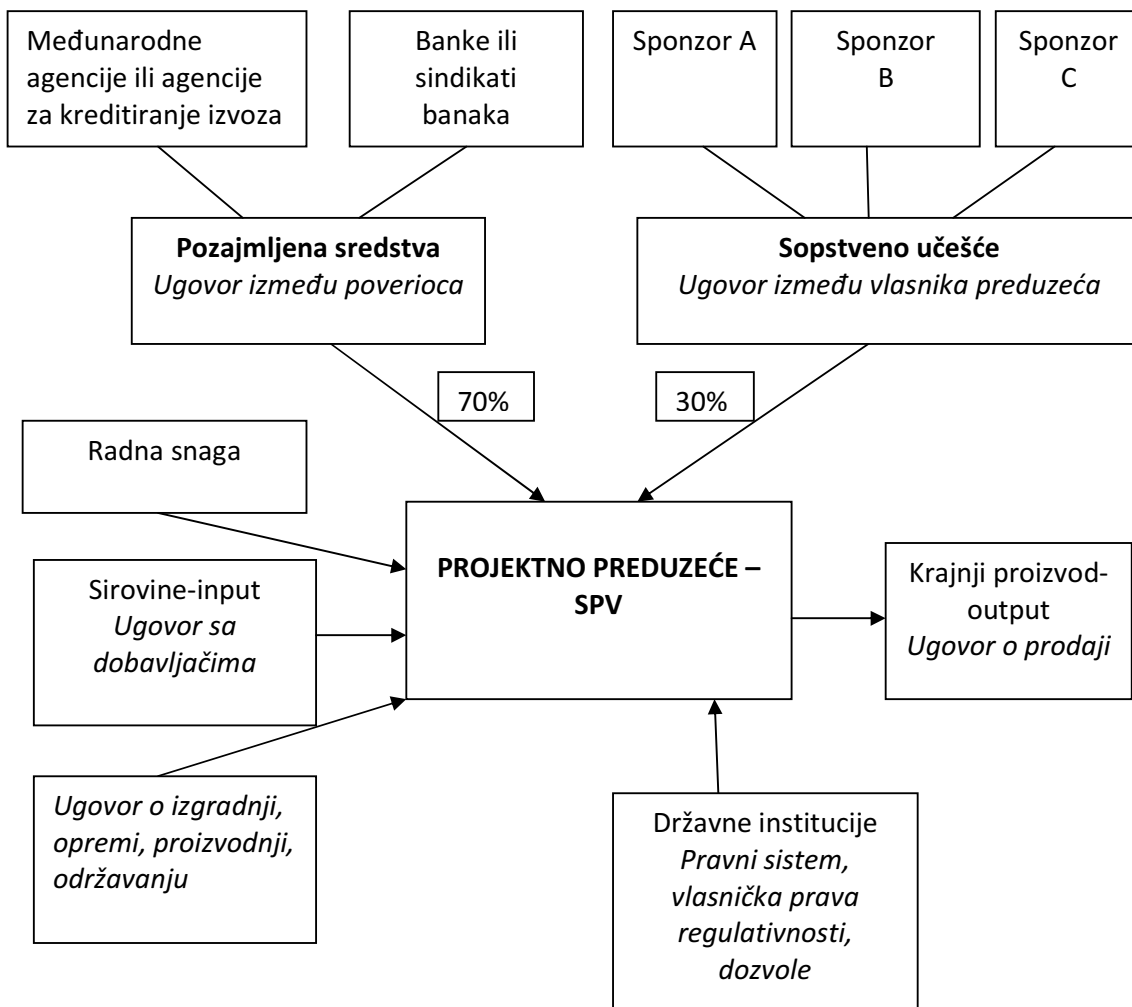
Tabela br. 3 Glavni učesnici projektnog finansiranja

Nosioci projekta i drugi deoničari projektnog društva	Obično 'start up' preduzeće ili 'single purpose vehicle (SPV)' – preduzeće osnovano da razvija projekat i organizuje učestvovanje svih strana u projektu. Takođe, nosilac projekta ulaže sopstveni kapital u projektno društvo ili drugi subjekt putem kojeg se projekat realizuje.
Sponzori projekta	Ukoliko postoji više nosilaca projekta, oni obično formiraju akcionarsko društvo, partnerstvo ili drugi oblik ugovornog povezivanja putem kojeg definišu međusobna prava i obaveze. Osim nosilaca projekta, često postoje i drugi ulagači koji time ostvaruju interesnu povezanost s budućim poslovanjem projekta.
Zajmodavac	Zajmodavac je finansijska institucija (ili konzorcijum takvih institucija) koja projektnoj kompaniji daje kredit za razvoj i realizaciju projekta. Za osiguranje potraživanja po osnovi navedenog kredita koristi se imovina stečena tokom trajanja projekta. Zbog velikih iznosa kredita i potrebe za podelom rizika u projektnom finansiranju česti su tzv. sindicirani zajmovi, pri čemu dve ili više banaka zajednički finansiraju projekat. U manjoj meri u ulozi zajmodavca mogu se naći i nosioci projekta – deoničari/akcionari projektnog preduzeća koji mogu dodatno finansirati projekat putem zajmova koje posebno ugovaraju.
Izvođač radova na objektu	Izvođač radova na objektu stupa u ugovorni odnos s projektnim društvom na osnovu kojeg obavlja projektovanje i izvodjenje radova na projektu - najčešće u saradnji s različitim kompanijama.
Tehnički eksperti	Projektanti, inženjeri, supevizori , eksterni nadzori

¹³ Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb, Zoran Aralica (2007)

Pravni savetnici	Advokati i ostali konsultanti koji imaju esencijalnu ulogu
Poslovni subjekt koji upravlja objektom	Poslovni subjekt koji upravlja objektom na osnovu dugoročnog ugovora s projektnim društvom upravlja funkcionisanjem objekta i pružanjem odgovarajućih usluga korisnicima. Preduzeće koje upravlja objektom odgovorno je za njegovo održavanje kao i za kvalitet i opseg usluga koje pruža
Dobavljači ključnih inputa	Dobavljači ključnih inputa ulaze u dugoročne ugovorne odnose s projektnim društvom kojima se obavezuju na pribavljanje odgovarajućih inputa (npr. energije, sirovina ili drugih resursa) po unapred utvrđenim uslovima.
Kupac proizvoda ili usluge	Projektno finansiranje rezultira proizvodima ili uslugama koje se nude tržištu putem jednog od dva osnovna distribucionna kanala - maloprodaje ili veleprodaje. U prvom slučaju se proizvod kupcima nudi direktno, a u drugom postoji posrednik koji ulazi u dugoročan ugovorni aranžman s projektnim preduzećem na bazi kojeg kupuje celokupnu količinu proizvoda/usluga i dalje ih nudi na tržištu. Izbor između maloprodaje i veleprodaje u nekim je slučajevima definisan tehničkom rešenjem infrastrukturnog objekta ili distribucione mreže i/ili pak strukturom tržišta. Jedan od takvih primera je i finansiranje izgradnje ili kupovine/rekonstrukcije hotela. Kod ovakvih aranžmana, investitor po pravilu stupa u dugogodišnji ugovorni odnos sa nekim od međunarodnih hotelskih operatera (Accor, Holiday In).

Slika br.1. Tipična struktura učesnika u projektnom finansiranju



Tipično projektno preduzeće je finansirano sa 70% pozajmljenih sredstava i 30% učešća investitora. Preduzeće kupuje radnu snagu, opremu i druge resurse kako bi se proizveo krajnji proizvod (energija, zgrada, infrastrukturni objekat i sl.). Država u kojoj se projekat realizuje daje pravni okvir za realizaciju projekta.

3.13 Basel II i projektno finansiranje

Lista delatnosti prihvatljivih za projektno finansiranje definisana je Bazelskim sporazumom. Naime, Bazelski komitet je osnovan krajem 1974. godine od strane guvernera centralnih banaka zemalja članica G-10, prvenstveno u cilju definisanja minimalnih standarda za poslovanje banaka, pre svega u domenu minimalne kapitalne adekvatnosti. Članovi Komiteta su predstavnici Belgije, Kanade, Nemačke, Italije, Japana, Luksemburga, Holandije, Španije, Švedske, Švajcarske, Velike Britanije i Sjedinjenih Američkih Država. Komitet se sastaje četiri puta godišnje. 1988. godine Komitet je odlučio da uvede sistem za merenje adekvatnosti kapitala popularan kao Bazelski sporazum. Do 1992. godine, ovaj sistem je omogućio implementaciju okvira za merenje kreditnog rizika pri čemu je *minimalni standard kapitalne adekvatnosti 8%*. Od 1998. godine

primena Bazela I ostvarena je u svim zemljama u kojima posluju međunarodno aktivne banke (preko 100 zemalja). 1996. godine Komitet je objavio dodatak na Sporazum o kapitalu iz 1998. godine koji, pored kreditnog rizika, svoj fokus proširuje i na kapitalne zahteve koji pokrivaju izloženost banke tržišnom riziku. U junu 1999. godine Komitet je objavio predlog novog revidiranog Sporazuma o kapitalu koji bi trebalo da zameni onaj iz 1998. godine. Revidiran sporazum o kapitalu, opšte prihvaćen i poznat kao Bazeli II, je zvanično usvojen 26. juna 2004. godine od strane članova Komiteta. Ovaj dokument predstavlja novi set standarda za utvrđivanje minimalne kapitalne adekvatnosti za banke.

Novi Bazelski sporazum obuhvata tri međusobno povezana stuba, koji zajedno treba da doprinesu povećanju sveopšte stabilnosti i sigurnosti finansijskih sistema. Pri tome prvi stub ima zadatak da značajno poboljša metodologiju za utvrđivanje minimalne adekvatnosti kapitala, dok drugi i treći stub predstavljaju inovacije u procesu supervizije rada banaka:

- *Stub 1: Zahtev za minimalnim iznosom kapitala*, koji uključuje kreditni, tržišni i operativni rizik
- *Stub 2: Proces supervizijskog pregleda*, koji postavlja okvire za nadzornu funkciju bankarskog sistema
- *Stub 3: Tržišna disciplina*, koja predstavlja okvir za javno objavljivanje poslovnih podataka banaka

Iako mnogo kompleksniji i zahtevniji sa aspekta implementacije, troškova i primene savremenih znanja, novi Bazelski sporazum pruža bankama mogućnost da značajno unaprede sigurnost, stabilnost i efikasnost svog poslovanja. Jedan od najnovijih aspekata novog sporazuma o kapitalu odnosi se upravo na merenje kreditnog rizika zasnovanog na internoj klasifikaciji klijenata i obuhvata dve osnovne varijante: osnovnu i naprednu.

Za razliku od standardizovanog pristupa, bančine interne procene ključnih faktora rizika predstavljaju osnovni input za izračunavanje kapitalnog izdvajanja. Upravo iz ovog razloga, moguće je utvrditi onu meru kapitala koja najviše odgovara nivou kreditnog rizika kojem je banka izložena. Ipak, ovaj pristup ne dozvoljava bankama da samostalno procenjuju sve elemente koji su potrebni za izračunavanje kapitalne adekvatnosti. Nasuprot, ponderi rizika i sam iznos zahtevanog kapitala utvrđuju se kombinacijom kvantitativnih inputa koje obezbeđuje banka i formula koja definiše Komitet. Upravo te formule se baziraju na modernim tehnikama upravljanja rizikom koje uključuju statističke, a samim tim, i kvantitativne procene rizika.

