

Oeconomicus

ZNANSTVENI ČASOPIS ZA EKONOMIJU I INTERDISCIPLINARNE ZNANOSTI

| ISSN 1849-9686 | Rujan, 2021. | Broj 17 |
| VI. god.izdavanja | UDK 330.1(05), 30(05)

SCIENTIFIC JOURNAL FOR ECONOMICS AND INTERDISCIPLINARY SCIENCE

| ISSN 1849-9686 | September 2021. | No. 17 |
| VI. Year of Publication | UDC 330.1(05), 30(05)



međunarodno indeksirani
znanstveno-stručni časopis

EBSCO
PUBLISHING

U OVOM BROJU

- POSLOVNI PLAN INSTRUMENT STRATEŠKOG RAZVOJA
- MENADŽMENT U KRIZNIM SITUACIJAMA
- UTJECAJ ZELENIH MARKETINŠKIH STRATEGIJA NA GENERACIJU Y I Z
- DEMOGRAFSKA SLIKA NASELJA
- GLAVNI RIZICI PROJEKTOG FINANCIRANJA

IN THIS ISSUE:

- BUSINESS PLAN - AN INSTRUMENT FOR STRATEGIC DEVELOPMENT
- CRISIS SITUATION MANAGEMENT
- THE INFLUENCE OF GREEN MARKETING STRATEGIES ON GENERATION Y AND Z
- DEMOGRAPHIC PICTURE OF THE SETTLEMENT
- KEY RISKS OF THE PROJECT FINANCING



Oeconomicus | www.znanstvenarijec.hr

IZDAVAČ/THE PUBLISHER

Znanstvena riječ d.o.o. za usluge
www.znanstvenarijec.hr
Ilica 376
10000 Zagreb
Hrvatska
Nadležni sud: Trgovački sud u Zagrebu
MBS: 080987102, **OIB:** 74610150076
Banka: RBA - Raiffeisen Bank, Zagreb
IBAN: HR6124840081107439424
Osoba ovlaštene za zastupanje:
Gabrijela Budimir Šoško

**GLAVNA UREDNICA
THE CHIEF EDITOR**

dr.sc. Gabrijela Budimir Šoško, doc.
Znanstvena riječ d.o.o. Zagreb, Ilica 376
gabrijela.budimir.sosko@gmail.com

**UREDNIČKI TIM
THE EDITORIAL BOARD**

dr. sc. Gabrijela Budimir Šoško, doc.
Znanstvena riječ d.o.o., Zagreb, Hrvatska.
dr.sc. Sanja Budimir
*Donau-Universität Krems, Krems an der Donau,
Austrija.*
Lea Jakob, MA
*Assessment Systems International: Prague,
Češka.*
dr.sc. Renata Šliwa
*Pedagogical University of Kraków, Kraków,
Poljska.*
dr.sc. Inga Kawka
The Jagiellonian University, Kraków, Poljska.
dr.sc. Mirta Kapural
*Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja, Zagreb,
Hrvatska.*

**BROJ IZLAZAKA GODIŠNJE
PUBLISHING FREQUENCY**

Časopis Oeconomicus izlazi 3 puta godišnje.
Oeconomicus is published 3 times per year.

ISSN

1849 - 9686

**OGLAŠAVANJE
ADVERTISEMENT FEES**

Postoji više ponuda za oglašavanje.

**PRETPLATA NA ČASOPIS
ANUAL SUBSCRIPTION FEE**

Postoji više vrsta pretplate.
Za sve detalje molimo kontaktirati:
oeconomicus.hr@gmail.com

**GRAFIČKA PRIPREMA
GRAFIC DESIGN**

Znanstvena riječ d.o.o. Zagreb, Ilica 376

KONTAKT/CONTACT

E-mail:

oeconomicus.hr@gmail.com

Tel.:

+385 (0)91 5907561

Adresa: Ilica 376, 10 000 Zagreb, Hrvatska

Banka: Raiffeisen BANK, Zagreb

IBAN: HR6124840081107439424

Rujan	2021	Broj 17	VI. godina izdavanja
September	2021	Number 17	VI. Year of publishing
ISSN 1849-9686		UDK/UDC 330.1(05), 30(05)	

IZJAVA O ETIČNOSTI

Etička odgovornost autora

Autori su odgovorni za izvornost dostavljenih radova. Svaki drugi rad koji se koristi u predanom radu treba biti prikladno naveden i/ili citiran. Plagiranje bilo koje vrste predstavlja ozbiljnu povredu izdavačkog ponašanja. Paralelni podnesci radova u druge časopise za vrijeme dok se rad uzima u razmatranje za objavu u Oeconomicusu su neetični i nisu prihvatljivi. Objavljeni rezultati izvornih istraživanja trebaju prikazati točne podatke i treba objektivno prikazati njihov značaj. Podaci koji se koriste trebaju biti točno navedeni u radu. Lažne ili svjesno netočne tvrdnje predstavljaju neetično ponašanje i neprihvatljive su.

Korespondentni autori nadalje trebaju osigurati da su svi koautori vidjeli i odobrili rad te pristali na njegovu upućivanje u časopis.

Autori trebaju naglasiti ako postoji bilo koji sukob interesa tijekom inicijalnog podnošenja rada. Ukoliko autori otkriju značajne pogreške u svojim već objavljenim radovima, dužni su odmah obavijestiti urednika Oeconomicusa. Ako je moguće, pogreška će biti objavljena dok će u protivnom članak biti povučen.

Etička odgovornost urednika

Urednik/urednički odbor Oeconomicusa je odgovoran za konačnu odluku koji dostavljeni radovi će biti objavljeni. Prilikom donošenja odluke o objavljivanju, glavni urednik može konzultirati druge urednike i/ili recenzente. Urednički odbor zadržava potpuni akademski integritet i djeluje u skladu s intelektualnim i etičkim standardima. Ako je potrebno, urednik će odmah objaviti ispravke, pojašnjenja, povlačenja i isprike.

Radovi su ocijenjeni od strane uredničkog odbora isključivo za intelektualni sadržaj. Evaluacija radova ni na bilo koji način nije podložna utjecaju rasne, spolne i vjerske pripadnosti, etničkog podrijetla, državljanstva, spolne orijentacije ili političke opredijeljenosti autora. Urednik i urednički odbor neće otkriti bilo kakve informacije o podnesenim radovima nikome drugome osim korespondentnih autora, recenzenata i

potencijalnih recenzenata, ostalih uredničkih savjetnika i izdavača.

Urednik/urednički odbor će ispitati sumnjiva ili lažna istraživanja ili bilo koji drugi oblik neprihvatljivog ponašanja. Isto tako, urednik/urednički odbor će ispitati svako recenzentsko i uredničko neprihvatljivo ponašanje. Urednik/urednički odbor će poduzeti odgovarajuće mjere ako se pojave pritužbe oko etičnosti dostavljenih ili već objavljenih članaka.

Bilo koji materijal koji je prikazan prilikom podneska rukopisa, a koji u konačnici nije objavljen, neće se koristiti u svrhu vlastitog istraživanja urednika bez pismene suglasnosti autora. Ideje ili povlaštene informacije dobivene tijekom pregleda rukopisnih podnesaka u potpunosti će se držati u tajnosti od strane urednika/uredničkog odbora. Štoviše, urednik se obvezuje da u potpunosti osigura da bilo koji komercijalni prihod neće imati nikakav utjecaj na uređivačke odluke. Ako je urednik u sukobu interesa koji se odnosi na podnesene rukopise, donijet će odluku o vlastitom izuzimanju i ovlastiti ostale članove uredništva za pregled i razmatranje pristiglih rukopisa umjesto njega.

