

تأمین مالی پروژه‌های ساخت، بهره‌برداری و انتقال^۱ (BOT)

دکتر مجید غمامی*

استادیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۸۹/۳/۱۱ - تاریخ پذیرش: ۸۹/۵/۳

چکیده

امروز چالش اصلی کشورهای در حال توسعه شتاب بخشیدن به پیمودن راه کشورهای صنعتی و دست یافتن بر توسعه در زیر بناها است. در این میان از نظر دولت‌ها مهم‌ترین مسأله تأمین منابع مالی کافی برای این هدف است و به طور معمول این مهم‌ترین مسأله به مشکلی غامض بدل می‌گردد. برای کشورهای که فاقد منابع انرژی یا سایر منابع قابل عرضه در عرصه بین‌المللی هستند، ساده‌ترین راه استقرار خارجی از منابع بین‌المللی مانند بانک جهانی یا دولت‌های دیگر است. ولی این ساده‌ترین راه گاه مشکلات اقتصادی پیچیده‌ای برای دولت‌ها به بار می‌آورد. از این رو، کشورهای در حال توسعه راه حل دیگری جسته‌اند و از دل نظام مطرود اعطای امتیاز انحصاری شیوه‌ای مطلوب استخراج کرده‌اند مناسب برای تشویق سرمایه‌گذاری‌های خصوصی در زیر بناهای اقتصادی. این شیوه استفاده از ساز و کار «ساخت، بهره‌برداری و واگذاری» در توسعه صنایع مادر است. ستون اصلی این ساز و کار طراحی نظامی مناسب برای تأمین مالی بدون دخالت یا مقروض کردن دولت است. در این روش تأمین مالی، خطرهای تجاری و اقتصادی پروژه همانند منافع آن بر عهده بازار سرمایه است و به همین اعتبار می‌توان آن را «تأمین مالی پروژه محور» نامید. هدف این مقاله معرفی این شیوه تأمین مالی در چارچوب روش «ساخت، بهره‌برداری و واگذاری» است.

واژه‌های کلیدی: «ساخت، بهره‌برداری و واگذاری»، بی‌اوتی، تأمین مالی، تضامین دولتی، توزیع خطر، نظام اعطای امتیاز، خصوصی سازی

^۱ - BOT (Build, Operation, Transfer)
majidghamami@ut.ac.ir

* فاکس: ۶۶۴۰۹۵۹۵

مبحث نخست: ساختار BOT

مقدمه

۱. معرفی موضوع

BOT واژه‌های (Acronym) است برای بیان مدل یا ساختاری که بر اساس آن سرمایه‌های خصوصی در خدمت توسعه صنایع زیر بنایی قرار می‌گیرد. صنایع زیر بنایی به طور معمول در قلمرو اختصاصی و انحصاری دولتی بخش اقتصاد است. اصل ۴۴ قانون اساسی در این باره مقرر می‌دارد: "نظام اقتصادی جمهوری اسلامی ایران بر پایه سه بخش دولتی، تعاونی و خصوصی با برنامه ریزی منظم و صحیح استوار است. بخش دولتی شامل کلیه صنایع مادر، بازرگانی خارجی، معادن بزرگ، بانکداری، بیمه، تامین نیرو، سدها و شبکه های بزرگ آب رسانی، رادیو و تلویزیون، پست و تلگراف و تلفن، هواپیمایی، کشتیرانی، راه و راه آهن و مانند اینها است که به صورت مالکیت عمومی و در اختیار دولت است....."