U okviru ovog pristupa, banke su obavezne da, pored definisanja ključnih faktora rizika, klasifikuju svoje plasmane u šest osnovnih kategorija aktive, pri čemu svaka ima različite karakteristike kreditnog rizika, odnosno kod kojih je rizik gubitka različit.

Ukratko, ovo znači, da banke samostalno vrše klasifikaciju svojih klijenata, odnosno određuju njihov bonitet, u skladu sa internim metodama koje su razvijene za svaku pojedinačnu vrstu plasmana. Rezultat klasifikacije prevodi se u procenu iznosa potencijalnog budućeg gubitka koji služi kao osnova za izračunavanje minimalnog nivoa kapitala potrebnog za pokrivanje tog gubitka. Drugim rečima za svaki od plasmana, u zavisnosti od kategorije aktive kojoj pripada, moraju se definisati četiri ključna faktora rizika:

1. Verovatnoća neispunjenja obaveza klijenta (Probability of Default) – PD, kojim se meri verovatnoća da klijent neće biti u mogućnosti da izvrši otplatu svojih dugovanja
2. Gubitak nastao usled nemogućnosti klijenta da izvršava svoje obaveze (Loss Given Default) – LGD, kojim se meri deo plasmana koji će predstavljati gubitak u slučaju da klijent ne može da izvršava svoje obaveze
3. Iznos plasmana u trenutku kada klijent ne može da izvršava svoje obaveze (Exposure at Default) – EAD, koji kod kreditnih linija meri iznos plasmana koji će najverovatnije biti povučen u trenutku kada klijent ne može da izvršava svoje obaveze
4. Ročnost (Maturity) – M, kojom se meri preostala ekonomska ročnost plasmana

Komitet je definisao minimalne kvalifikacione kriterijume koje svaka banka mora da ispuni pre nego što joj se dozvoli da koristi ovaj metod izračunavanja kapitalne adekvatnosti za kreditni rizik. Ispunjavanjem minimalnih kvalifikacionih kriterijuma, banka je obezbedila razumljivost i integritet svojih internih procesa za procenu kreditnog rizika.

Pored redovnog korporativnog kreditiranja, Bazel II prepoznaje i posebnu kategoriju aktive koju naziva **specijalizovano kreditiranje**, koje obuhvata vrstu projektnog finansiranja kod koga je mogućnost otplate u potpunosti zavisna od performansi koje taj projekat može da ostvari ili od mogućnosti realizacije instrumenta obezbeđenja. Izračunavanje kapitalne adekvantosti za ovu vrstu plasmana moguće je izvršiti u skladu sa metodom internog merenja, ukoliko je banka u mogućnosti da zadovolji stroge kriterijume za primenu ovog pristupa, ili klasifikacijom plasmana u jednu od pet kategorija kvaliteta koje je definisao Komitet.

S tim u vezi, Sporazum Basel II u delu koji je nazvan **Prvi stub**-minimalni zahtevi za kapitalom, definiše bliže tipove izloženosti banaka prema privredi i to tako što u okviru klase aktive privrede postoje pod-klase specijalizovanog finansiranja (projektno finansiranje, finansiranje objekta koji proizvode prihode (IPRE), robno finansiranje)¹⁴.

3.14 Sličnosti i razlike između klasičnih oblika finansiranja i projektnog finansiranja

Projektno finansiranje se razlikuje od tradicionalne forme finansiranja, jer za kreditore osnovu za vraćanje duga i kamate predstavlja imovina i novčani tokovi projekta. Za razliku od običnih situacija zaduživanja, kod projektnog finansiranja kreditor obično ima malo ili ni malo pravo na „ne-projektne“ imovinu dužnika ili sponzora projekta, tj. povrat uloženi sredstava najčešće ne zavisi od ostale imovine i prihoda dužnika ili sponzora projekta, već od novčanih tokova koje generiše sam projekat.

Centar kreditne analize nije dužnik, već projekat i sastoji se od ocene efikasnosti projekta i identifikacije i upravljanja projektnim rizicima. Riziknost samog dužnika nije toliko važna kao kod standardnog kreditiranja. Dužnik kod projektnog finansiranja jeste novoosnovano preduzeće, kojoj je jedina imovina projekat, i celokupna poslovna aktivnost vezana samo za projekat.

Kod projektnog finansiranja, investicije mogu biti vraćene samo ako se projekat realizuje i postane operativan. Ukoliko projekat propadne, kreditori gube najveći deo uloženi sredstava budući da je imovina projekta najčešće specifična i ima malu vrednost izvan datog projekta. Zbog rizika i specifičnosti samo projektnog finansiranja, troškovi ovakvog finansiranja su obično veći, a proces i vreme odlučivanja za odobravanje finansijskih sredstava duži u odnosu na klasičnog kreditiranja.

Još jedna specifičnost projektnog finansiranja je visoko učešće pozajmljenih izvora u ukupno potrebnim sredstvima (obično oko 70% - 90%).

Projektno finansiranje dozvoljava sponzorima da diversifikuju rizik projekta i posledično dobiju sredstva za projekat koje inače ne bi mogli da dobiju direktnim finansiranjem. Dug zasnovan na manjem učešću sopstvenih sredstava ili bez angažovanih sopstvenih sredstava štiti sponzora od određenih rizika projekta i rizika zemlje. Kao rezultat toga, naknada za kreditora i sponzora je proporcionalna riziku koji su oni spremni da prihvate u projektnoj strukturi. Kreditori prate i kontrolišu sam razvoj projekta kako bi se uverili da se projekat uspešno realizuje i samim tim imaju veći uticaj na samog dužnika i njegove menadžere u odnosu na klasično finansiranje. Za praćenje i kontrolu realizacije projekta se često angažuju eksterni saradnici.

¹⁴ Lidija Barjaktarović, Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, 2009

Takođe, za razliku od drugih načina finansiranja projekata, model projektnog finansiranja utiče na sve aspekte razvoja projekta i odnose između njenih učesnika. Ukoliko se projekat realizuje korišćenjem projektnog finansiranja potrebno je da ne samo investitor i kreditor, već i svi ostali učesnici u projektu (izvođači radova, dobavljači, državne službe i drugi), imaju makar osnovno znanje o načinu funkcionisanja projektnog finansiranja i načinu na koji je njihov deo rada na projektu povezan sa strukturom projektnog finansiranja.

3.15 Ključni koraci za uspešnost projektnog finansiranja

Kao što smo ranije naveli, ključni faktor koji opredeljuje da li je određeni projekat primeren za projektno finansiranje ili ne, je stepen pouzdanosti budućih prihoda projekta. Za projektno finansiranje su posebno primereni projekti čije se finansiranje može predvideti u detalje kao i buduću prihod, bilo da dolaze na osnovu dugoročnog ugovora o otkupu (npr električna energija) bilo na osnovu koncesije (npr putarina).

U postupku realizacije jednog projekta, bitne su sledeće faze, odnosno koraci:

- **Izrada predmetne studija izvodljivosti** ("Feasibility study") koja treba da sadrži opis projekta, podatke o Sponzoru projekta, analizu tržišta, tehničke i pravne aspekte projekta, investicione troškove, novčane tokove i kalkulacije profita. Namena ove studije je da se identifikuje da li je projekat komercijalno prihvatljiv, tržišno opravdan kao i da ustanovi da li je projektno finansiranje upravo taj oblik finansiranja koji je najpodobniji za konkretni projekat.
- **Planiranje projekta** - Ova faza obuhvata niz usluga od početnog savetovanja do organizacije finansiranja. Savetovanje se odnosi na izradu celokupne studije sa osvrtom na promenljive elemente projekta – kamatne stope, devizni kursevi, stopa inflacije, očekivani profit projekta. U skladu sa planiranim troškovima projekta, predviđaju se i ekonomski tokovi poslovanja u budućim novčanim tokovima tako da se utvrdi najbolji način finansiranja. Planiranje predpostavlja testiranje osetljivosti finansijskog modela iz ugla ključnih promenljivih poslovanja u primeni različitih mogućih scenarija.
- **Organizacija finansiranja i plan finansiranja** - Ova faza se fokusira na privlačenje potencijalnih kreditora i investitora, odnosno za pribavljanje primarnih izvora finansiranja. U te svrhe, predstavnik projekta pravi prospekt koji zapravo predstavlja pregled svih bitnih elemenata projekta. Da bi sponzori projekta imali zadovoljavajući obim i izvore sredstava, neophodno je kombinovati pozajmljena sredstva (bankarske kredite) sa vlasničkim kapitalom i ulaganjima investitora i kroz pravilnu raspodelu ulaganja i rizika, može se napraviti kvalitetan finansijski paket.
- Plan finansiranja je takodje jedan od ključnih činilaca uspeha projekta. U obzir se moraju uzeti sledeći ciljevi¹⁵:
 1. dostupnost i tačnost finansijskih sredstava
 2. izbegavanje skupih sredstava i maksimizacija povraćaja sopstvenog kapitala (ROE)
 3. minimiziranje rizika za sve stranke (deoba rizika)
 4. optimizacija poreskih aspekata (izbegavanje duplog oporezivanja)
 5. maksimizacija subvencija (država, EU).

Očigledno je da su neki od ciljeva u negativnoj korelaciji pa da se moraju definisati prioriteta projekta i to zajedno sa partnerima /učesnicima projekta.

Plan projekta zajedno s njegovom analizom rizika i analizom osetljivosti pokazuje moguće manjkavosti i poteškoće (povećanje troškova, kašnjenje zbog vremenskih prilika, dozvole,

¹⁵ Projektno finansiranje u građevinarstvu, Mr Marin Franolic, Hypo Alpe Adria Bank, Hrvatska, 2001.

pad cena, itd.). Plan finansiranja mora rezervisati sredstva za takve okolnosti da ne bi došao u pitanje inače zdrav projekat.

Maksimizacija povraćaja sopstvenog kapitala (ROE) može se postići uporednim tajmingom rata i finansijskog toka, niskom kamatnom stopom i visokim koeficijentom zaduženosti usled postojećih poreskih štitova (u zavisnosti od poreskog sistema). Optimizacijske kalkulacije jako zavise od osnovnih metoda vrednovanja. Uobičajen metod je diskontovanje novčanih tokova (DCF).

- **Nadzor nad tokom finansiranja** - Ova faza bi se sprovodila u tri segmenta – a to je u času izgradnje, početka proizvodnje i u doba normalnog poslovanja projektnog preduzeća. Namena nadzora je da speči iznenadjenja poverioca i onih koji su u projekat investirali svoja sredstva. Nadzor je faza u kojoj se vrši kontrola i monitoring a sve u cilju da se izbegnu prepreke koje bi mogle da ugroze projekat što pre svega podrazumeva praćenje operativnog plana izvođenja radova, praćenje napredovanja radova u odnosu na operativne planove gradnje, praćenje radova u odnosu na odobrenu građevinsku dozvolu i izveštavanje banke o svim prethodno nabrojanim praćenjima i kontrolama.