Etička odgovornost recenzenata

Recenzenti pomažu uredniku/uredničkom odboru prilikom donošenja uredničke odluke kao i autoru u svrhu poboljšanja kvalitete rukopisa. Ukoliko se recenzent ne smatra kvalificiranim za obavljanje recenzije pojedinog rada ili ne može izraditi recenziju u predviđenom roku, treba odmah obavijestiti urednika/urednički odbor koji će kontaktirati zamjenske recenzente. Recenzentsko mišljenje treba se temeljiti na potpunoj objektivnosti, biti potkrijepljeno podržavajućim argumentima te ne smije iskazivati bilo kakvu osobnu kritiku prema autorskim radovima. Ukoliko recenzent utvrdi relevantne izvore podataka koji nisu citirani od strane autora, treba odmah obavijestiti urednika. Recenzenti tretiraju radove koje su dobili na recenziju, kao povjerljive dokumente. Nije dopušteno pokazivanje, slanje ili raspravljanje o dostavljenim radovima s drugim osobama kao ni korištenje informacija na bilo koji način za stjecanje osobne koristi.

Rujan	2021	Broj 17	VI. godina izdavanja
September	2021	Number 17	VI. Year of publishing
ISSN 1849-9686		UDK/UDC 330.1(05), 30(05)	

ETHICS STATEMENT

Author Responsibilities and Ethics

The authors are responsible for the originality of the submitted papers. Any other work/research used in the submitted paper should be appropriately cited and / or quoted. Plagiarism of any kind is a serious violation of publishing behaviour. Parallel submissions of papers to other journals while the paper is being considered for publication in the Oeconomicus are unethical and unacceptable. The published results of the original research should present accurate data and should objectively show their significance. The data used should be accurately stated in the paper. False or knowingly incorrect claims are considered as unethical behaviour and are unacceptable.

Corresponding authors should further ensure that all co-authors have seen and approved the paper and agreed to be submitted to the journal.

Authors should emphasize if there is any conflict of interest during the initial submission of the paper. If the authors discover significant errors in their already published works, they are obliged to immediately inform the editor of Oeconomicus. If possible, the error will be published while otherwise the article will be withdrawn.

Editor(s) Responsibilities and Ethics

The editor/editorial board of Oeconomicus is responsible for the final decision on which papers will be published. The editor-in-chief may consult other editors and / or reviewers when making a decision on publication. The Editorial Board retains full academic integrity and acts in accordance with intellectual and ethical standards. If necessary, the editor will immediately publish corrections, clarifications, withdrawals and apologies.

Papers are evaluated by the editorial board for their intellectual content, exclusively. The evaluation of papers is in no way subject to the influence of racial, sexual and religious affiliation, ethnic origin, citizenship, sexual orientation or political affiliation of the author. The editor and the editorial board will not disclose any information about the

submitted papers to anyone other than the corresponding authors, reviewers and potential reviewers, other editorial advisors and publisher.

The editor/editorial board will investigate suspicious or false research or any other form of unacceptable behaviour. Likewise, the editor(s) will pursue reviewers and editorial misconduct. The editor/editorial board will take appropriate action if there are ethical complaints about the ethics of submitted or already published articles.

Any material presented during the submission of the paper, which is ultimately not published, will not be used for the purpose of the editor's own research without the written consent of the author. Ideas or inside information obtained during the review of submitted papers will be kept completely secret by the editor/editorial board. Moreover, the editor undertakes to fully ensure that any commercial revenue will not have any impact on editorial decisions. If the editor is in a conflict of interest related to the submitted manuscripts, he will make a decision on his own exclusion and authorize the other members of the editorial board to review the submitted paper instead.

Reviewer Responsibilities and Ethics

Reviewers assist the editor/editorial board in making the editorial decision as well as the author in order to improve the quality of the paper. If the reviewer is not considered qualified to perform a review of an individual paper or is unable to produce a review within the prescribed time, the editor/editorial board should be notified immediately and will contact the substitute reviewers. The reviewer's opinion should be based on complete objectivity, provided by supporting arguments and should not express any personal criticism of the author's works. If the reviewer identifies relevant data sources that are not cited by the author, the editor should be notified immediately. Reviewers treat papers submitted for review as confidential documents. It is not allowed to show, send or discuss the submitted works with other persons, nor to use the information in any way for personal gain.

Rujan	2021	Broj 17	VI. godina izdavanja
September	2021	Number 17	VI. Year of publishing
ISSN 1849-9686		UDK/UDC 330.1(05), 30(05)	

UPUTE AUTORIMA

Oeconomicus je znanstveno-stručni časopis iz područja ekonomije i društvenih znanosti. Uredništvo prima isključivo neobjavljene rukopise na hrvatskom ili engleskom jeziku.

Primljeni članci najprije prolaze prvu uredničku kontrolu, a zatim se upućuju na postupak tzv. dvostruke slijepa recenzije, što znači da identitet autora i recenzenta ostaje neotkriven. Iz tog razloga, važno je da autori iz radova te iz informacija o identitetu elektroničkog dokumenta uklone sve informacije koje mogu otkriti njihov identitet. Radove recenziraju ugledni domaći i međunarodni znanstvenici i stručnjaci iz pojedinih područja.

Dostavljanjem članaka, autori daju časopisu pravo prvog objavljivanja rada.

Uredništvo pridržava pravo članak prilagoditi standardima časopisa i pravopisu hrvatskog odnosno engleskog jezika, a sve u skladu i sa standardima **EBSCO Publishing-a**.

Dozvoljeno je besplatno korištenje objavljenih članaka u obrazovne i ostale nekomercijalne svrhe, uz prikladno isticanje izvora.

Radovi se dostavljaju u A4 formatu, na hrvatskom ili engleskom jeziku.

Radovi se dostavljaju u elektronskom obliku na email adresu:

oeconomicus.hr@gmail.com

I. PODATCI O AUTORU

Na početku rada navodi se titula, te ime i prezime autora (npr.: dr. sc. Ime Prezime), sa osnovnim podacima autora u fusnoti.

U fusnoti na istoj stranici navodi se naziv i adresa institucije u kojoj je autor zaposlen, te njegova e-mail adresa.

IV. TABLICE I SLIKE

- Tablice i slike unositi na pripadajuće mjesto u članku.

- Tablice i slike moraju biti u crno - bijeloj boji.
- Tablice i slike ne smiju biti skenirane.
- Sve slike dostaviti odvojeno od samog rada (najbolje u pdf formatu), ali naznačiti u samom tekstu gdje im je mjesto.
- Navesti izvor ispod svake slike.
- Sve slike i tablice izgledom ujednačiti.
- U tablicama i slikama koristiti font Times New Roman prikladne veličine.

V. CITATI, FUSNOTE I LITERATURA

Citirane dijelove teksta navoditi u tekstu.

Citate stavljati u zagrade ili navodnike, a iste sadržavaju prezime autora i godinu izdanja na primjer: (BOR, 2000), a u slučaju navođenja stranice: (BOR, 2000, 101).

Bilješke (fusnote) označiti arapskim brojkama u tekstu i pozicionirati ih na istoj stranici na dnu teksta.

U popisu literature navesti sve korištene izvore, i to abecednim redom prema prezimenima autora i kronološkim redom za radove istog autora.

Ako su korišteni izvori istog autora s istom godinom izdanja, treba ih razlikovati u zagradi (a, b, c i sl.), iza godine izdanja.

Ukoliko se radi o koautorstvu, onda se navode prezimena sa početnim slovom imena, abecednim redom.

Na primjer:

Za knjige:

Horvat, J., (2001), naziv knjige, izdavač.

Za časopise:

Novak I., *Oeconomicus*, 10 (1): 50-60. (10 označava volumen/godište/ časopisa, (1) broj časopisa unutar godišta, a 50-60 je broj stranica u korištenom tekstu).

VI. KLJUČNE RIJEČI

Navesti najviše osam ključnih riječi na hrvatskom i engleskom jeziku.

VII. SAŽETAK

Sažetak sadržava do 100 riječi. U sažetku se navode svrha i ciljevi rada, metode, rezultati i zaključak o mogućoj primjeni rezultata.

Sažetak dolazi iza naslova, a mora biti jasan i pisan u trećem licu na hrvatskom i engleskom jeziku.

