

Projektfinanszírozás külső forrásból¹

KOVÁCS GÁBOR²

Bevezetés

A tanulmány keretei között bemutatom, hogy az üzleti vállalkozások beruházási projektjeinek külső finanszírozása milyen speciális sajátosságokkal bír, illetve az ún. hozam-kockázat hogyan befolyásolja a finanszírozás során alkalmazott pénzügyi eszköz értékét és azáltal a vállalkozás vagyonának nagyságát.

A projektfinanszírozás fogalma és jellemzői

A külső forrásból történő projektfinanszírozás sajátosságainak megértéséhez elsőként definiálni szükséges magának a projektfinanszírozásnak a fogalmát. Ehhez elengedhetetlen egy, a projektfinanszírozás szempontjából kulcsfontosságú szereplő, a projektszponzor szerepének tisztázása. Ez azért is kiemelten fontos, mivel a továbbiakban – a kockázatok kezelése során is – a projektszponzor szempontjából vizsgálom a folyamatokat, azaz ebből a nézőpontból történik meg az optimalizálás.

Görög [2009] definíciója szerint a *projektszponzor* a projekt kezdeményezője, majd leendő tulajdonosa, aki általában az üzemeltető is. A projektszponzor elsősorban szakmai oldalról kezdeményezi a projektet, de ezzel párhuzamosan fennállhat pénzügyi érdekelttség is. A projektszponzor rendelkezik a döntési kompetenciával a pénzbeli és időbeli korlátokat illetően, illetve ő dönt a közreműködők kiválasztásáról. Gyakori az is, hogy egy projektet egyszerre több projektszponzor is „szponzorál”, ekkor egy több cégből álló konzorciumot hoznak létre a beruházás lebonyolítására. A projektszponzor feladata a projekt menedzselése is. Alapértelmezés szerint a projektársaság fizetésképtelensége esetén a projektszponzort, nem terheli semmiféle visszafizetési kötelezettség, de előfordulhat olyan eset is, amikor a projektszponzor kötelezettségvállalása korlátozott visszkérésrel rendelkezik (*limited recourse*), ami általában időponthoz vagy teljesítéshez kötött [Madácsi, 2013].

A következőkben bemutatom a *projektfinanszírozás* fogalmának legfontosabb tartalmi elemeit. Newit és Fabozzi klasszikusnak számító definíciója szerint a projektfinanszírozás „egy adott gazdasági egység finanszírozása, melyre a hitelező úgy tekint, hogy elsősorban annak pénzáramlása és jövedelme szolgál a kölcsön visszafizetésének forrásául, vagyontárgyai pedig a kölcsön biztosítékául” [Nevitt-Fabozzi, 1997, 7]. A szerzők megközelítése szerint a projektfinanszírozás lényege, hogy a projektszponzor az adósságterhet, a működési kockázatot és a számviteli felelősséget másik féllel (felekkel) megoszthassa, megtartva ugyanakkor a projekt megvalósításának bizonyos előnyeit.

Definíciójában Yescombe [2008] kiemeli még emellett a hosszú távú megvalósítás jellemzőjét, míg Finnerty [2007] az erőforráskorlátokra hívja fel a figyelmét. Gáldi [2002] szerint „a projektfinanszírozás egy adott gazdasági egység finanszírozása, melyre a hitelező úgy tekint, hogy elsősorban annak pénzáramlása és jövedelme szolgál a kölcsön visszafizetésének forrásául, vagyontárgyai pedig a kölcsön biztosítékául”.

Kónya [2009] felsorolására alapozva, véleményem szerint a projektfinanszírozás legfontosabb általános jellemzői a következők:

- nagy tőkekoncentráció, magas hiteligény
- magas tőkeáttétel, a hitel részaránya általában magasabb, mint a saját tőke (min. 50–50%, max. 80–20%)

¹ A tanulmány a “Nemzetköziesítés, oktatói, kutatói és hallgatói utánpótlás megteremtése, a tudás és technológiai transzfer fejlesztése, mint az intelligens szakosodás eszközei a Széchenyi István Egyetemen” elnevezésű, EFOP-3.6.1-16-2016-00017 azonosítóval ellátott projekt keretében készült.