3.16 Uloga i značaj marketing istraživanja kod projektnog finansiranja – preduslov za pravilno projektovanje novčanih tokova

Kao što znamo, osnovni zadaci marketing-menadžmenta su¹⁶:

- razvijanje marketing strategija i planova (identifikovanje potencijalnih dugoročnih mogućnosti),
- sticanje uvida u marketing (marketing informacioni sistem i sistem marketing istraživanja),
- povezivanje sa kupcima (kako kreirati vrednost za svoja ciljna tržišta),
- izgradnja jakih brendova (koje su slabe i jake strane iz perspektive kupca),
- oblikovanje tržišne ponude (proizvod je u samom središtu marketing programa),
- isporuka vrednosti (određivanje adekvatnog načina isporuke vrednosti na ciljnom tržištu),
- komuniciranje vrednosti (sredstva komunikacije na tržištu),
- kreiranje dugoročnog rasta (dugoročna vizija proizvoda i brendova u funkciji profita),

Kada govorimo o projektnom finansiranju, u najvećoj meri smo se izjasnili o projekcijama novčanih tokova kao ključnoj osobini ovog modela finansiranja. S tim u vezi, podsetićemo da firme koje su subjekti finansiranja nemaju nikakvu imovinu osim imovine koja je predmet investicije i da je za uspeh ovako postavljene strukture, od presudnog značaja prihod koji će odredjeni projekat da ostvari. Da bi bili sigurni u prognozu rezultata, moramo imati veoma duboku i ozbiljnu analizu tržišta ispred sebe, sa svim relevantnim pokazateljima: obim tražnje, cene, kvalitet konkurencije. Stoga možemo slobodno reći da je sticanje uvida u marketing odnosno marketing istraživanje kod projektnog finansiranja ključni faktor za ocenu uspešnosti projekta, odnosno, nalazi dobijeni ovom analizom se direktno koriste u projekcijama budućih prihoda projekta. Što su cene dobijene takvom analizom realnije, to je kvalitet prognoza veći.

Inače, bitno je da znamo da se marketing istraživanje definiše kao sistematsko dizajniranje, prikupljanje, analize i izveštavanje o podacima i nalazima relevantnim za odredjenu marketing situaciju sa kojom se suočava kompanija.¹⁷

U pogledu pristupa koji će se koristiti prilikom istraživanja, primarni podaci mogu se prikupiti na pet glavnih načina: posmatranjem, fokus grupama, ispitivanjima, podacima o ponašanju i eksperimentima. U zavisnosti od tipa projekta i cilja, biće izabran i adekvatan pristup.

¹⁶ Philip Kotler, Kevin Lane Keller, Marketing menadžment, Data status, Beograd, 2006, dvanaesto izdanje

¹⁷ Philip Kotler, Kevin Lane Keller, Marketing menadžment, Data status, Beograd, 2006, dvanaesto izdanje

U našem primeru hotela (izložen u delu 10.2) svakako da je istraživanje putem ispitivanja i putem fokus grupa najviše prihvatljivo.

Od presudnog je značaja da istraživanje o kome je reč bude izvršeno na kreativan način i zasnovano na naučnom metodu.

Odnosno , bitno je da se ima u vidu da je za dobro marketing istraživanje potrebno sledeće:

- Naučni metod – u efikasnom marketing istraživanju koriste se principi naučnog metoda – pažljivo posmatranje, formulisanje hipoteza, predviđanje i testiranje
- Istraživačka kreativnost – u najboljem slučaju, marketing istraživanjem se razvijaju inovativni načini za rešavanje problema
- Višestruki metodi – marketing istraživači izbegavaju preterano oslanjanje na bilo koji metod, priznaju vrednost korišćenja dva ili tri metoda radi sticanja većeg poverenja u rezultate
- Medjuzavisnost modela i podataka – podaci se interpretiraju postojećim modelima u zavisnosti od vrste informacija koje se traže
- Vrednost i troškovi informacije – marketing istraživači vode računa o proceni vredosti informacija u odnosu na troškove
- Zdrav skepticizam – prema nerealnim pretpostavkama menadžera o tome kako funkcioniše tržište
- Etički marketing – istraživanje mora biti korisno i za kompaniju i za njene potrošače. Pogrešno korišćenje istraživanja može naneti štetu potrošačima, čime se povećava otpor prema kompaniji.

Četvrti deo – Operativna realizacija projektnog finansiranja

U ovom delu rada bavićemo se operativnom realizacijom projektnog finansiranja. Pre svega, objasnićemo karakteristike feasibility studije koja je karakteristična za ovaj vid finansiranja. Analiziraćemo ključne pokazatelje i alate koji se koriste u analizi kao i projekcije novčanih tokova. Daćemo i konkretan primer analize novčanih tokova na primeru projekta izgradnje garni hotela u Beogradu. Navedene projekcije nalaze se u prilogu ovog rada.

4.1. Pojam, elementi I značaj 'feasibility' studije

Studija izvodljivosti (feasibility study) predstavlja dokument koji objedinjuje osnovne podatke o konkretnom projektu, podatke o Investitoru i Sponzoru projekta, precizan opis same investicije u pravnom, tehničkom i ekonomskom smislu a takodje treba da pruži podatke o ukupnim ulaganjima i očekivanim prihodima. Studija takodje treba da sadrži i detaljnu analizu tržišta, kako ponude tako i tražnje i prognoze budućih trendova.

Naravno, ova studija se prvenstveno izradjuje za potrebe samog investitora, odnosno njihovih akcionara radi detaljnog sagledavanja isplativosti ulaska u konkretnu investiciju. Sa druge strane, ova studija predstavlja 'ličnu kartu' projekta i koristi se kao osnovni dokument kod podnošenja zahteva za kreditiranje kod banaka.

Osnovne razlike koje postoje kod studije izvodljivosti koje se rade za potrebe projektnog finansiranja i investicionog finansiranja proističu pre svega iz činjenice da se kod projektnog finansiranja finansijska analiza projekta i ekonomski tok projekta, kao i projekcije novčanih tokova, odnose isključivo na troškove odnosno prihode konkretne investicije.

Nasuprot tome, kod investicionog finansiranja imamo obavezu sagledavanja kompletnog poslovanja preduzeća – dakle, ukoliko preduzeće ima širi proizvodni asortiman, na primer, biće teško razlučiti kod projekcija budućih prihoda i troškova, koji konkretni asortiman daje najbolje efekte, odnosno, koji je kritičan. I što je taj asortiman veći, to je međusobni uticaj troškova i prihoda izraženiji a rezultat tako zasnovane analize, nedovoljno pouzdan.

Osnovni elementi studije izvodljivosti kod projektnog finansiranja su:

- **Kratak pregled /sumar osnovnih podataka o projektu** (Investitor, adresa, karakter investicije, lokacija, vrednost projekta, rokovi itd).
- **Izveštaj o proceni vrednosti konkretnog objekta/lokacije**
- **Tehnička I Pravna podloga projekta** – Pravni status projekta , ugovori , dozvole, saglasnosti , opis procesa, posebni tehnički zahtevi, opis zahtevanih dozvola I licenci, proces pribavljanja istih, vremenski plan, analiza uticaja okruženja, odnosnih zakona I pravne regulative.
- **Podaci o izvodjaču radova** - reference
- **Market analiza** – sveobuhvatna analiza ponude I tražnje na predmetnom tržištu. Ovde imamo I konkretan opis marketinga projekta I opis ciljanog segmenta klijenata.

Dakle, detaljna analiza tržišta treba da sadrži sledeće elemente:

- Odgovor na pitanje koje je ciljno tržište investitora (definicija i opis)
- Karakteristike tržišta: kompleksno ili jednostavno, radi li se o tržištu na kojem se učestalo događaju promene, raste li, stagnira ili pada, postoji li zavisnost od regulative, subvencije države ili posebne uvozne kvote, carine
- Koja je vrednost ciljnog tržišta, trenutni udeo investitora na tom tržištu

- Koje su moguće promene na ciljanom tržištu (očekivanja i predviđanja) i kako one mogu uticati na konkretan projekat

Na osnovu tih rezultata, investitor može da sagleda svoju buduću poziciju na tržištu kao I da upravo te podatke upotrebi prilikom donošenja konkretnih odluka vezanih za projekat.

- **Analiza konkurencije** - Market analiza treba da pruži osnovne podatke o konkurentima, njihovoj snazi I razvijenosti, stavljajući u fokus njihove prednosti I nedostatke, preovladjujuće trendove.

U ovom delu, investitor treba da odgovori na sledeća pitanja:

- Ko su direktni konkurenti i kakav je njihov trenutni tržišni udeo
- kakvo je njihovo tržišno pozicioniranje u odnosu na konkretnog investitora (cenovna, kvalitativna diverzifikacija)
- Koliko konkurenti ugrožavaju položaj investitora s obzirom na tehnologiju, marketing i sl.
- Koje su snage, a koje su slabosti konkurencije
- Postoje li barijere ulaska novih konkurenata na ciljno tržište (zakoni, ograničenja, koncesije), odnosno koliki su troškovi ulaska na isto
- Postoje li izlazne barijere, odnosno koji su troškovi izlaska s tržišta
- Postoji li indirektna konkurencija kroz supstitutivne proizvode ili postoji određena diferenciranost (brand)
- **Prognoza buduće tražnje** – ovde se konkretno iznose kalkulacije u pogledu analizirane trenutne I predpostavljene buduće tražnje uzimajući u obzir i latentnu tražnju kao posledica nekog najavljenog budućeg događaja koji može bitno uticati na porast tražnje. U ovom delu, investitor treba da pruži odgovor na sledeća pitanja:
 - Ko su kupci proizvoda odnosno korisnici usluga, čime se bave
 - Koliki je procenat prodaje najvećim kupcima
 - Da li uspeh projekta zavisi od jednog ili svega nekoliko kupaca (koliko značajan bi bio gubitak glavnih kupaca)
 - Kakva je elasticnost tražnje – da li kupci/korisnici zavise od konkretne ponude odnosno uolikoj meri mogu lako naći supstitut za ponudjeni proizvod na tržištu
 - U kojoj meri je konkretan proizvod/usluga, jedinstven na posmatranom tržištu
 - Opis postojećih trendova na ciljanom tržištu prodaje
 - kakvi su uslovi prodaje (cena, marža, odloženo plaćanje, popusti)
- **Tržišno okruženje**

U ovom delu investitor će svakako morati da analizira sledeće faktore:

 - Ostali učesnici koji uticu na razvoj tržišta ili mu mogu biti ogranicavajući faktor
 - Makroekonomska kretanja u zemlji i okruženju, uticaj svetskih trendova, pozitivni/negativni učinci kretanja na svetskim tržištima
 - Monetarna i fiskalna politika, razvoj novih tehnologija
 - Socio - kulturno i politicko okruženje
 - Demografski cinioci i tržište rada
 - Razvoj lokalnog tržišta i industrijski ciklusi
 - Ekologija – da li je poslovanje preduzeća ekološki prihvatljivo, postoje li kakva administrativna i zakonska ogranicenja
- **Investicioni troškovi, novčani tokovi I kalkulacije prifitabilnosti**

- Procena ukupnih troškova projekta (npr. Troškovi zemljišta , troškovi izgradnje, troškovi nabavke opreme, operativni troškovi)
- Inicijalni predlog strukture finansiranja , sopstvena sredstva I pozajmljena sredstva (kredit)
- Prognoze: budžetirani prihod, očekivana prodaja prema market istraživanjima, troškovi materijala, energije , održavanja, metod amortizacije, poreski propisi I ostali propisi.
- Očekivana inflacija I kursevi stranih valuta
- Analiza poreza u cilju optimiziranja troškova oporezivanja
- **Projekcije prihoda I rashoda, novčanih tokova** – Finansijska analiza sa očekivanim novčanim tokovima zajedno sa predloženom finansijskom strukturom koja treba da obezbedi nesmetano operativno realizovanje projekta kao I otplatu kredita tokom navedenog perioda.
- **Projekcije novčanih tokova (cash-flow)** koje će pokazati slobodne tokove novca koje projekat generiše, kao i potrebna sredstva za otplatu kredita, investiranje , potrebe za obrtnim kapitalom, dividenda.
- **'Break-even' analiza (analiza prelomne tačke)**
- **Ekonomska analiza**, prezentacija profitabilnosti investicije (povraćaj investicije, povraćaj kapitala) Projekat mora biti više profitabilan nego ostale investicije sa manjim rizikom
- **Analiza osetljivosti ('Sensitivity analysis')** – uticaj promena bitnih faktora projekta na profitabilnost /promene u ponudi, tražnji, cenama, kursevima valuta itd.