Rujan	2021	Broj 17	VI. godina izdavanja
September	2021	Number 17	VI. Year of publishing
ISSN 1849-9686		UDK/UDC 330.1(05), 30(05)	

INSTRUCTIONS FOR AUTHORS

Oeconomicus (ISSN: 1849 – 9686) is an online scientific journal of economics and social sciences published by Znanstvena riječ (The Scientific Word) from Zagreb, Croatia. The journal has an international editorial board and international reviewers. Journal is receiving unpublished scientific papers. Papers should be submitted in A4 format, in Croatian or in English language.

The papers are submitted electronically to the following address:

oeconomicus.hr@gmail.com

Renowned domestic and international scientists and experts from individuals' areas review papers. The editorial board adheres to the right to adapt papers to the standards of journal and to Croatian and English grammar, all in line with EBSCO Publishing standards.

To be published, the following criteria should be met:

I. INFORMATION ABOUT AUTHOR

- At the beginning of the paper, the title and the author's first name (e.g.: First Name of the author, Surname), with the basic information of the author in the footnote.
- The footnote on the same page contains the name and address of the institution where the author is employed, and his email address.

II. STANDARDS FOR PAPER

- The text of the paper shall be arranged in sections and when necessary into subsections. Sections are to be marked with one Arabic numeral and subsections with two Arabic numerals, e.g. 1.1, 1.2, 1.3, ... When a subsection is arranged in smaller parts, each of them is marked with three Arabic numerals, e.g. 1.1.1, 1.1.2, ... Further divisions are not allowed.
- The paper should be written using Latin characters. Greek letters may be used for symbols. The volume of the paper is limited to 12 pages (A4 format). That includes blanks and equivalent number of characters covered by Figures and Tables.

III. TEXT FORMATING

- Paper should be written in doc or docx format (MS Word 97 or later).
- The text should be written in the Times New Roman font, size 12, without any delimitation.
- Margin 2.5 cm.
- Spacing: 1.
- Two-way alignment.
- The introduction and conclusion should not be numbered.
- Titles and subtitles are numbered with Arabic numerals and bold.
- There is no space between titles, subtitles, and text.
- No indentation the first row of words.
- All footnotes are without quotes and are

written in the font Times New Roman, size 10

- Alphabetic list of keywords in English and in Croatian. Keywords normally originate from the title and from the abstract.
- Harvard style referencing should be used.

IV. TABLES AND FIGURES

- Insert the tables and figures into the corresponding place in the article.
- Tables and figures should be in black and white.
- Specify the source below each table and figure.
- All figures and tables should look unified.
- Use Times New Roman fonts in appropriate tables and pictures.

V. CITES AND REFERENCING

- Cite the quoted parts of the text in the text.
- Put quotes in parentheses or quotations, which include author's last name and year of issue. For example: (Johnson, 2000), and in case of page reference: (Johnson, 2000, 101).
- All the sources used should be listed in the References.
- If sources of the same author used with the same issue year, they should be distinguished in brackets (a, b, c, etc.), after the year of issue.
- If co-authoring is concerned, then the surnames are given with the initial letter of the name, in alphabetical order. For example:
For books:
Horvat, J., Johnson, M., (2001), book title, publisher.
For journals:
Novak I., Oeconomicus, 10 (1): 50-60. (10 indicates volume / year / journal, (1) number magazines within the year and 50-60 is the number of pages in the text used).

VI. KEYWORDS

- List up to eight words in Croatian and English (The Editorial Board will arrange the translation of the abstract into Croatian for those authors who are not familiar with the Croatian language.)

VII. ABSTRACT

- Abstract contains up to 150 words.
- Abstract should present a brief and factual account of content and conclusions of the paper, and an indication of, the relevance of the new material presented (The Editorial Board will arrange the translation of the abstract into Croatian for those authors who are not familiar with the Croatian language.)

Josip Vuković,
univ. spec. oec.³
doc.dr.sc.
Marina Gregorić²
Izv. prof. dr. sc.
Ante Rončević³

Znanstveni rad
Scientific paper

Pregledni rad
Subject Review

UDK/UDC: 338.2

KARAKTERISTIKE I GLAVNI RIZICI PROJEKTOG FINANCIRANJA

Sažetak:

Projektno financiranje je način osiguravanja financiranja koje se razlikuje od konvencionalnog, klasičnog financiranja. Cilj rada je utvrditi i analizirati glavne odlike projektnog financiranja, sudionike, faze projektnog financiranja te glavne rizike koji se susreću kod tog vida financiranja, te usporediti konvencionalno, klasično kreditiranje sa projektним financiranjem. Obzirom da je jedna od glavnih značajki projektnog financiranja da se povrat financiranja oslanja samo na novčane tokove projektnog društva, u radu se nastoji istražiti i analizirati opće i projektно specificne rizike i kako ih minimizirati. Metode korištene u ovom radu su: metode analize i sinteze, metoda deskripcije, statističke analize, grafičko prikazivanje odnosa sudionika u projektном financiranju te metoda klasifikacije. Projektно financiranje je zastupljeno u praksi domaćih poslovnih banaka i međunarodnih finansijskih institucija koje su prisutne u Republici Hrvatskoj. No, zastupljenost projektnog financiranja mogla bi biti i značajnija. Pretpostavka veće zastupljenosti je bolje poznavanje odlika i karakteristika projektnog financiranja. Stoga je doprinos ovog rada u boljem poznavanju elemenata i strukture projektnog financiranja sa ciljem detaljnijeg približavanja kako teoretskih tako i praktičnih aspekata problematike projektnog financiranja.

Ključne riječi: projektно financiranje, sponzori, rizici, strukturiranje, kreditiranje, banke.

CHARACTERISTICS AND KEY RISKS OF THE PROJECT FINANCING

Abstract:

Project financing is a way of securing financing that is different from conventional, classic financing. The aim of this paper is to identify and analyze the main features of project financing, participants, stages of project financing and the main risks encountered in this type of financing, and to compare conventional, traditional lending with project financing. Since one of the main features of project financing is that the return on financing relies only on the cash flows of the project company, the paper seeks to explore and analyze general and project-specific risks and how to minimize them. The methods used in this paper are: methods of analysis and synthesis, method of description, statistical analysis, graphical representation of the relationship of participants in project financing and classification methods. Project financing is represented in the practice of domestic commercial banks and international financial institutions present in the Republic of Croatia. However, the representation of project financing could be more significant. The precondition for greater representation is a better knowledge of the characteristics and characteristics of project financing. Therefore, the contribution of this paper is in better knowledge of the elements and structure of project financing with the aim of more detailed approximation of both theoretical and practical aspects of the issue of project financing.

Keywords: project financing, sponsors, risks, structuring, lending, banks.

¹ predavač, Sveučilište Sjever, Trg dr. Žarka Dolinara 1, 48000 Koprivnica, Hrvatska, Telefon: +385 98 9100084, e-mail: jvukovic@unin.hr

² Sveučilište Sjever, Trg dr. Žarka Dolinara 1, 48000 Koprivnica, Hrvatska, Telefon: +385 99 4040164, e-mail: magregoric@unin.hr

³ Sveučilište Sjever, Trg dr. Žarka Dolinara 1, 48000 Koprivnica, Hrvatska, Telefon: +385 91 1702964, e-mail: aroncevic@unin.hr

1. UVOD

Poduzeća se mogu financirati, odnosno prikupljati financijska sredstva u svrhu obavljanja svoje redovne djelatnosti ili realizacije planiranog projekta. Projektno financiranje predstavlja dugoročno financiranje prvenstveno infrastrukturnih i industrijskih projekata koje se bazira na projiciranim novčanim tokovima projekta, a ne na bilanci ili prihodima njegovih sponzora. Sponzora se definira kao investitora, poduzeće ili fizičku osobu, strateškog partnera, koji dolazi iz te branše, razvija projekt i planira njegovo financiranje. Projektno financiranje je vrlo kompleksan postupak u kojemu zajmodavac očekuje otplatu zajma prvenstveno od novčanih tokova, prihoda, koje će generirati sam i isključivo sam projekt.