² Egyetemi docens, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar. E-mail: kovacs@sze.hu

- speciális biztosítékrendszere van
- részletes szerződéses rendszerben valósul meg
- a kockázatok kezelése a szerződéses kapcsolatokon keresztül történik
- a finanszírozás általában kis tőkeigényű, új társaság létrehozásával történik, vagy meglévő társaság elkülönített projektjeként
- a „normál” hitelezésnél nagyobb kockázatú, korlátozottabbak a garanciák, hosszabb a megtérülési- és futamidő
- munkaigényesebb a projekt előkészítése és monitoringolása
- költségesebb a hagyományos finanszírozásnál

Kálmán [2012] kiemeli, hogy a finanszírozás alapja „a projekt életképessége és a projektet megvalósítani kívánó befektetők (szponzorok) személyében rejlő kockázatok mérlegelése”. *Kónya* [2009] szerint a projektfinanszírozás fontos mozgatórugója, hogy a projekt ne jelenjen meg a projektszponzor mérlegében, így a társaság kikerülhessen a kölcsönszerződések megszorító kötelezettségvállalásainak hatálya alól (azaz ne rontsa a kötelezettség a vállalkozás hitelfelvételi kapacitását). A projektfinanszírozás tehát megteremti a mérlegen kívüli finanszírozás lehetőségét.

Madácsi [2013] hangsúlyozza, hogy a projektfinanszírozás fontos sajátossága, hogy a legtöbb esetben létrehoznak egy független, önálló jogi személyiséggel rendelkező társaságot, mely kizárólagos feladata a projekt végrehajtása. *Madácsi* [2013] szerint a tőkeáttétel igénybevételi kockázattal rendelkező infrastruktúra projektek esetén akár 80%, igénybevételi kockázat nélkül 90%. is lehet. Mivel a projektfinanszírozás kockázata banki oldalról magasabb³, ezért általában ennek a finanszírozási formának a forrásköltsége is magasabb (ez a projektfinanszírozási hitelek magasabb kamatszintjében is megnyilvánul). A magas szakértői és egyéb banki költségek ebben ugyancsak közrejátszanak.

A projektfinanszírozás előnyei közé tartozik a mérlegen kívüli finanszírozás (lásd pl. [*Yescombe*, 2008]), illetve a visszkereset nélküli, vagy korlátozott visszkereset melletti finanszírozás lehetősége [*Nádasdy et al.*, 2011]. *John-John* [1991] szerint a projektek erősebb szelekciós mechanizmusa miatt ráadásul a hagyományos vállalatfinanszírozáshoz képest kedvezőbb tőkeallokációt eredményez.

Csiszárík [2016, 5] *Brealey és szerzőtársai* [1966] alapján a következő módon foglalja össze a projektfinanszírozás előnyeit:

Megbízó-ügynök probléma kezelése:

- specializált és decentralizált menedzsment
- lehetővé teszi a projektmenedzserek külön motiválását
- kizárja a szabad cash-flow elpazarolását
- növeli a projekt külső ellenőrzésének lehetőségét
- ösztönzi az információk terjesztését

Tulajdonosi struktúrára gyakorolt hatások:

- átláthatóvá válnak az egyes célokra költött költségek
- lehetővé teszi a szolgáltatásnyújtást több vállalatnak, nemcsak a szponzor számára
- részben átalakítja a szponzor szerepét, így nemcsak tőketulajdonos lesz, hanem szállító is
- elkerüli a kettős adóztatást

Egyéb pozitív hatások:

- átláthatóvá válnak az egyes célokra költött költségek
- lehetővé teszi a szolgáltatásnyújtást több vállalatnak, nemcsak a szponzor számára

³ Erről a későbbiekben még részletesen lesz szó.