Iz napred navedenog možemo zaključiti da je za uspešnost projektnog finansiranja bitno pre svega da budu ispunjeni sledeći preduslovi:

- pravna podloga za realizaciju projekta (tzv „legal due dilligence“) mora biti potpuno jasna i dokumentovana (pravni odnosi, pitanje vlasništva, ugovori)
- kontrola rizika – realizacija projekta mora biti organizovana na način da se tokom celog perioda trajanja projekta rizici mogu kontrolisati i da se njima može upravljati
- Investor mora posedovati iskustvo u branši
- Izvodjač radova mora imati kvalitetnu referenc-listu iza sebe
- Projekat mora biti ekonomski opravdan i zasnovan na opsežnoj analizi tržišta ponude i tražnje
- S tim u vezi, pretpostavke u pogledu prodaje i cena moraju biti realistične kao I pretpostavke u pogledu kretanja inflacije I kurseva valuta

4.2. Projekcije prihoda , rashoda I novčanih tokova - instrument ocene isplativosti ulaganja

Svaki racionalan investitor ulaskom u neku investiciju ocekuje konkretne koristi, odnosno povećanje sadašnje vrednosti svog ulaganja. Odluka o ulasku u odredjeni investicioni poduhvat nosi dodatni poslovni rizik, kako za preduzetnika tako i za Banku koja razmatra praćenje tog projekta. Stoga je potrebno posebno utvrditi ukupan rizik konkretne koristi koje proizlaze iz odredjene investicije.

„ Za ocenu prihvatljivosti ili neprihvatljivosti investicionih ulaganja razvijene su različite metode. Ove metode se ponekad u literaturi nazivaju i investicionim kriterijumima, što je pogrešno, jer metode za ocenu investicionih projekata i investicione kriterijume nikako ne treba poistovećivati. Naime, metodama za ocenu investicionih projekata daje se širi značaj i putem njih se u stvari dolazi do investicionih kriterijumima tj. do merila za meritorno odlučivanje o različitim investicionim alternativama.

U kontekstu navednog, može se reći da metode ocene i rangiranja investicionih projekata čine u stvari skup postupaka putem kojih se sistematski dolazi do saznanja o prihvatljivosti ili neprihvatljivosti investicionog ulaganja, u smislu donošenja investicione odluke "da-ne". Metode koje se koriste za ocenu efikasnosti investicionog projekta, sa finansijskog aspekta, treba da pruže odgovor da li je ponuđeni investicioni projekat sa finansijskog aspekta prihvatljiv ili ne, ako se radi samo o jednom projektu, odnosno, koji je od ponuđenih investicionih projekata prihvatljiviji, ako se radi o više investicionih projekata.

Osnovna svrha primene pojedinih metoda ocene i rangiranja investicionih projekata ogleda se u tome da se pruži što preciznija ocena rentabilnosti investicionog projekta koja se očekuje tokom investicionog ulaganja.

Dinamičke metode ocene i rangiranja investicionih projekata, smatraju se naučno dovoljno fundiranim, jer se baziraju na planu novčanih tokova investicionih projekata i respektovanju koncepta vremenske vrednosti novca. ¹⁸

Kod tradicionalnih modela finansiranja, kao što je poznato, za svaku planiranu investiciju postoje metodološke podloge ocene, odnosno nužno je dati tržišno-finansijsku ocenu prihvatljivosti projekta. Podloge za ocenu prihvatljivosti projekta predstavljaju tokovi: finansijski i ekonomski tok, koji se formiraju na osnovu projekcija pojedinih stavki koje se preuzimaju iz pripremljenih tabela (ulaganja, izvori finansiranja, bilans uspeha, itd.

Na bazi tako formiranih tokova izvode se sledeći stavovi:

- Likvidnost projekta (ukupna)- Ocena likvidnosti projekta izvodi se na osnovu formiranog finansijskog toka, za period izvodjenja investicije, za ekonomski vek projekta koji daje uvid u sposobnost podmirivanja finansijskih obaveza u pojedinim godinama i u celini ekonomskog veka projekta (kumulativ). On pokazuje finansijsku snagu projekta, odnosno sposobnost podmirivanja finansijskih obaveza.

- Rentabilnost projekta - Rentabilnost projekta ocenjuje se na bazi formiranog ekonomskog toka projekta, koji predstavlja ekonomsku snagu projekta nezavisno iz kog aspekta se vrši analiza (Investitor, finansijer ili drugi).

Rentabilnost se ocenjuje preračunavanjem određenih pokazatelja uspešnosti kao što su: interna stopa rentabilnosti, neto sadašnja vrednost, relativna neto sadašnja vrednost i period povraćaja investicionih ulaganja.

- Analiza osetljivosti - Pored proračuna pokazatelja efikasnosti planirane investicije potrebno je analizirati i osetljivost projekta na promene nekih ključnih parametara sa kojima se ušlo u analizu investicije. Na taj način sagledava se "težina" uticaja pojedinih od tih parametara na očekivane rezultate investicije, odnosno sagledavaju se mogući rizici očekivane efikasnosti investicije.

Kod uobičajenih modela dugoročnog finansiranja (dugoročni investicioni krediti), potrebno je prvo utvrditi koji su to dodatni (inkrementalni) novčani tokovi koji proizlaze iz same investicije, odnosno koji se bez nje ne bi ostvarili i obracunavaju se kao:

Novčani tokovi sa investicijom - Novčani tokovi bez investicije

¹⁸ Dr Marko Ivaniš: "Osnovi finansija", (udžbenik), Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.

Dakle, ukoliko preduzeće već posluje i želi da obračuna neto novčane tokove same investicije, isto može učiniti izradom posebnog obračuna u kojem će iz kalkulacije primarnih izvora otplate izdvojiti učinke postojećeg poslovanja.

Kod projektnog finansiranja ti ukupni novčani tokovi de facto su inkrementalni novčani tokovi.

U nastavku ćemo objasniti ulogu i značaj projekcija kao nezamenljivog alata u analizama. Dva bitna principa projektovanja su: novčani tokovi i račun dobitka i gubitka. Projekcije bilansa stanja se također koriste ali imaju manji značaj.

- Projekcije novčanih tokova (cash flow forecasts) treba da pokažu:
 - Koji nivo gotovine će biti neophodan tokom trajanja projekta
 - Kada će se ta potreba javiti
 - Koliko dugo mora postojati određeni nivo gotovine

Imajući u vidu da prognoze novčanih tokova na duži vremenski period mogu imati izvesna odstupanja u odnosu na realno potrebna sredstva, za investitore je važno da imaju u svakom trenutku mogućnost obezbeđenja dodatnih sredstava, bilo kroz dodatno ubacivanje sopstvenih sredstava u projekat, bilo kroz bankarske zajmove.

Rezultat projekcije novčanih tokova je neto novčani tok nakon servisiranja dugova. Neto novčani tok nakon servisiranja dugova predstavlja razliku ukupnih priliva i ukupnih odliva novčanih sredstava iz poslovne, investicione i finansijske aktivnosti preduzeća. Novčani tokovi (prilivi i odlivi) po pojedinim godinama projekcije izvode se iz prethodno projektovanih bilansa uspeha i projektovanih pozicija bilansa stanja za svaku od godina projekcije.

Ključne kategorije pozicija kod cash-flow projekcija

Kod projektnog finansiranja, cash-flow projekcije su jednostavne u pogledu pristupa i sadrže sledeće bitne elemente:

- **Prihodi : operativni i drugi prihodi**
- **Rashodi: operativni rashodi i troškovi kapitala**
- **Porezi**
- **Servisiranje duga: otplate glavnice i kamate**
- **Rezerve**
- **Promene gotovine**

Ključni pokazatelji cash-flow projekcija

Pre pojašnjenja bilo kog od dole navedenih pokazatelja, bitno je da znamo da korišćenje bilo kog od njih direktno zavisi od tipa projekta, perioda u kome se vrši analiza (dugoročni, kratkoročni posao), ujednačenosti plana otplate. Shodno tome, izvesno je da se ne koriste svi pokazatelji u jednoj analizi.

Takodje, moramo da naglasimo da, pored dole navedenih posoje još brojni pokazatelji (NIO- net operating income, LTV – Loan to value, LTC – Loan to construction value) koji se koriste prvenstveno u bankama, odnosno finansijskim institucijama za ocenu projekata, te ih ovom prilikom nećemo posebno razmatrati.

Ocena isplativosti jednog projekta, podrazumeva odgovor na sledeća pitanja:

- Da li će projekat u celini generisati dovoljan cash-flow?

Odgovor na to pitanje dobićemo analizom dva ključna racia:

1. PLCR - Project Life Cover Ratio – Racio pokrića u periodu projekta¹⁹

Neto sadašnja vr. slobodnog novčanog toka (pre kamate) tokom trajanja projekta
Kredit

Slobodan novčani tok pre kamate umanjuje EBITDA (bruto dobit pre kamate, poreza i amortizacije) za poreze, promene obrtnog kapitala i investicije. On pokazuje koliko likvidnih sredstava ostvarenih u svakoj godini projekta je raspoloživo za servisiranje finansijskih izvora (uobičajeno eksterno finansiranje pre sopstvenog ulaganja).

Eksterna kamatna stopa je obično i diskontna stopa.

Racio predstavlja odnos sume svih diskontovanih novčanih tokova i duga koji će biti okamaćen u određenom vremenskom periodu – u ovom slučaju, u periodu trajanja celokupnog projekta.

Vrednost racia zavisi najviše od konkretne industrije i ostalih rizika a takodje i od toga u kojoj se fazi nalazi projekat. Generalno, na samom početku, vrednost od 2 će predstavljati najmanju prihvatljivu vrednost.