Uspješnost realizacije pojedinog projekta ovisi o kvalitetnoj pripremi koja uključuje dubinsko snimanje te adekvatno strukturiranje i adresiranje rizika. Kvalitetna priprema i strukturiranje projekta su od ključne važnosti jer se njima anticipiraju mogući rizici i načini njihovog minimiziranja kao preduvjeti za uspješnu realizaciju projekta. Rizici nikada ne mogu biti u potpunosti otklonjeni, ali se adekvatnim strukturiranjem i adresiranjem mogu maksimalno moguće ublažiti mogućnosti njihovog pojavljivanja i štetnih utjecaja na razvoj i implementaciju projekta. Poznavanje adekvatnih metoda i tehnika ublažavanja i minimiziranja rizika kod projektnog financiranja daju jamstvo da će se mogući negativni razvoj kod pripreme i implementacije projekta svesti na minimum.

1.1. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada su: glavna obilježja projektnog financiranja, prikaz uloge sponzora i kreditora kod projektnog financiranja, sudionici i faze projektnog istraživanja, te opći i posebni rizici projektnog financiranja i načini njihovog ublažavanja.

1.2. Ciljevi rada

Cilj ovog rada je predstaviti glavne odlike projektnog financiranja, prezentirati razlike između tzv. klasičnog, konvencionalnog i projektnog financiranja, prikazati sudionike i faze projektnog financiranja. Nadalje, u ovom radu će se izložiti uloga sponzora i kreditora i dati analiza rizika iz perspektive kreditora. Konačno, u radu će se prezentirati opći i projektno specifični rizici koji se susreću kod projektnog financiranja i kako i na koji način se oni mogu najbolje adresirati i minimizirati.

1.3. Metode rada

Prilikom izrade rada korištene su sljedeće istraživačke metode: metoda analize i sinteze, metoda deskripcije, statističke analize, grafičko prikazivanje odnosa sudionika u projektnom financiranju te metoda klasifikacije. Metoda deskripcije koristit će se s ciljem jednostavnog opisivanja stanja i činjenica, dok metoda analize podrazumijeva raščlanjivanje složenih pojmova na jednostavnije sastavne dijelove. Pored navedenih metoda, još će se koristiti metoda klasifikacije koja pretpostavlja sistematsku podjelu općeg pojma na posebne.

2. OSNOVNA OBILJEŽJA PROJEKTOG FINANCIRANJA

Kod razmatranja i odabira načina financiranja pojedinih investicijskih aktivnosti poduzeća se uglavnom oslanjaju na standardni, korporativni način financiranja. Klasični ili korporativni način financiranja podrazumijeva financiranje kod kojeg se, ako se radi o kreditnom zaduženju, poduzeće zadužuje za iznos financiranja i spram zajmodavca nastupa sa svojom imovinom i prihodima. Poduzeće je u cijelosti odgovorno za povrat kredita i jamstvo povrata kredita su bilanca, odnosno imovina poduzeća koje može biti dana u zalag, ukupni prihodi odnosno novčani tijekom cijelog poduzeća koji to omogućava.

Osnovna odrednica projektnog financiranja je da se za realizaciju projekta i povrat kreditnog zaduženja osniva zasebno društvo, društvo posebne namjene (engl. „*Special purpose vehicle/SPV*“), gdje će samo budući novčani tokovi tog projektnog društva biti jamstvo povrata kredita a jedina imovina koja može služiti kao zalag za povrat kredita je imovina društva posebne namjene (Gatti, 2013). Takva društva posebne namjene uobičajeno se osnivaju sa točno definiranom svrhom realizacije točno određenog projekta koji ima i ograničeni, limitirani vijek trajanja.

Koji su razlozi i zašto se poduzeća odlučuju za projektno financiranje? Jedna od karakteristika projektnog financiranja je da se njima financiraju veliki infrastrukturni projekti koji zahtijevaju značajnije iznose financiranja, zahtijevaju duže vrijeme da se realiziraju i imaju neizvjesnost i rizik da će se projekt završiti na vrijeme i u planiranom budžetu. Stoga je jedan od vrlo značajnih elemenata za odabir projektnog financiranja da se ograniči odgovornost poduzeća samo na onaj dio sredstava koji je angažiran direktno na projektu i ne tereti se ukupna bilanca poduzeća i ukupni prihodi. Ograničenje odgovornosti se postiže na način da poduzeće koje razvija projekt, u kojem figurira kao sponzor projekta, ograničava svoje vlasništvo u društvu posebne namjene do najviše

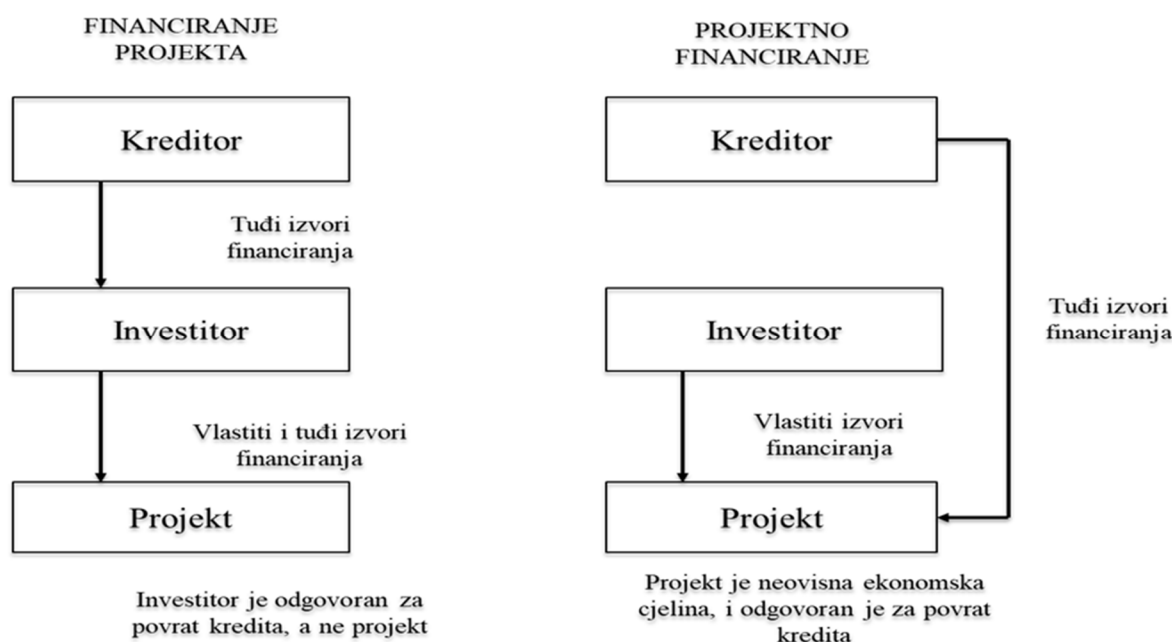
50%, tako da isto ne podliježe konsolidaciji. U tom slučaju govorimo o vanbilančnom financiranju. Vezano za ročnost kredita kod projektnog financiranja studije na koje se poziva Pinto (2017), za transakcije i financiranja u razdoblju od 2000-2014. g., donose da je prosječna ročnost kredita kod projektnog financiranja 11.4 godina. Na tržištima zapadne Europe ta ročnost je čak i duža, 13.2 godine, dok je ročnost u SAD-u značajno kraća i ona iznosi 6.8 godina. To samo pojačava tezu koju iznose Pinto i Alves (2016) da zajmoprimatelji kod projektnog financiranja postižu puno dulje ročnosti u usporedbi sa klasičnim korporativnim kreditima. To je također u skladu sa literaturom koja govori o dizajniranju osiguranja kod projektnog financiranja: transakcije strukturiranog financiranja smanjuju probleme asimetričnosti informacija i time omogućuju zajmoprimateljima dobivanje financiranja sa dužom ročnosti.