اگر از این منظر، یعنی استفاده از سرمایه های خصوصی، به این ساختار نظر بیفکنیم، ستون اصلی آن تامین مالی اجرای طرح است که در لسان اهل فن تامین مالی پروژه محور (Project Finance) نامیده می شود و منصرف و ناظر به نمونه ای از تامین مالی است که چگونگی تامین و هدایت سرمایه های خصوصی به سوی اجرای طرح های زیر بنایی را ترسیم می کند. گوهر و لباب این شیوه تامین مالی نیز آن است که سرمایه گذاران و به طور عمده موسسات اعتباری وام دهنده به مجریان طرح های BOT، برای تضمین بازگشت سرمایه و سود منتظر آن بیشتر به درآمد ناشی از اجرای طرح تکیه می کنند تا به وثائقی نظیر ضمانت نامه های دولتی یا دارایی شرکا و سهامداران شرکت مجری طرح. در این باره بیشتر توضیح خواهیم داد. در یک طرح صنعتی یا عمرانی که به شیوه BOT اجرا می گردد، یک شرکت خصوصی امتیاز ساخت و بهره برداری از طرح بر عهده دولت است. این طرح ممکن است یک نیروگاه تولید برق، فرودگاه، بزرگراه های مشمول اخذ عوارض، تونل های بزرگ یا تصفیه خانه های عظیم آب باشد. شرکت خصوصی مجری طرح که شرکت پروژه (Project Company) نامیده می شود وظیفه تامین مالی، اجرای طرح و مهندسی و طراحی آن را نیز عهده دار است. معمولاً در پایان دوره امتیاز، شرکت خصوصی پروژه مالکیت طرح اجرا و بهره برداری شده را به دولت منقل می سازد. مدت دوره امتیاز بر پایه عوامل متعددی تعیین می شود. این مدت برابر است با مجموع مدت لازم برای؛

(۱) باز پرداخت وام اخذ شده توسط شرکت پروژه از محل درآمد پروژه و

(۲) تحصیل سودی متعارف توسط شرکت پروژه از محل درآمد آن به ازای پذیرش خطر اجرای پروژه

۲. اقسام طرح های BOT

واژه BOT از ترکیب حروف اولیه سه واژه انگلیسی ساخت، بهره‌برداری و انتقال یا واگذاری به وجود آمده است. در این ترکیب گاه بجای بهره‌برداری از واژه «تملك» (Own) نیز استفاده می‌شود.

مراد از این ترکیب بیان ماهیت طرح است که از ابتدای آن یعنی ساخت و احداث طرح آغاز می‌شود و پس از بهره‌برداری که گاه مستلزم مالکیت است به دولت واگذار می‌شود. لیکن این واژه گاه در معنای گسترده تری به کار می‌رود و همه اقسام سازوکارهایی را که متضمن تأمین مالی پروژه محور هستند، در بر می‌گیرد، صرف نظر از آنکه ساخت و بهره‌برداری و انتقال موضوع طرح با چه تقدم و تاخیری (ترتیبی) صورت پذیرد یا آنکه بهره‌برداری نتیجه تملك عین باشد یا اجاره آن یا اصلا انتقالی در کار باشد یا نه. این اقسام را تا آنجا که در دستورالعمل‌های سازمان توسعه صنعتی ملل متحد مندرج است، می‌توان به ترتیب زیر صورت بندی کرد:

1- BOO (Build, Own and Operate)

در این صورت هیچ تکلیفی به انتقال طرح در پایان دوره بهره‌برداری وجود ندارد.

2- BOOT (Build, Own, Operate and Transfer)

در این فرض بهره‌برداری و انتفاع از موضوع طرح نتیجه مالکیت مجری طرح بر آن است، لیکن تعهد به انتقال در پایان دوره امتیاز وجود دارد.

3- BOR (Build, Operate and Renewal of Concession)

در این فرض در پایان دوره بهره‌برداری دولت میزبان مکلف به تمدید دوره امتیاز است.

4- BLT or BRT (Build, Rent or Lease and Transfer)

در این صورت، بهره‌برداری از موضوع طرح توسط دولت میزبان یا نماینده آن انجام می‌پذیرد و بازگشت سرمایه و سود سرمایه‌گذار از طریق اجاره موضوع طرح به دولت و دریافت اجاره بها تحصیل می‌شود. مهم‌ترین ویژگی این شیوه عدم پذیرش ریسک بهره‌برداری از موضوع طرح توسط سرمایه‌گذار سازنده است. مالکیت طرح نیز پس از پایان مدت اجاره به دولت منتقل می‌شود.

5- BT (Build and Transfer immediately)

که نتیجه آن ساخت و انتقال فوری طرح در برابر دریافت هزینه سرمایه‌گذاری است و بیشتر به قراردادهای مرسوم پیمانکاری شبیه است.