2. LLCR - Loan Life Cover Ratio – Racio pokrića u periodu kredita

Neto sadašnja vr. slobodnog novčanog toka (pre kamate) tokom trajanja kredita
Kredit

Racio se računa na isti način kao i prethodni ali samo za period trajanja kredita.

Odnos između perioda trajanja kredita i perioda trajanja projekta će se razlikovati svakako u zavisnosti od konkretne industrije. Generalno, period kredita je približno 60%-70% ukupnog perioda trajanja projekta.

Generalno, ovaj racio na početku perioda otplate kredita od 1,5 biće prihvatljiv u najvećem broju slučajeva.

- Da li je otplata kamate predviđena tokom celog veka projekta? To možemo da vidimo uz pomoć sledećeg racia:

ICR - Interest Cover Ratio / Racio pokrića kamate

EBITDA (bruto dobit pre kamata, poreza i amortizacije)
Neto kamata

Ovaj racio stavlja u odnos EBITDA sa neto kamatom i to najčešće za period od jedne godine

- Da li je servisiranje duga (kamate i glavnice) pokriveno tokom celog trajanja projekta?
Ovde imamo dva najčešće korišćena racia:

¹⁹ Mr Graham Cheshire, Project Finance, Agence de Transfert de Technologie Financiere, Luxembourg (2008)

🚧 DSCR - Debt Service Cover Ratio - Racio pokriva duga

EBITDA (bruto dobit pre kamata, poreza i amortizacije)
Otplata duga

🚧 Free Cash Flow / Debt Service - Slobodan novčani tok / otplata duga

Slobodan novčani tok pre kamate
Otplata duga

Oba racia su odnos profita (EBITDA ili Slobodnog novčanog toka pre kamate) u određenom vremenskom periodu I otplate duga u istom periodu (godinu, 6 meseci itd).

DSCR racio je više zastupljen u svim analizama ali on ne uzima u obzir likvidnost neke investicije u toku operativne faze.

Generalno, u svim periodima, racio od 1.35 smatra se najmanje prihvatljivim limitom mada I manje vrednosti dolaze u obzir kod projekata koji imaju kraći vek realizacije.

Takodje, u nekim slučajevima, otplata u jednakim ratama nije ni moguća zbog prirode projekta pa je neophodne predvideti neravnomernu otplatu zajma.

Treba imati u vidu da prema internacionalno usaglašenim kriterijumima (OECD priručnici za podršku izvoznim kreditima), samo kompanije za osiguranje izvoznih kredita su sposobne, prihvatljive, da pokriju određene maksimalne rokove finansiranja.

Finansijski savetnici često savetuju otplatu zajma iz projektnog finansiranja u jednoj rati ili više rata na kraju projekta da bi se na taj način sačuvao određeni procenat cash-flow-a za određena plaćanja. U realnosti, velike banke radije izbegavaju ovakva neujednačena finansiranja zbog mogućih rizika ili zahtevaju dodatno osiguranje kredita.

- **Pozitivni novčani tokovi - slučaj kada postoji višak novčanih sredstava / pozitivni novčani tokovi iznad obaveza**

Podrazumeva se da će slobodni novčani tokovi koji proizilaze iz operativnih prihoda projekta biti iskorišćeni na sledeći način:

- operativne obaveze su izvršene, ostatak čini EBITDA
- investicione potrebe su rešene, ostatak je zapravo slobodan novčani tok pre kamate
- odatle, otplata duga (kamate I glavnice) projekta se zatvara. Preostala likvidna sredstva čine višak slobodnih novčanih sredstava

U nameri da sačuva likvidnost mladog preduzeća I da minimizira rizike, zajmodavac će svakako zahtevati sledeće:

- odlaganje viška u reserve za održavanje, što predstavlja budžet za neplanirane investicije ili buduće troškove
- prebaciti na račun rezervi za plaćanje duga;
- iskoristiti za vanrednu otplatu duga unapred

Sva preostala sredstva, po pravilu propadaju akcionarima, tj vlasnicima preduzeća.

Možemo generalno reći da se kod projektnog finansiranja tokom trajanja projekta kombinovano prate navedeni kriterijumi, odnosno pokazatelji:

- vitalne determinante projekta (npr. minimalni broj baznih stanica mobilne telefonije)
- Minimalna bruto dobit (EBITDA)
- Minimalni kapital (u apsolutnom iznosu)
- Minimalni racio pokriva duga (DSCR)
- Minimalni racio pokriva kamate (ICR)

Da bismo pravilno shvatili značaj projekcija i njihovu različitu primenu u zavisnosti od projekta koji se razvija, u nastavku ćemo dati jedan praktičan primer- projekcije u slučaju izgradnje manjeg gradskog hotela garni tipa

4.3. Primer – projekcije novčanih tokova u projektu izgradnje gradskog 'garni' hotela

Primer: Proračun novčanih tokova za projekat izgradnje manjeg gradskog garni- hotela²⁰

Osnovni elementi projekta:

Cilj investicije - izgradnja hotela sa 4 zvezdice garni tipa kapaciteta 44 sobe - 72 ležaja, sa idejom o mogućem povećanju tog broja u toku same gradnje. Prema idejnom projektu, osnovna planirana površina hotela je 2266 m², što podrazumeva podzemnu garažu, prizemlje i 6 spratova.

Lokacija - centar Beograda , stari deo grada , Investitor već poseduje lokaciju, odnosno objekat u vlasništvu površine 750 m² na parceli površine 5,60 ari za koju je procenu izvršio Institut za transfer tehnologije iz Beograda.

Vrednost projekta - budzet je radjen na bazi idejnog projekta , tako da troškovi gradnje , naknada i opremanja hotela plus opremanje iznose max Eur 3,5 Mio , bez zemljišta i gradjevinske dozvole (čiju smo vrednost utvrdili na Eur 1,85 Mio).

Ulog investitora : vrednost lokacije (postojeći objektat će biti srušen i na njegovom mestu će biti izgradjen hotel) i pravosnažna gradjevinska dozvola .

Pretpostavke za projekcije :

U nastavku dajemo osnovne pretpostavke na osnovu kojih su izvršene projekcije:

- **Popunjenost hotela** - varijante sa 45%, 55% i 60% popunjenosti kapaciteta.
- **Procečna cena** po sobi - Eur 119 (usluga noćenje + doručak)
- **Inflacija** - radili smo projekcije sa i bez inflacije, pri cemu smatramo da je treba isključiti jer se dobija nerealna cena smestaja i prikazuje znatno veci rezultat (cene u hotelima obicno se iskazuju u EURima a naplacuju po vazecem kursu RSD)
- **Kredit** : Eur 3,5 Mio
- **Porez** - 8%
- **Amortizacija** : 20 god
- **Dominantno ucesce u prihodima** - prihodi od nocenja, hrana i pice -manje, jer se radi o garni hotelu
- **Trosak plata** : Plate su radjene na bazi prosečne plate u RS od Eur 300 za radnu snagu sa SSS i 1000 Eur za osoblje sa visokom strucnom spremom (20 zaposlenih)
- **Fond za održavanje hotela** - predvidjen, u visini od 5% godišnje
- **Uključeni troškovi održavanja, energenata i marketinga**

²⁰ Studija ekonomske opravdanosti ulaganja u garni hotel, Institut za transfer tehnologije Beograd , 2007

- **Rok otplate kredita:** 13 godina
- **Kamatna stopa :** 3M Euribor + 4,2 % (racunato sa 8% p.a.)

U nastavku vidimo kako je investitor napravio strukturu svoje investicije sa aspekta potrebnog kredita i roka otplate:

PLANIRANO FINANSIRANJE I OTPLATA	
Početak otplate	2012 godina
Rok kredita	13 godina
Ukupna vrednost investicije	5 350 000 €
Sopstveno učešće	1 850 000 €
Kredit	3 500 000 €
Kamatna stopa	8,00 % p.a.
Godišnja otplata	269 230 € + kamata

Budzet projekta – Najznacajni deo svakog projekta je njegov budzet. On predstavlja ukupnu vrednost investicije , pažljivo razdeljen po kategorijama troškova projekta. U donjoj tabeli vidimo kako je naš investitor selektovao i izdvojio kategorije troškova. Ovde vidimo i pojedinačno učešće svake od kategorije troškova – najveće je svakako učešće građevinskih radova a zatim i vrednost parcele. Njeno visoko učešće značajno opterećuje projekat ali imajući u vidu da se radi o starom delu grada gde nema slobodnih parcela , navedeno učešće je svakako realna kategorija. Ono što je takodje bitno je izostanak troškova finansiranja – po pravilu oni se uključuju u ukupne troškove jednog projekta ali u ovom slučaju nisu navedeni jer je investitor želeo da izmeri sve troškove pod pretpostavkom da sam finansira ceo posao. Ovo je takodje bitan momenat kod donošenja odluke o načinu finansiranja određenog projekta.

Budzet projekta

Parcela (land acquisition costs)	1 800 000	33,6 %
Dir. za građevinsko zemljište (Side costs)	270 000	5,05 %
Projekat,inženjering (project,engineering)	42 000	0,8 %
Nadzor (construction supervision)	85 000	0,02 %
Project management	0	0 %
Građevinski radovi (<u>construction costs</u>)	2.343.000	
- zemljani radovi (underground works)	<i>323 000</i>	6 %
- građevinski radovi (construction costs)	<i>1 940 000</i>	36,3 %
- ostali troškovi gradnje (contingency)	<i>80 000</i>	1,5 %
Priključci – infrastructure (utility conections)	75 000	1,4 %

Troškovi enterijera (interior costs)	700 000	13,1 %
Troškovi finansiranja (financing costs)	0	0 %
Ostalo (other)	35 000	0,7 %
UKUPNA VREDNOST PROJEKTA (TOTAL PROJECT COSTS)	5 350 000	100 %

Prihodi hotela

VALUTA: EUR		Planirano		Realno	
TIP SOBE	Broj soba	Cena noćenja EUR	Otvoreno	Popunjenost %	Prihod u hiljadama
sobe-1/1 i 1/2 (24 m ²)	8	120,00	365	50,0	175
sobe-1/1 I 1/2 (32 m ²)	32	115,00	365	50,0	672
Apartmani (45 m ²)	4	150,00	365	50,0	110
Ukupno/prosek za hotel	44	119,09	365	50,0	956
Hrana I piće		13,00		75,0	78

Prihodi hotela – gornja tabela sadrži podatke o kapacitetima hotela, odnosno nosiocima prihoda. Ovde je investitor želeo da selektuje sve tipove soba, cenu za jednu uslugu noćenja sa doručkom prema tipu i kvalitetu sobe. Takođe, u obzir su uzeti i apartmani kojih ima 4 i koji su svakako , zbog bolje opremljenosti i komfora, skuplji.

Ovde je prikazana situacija kada računamo sa popunjenošću kapaciteta od 50% što je malo svakako za jedan gradski hotel lociran u strogom centru, ali smo smatrali da investitor treba da sagleda i situaciju u kojoj će biti redukovana poseta gostiju.