Striktno govoreći, pravo projektno financiranje se

ne oslanja ni na kakve regresne obveze sponzora (engl. „no recourse“), odnosno sponzor ne garantira ni po kojoj osnovi za obveze društva posebne namjene. Garcia-Bernabeu i sur. (Garcia-Bernabeu, Mayor-Vitoria, Mas-Verdu, 2015) navode da je glavna prednost projektnog financiranja nepostojanje regresne obveze koja omogućava visoku zaduženost društva posebne namjene i vanbilančni tretman duga. U praksi ipak dolazi do određenih obveza sponzora koji garantiraju u nekom obliku za izvedbu društva posebne namjene i tada govorimo o limitiranom regresu ili potpunom regresu sponzora (engl. „limited or full recourse“) (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016). No, u takvim slučajevima može se reći da obzirom na davanje financijskih ili drugih jamstava sponzora za društvo posebne namjene, da se zapravo ne govori o pravom projektnom financiranju.

Sljedeća slika daje prikaz razlike između konvencionalnog i projektnog financiranja.

Slika 1. Konvencionalno financiranje projekta vs projektno financiranje



Izvor: Izrada autora

Za razliku od konvencionalnog, korporativnog financiranja, pripreme i evaluacija projektnog financiranja zahtijevaju puno više vremena a time

on postaje i puno sporiji oblik financiranja. Kvalitetna priprema projekta zahtijeva vrlo detaljno dubinsko snimanje (engl. „due

diligence“) koji se odnosi na tehnološke, tržišne, financijske i po potrebi druge elemente projekta. Priprema projekta zahtijeva specifične vrste znanja i ekspertize gdje će biti potrebno angažirati eksperte iz različitih područja. Također, realizacija projekta zahtijeva prilično veliki broj sudionika koji u dodatku na projektno društvo i sponzora, čini jedan ili više zajmotražitelja, izvođač radova, dobavljači sirovina, društvo za upravljanje i održavanje i drugi, a sve to ilustrira da je projektno financiranje vrlo kompleksno. Kako se radi o tome da se ustrojava društvo posebne namjene od početka, da se radi detaljna dubinska analiza koja zahtijeva specifična znanja, kako se radi o jako puno rizika koje treba adresirati, kod projektnog financiranja govorimo i tome da je projektno financiranje i skup način financiranja. Istraživanje koje su radili Klein, So i Shin (1996) za Svjetsku banku govore da priprema projekta iznosi od 3-5% ukupnih troškova projekta, a ta se brojka kod kompleksnijih projekata može popeti i do 10% ukupnih troškova projekta (Klein, So, Shin, 1996). Razlog tako visokih troškova po Gattiju (2013) je duže vrijeme koje je potrebno pravnim, tehničkim, osiguravateljskim savjetnicima kao i glavnom kreditoru da ocijene projekt i ispregovaraju detalje koji će biti uključeni u dokumentaciju. Također, troškovi monitoriranja implementacije projekta su vrlo zahtjevni i skupi.

Jedan od najznačajnijih elementa projektnog financiranja je struktura podjele rizika. Tako Weber, Staub-Bisang i Alfen (2016) navode da se projektno financiranje u glavnini svodi na strukturiranje i ublažavanje rizika. Osnovni postulat podjele rizika kod projektnog financiranja je da se rizici kod sudionika u projektu razdijele da svaki sudionik projekta adresira one rizike koji su mu najbliži, za koje je najpozvaniji, za koje će baš on biti najkvalitetnije rješenje da se oni maksimalno moguće izbjegnu, odnosno minimiziraju. Dobro strukturiranje i adresiranje rizika kao glavna odličja projektnog financiranja rezultiraju relativno niskom stopom defaulta ovakvog vida financiranja. Bonitetska kuća Moody's radila je analize rezultata projektnog financiranja od strane banaka na temelju 8,257 transakcija u razdoblju 1983-2017. godine. 10-godišnji kumulativni default rate je relativno niskih 5.6% a konačni uspješni povrat uloženog je visokih 77.5% (Moody's, 2019).

2.1. Sponzori i kreditori/analiza rizika od strane kreditora

Ranije je naglašena glavna odlika projektnog financiranja da se jako velika pozornost pridaje kvaliteti samog projekta, koja će se ogledati onda i

u novčanim tokovima projekta, jer oni će biti ti koji će osiguravati otplatu zajma po kreditu. Bez obzira na bankabilnost projekta i novčane tokove koji otplaćuju zajam, jako važan je i odabir sponzora na projektu. Yescombe (2014) sponzore naziva i aktivnim investitorima u projektu. Sponzori su uobičajeno oni koji donose, predlažu projekt kreditorima, bankama za financiranje. Oni dolaze iz te branše, poznaju tržište u toj branši i od iznimne je važnosti snaga, reputacija, kredibilitet sponzora kod odluke da li se ide u neki projekt ili ne. Sponzori će uobičajeno biti oni koji će sudjelovati u projektu sa vlastitim kapitalom, tzv. *equity partneri*. Svaki projekt je specifičan obzirom na branšu, industriju u kojoj se nalazi, obzirom na kompoziciju sudionika i razina equity sudjelovanja varira od projekta do projekta. Praksa pokazuje da je neka standardna razina equity kontribucije 30% ukupnih troškova projekta. Koliko je važna uloga sponzora govori i Yescombe (2014) da čak i kod profitabilnih i dobro strukturiranih projekata, ako sponzor nije dovoljno kredibilan, tada banke uglavnom neće financirati takve projekte. Esty (2003) je drugačijeg mišljenja i drži da ugled, reputacija sponzora, ima vrlo malu ulogu u projektom financiranju. Na razini sponzora, on drži da su reputacijski efekti anulirani sa neregresnom prirodom kredita danih projektom društvu. No, da je reputacija relevantna za sponzore koji se opetovano pojavljuju na tržištu projektog financiranja. Sudjelovanjem u financiranju projekta vlastitim sredstvima, sponzor pokazuje da vjeruje u projekt, u toj mjeri i on snosi rizik sudjelovanja u projektu i vlastita sredstva su zapravo neophodna za započinjanje projekta. Troškovi koji se odnose na započinjanje projekta vezani su za osnivanje društva posebne namjene i svi pravni troškovi s tim u svezi, razni administrativni troškovi vezano na osnivanje, troškovi izrade studija isplativosti, troškovi ocjene studija isplativosti ako se isti ne mogu raditi interno, troškovi izrade i ocjene financijskog modela projekta, nakon toga troškovi kupnje zemljišta ako se radi o greenfield projektu i dr.

Vrijedi napomenuti da je značajka projektog financiranja da se u velikoj mjeri oslanjaju na financiranje putem duga, kreditnog zaduženja. Za projektno financiranje se kaže da se radi o visoko zaduženom (engl. „*high leveraged*“) obliku financiranja. Komponenta kreditnog zaduženja, odnosno kamate po kreditnom zaduženju su porezno priznata stavka, za razliku od equity financiranja kod kojeg to nije slučaj. Kombinacija većeg kreditnog financiranja i porezno priznatih kamata po toj osnovi i manjeg equity financiranja

daju u relativnom pogledu veći prinos na equity financiranje. Esty (2003) navodi da kombinacija visoke zaduženosti i velikog broja financijskih i nefinancijskih ugovora u velikoj mjeri ograničava managersku diskreciju u projektnom društvu. Projektni manageri nemaju puno manevarskog prostora, jako puno detalja je već definirano i donose vrlo malo ili gotovo nikakvih strateških odluka (Esty, 2003). Isto tako, u slučaju da sve u projektu ide kako je planirano i bolje od toga, sav potencijal mogućeg rasta (engl. „*upside potential*“) je na strani sponzora, donositelja equitija. To iz razloga, što osiguravatelji kreditnog financiranja dobivaju samo fiksni dio sredstava koji se odnosi na zatvaranje kamata i kasnije glavnice, no ništa iznad toga. U slučaju izdašnjih nego planiranih novčanih tokova na projektu, sponzori kao osiguravatelji equityja će biti oni koji će najviše profitirati, jer će nakon zatvaranja kamata i glavnice ostati puno veći dio preostalih raspoloživih sredstava za njih. Ovo se naravno događa u situaciji kada nema drugih mehanizama koji su dogovoreni, kao npr. da se višak novčanih sredstava u slučaju dobrog razvoja situacije koristi za zatvaranje dijela glavnice po kreditu (engl. „*cash sweep*“), a što može biti slučaj.