6- BTD (Build, Transfer and Operation)

در این صورت انتقال موضوع طرح مقدم بر بهره‌برداری از آن است و ممکن است در این بهره‌برداری ناشی از اجاره موضوع طرح باشد یا انتقال حق انتفاع از آن به مجری طرح.

7- DBFO (Design, Build, Finance and Operate)

که صورت دقیق تری از ساخت و بهره برداری است را در آن بر دانش فنی طراحی و تامین مالی پروژه تاکید بیشتری دارد.

8- DCMF (Design, Construct, Manage and Finance)

تفاوت زیادی با مورد پیشین ندارد جز اینکه بهره برداری در آن پیش بینی نگردیده است.

9- MOT (Modernize, Own/Operate and Transfer)

این شیوه به مواردی اختصاص دارد که موضوع طرح تاسیساتی است که از پیش موجود است و صرفاً باید به کمک فناوری نوین روز آمد گردد. (برای مثال سیستمهای مخابراتی را از این طریق می توان نوسازی کرد).

10- ROO (Rehabilitate, Own and Operate)

در این فرض نوسازی به جای ساخت پروژه از پایه، مورد نظر طرفین است.

11- ROT (Rehabilitate, Own and Transfer)

مانند BOT است و فقط بجای ساخت، مطلوب طرفین نوسازی پروژه است.

اقسام روشهای بالا که با توجه به هدف مشترک طرفین و مقتضیات ویژه هر طرح بکار گرفته می شود دارای مشترکاتی هستند که مطالعه آن هدف این پژوهش است و به همین منظور واژه BOT در این رساله شامل همه اقسام آن می گردد.

۳. سابقه تاریخی

برخی از نویسندگان معتقدند که ساختار BOT نمونه تحول یافته قراردادهای اعطای امتیاز است که در قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم رایج بوده است (UNIDO, 1996, p. 2). دیگران عقیده دارند که اینها با یکدیگر تفاوتهای عمیقی دارند: در قراردادهای سنتی امتیاز، بخش خصوصی می توانست آزادانه و بدون هیچگونه نظارت یا دخالتی از جانب دولت میزبان سرمایه، از طرح موضوع سرمایه گذاری انتفاع ببرد و به همین دلیل در ادبیات سیاسی به آن استعمار گفته می شد. در حالی که در یک پروژه BOT دولت میزبان درباره زمینه های ورود سرمایه، نیازهای موجودی که سرمایه گذاری برای پاسخ به آن صورت می پذیرد، محدوده سرمایه گذاری، نحوه اجرای طرح موضوع سرمایه گذاری، اهداف کلان کشور در بهره برداری از طرح یاد شده، انتخاب سرمایه گذاران خصوصی و چارچوب حقوقی انتفاع آنان از سرمایه به کار افتاده در طرح آگاهانه تصمیم گیری می کند و در طراحی اسناد مناقصه با تکیه بر این اهداف تلاش می کند که طراحی ساختار سرمایه گذاری به گونه ای صورت پذیرد که منافع طرفین سرمایه گذاری را منصفانه و عادلانه برآورده سازد (UNIDO, 1996, p. 5). در واقع ساختار BOT که ساختاری مدرن محسوب می شود، برخلاف نظام اعطای امتیاز، متضمن مشارکت بخش خصوصی و عمومی است: بخش خصوصی به تامین مالی طرح با هدف کسب سود و تحصیل در آمد می پردازد، ولی در عین حال، در خدمت

تأمین منافع عمومی گام بر می دارد. این خدمت را نمی توان از نظام سنتی امتیاز در بستر تاریخی خود انتظار داشت (Wood, 1996, p. 49).

از سوی دیگر ساختار BOT زمینه و بستر مناسبی برای انتقال دانش فنی و فناوری محسوب می شود و زمینه ساز تجلی و ارتقای توانایی های صنعتی ملی در بخش هایی از پروژه است که به واسطه عدم امکانات مالی کافی در داخل کشور، زمینه ارجاع آن به بخش خصوصی داخلی مهیا نیست.

از آن مهم تر نقشی است که این ساختار در اعمال سیاستهای خصوصی سازی ایفا می کند و تفصیل آن را در مباحث آینده بحث خواهیم دید.