U tom kontekstu, treba znati da "break even" (prelomna tačka) , predstavlja onaj nivo prihoda koji je neophodan sa se podmire svi troškovi projekta u odredjenom vremenskom periodu. U konkretnom slučaju, break even bi se postigao sa popunjenošću hotela od 38%.

Prilog ovog dela čije Projektije prihoda i rashoda hotela Stari grad (Prilog br.1) kao i Projektije novčanih tokova hotela za isti period (Prilog br 2).

Komentar primera:

Prva tabela (Prilog br. 1) sadrži predpostavljene uslove u periodu trajanja kredita – popunjenost hotela, cenu , prihode po strukturi i rashode. Rezultat je neto dobit. Po godinama posmatrano, naš investitor je pošao od najjednostavnije predpostavke – da u posmatranom periodu neće biti promene cena usluga niti inflacije. Takođe, smatra da popunjenost od 50% predstavlja najnižu moguću popunjenost hotela za ovu gradsku zonu i pri postojećim hotelskim kapacitetima. Investitor takođe poseduje i ugovor sa međunarodnom turističkom asocijacionom u pogledu organizovanja turističkih aranžmana u zemlji i inostranstvu, pa i sa tog aspekta ima kalkulaciju posećenosti hotela.

U prvoj tabeli potrebno je i moguće, za potrebe kvalitetne analize, vršiti izmene ključnih parametara – inflacije, cene, popunjenosti hotela (analiza osetljivosti) kako bi se sagledao njihov uticaj na dobit.

To se lako postiže korišćenjem excel funkcija i tabela .

U našem primeru, ukoliko bi varirali cenu noćenja po dvokrevetnoj sobi, na više, odnosno na niže, došli bi do zaključka da je granična (break even) cena za dve osobe 98 Eur /sobi, uz popunjenost kapaciteta od 50%, što je više nego zadovoljavajuće.

Ukoliko bi korigovali stopu popunjenosti , uz nepromenjene ostale uslove, došli bi do podatka da hotel otplaćuje sve svoje obaveze uz popunjenost kapaciteta od 38%, što je takodje veoma zadovoljavajuće.

Druga tabela (Prilog br. 2) predstavlja nastavak prve tabele – novčani tokovi su razvijeni u posmatranom periodu . Operativni prihod dobijen u prethodnoj tabeli dalje se umanjuje za troškove servisiranja duga (otplata kamate i glavnice) , amortizaciju i na kraju, porez, a rezultat koji smo tako dobili predstavlja zapravo neto novčani tok ,koji je , kao što vidimo, u posmatranom periodu pozitivan. Projekat je ,kao što vidimo, najviše osetljiv na promenu cena i popunjenost hotela, pa stoga i ovde dolazi do izražaja presudni uticaj kvalitetnog istraživanja tržišta u smislu cena koje se mogu postići i tražnje za smeštajem visokog gradskog kvaliteta.

Variranjem niza parametara u ovim tabelama, dobićemo pravu sliku isplativosti jednog ovakvog projekta.

DSCR je kao što vidimo zadovoljavajući u svim godinama: u 2009 je 1,19 u drugoj godini 1,24 , pa nadalje kako se smanjuje saldo kredita, ovaj racio pokazuje da naš hotel ima solidnu finansijsku snagu u posmatranom periodu.

Primer hotela koji smo naveli za prihode ima dugogodišnje prihode od izdavanja soba, u slučaju nekog tržnog centra, prihodi će biti zasnovani na zakupninama/mesečnim rentama/, dok kod zabavnog parka Euro Diznilend na primer, osnov za oplatu zajma čine prihodi od ulaznica posetilaca kao i prihodi od ostalih sadržaja parka. U sva tri slučaja, vreme , odnosno rok za otplatu kredita je potpuno različito i mora biti uzeto u obzir prilikom projektovanja prihoda i rashoda.

Peti deo – Razvoj projektnog finansiranja

Peti deo ovog rada posvećen je razvoju projektnog finansiranja u svetu, načinima finansiranja velikih projekata pre uvođenja projektnog finansiranja kao modela. Prikazali smo ulaganja po sektorima u svetu za period 1997-2003 (raspoloživi podaci), kao i neke od uspešno završenih projekata u Evropi.

Takodje, u ovom delu smo dali pregled razvoja projektnog finansiranja u Srbiji čiji razvoj započinje paralelno sa periodom tranzicije. U tabeli smo prikazali i najveće projekte koji su realizovani u Srbiji u poslednjih 5 godina.

Treba imati u vidu da banke svoje izveštaje o portfoliju još uvek klasifikuju na plasmane privredi i stanovništvu, pa je sa tog aspekta, teško kvantifikovati tačan volumen finansiranja privrede koji se u prethodnom periodu konkretno odnosio na finansiranje projekata. Prema raspoloživim podacima sa interneta i sa sajta banaka, učešće projektnog finansiranja u ukupnom finansiranju privrede se kreće na nivou od oko 15% u prethodne tri godine.

5.1 Projektno finansiranje u svetu

Projektno finansiranje je decenijama najčešći način finansiranja velikih infrastrukturnih projekata širom sveta. Glavni izvori finansiranja velikih projekata (projekti čija je vrednost preko USD 1 milijarde) u svetu u periodu od 1994-2002 su bili: bankarski krediti (oko 47%), međunarodne razvojne agencije (14%), obveznice (9%) i sopstveno učešće investitora (oko 30%)²¹.

Od 90-tih godina projektno finansiranje postaje naročito prisutno i diversifikovano širom sveta. Njegova geografska rasprostranjenost i prisutnost u različitim sektorima je značajno porasla, pre svega kao rezultat privatizacija i deregulacije tržišta u vodećim industrijskim sektorima širom sveta. U godinama posle istočnoazijske krize (1998-99), finansijska previranja tržišta u zemljama u razvoju su dovela do globalne realokacije portfolija investitora iz zemalja u razvoju u industrijalizovane zemlje. Nove investicije, posebno u SAD i Zapadnoj Evropi su značajno povećane, tako da ukupno svetsko kreditiranje za projektno finansiranje nakon dvogodišnjeg pada dostižu rekordno visok nivo 2000.godine. Međutim, tokom 2001.godine, smanjenje globalnog ekonomskog razvoja i određenih problema u grani telekomunikacije i elektroprivrede, dovele su do značajnog pada projektnog finansiranja u svetu.

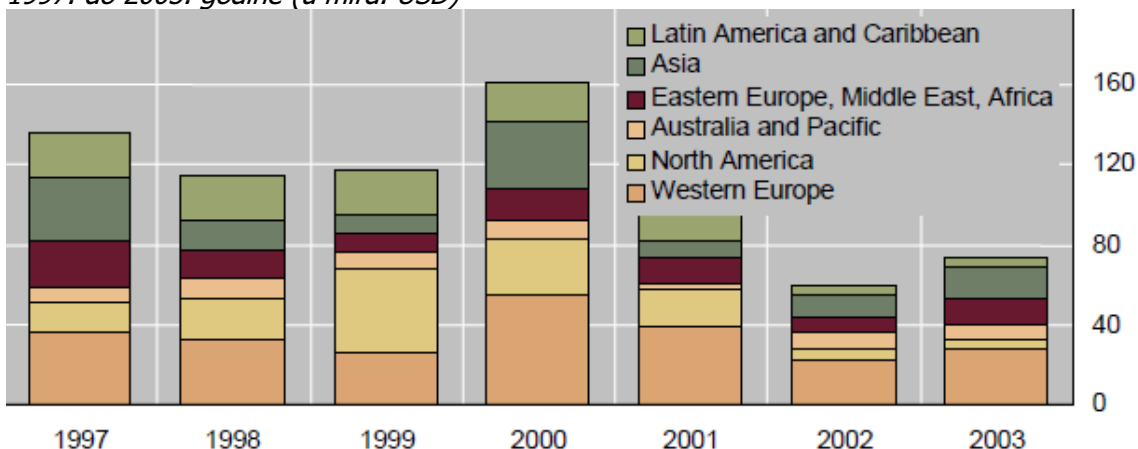
Ovaj trend je prikazan i na narednim slikama.

Vrednost investicija u milijardama dolara koje su finansirane novim bankarskim kreditima za projektno finansiranje u svetu u periodu od 1997-2003.godine po regionima prikazan je na narednoj slici²².

²¹ Finnerty J: Project financing: Asset-Based Financial Engineering, Second edition, John Willey & Sons Inc, New Jersey, 2007, str. 53

²² Sorge M., The nature of credit risk in project finance, BIS Quarterly Review, December, 2004

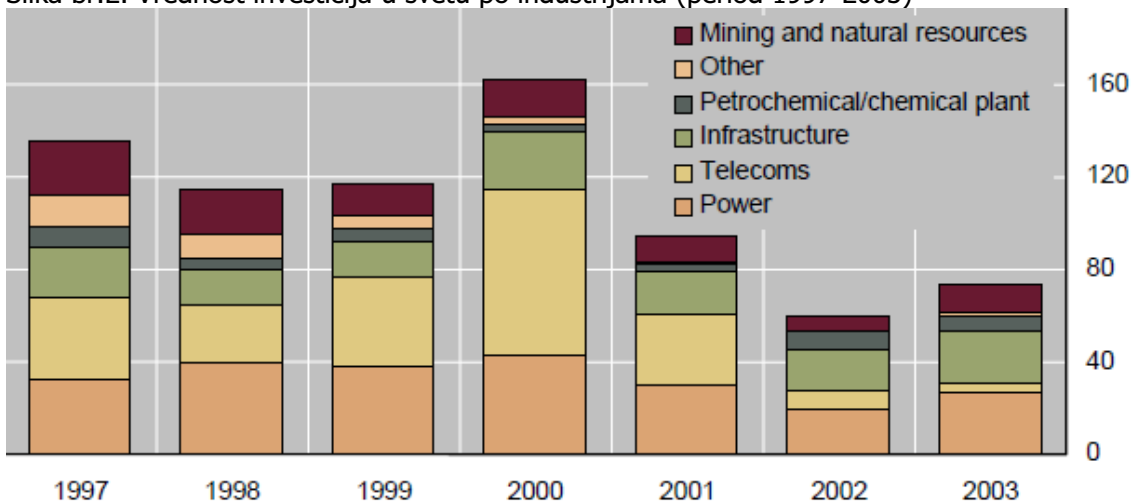
Tabela br.4. Vrednost investicija finansiranih projektnim finansiranjem banke u svetu u period od 1997. do 2003. godine (u mlrd. USD)



Projektno finansiranje u svetu u periodu od 1997 – 2003 po regionima

Vrednost investicija u milijardama dolara koje su finansirane novim bankarskim kreditima za projektno finansiranje u svetu u periodu od 1997-2003.godine po industrijskim sektorima prikazan je na sledećoj slici.²³

Slika br.2. Vrednost investicija u svetu po industrijama (period 1997-2003)



Projektno finansiranje u svetu od 1997 – 2003 po industrijskim sektorima

Ipak, zbog dugoročne potrebe finansiranja infrastrukture i u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju, značaj projektnog finansiranja nije umanjen. Naime, samo u SAD, potrebno je da se izgradi između 1.300 i 1.900 novih elektrana kako bi se zadovoljila rastuća tražnja u narednim decenijama, dok u zemljama u razvoju mora godišnje da se ulaže preko USD 120 miliona u razvoj sektora elektroprivrede.