3. SUDIONICI/DIONICI PROJEKTOG FINANCIRANJA

Kompleksnost projektnog financiranja ogleda se i u broju različitih sudionika i dionika na projektu. U pripreмноj fazi projekta Yescombe (2014) navodi razne savjetnike i specijaliste koji mogu biti: tehnički savjetnici, financijski i pravni savjetnici, savjetnici vezano na aspekte zaštite okoliša, eksperti za izradu studija izvodljivosti, eksperti za izradu idejnog i glavnog projekta i drugi. Također, tijekom pribavljanja i ishoda različitih dozvola i odobrenja nositelji projekta su upućeni na kontaktiranje različitih jedinica lokalne ili državne vlasti, općina, županija, ministarstava i drugih. Na iste instance nositelji projekta upućeni su i tijekom implementacije projekta i kasnije kada projekt postane operativan. Nakon što je projekt pripremljen biti će potrebno osigurati financiranje projekta. Tada su nositelji

projekta, odnosno društvo posebne namjene, u kontaktu s poslovnom bankom ili bankama, razvojnom bankom, nekim drugim nositeljima financiranja ili kombinacijom svih navedenih. U fazi implementacije projekta dolazi se do glavnog izvođača radova i podizvođača. Na njih će biti naslonjeni dobavljači materijala ili usluga na projektu. Ukoliko nema internih resursa i obzirom na vrstu i veličinu projekta, neki projekti će iziskivati angažiranje društva za upravljanje i održavanje.

Nakon što projekt postane operativan ponovno će trebati osigurati dobavu sirovina i materijala koji su potrebni za normalno funkcioniranje projekta na duži rok. Vidi se jedan veliki broj sudionika i dionika na projektnom financiranju. Svi su uvezani, povezani sa različitim financijskim (ugovor o kreditu, eventualno ugovor o jamstvu i dr.) i nefinancijskim ugovorima (ugovor o građenju, nadzoru, održavanju i dr.), i za uspješnu realizaciju projekta trebati će osigurati maksimalno moguću suradnju i nesmetano funkcioniranje svih zasebnih ugovora, jer rizik je veliki, i dovoljno je samo da jedna karika u projektu ne radi kako je planirano, cijeli projekt je u opasnosti. Jer projekt ovisi samo o sebi, tako je dizajniran. U slučaju probijanja troškova budžeta, odnosno nepredviđenih troškova, ne može se osloniti kao kod konvencionalnog financiranja na ostale prihode od ostalih segmenata poduzeća i ostalih prihoda. Ovdje je samo jedan projekt, jedini prihodi i jedan novčani tok. Ako njega nema, projekt je u opasnosti da se ne završi ili da propadne.

3.1. Faze projektnog financiranja

Najsažetije govoreći postoje dvije osnovne faze projektnog financiranja. To su 1) faza investiranja, i 2) operativna faza. Faza investiranja je faza koja se odnosi na: i) pripremu projekta, ii) strukturiranje projekta i financiranja, iii) financiranje, te iv) izgradnju. Kada se projekt fizički završi, kada je kompletiran s tehničke i financijske strane, projekt počinje biti u funkciji, biti operativan i počinje generirati novčani tok. Ova se faza naziva operativnom fazom projekta.

Slika 2. Faze projektnog financiranja



Izvor: Izrada autora

Slika 2. prikazuje proces projektnog financiranja koji se sastoji od tri faze: predfinanciranja, financiranja i nakon financiranja. U fazi predfinanciranja nalaze se tri segmenta predfinanciranja: i) identifikacija plana projekta, ii) prepoznavanje i minimiziranje rizika, i iii) provjera feasilnosti projekta.

Prvi korak u projektnom financiranju je točno definirati, identificirati što je projekt. Kod identifikacije projekta točno se definira što je cilj projekta, što se želi postići, napraviti, tko su sudionici i dionici projekta, koje je planirano vrijeme za kompletiranje projekta, koliki je budžet projekta, koga od sudionika i na koji način se želi uključiti u projekt i drugo. Kada je identificiran projekt i plan projekta, treba se i mora se prepoznati sve potencijalne rizike koji se mogu predvidjeti te vidjeti na koji način ih se može probati svesti na najmanju moguću mjeru. Nakon toga slijedi provjera isplativosti projekta. Ona uključuje studiju isplativosti koja obzirom na vrstu i obujam projekta može biti izrađena interno ili će biti izrađena uz pomoć vanjskih poslovnih savjetnika. Pristupa se izradi financijskog modela sa analizom osjetljivosti. Ponovno, financijski model može biti pripremljen od strane sponzora ali uz mogućnost pregleda i odobrenja od strane financijera. I tek kad su zajmodavatelji zadovoljni sa postavkama i rezultatima financijskog modela može se započeti sa dogovaranjem, aranžiranjem financiranja.

U fazi financiranja dogovora se vrsta i način financiranja, iznos i sudionici; koja će to biti

kombinacija duga i equitija. Je li u dodatku na ta dva vida financiranja potrebno još razmotriti neke druge vidove, kao npr. *mezzanine* financiranje, kao neko *quasi equity* financiranje? Hoće li zajmodavatelj biti samo jedna poslovna ili razvojna banka, kombinacija banaka, a kod većeg projekta sindikat banaka? Načelni dogovor i strukturu financiranje pretače se u nacрте ugovora o financiranju koji se onda pregovaraju. Po završetku pregovora izrađuju se, verificiraju i potpisuju svi relevantni ugovori o financiranju. Ovisno o vrsti projekta oni uključuju: ugovor o kreditu, ugovor o jamstvu, kompletan paket osiguranja po kreditu (zalag nad imovinom, dionicama/udjelima, vinkulacija polica osiguranja i dr.). Nakon što su ispunjeni svi preduvjeti da kredit stupi na snagu, pristupa se izvršenju svih potrebnih preduvjeta za puštanje sredstava po kreditu. Puštanje sredstava po kreditu obično ide po situacijama kako se projekt realizira. Uobičajeno je da je jedan od glavnih preduvjeta za puštanje sredstava po kreditu to da je sponzor u potpunosti uplatio svoj dio equity kontribucije. Kao primjer projektnog financiranja u Republici Hrvatskoj možemo navesti projekt izgradnje kogeneracijskog postrojenja Pelet Grupe d.o.o. u Novskoj, koji je financiran od strane Europske banke za obnovu i razvoj („EBRD“) 2011 godine. Projekt je jedna od rijetkih greenfield investicija i sastojao se od izgradnje kogeneracijskog postrojenja od 1 MW električne energije i 4 MW topline. Ukupni troškovi projekta iznosili su 5.8 milijuna eura.

Rizici kod projektnog financiranja: opći i projektno specifični

Nastavno na gore spomenute sudionike i dionike u projektu, i ovisno o tome u kojoj fazi se nalazi projekt razlikuju se i različiti rizici kojima je projekt izložen.

Weber, Staub-Bisang i Alfen (2016) razlikuju dvije osnovne grupe rizika kod projektnog financiranja: i) opći rizici, i ii) projektno specifični rizici. U prvu grupu spadaju svi oni rizici kojima je izložen svaki projekt prilikom pripreme, implementacije ili operativne faze bez obzira na

industriju, veličinu, gdje će se realizirati i dr. U drugoj skupini se nalaze rizici koji su specifični baš za taj projekt, ovisno o tome u kojem sektoru se odvija, tko su sponzori, koja je veličina projekta, tko su sudionici dr.