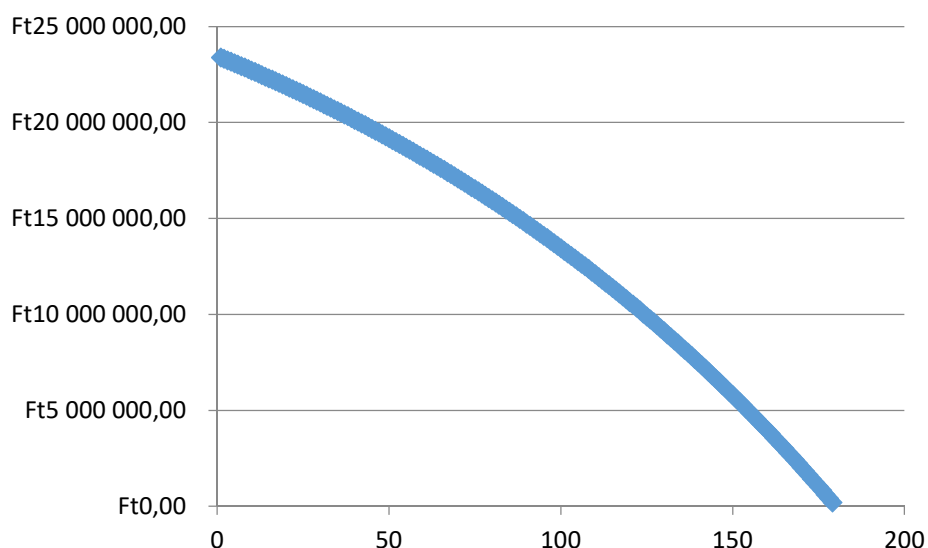
- részben átalakítja a szponzor szerepét, így nemcsak tőketulajdonos lesz, hanem szállító is
- elkerüli a kettős adóztatást

A finanszírozás hatása a vállalkozás vagyona

Amennyiben a projektet külső, azon belül is hitelforrásból finanszírozzuk, számolnunk kell az ún. hozamkockázattal is. Hozam-kockázat alatt a piaci hozamszint megváltozása miatt keletkező kockázatot értjük. Fontos megjegyezni, hogy a hozam-kockázatot önmagában, tehát „parciális módon” kell értelmezni, azaz csupán azon hatását, melyet a pénzáramlás (a még esedékes törlesztőrészek) jelenértékére gyakorol. Ez azért fontos, mivel általában a hozamkockázat közvetlenül kamatláb-kockázatot is okoz. Például ha a piaci kamatszint nő, egy változó kamatozású konstrukció esetén a hitelező bank várhatóan – és egyben indokoltan is – megemelheti hitelünk névleges kamatlábát, ami a törlesztőrészlet abszolút nagyságára is hatással is lesz.

A továbbiakban a hozam-kockázat hatását egy annuitásos hitelkonstrukción keresztül mutatom be. Tekintsünk tehát egy 25 millió Ft összegű hitelt, havi kamatperiódussal és 6% induló éves kamatlábbal rendelkező annuitásos hitelt. A futamidő hossza legyen 15 év. A továbbiakban kizárólag a piaci hozamszint 1 százalékpontos változásának hatását vizsgálom.