²³ Sorge M., The nature of credit risk in project finance, BIS Quaterly Review, December, 2004

Međutim, zbog specifičnosti projektnog finansiranja koje podrazumeva da je izvor povrata duga sam projekat, a obezbeđenje imovina samog projekta bez postojanje prava na „ne-projektne“ sredstva investitora, kako bi se smanjio rizik poverioci sve više koriste alternativne izvore podele rizika, obezbeđenja otplate i nove instrumenti na tržištu kapitala.

Naime, sve češće se koriste hibridne forme finansiranja – kombinacija projektnog i korporativnog finansiranja, korišćenje dodatnih, „ne-projektne“ sredstava obezbeđenja, što uključuje i različite vrste osiguranja od pojedinih vrsta rizika, kao i pretvaranje kredita za projektno finansiranje u različite hartije od vrednosti.

U literaturi se ističe da je za korišćenje projektnog finansiranja i njegov razvoj od izuzetnog značaja razumevanje i upravljanje rizikom, naročito imajući u obzir dominantnu ulogu banaka koje posluju na međunarodnom tržištu u projektnom finansiranju. Ovo je značajno zbog uloge projektnog finansiranja u ekonomskom razvoju tržišta, a pre svega u zemljama u razvoju.

Primeri uspešno realizovanih projekata u Evropi

Brojni projekti su uspešno realizovani u Evropi tokom poslednje decenije. U narednoj tabeli su istaknuti važniji.

Tabela br 5. Primeri uspešno realizovanih projekata u Evropi

PROJEKAT	INVESTITOR	TIP PROJEKTA	GODINA IZGRADNJE	VREDNOST INVESTICIJE
Projekat Sveti Martin , Toplice Hrvatska	Sveti Martin	Projekat izgradnje spa, wellness i rekreativnog centra	2007	*
Projekat Punta Skala , Zadar	"Falkensteiner Michaeler Tourism Group AG	hotelski kompleks sa sportkim terenima, trznim centrom	2012	Eur 150 miliona
Sportski centar LORA, Split	Rijeka sport	Sportski kompleks površine 16.830 m2	2009	*
Dubrovački aerodrom, Dubrovnik	Dubrovački aerodrom	Aerodrom u Dubrovniku, kapaciteta 1 milion putnika godišnje	2010	Eur 24 miliona
WInd park, Poljaska	Fersa Energias Renovables, S.A	Projekat izgradnje 12 vetrenjača	2010	*
Dubrovački vrtovi sunca, Hrvatska	Dubrovački vrtovi sunca - Orašac	Izgradnja 207 luksuznih vila – apartmana u Dubrovniku	2008	Eur 108 miliona
Aupark Tower, Bratislava, Slovačka	HR Reavis/HEPP, IV	Moderna administrativna zgrada površine 34.500m2 u Bratislavi sa 560 parking mesta	2008	Eur 107 miliona
Projekat CSEPEL	CSEPEL	rezidencijalni projekat, izgradnja 800 stanova u južnom delu Budimpešte, Madjarska,	2008	Eur 35 miliona
Elektrane, Turska	Enerjisa Enerji Uretim A.S.	Projekat izgradnje 4 elektrane (hidro i vetrenjače) u Turskoj, ukupnog kapaciteta 1.045 megavata	2014	*

- Izvor : podaci sa sajma nekretnina u Beču, REAL VIENNA jun 2011

5.2 Projektno finansiranje u Srbiji

Pokretanje investicionog ciklusa u Srbiji, nametnuo je i razvoj različitih modela finansiranja. Povećanjem broja investitora u Srbiji i razvojem potrebe za unapređenjem i izgradnjom infrastrukture, ukazala se potreba i za projektним finansiranjem, koje se ne bazira na sagledavanju istorijskog poslovanja preduzeća i konzervativnim instrumentima kolaterala, već se opravdanost finansiranja sagledava na analizi samog projekta. Takođe, stvoreni su i zakonski okviri za realizaciju ovog vida finansiranja. Sa jedne strane, Zakon o hipoteci je uveo pojam hipoteke na objektu u izgradnji, a sa druge strane Narodna Banka Srbije, je omogućila klasifikaciju potraživanja i na bazi projekcije novčanih tokova iz projekta, a ne isključivo na bazi istorijskih finansijskih pokazatelja, što je omogućilo komercijalnim banaka da ponude i ovaj vid finansiranja.

U Srbiji posle značajnih političkih promena krajem 2001. godine, kada počinje tranzicioni period u razvoju države, zapažen rast doživljava naročito tržište gradnje, čiji intenzitet i brzina između ostalog zavisi od kvaliteta i mogućnosti finansijske podrške banaka odnosno dostupnosti projektnog finansiranja.

Kompanije iz privatnog i iz javnog sektora u Srbiji gotovo isključivo se zadužuju kod finansijskih institucija. Razlog ovome je plitko i neefikasno domaće finansijsko tržište, u kome centralnu i dominantnu poziciju zauzima bankarski sektor.

U našoj zemlji se polako i selektivno kreće sa projektним finansiranjem od strane malog broja domaćih banaka osnovanih stranim kapitalom, krajem 2004. i početkom 2005. godine, da bi tokom 2007. godine bilo isto podržano od strane malo većeg broja banaka osnovanih stranim kapitalom (manje od 10 banaka na domaćem tržištu nudi ovu vrstu finansiranja)²⁴. Tokom 2009.godine i u prvoj polovini 2010.godine zbog globalne ekonomske krize i krize na tržištu nekretnina dolazi do smanjenja nivoa projektnog finansiranja. Takođe, u septembru 2009.godine promenjena je zakonska regulativa donošenjem novog Zakona o planiranju i izgradnji čime je izmenjena procedura za dobijanje građevinskih dozvola. Nova regulativa je nažalost dodatno usporila i otežala prikupljanje dokumentacije i dobijanje dozvola za gradnju. To je dodatno otežalo odobrenje finansiranja za projekte koji su bili u pripremi za realizaciju. Ipak, u drugoj polovini 2010.godine dolazi do većeg ulaganja u nove projekte, a trend se nastavio i u 2011.godini.

U prethodnom periodu su banke ulagale pre svega u izgradnju rezidencijalnih i poslovnih objekata, zatim hotela i turističkih objekata. Tržište poslovnog prostora je trenutno najzasićeniji segment pa se novi projekti mogu očekivati pre svega u segmentu šoping molova i sličnih formata koji dobijaju na popularnosti posebno zbog činjenice da nisu ograničeni na region glavnog grada. Posebno ističemo finansiranje projekata obnovljivih izvora energije, koji su već započeli, ali koji će sve više dobijati na značaju. Takođe, kako bi se diversifikovao rizik ulaganja u pre svega velike projekte, sve više se primenjuje model zajedničkog finansiranja projekata od strane više banaka (tzv.sindicirano finansiranje).

Pregled najvećih realizovanih projekata u prethodnih 5 godina u Srbiji, dat je u sledećoj tabeli.

²⁴ Barjaktarović L., Projektно finansiranje u Srbiji, časopis Singidunum revija, Beograd, Vol.5/No. 1, mart 2010

Tabela br.5 Navješći projekti u Srbiji realizovani projektnim finansiranjem u periodu od 2009-2012 godine

PROJEKAT	INVESTITOR	TIP PROJEKTA	GODINA IZGRADNJE	VREDNOST INVESTICIJE
Belville, Novi Beograd	Block 67 Associates	Izgradnja stambenog kompleksa na Novom Beogradu, 1784 stana	2009	223 Miliona EUR
Zeland, Beograd, Dedinje	Koling ad	Stambeni kompleks na Dedinju , 23.000m2	2010	35 Miliona EUR
Airport City, Novi Beograd	"Afrika Izrael" i "Tidhar group",	Poslovni kompleks, 14 zgrada , 126.000 m2 poslovnog prostora	2006	120 miliona USD
Usce soping centar, Novi Beograd	MPC Properties i Merrill Lynch	Najveci soping centar u Srbiji sa 150 prodavnica, 117.000 m2	2009	150 miliona EUR
Stambeni kompleks 'Stepa Stepanovic', Vozdovac, Beograd	Vlada RS	Izgradnja kompleksa stanova 4.616 stanova	2012	112 miliona Eur*
Outlet centar Indjija	HVAC, Indjija	Izgradnja soping outlet centra u Indjiji, površine 30.000 m2	2012	24 miliona Eur

- Napomena: projekat u toku, podaci su preliminarni
- Izvor: e-kapija (www.ekapija.rs)

5.3 Osnovni motivi za ulazak u projektno finansiranje

Osnovni motivi za opredeljenje investitora za ovaj model finansiranja , pre svega znači ulaganje kapitala u one grane gde je izvesno da zarada / profit prelazi cenu kapitala.

Osim toga, ovo finansiranje je idealno za one kompanije koje nemaju sopstvenu snagu za zaduživanje niti otplatni kapacitet iz matične delatnosti za takav vid ulaganja a pred sobom imaju kvalitetne projekte.

Kada je u pitanju saradnja sa bankama , u pogledu kreditnog zaduživanja , ovaj tip finansiranja predstavlja pre svega:

- sigurnu investiciju kako za investitora tako i za Banku
- bržu gradnju – jer postoji dovoljna količina novca za izgradnju
- akcenat je stavljen na analizu projekta, a ne na analizu preduzeća
- projekat otplaćuje sam sebe (investitor ništa ne plaća Banci dok se objekat ne završi, a vraćanje kredita počinje da se vrši po završetku objekta)
- projekat ne angažuje dodatni kolateral investitora

Danas u svetu ne možemo da zamislamo ni jedan veći i ozbiljniji projekat koji bi se realizovao bez podrške banaka a posebno u onim slučajevima gde se radi o jedinstvenom projektu koji nikako ne može predstavljati deo standardne delatnosti neke kompanije.

Primeri za to su brojni – Euro Diznilend park u Parizu , u Srbiji – Blok 67 ` Belville' predstavlja jedinstveni poduhvat te vrste a ovih dana očekujemo I otvaranje najvećeg šoping mol-a u Srbiji "UŠĆE" ,koji je finansiran takodje kroz projektno finansiranje.

VI Zaključna razmatranja

Na samom početku rada najavili smo osnovnu hipotezu ovog istraživanja - projektno finansiranje je strukturno finansiranje a kao pomoćne, istakli smo tri hipoteze : 1) Raspodela rizika projekta je neophodna 2) postoji direktna veza između novčanog toka i povraćaja investicije i 3) Projektno finansiranje otvara nove mogućnosti za bržu realizaciju investicionih projekata.

Kao što smo objasnili u trećem delu ovog rada, projektno finansiranje ne predstavlja finansiranje preduzeća, privrednih subjekata, kao takvih i ne oslanja se na njihovu kreditnu sposobnost.