Najvažniji postulat u kontekstu ocjene rizika i njegovog ublažavanja je: bilo koji ugovor između ugovornih strana treba biti strukturiran na način da osigura onoj strani koja je najbolje pozicionirana da ocijeni, kontrolira i upravlja specifičnim rizicima, da joj je dana odgovornost za njegovo ublažavanje i minimizaciju.

Tablica 1. Opći i projektno specifični rizici kod projektnog financiranja

Opći rizici	Projektno specifični rizici
Tržišni rizici	Rizik planiranja, gradnje i završetka projekta
Rizik promjene kamatne stope	Tehnički i izvedbeni rizik
Tečajni rizik	Financijski rizik
Rizici zaštite okoliša, socijalni, rizici upravljanja	Rizik sindiciranja
Politički, pravni, regulatorni	Operativni rizik
Force majeure / rizik više sile	Ugovarateljski rizik i rizik druge strane

Izvor: Weber Barbara, Staub-Bisang Mirjam, Alfen Hans Wilhelm, *Infrastructure as an Asset Class, Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP*, (2016) John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom, str. 262 i 263.

3.2. Opći rizici

Tržišni rizici

Tržišne rizike uobičajeno snosi projektno društvo, društvo posebne namjene. Tržišni se rizici odnose na prodaju proizvoda i usluga koji su predviđeni u prognozama modela (rizik potražnje), po planiranim cijenama (cjenovni rizik) kao i adekvatna dobava (rizik dobave) i nabavne cijene sirovina i ostalih proizvodnih čimbenika (cjenovni rizik) (Yescombe, 2014). Stoga je od iznimne važnosti kontrolirati tržišne rizike u maksimalno mogućoj mjeri. To se postiže: i) pažljivom analizom i studijama tržišta prije investiranja, te ii) sklapanjem dugoročnih minimalnih ugovora o nabavi i osiguranju sirovina čim je to prije moguće (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016).

Rizik promjene kamatne stope

Kamatna stopa obično je dogovorena kao promjenjiva, marža dodana na jednu od referentnih kamatnih stopa. Ovaj rizik također uobičajeno snosi projektno društvo. Jedan način minimiziranja ovog rizika je fiksiranje kamatne stope za cijelo vrijeme trajanja kredita. Alternativno, da se kamatna stopa fiksira za jedno određeno razdoblje a nakon toga se ponovno pregovara ili se hedgira (Orsag, 2003). Bilo koji od načina osigurava fiksiranje plaćanja kamate u srednjom ili dugom

roku a time i osigurava sigurnost budućih novčanih tokova.

Tečajni rizik

Projekt odnosno projektno društvo je izloženo tečajnom riziku ukoliko je valuta u kojoj društvo zarađuje svoje prihode u jednoj valuti, a zaduženja po kreditima se denominirana u drugoj valuti. To naročito vrijedi ako su kreditna zaduženja denominirana u nekoj od čvrstih valuta (USD, EUR) a prihodi su denominirani u nekoj od domaćih, mekih valuta (HRK). Jedan od mogućih načina minimiziranja ovog rizika je da se ako je moguće uzme kredit u valuti u kojoj društvo plaća svoje troškove (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016). Drugi način je kroz kupnju terminkog ugovora – valutne unaprednice (engl. „forward contract“) ili valutne ročnice (engl. „futures contract“) (Orsag, 2003).

Rizici zaštite okoliša, socijalni, rizici upravljanja

Rizici zaštite okoliša se odnose na: zagađenje (otpad, kontaminacija), degradacija okoliša, klimatske promjene (direktive vezano na okoliš), oskudnost resursa (voda ili drugi prirodni resursi) (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016). Socijalni rizici se odnose na: poštivanje ljudskih prava, radničkih prava, rizici sigurnosti na radu i zdravstveni rizici, zaštita potrošača, otpor lokalne

zajednice vezano na razvoj projekta. Upravljanje: korupcija vezano na odobravanje zahtjeva i licenci, lokalno zakonodavstvo, strukture korporativnog i javnog upravljanja. Minimiziranje gore navedenih rizika postiže se dobivanjem i osiguravanjem potrebnih dozvola od strane lokalnih ili nacionalnih upravnih tijela. Ukoliko su uključene razvojne banke, kao npr. Svjetska banka, Europska investicijska banka, Europska banka za obnovu i razvoj, International Finance Corporation, one imaju prepoznate standarde zaštite okoliša kod financiranja i prihvaćene od strane lokalnih vlada.

Politički, pravni, regulatorni

Uz tržišne, ovo su zasigurno najkritičniji rizici kod projektnog financiranja. Odnosi se na sve ono što lokalna i državna upravna tijela mogu učiniti i promijeniti a što može utjecati na tijek projekta, pogotovo iz razloga što se kod projektnog financiranja govori o projektima koji traju godinama, pa i nekoliko desetljeća. Tu se govori o rasponu: promjenama u legislativi koji reguliraju projekt, moguća nacionalizacija ili eksproprijacija imovine projekta, nemogućnost dobivanja potrebnih dozvola, licenci, koncesija ili kršenja koncesija (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016). Na to se naslanjaju moguće restrikcije vezano na valutni transfer, obustava plaćanja po raznim osnovama, promjene porezne stope, ili nepridržavanja ugovornih obveza od strane države. Rizik se može minimizirati ako se u projekt uključe jaki partneri, međunarodne banke, razvojne banke koje su u mogućnosti utjecati na lokalna i državna tijela. Kao i uključivanje lokalnih banaka koje poznaju lokalnu legislativu, te pribavljanje svih potrebnih dozvola i odobrenja na vrijeme može u značajnoj mjeri umanjiti ovaj rizik.

Rizik više sile (force majeure)

Odnosi se na događaje koji nisu pod kontrolom niti jednog od sudionika u projektu kao npr. štrajkovi, ratovi, potresi, poplave i ostale prirodne nepogode koje sprječavaju jednu ili obje strane da ispune ugovorne obveze (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016). Zaključivanjem polica osiguranja koje pokrivaju neke od ovih događaja mogu se probati umanjiti i ublažiti štetna djelovanja ovakvih događaja na projekt.

3.3. Projektno specifični rizici

Projektno specifični rizici razlikuju se od općih rizika iz razloga što neki ili svi sudionici mogu utjecati ili u većini slučajeva osigurati te rizike ili uključiti odgovarajuće partnere. Nadalje, opći rizici se mogu javiti tijekom cijelog životnog vijeka projekta ili imovine projekta, dok se projektno specifični rizici mogu pojaviti i time

alocirati u različitim fazama trajanja projekta ovisno o razini utjecaja tih rizika i vjerojatnosti njihovog pojavljivanja (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016).

Rizik planiranja, gradnje i završetka projekta

Rizik planiranja, gradnje i završetka projekta je općenito relevantan samo za razvojne projekte (*greenfield*). U slučaju *brownfield* projekata gdje je neka imovina već u upotrebi i operativna, ovaj rizik je ili irelevantan ili tek važnosti drugog reda, npr. kod projekata koji rade povećanje postojećih kapaciteta ili značajne investicije oko zamjene opreme. Ugovor o građenju se dodjeljuje glavnom izvođaču koji je odgovoran za uključene podizvođače. Rizike probijanja troškova i rizik da instalirana oprema ne zadovoljava predviđene ili garantirane izvedbene parametre snosi glavni izvođač radova, jer je on u najboljoj poziciji da kontrolira i upravlja tim rizicima (Yescombe, 2014). Pravilo je, da financijeri, bilo duga bilo equitija, očekuju od izvođača radova da osigura, daje jamstvo o završetku radova.

Tehnički i izvedbeni rizik

Vezano na tehnički dio projekta, opreme koja se ugrađuje, opće pravilo je da se odabire testirana tehnologija i tehnološka rješenja poznatih proizvođača i izbjegavati netestirane tehnologije bez referenci (Yescombe, 2014).