1. ábra: A hitelkötelezettség piaci értékének alakulása

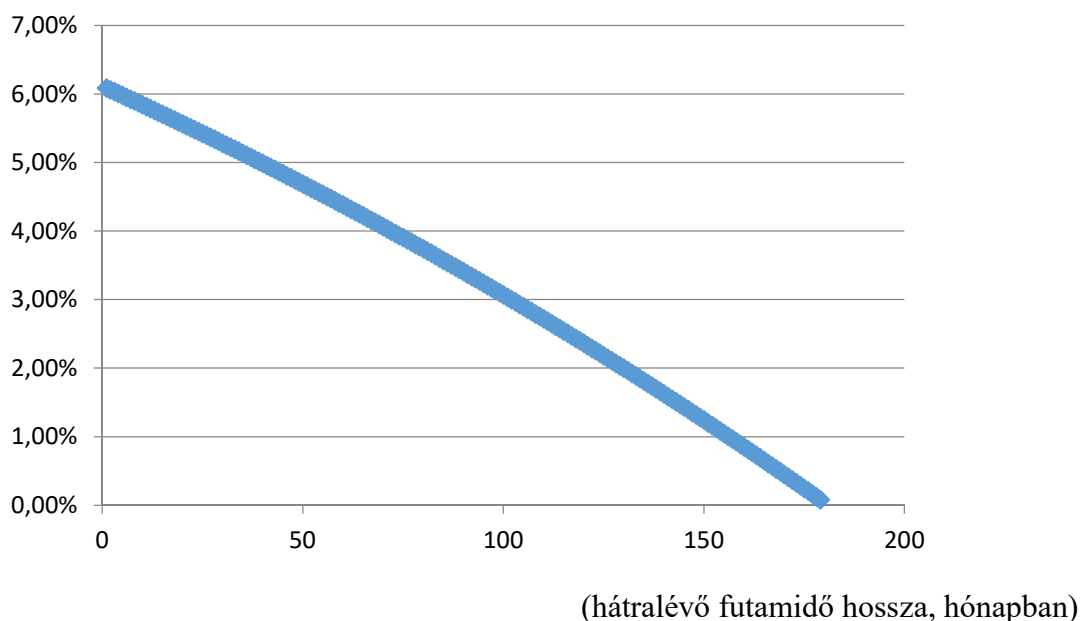


(hátralévő futamidő hossza, hónapban)

Forrás: Saját szerkesztés

Mint az 1. ábrán is látható, a piaci hozamszint adott időpontbeli, egy százalékos megváltozása hatására a hitelkötelezettség értéke a hátralévő futamidő függvényében exponenciálisan csökken. Ennél is lényegesebb információ, hogy az eredeti helyzethez képest ez mekkora vagyonyváltozást okoz, amit a 2. ábra szemléltet.

2. ábra: A hitelkötelezettség piaci értékének változása



Forrás: Saját szerkesztés

Összegzés

A projektfinanszírozás jellegzetes és széles körben alkalmazott eszköze a hitelfinanszírozás, azaz a külső hitelforrások bevonása. A hitelkötelezettség értéke ugyanakkor a vállalkozás vagyonára (annak részeként) is hatást gyakorol. A piaci hozamszint megváltozása hatással van a kötelezettség piaci értékére. Annuitásos hitel esetén a hozamszint növekedése a hitelkötelezettség értékének csökkenését eredményezi, ami a vizsgált hitel esetén a hátralévő futamidő függvényében közel lineáris csökkenést jelent.

Felhasznált irodalom

Brealey, R. – Cooper, I. – Habib, M. (1996) Using project finance to fund infrastructure investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, Issue 3, pp. 25–38.

Csiszárík-Kocsir Á.(2016) A nemzetközi és az európai projektfinanszírozási piac átalakulása a válság hatására. *Hitelintézet Szemle*, 15. évf. 1. szám, 51–69.

Csubák T. K. (2003) *Kis- és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon*. Ph.D-értekezés.

Finnerty, J. D. (2007) *Project Financing - Asset-Based Financial Engineering*. John Wiley & Sons, Hoboken.

Gáldi Gy. (2002) Vállalatfinanszírozás és/vagy projektfinanszírozás. Figyelő Fórum, Budapest, 2002. december 5.

Görög M. (1999) *Bevezetés a projektmenedzsmentbe*. AULA, Budapest.

John, T. A. – John, K. (1991) Optimality of project financing: Theory and empirical implication

in finance and accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 1, Issue 1, pp. 51–74.

Kálmán T. (2012) *A projektfinanszírozás kérdései*. <https://www.pmsz.hu/tudastar/epitesi-tagozat/a-projektfinansziroz-as-kerdesei> Letöltés ideje: 2017.07.14.

Madács R. (2013) *Projektfinanszírozás a hazai energetikai szektorban*. PhD-értekezés. <http://phd.lib.uni-corvinus.hu/797/> Letöltés ideje: 2017. 07.17.

Nádasdy B. – Horváth S. A. – Koltai J. (2011) *Strukturált finanszírozás Magyarországon*. Alinea Kiadó, Budapest.

Nevitt, P. K. – Fabozzi, F. (1997) *Projektfinanszírozás*. Co-Nex Könyvkiadó Kft, Budapest.

Yescombe E. R. (2008) *A projektfinanszírozás alapjai*. PANEM Kiadó, Budapest.