Projektno finansiranje se oslanja isključivo na ekonomske tokove od projekta koji je predmet finansiranja. Subjekt finansiranja je novoosnovano preduzeće, koje se osniva isključivo radi realizacije predmetnog projekta. Odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala je jasno definisan i određen tako da se otplata kredita vrši upravo iz prihoda samog projekta. Upravo iz tog razloga, ovaj tip finansiranja naziva se i strukturnim finansiranjem jer strukturno finansiranje zapravo zahteva strukturiranje vlasničkog kapitala i duga na način da gotovinski tok projekta pokrije ulaganja svih strana učesnika u projektu. Prema tome, naša hipoteza da se ovde radi o strukturnom finansiranju je nesporna.

Naša prva pomoćna hipoteza tvrdi da je kod ovog oblika finansiranja, neophodna raspodela rizika projekta na sve učesnike. Osnovni razlog za ovu tvrdnju leži u činjenici da, za razliku od običnih situacija zaduživanja, kod projektnog finansiranja kreditor obično ima malo ili ni malo pravo na „ne-projektne“ imovinu dužnika ili sponzora projekta, tj. povraćaj uloženi sredstava najčešće ne zavisi od ostale imovine i prihoda dužnika ili sponzora projekta, već od novčanih tokova koje generiše sam projekat. Takođe, za razliku od drugih načina finansiranja projekata, model projektnog finansiranja utiče na sve aspekte razvoja projekta i odnose između njenih učesnika.

Iz specifičnosti ovog modela finansiranja, proizilaze i specifični rizici kojima je projekat izložen u toku realizacije. Cilj upravljanja projektnim rizikom je da se poveća verovatnoća i pozitivni uticaj rizičnih događaja na projekat, ali i da se sa druge strane smanji verovatnoća i nepovoljni uticaj neželjenih rizičnih događaja na projekat. Adekvatno razmatranje i upravljanje rizikom predstavlja ključni deo kvalitetnog projektnog finansiranja. Budući da projekti koji se finansiraju modelom projektnog finansiranja uključuju veliki broj učesnika i partnera, primerena raspodela rizika je od velikog značaja. Njom se razgraničavaju prava i obaveze partnera u svim fazama projekta pa se tako osigurava odgovarajući nivo kvaliteta i obima usluga po ugovorenim cenama, kao i vraćanje kredita i prihvatljiv povraćaj investitorima.

Može se reći da rizici projektnog finansiranja proizlaze iz organizacione i finansijske složenosti takvih projekata, uključivanja većeg broja partnera (koji projektu često daju međunarodni karakter) i različitih učesnika koji su izvan kontrole pojedinih učesnika u projektu. Drugim rečima, dok je jedan deo rizika uopšte prisutan u poslovanju, drugi deo je najpre povezan sa pojedinim fazama projekta – projektovanjem, izvođenjem i funkcionisanjem projekta, kao i ostvarivanjem prihoda. Razvijenost finansijskog tržišta i postojanje odgovarajućih instrumenata - poput osiguranja i garancija - omogućuju bolju identifikaciju rizika i kvalitetniju zaštitu od posledica eventualnih štetnih događaja.

Druga pomoćna hipoteza govori o direktnoj vezi između novčanog toka i povraćaja investicije.

Kao što smo objasnili, u slučaju projektnog finansiranja rizik projekta nije pokriven imovinom ili prihodima nosilaca projekta, odnosno, povraćaj investicije zavisi isključivo od toka slobodnih novčanih sredstava od projekta. U slučajevima kada su rizici projekta preveliki, zajmodavac može tražiti podršku u obliku garancija, hipoteka i drugih oblika osiguranja potraživanja, koju pruža nosilac projekta, s njim povezane pravne osobe ili treće strane uključene u projekat (država). Pored toga, finansijska institucija koja je odobrila kredit može u određenim okolnostima imati pravo na naknadu štete od nosilaca projekta, pre završetka izgradnje ili tokom upotrebe infrastrukturnog objekta.

U svim navedenim slučajevima govorimo o modelu delimične pokrivenosti koji, međutim, ne dovodi u pitanje zavisnost povraćaja investicije od neto novčanog toka generisanog u sklopu projekta.

U svakom slučaju, investitori donose pozitivnu odluku o ulasku u neki projekat kada on na dugi rok iskazuje pozitivan novčani tok koji je u stanju da nadoknadi sve troškove poslovanja i finansiranja. Upotreba ove tehnike finansiranja je zato tesno povezana sa studijom ekonomske opravdanosti projekta čiji rezultati moraju biti u smislu iskazivanja pozitivnih učinaka prihvatljivi. Sa druge strane, najveći značaj ovakvog tipa finansiranja upravo leži u činjenici da on omogućava finansiranje i onih projekata koji nisu mogli biti finansirani klasičnim korporativnim modelima finansiranja.

Naša treća pomoćna hipoteza glasi : Projektno finansiranje otvara nove mogućnosti za bržu realizaciju investicionih projekata. Kao što je poznato, postoji različiti načini i izvori finansiranja projekata. Projektno finansiranje kao model , ubrzano se razvija od 90-tih godina XX veka. Na razvoj ovog modela finansiranja u poslednjih 20 godina uticala je pre svega deregulacija i privatizacija javnog sektora investicija, kao i internacionalizacija velikih projekata. Praktično, projektno finansiranje je posledica globalizacije svetske ekonomije, a nastalo je pre svega iz potrebe za finansiranjem naraslih razvojnih planova kompanija koje se šire putem investicionih aktivnosti u raznim regionima sveta. Da su međunarodne kompanije koristile samo sopstvena sredstva za razvojne projekte u svetu, privredni razvoj bi bio daleko sporiji. Korišćenjem bankarskih kredita za finansiranje razvojnih projekata postignuta su dva cilja: finansirani su samo selektivno odabrani projekti koji su imali visok nivo profitabilnosti i drugo, na ovaj način su se otvorile brojne mogućnosti za bržu realizaciju velikih projekata.

U kojoj meri je ovaj vid finansiranja naišao na prihvatanje u svetu, posebno od strane velikih investitora, govori i činjenica da je već decenijama najčešći način finansiranja velikih infrastrukturnih projekata a posebnu primenu je našao u finansiranju elektrana, rudnika, procesne industrije, naftnih izvora, telekomunikacija, medija i tehnologije, nekretnina (stambenih i poslovnih zgrada, hipermarketa, logističkih centara, kompleksa , dvorana, bioskopa , tehnoloških parkova), pokretne imovine (aviona, brodova, satelita) i drugo.

Projektno finansiranje u Srbiji još je u početnoj fazi , jer se faktori koji omogućuju njegovo uspešno sprovođenje - od pravnog i institucionalnog okvira, potpore javnosti, kompetencije javnog i privatnog sektora pa do privlačenja stranih ulaganja - tek definišu ili izgrađuju. Njegova buduća primena zavisice od budućeg razvoja konzistentnog i poticajnog institucionalnog okvira u njegovim političkim, ekonomskim i pravnim aspektima.

Uspešna upotreba ovog modela zahteva ekonomsku i ekološku održivost projekta, kao i njihov pozitivan uticaj na kvalitet života građana kao i na ukupni društveno-ekonomski razvoj.

Literatura

Udžbenici:

1. Aralica Zoran, Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb, 2007
2. Barjaktarović Lidija, Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, 2009
3. Bazelski komitet za superviziju banaka - Medjunarodna saglasnost o merenju kapitala I standardima kapitala, Basel II, 2007
4. Bjelica Vojin "Tendencija razvoja savremenog bankarstva", Bankarstvo, Ekonomski fakultet, 2004
5. Finansijska analiza i ocena projekta, Royal Haskoning, IHS Institute for housing and urban development studies, Deloitte&Touche Central Europe, (2006)
6. Graham Cheshire, Project Finance, Agence de Transfert de Technologie Financiere, Luxembourg (2008)
7. Djordje Djukic, Dr Vojin Bjelica, Dr Zivota Ristic, 'Bankarstvo', Ekonomski fakultet u Beogradu, 2003
8. Djordje Djukić, Bjelica, Ristić- Bankarstvo, Ekonomski fakultet, 2004
9. Finnerty J: Project financing: Asset-Based Financial Engineering, Second edition, John Willey & Sons Inc, New Jersey, 2007, str. 53
10. Franolić Marin, Projektno finansiranje u gradjevinarstvu, Hypo Alpe Adria Bank, Hrvatska (2001).
11. Hadžić Miroljub Bankarstvo, Univerzitet Singidunum, 2007
12. Ivaniš Marko, 'Osnovi finansija' (udžbenik), Univerzitet Singidunum, Beograd (2008)
13. Jovanović P., Upravljanje projektom, Visoka škola za projektni menadžment, Beograd, 2008
14. Kerf, M., D. R. Gray, T. Irwin, C. Levesque i R. R. Taylor, 1998, «Concessions for Infrastructure: A Guide to Their Design and Award», World Bank, Technical Paper, br. 339, Washington: Svetska banka
15. Kotler Philip, Kevin Lane Keller, Marketing menadžment, Data status, Beograd (2006), dvanaesto izdanje
16. Ladavac, J., 1999, «Financiranje cestovne izgradnje u Hrvatskoj», magistarski rad, Zagreb: Ekonomski fakultet
17. Medjunarodna saglasnost o merenju kapitala i standardima kapitala, Basel II (2008), Udruženje banaka Srbije
18. PMI: A Guide to the Project Management Body of Knowledge, Third Edition (PMBOK Guide), Project Management Institute, Newton Square, PE, 2004, str. 5
19. Priručnik: Projektno finansiranje: alternativni oblik finansiranja infrastrukturnih objekata, Mojmir Mrak, Maja Gazivoda, Maruša Mrak, Služba Vlade Republike Slovenije za lokalnu samoupravu i regionalnu politiku (2005)
20. Ristić Žarko, Globalna ekonomija i geofinansije, 2011
21. Ristić Žarko, Medjunarodno bankarstvo i institucionalni investitori, 2010
22. Sorge M, The nature of credit risk in project finance, BIS Quaterly Review, December, 2004

Časopisi:

1. Projektno finansiranje infrastrukture, Privredna kretanja i ekonomska politika 112/2007, Zagreb, Zoran Aralica (2007)
2. Studija ekonomske opravdanosti ulaganja u garni hotel, Institut za transfer tehnologije Beograd, 2007
3. Risk Professional Magazine, July/August 2001
4. Scott L. Hoffman, A. Practical Guide to Transactional Project Finance: Basic Concepts, Risk Identification and Contractual Considerations, 45 Bus, Law, 181 n.l.(1989); Cambridge University Press
5. Clifford Chance, Project Finance 1 (1991); Cambridge University Press
6. Petar K. Nevitt, Project Financing 3 (1983); Cambridge University Press

Internet adrese i izvori:

1. www.nbs.yu - NARODNA BANKA SRBIJE
2. www.ekapija.rs – e kapija sajt
3. www.beobuild.rs – beobuild sajt
4. www.attf.lu – Financial Technology Transfer Agency, Luxembourg
5. http://rru.worldbank.org/Documents/Toolkits/concessions_fulltoolkit.pdf.
6. www.cambridge.org – Univerzitet Kembridz Press
7. www.invest-in-serbia.com
8. www.imf.org - Međunarodni monetarni fond
9. www.erstebank.rs – Erste Bank ad Novi Sad
10. www.hypo-alpe-adria.rs – Hypo Alpe Adria Bank