Rizik financiranja

O riziku financiranja govori se u situaciji kad osiguranja koja su navedena u financijskim dokumentima vezano na osiguranje financiranja više nisu na snazi ili jedan od financijskih partnera nije u mogućnosti ispuniti svoje ugovorne obveze. U tom slučaju govori se o podfinanciranosti projekta. Kod *greenfield* projekata to se obično događa za vrijeme faze planiranja ili gradnje. Kao što je ranije spomenuto, ugovori o kreditu uobičajeno imaju klauzulu koja kaže da sponzori moraju uplatiti u potpunosti svoj dio financiranja, equitija, prije nego bilo kakva sredstva mogu biti povučena po kreditu. Esty i Megginson (2002) skreću pozornost da zajmodavatelji, kreditori na projektu, kao dio svoje uloge u upravljanju na projektu, strukturiraju financiranje odnosno sindiciranje na način koji su konzistentni naporima da se izbjegne, minimizira, strateška zadaća (*default*) projekta.

Rizik sindiciranja

Kreditna zaduženja su dogovorena i ispregovarana sa jednom ili nekoliko banaka. Sa ciljem smanjivanja i diversificiranja izloženosti, neke banke nakon dogovora o financiranju prodaju dio svoje izloženosti obično drugim bankama ili

ostalim institucionalnim investitorima. No, dolazi do situacija da banke nisu u mogućnosti prodati dio izloženosti drugim bankama po uvjetima koji su originalno dogovoreni sa zajmotražiteljem. U tom slučaju banke su primorane ostaviti veću nego planiranu izloženost projektu ili sačekati povoljniji trenutak za sindiciranje (Weber, Staub-Bisang, Alfen, 2016).

Operativni rizik

Nakon što je projekt uspješno završen sa tehnološke strane, oprema instalirana, dolazi se do toga da nova tvornica, postrojenje ili pogon treba početi raditi. Jako važan moment za uspješnu ekonomsku izvodljivost (feasibilnost) projekta je da se projektom, odnosno angažiranom opremom upravlja efikasno. Rizici vezano na to, koji se nazivaju operativnim rizicima, odnose se na opasnosti od zastoja proizvodnje, jako visokih operativnih i troškova održavanja, i oni trebaju biti pokriveni od strane operatora, društva koja će operativno voditi projekt (Yescombe, 2014). Od iznimne je važnosti kod odabira operatora voditi računa o njegovom iskustvu i referencama. Operator je obično kompanija koja je bliska ili povezana sa sponzorom ili glavnim izvođačem, rjeđi je slučaj da se angažira vanjski operator.

Ugovarateljski rizik i rizik druge strane

Ugovarateljski rizik primarno opisuje rizik neadekvatno strukturiranih financijskih ili nefinancijskih ugovora i greške koje nastaju ako se ne navede osnova pojedinih situacija u zakonskim odredbama ili nejasnih pravnih tumačenja koja mogu rezultirati u ništetnosti ili različitim interpretacijama ugovora ili sporazuma (Yescombe, 2014). Potencijalni rizik s osnove druge strane odnosi se na sve stranke vezano na svaki od potpisanih ugovora. Najveći rizik snosi društvo posebne namjene iz razloga što je ono glavni ugovarateljski partner ili strana u svim ugovorima.

ZAKLJUČAK

Projektno financiranje je vid, način prikupljanja dugoročnog financiranja uglavnom u formi kredita, bazira se na kreditiranju jedino na osnovu novčanog toka projekta, koji generira sam i isključivo sam projekt, za čiju svrhu se osniva društvo posebne namjene (d.o.o.), i bazira se na detaljnoj evaluaciji projekta i alokaciji rizika između investitora, zajmodavatelja i ostalih sudionika na osnovu ugovornih i vanugovornih aranžmana.

Striktno govoreći, forme financiranja koje ne posjeduju gore navedene karakteristike ne bi se trebale prepoznavati i navoditi kao projektno financiranje. Investitori će biti skloni raditi projekte putem projektnog financiranja jer im takav vid financiranja omogućuje vanbilančno financiranje i time ograničavanje odgovornosti samo na onaj dio sredstava koji je direktno anagažiran na projektu. Za poduzeća, investitore, koje razmatraju portfelje projekata, to im omogućava da razvijaju i financiraju više projekata sa istim novčanim sredstvima, efekt multiplikatora. Također, ovime se isto tako diverzificira rizik jer se razvija i financira više projekata sa moguće različitim stupnjem uspješnosti pripreme i implementacije.

U usporedbi sa konvencionalnim načinom financiranja, projektno financiranje je puno duži i sporiji proces. Razlog za to je nužnost detaljnog dubinskog snimanja svakog projekta koji se razmatra za projektno financiranje. Samo priprema projekta može trajati mjesecima, pa i godinama. Recimo, mjerenja vjetra, kod razmatranja izgradnje vjetroelektrana, traju godinama, da bi se postigao zadovoljavajući stupanj pouzdanosti mjerenja za izgradnju vjetroelektrane na toj lokaciji. No, zahvaljujući detaljnoj pripremi projekta, projektno financiranje rezultira u relativnom malom broju defaulta i puno većoj konačnoj naplati za kreditore, ako projekt zapadne u probleme.

Kompleksnost projektnog financiranja se ogleda u relativno velikom broju sudionika i dionika. Stoga je od iznimne važnosti imati kvalitetno strukturirane i potpisane ugovorne i vanugovorne aranžmane sa ciljem jasnog adresiranja obveza i dužnosti koju imaju pojedini sudionici projektog financiranja. Jer jedino na što se mogu osloniti sudionici projekta je kvalitetno efektivna projektna dokumentacija iz razloga nemogućnosti regresa spram sponzora, investitora.

Obzirom na složenost i kompleksnost projektog financiranja od ključne važnosti je kvalitetna raspodjela rizika između sudionika projektog financiranja. To iz razloga što se adekvatnim strukturiranjem i adresiranjem rizika koji su relevantni za projekt osiguravaju pretpostavke za uspješnu realizaciju projekta i njegovu implementaciju a oni će omogućiti interes aktivnih investitora, sponzora, i zajmodavatelja za sudjelovanjem u takvom obliku financiranja.

LITERATURA:

1. Gatti Stefano, Project Finance in Theory and Practice Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects, 2nd ed. Elsevier, 2013, 525 B Street, Suite 1800, San Diego, California 92101-4495, USA.
2. E.R. Yescombe, Principles of Project Finance, Second edition © YCL Consulting Ltd. 2014 www.yescombe.com.
3. Weber Barbara, Staub-Bisang Mirjam, Alfen Hans Wilhelm, Infrastructure as an Asset Class, Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP, (2016) John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom.
4. Orsag Silvije, Vrijednosni papiri, Revicon, 2003, Sarajevo.

ČLANCI:

1. Aralica Zoran, Račić Domagoj, Šišinački Jelena, Projektno financiranje infrastrukture, Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol. 17 No. 112, 2007.
2. Garcia-Bernabeu A., Mayor-Vitoria F., Mas-Verdu F., Project Finance Recent Applications and Future Trends: The State of the Art, International Journal of Business and Economics, 2015, Vol. 14, No. 2, 159-178
3. Esty Benjamin C., The Economic Motivations for Using Project Finance, (2003) Harvard Business School Soldiers Field Road Boston, Massachusetts.
4. Esty Benjamin C., Megginson William L., Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure: evidence from the global syndicated market, (2002), Harvard Business School Boston, MA.
5. Della Croce Raffaele, Gatti Stefano, Financing infrastructure – International trends, OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2014/1 © OECD 2014.
6. Pinto Joao M., What is project finance, Investment Management and Financial Innovations, Volume 14, Issue 1, 2017.
7. Pinto Joao M., Alves Paulo P., The Choice between Project Financing and Corporate Financing: Evidence from the Corporate Syndicated Loan Market, SSRN Electronic Journal · January 2016.