باری، آنچه مهم ترین وجه امتیاز و افتراق ساختار BOT و نظام سنتی اعطای امتیاز را تشکیل می دهد، خود مختار نبودن سرمایه گذار و مجری طرح BOT در انتفاع و کسب درآمد است. در این ساختار به طور معمول سرمایه گذار محدود به "نرخ سود از پیش تعیین شده" (Rate of return) است و طراحی گردش مالی پروژه به نحوی است که این نرخ را تأمین کند. با وجود این باید اذعان کرد که در تدوین ساختار BOT از برخی مفاهیم نظام امتیاز الهام گرفته شده است. محدود بودن قرارداد میان سرمایه گذار و دولت به دورانی معین که «دوره امتیاز» (Authorization period) نامیده می شود یاد آور اعطای امتیاز مدت دار به بیگانگان است.

مبحث دوم: تأمین مالی پروژه محور؛ رکن اصلی BOT

گفتار اول: معرفی این شیوه

۴. تأمین مالی پروژه محور

تأمین مالی پروژه محور که در طرح های BOT مورد استفاده قرار می گیرد مکانیزمی جدید یا بسیار متفاوت در مقایسه با شیوه مرسوم تأمین مالی موسسات اعتباری، به شمار نمی آید. در واقع آنچه این شیوه تأمین مالی را از دیگر اقسام آن متمایز می گرداند رابطه حقوقی ویژه ای است که میان وام دهنده و شرکت مجری طرح برقرار است که به موجب آن درآمد حاصل از پروژه (Cash Flow) مهمترین وثیقه باز پرداخت وام قرار می گیرد.

تأمین مالی پروژه محور روشی است برای اخذ وام های دراز مدت به منظور اجرای طرح های زیربنایی که در آن تضمین باز پرداخت اصل وام و سود متعلق به آن، جریان درآمد ناشی از اجرای طرح است (Cash Flow generated by The Project). این شیوه تأمین مالی متضمن ارزیابی دقیقی از چگونگی و مدت زمان مورد نیاز برای ساخت و بهره برداری از طرح است. در این روش خطرات

احتمالی قطع درآمد ناشی از اجرای طرح شناسایی می شود و این خطرات میان سرمایه گذاران، وام دهندگان و اشخاص دیگری که در اجرای پروژه نقش دارند به نحو بسیار دقیقی توزیع می گردد.

۵. پیشینه تاریخی این روش

پدیدار شدن روش تامین مالی پروژه محور و رشد و توسعه آن در طول بیست سال اخیر ناشی از جریان جهانی خصوصی سازی و کوتاه کردن دست دولت از سرمایه گذاری در صنایع مادر بوده است (Yescomb, 2002, p. 9). این جریان هم در کشورهای توسعه یافته و هم در کشورهای در حال توسعه روی داده است. جهانی سازی طرح های بزرگ صنعتی نظیر طرح های نفت و گاز و توسعه شبکه تلفن همراه که دخالت شرکت ها و بانک های چند ملیتی را به همراه داشته است نیز در توسعه روش مالی پروژه محور تاثیر گذار بوده است. همچنان که سرمایه گذاران بزرگ چند ملیتی که هر کدام در یک بخش عمده صنعتی فعالیت می کنند، با اجرای طرحهای مختلف در کشورهای گوناگون، حاصل تجربه اندوخته خود را در طرح های جدید به کار می برند. بانکها و مشاوران مالی آنان نیز نتیجه تجربه اندوزی خویش را به صورت روش تامین مالی پروژه محور عرضه داشته اند. (Wood, 1996, p. 78).

البته استفاده از تامین مالی پروژه محور برای صنایع زیربنایی متعلق به بخش خصوصی، مفهوم جدیدی نیست. در انگلستان، هزینه و سرمایه لازم برای باز سازی راههای کشور در اوایل قرن نوزدهم از این طریق فراهم شده است به گونه ای که بازگشت سرمایه از پرداخت عوارض استفاده از راه تامین گردیده است (Wood, 1996, p. 54). بر همین قیاس گسترش شبکه های راه آهن، تصفیه آب، گاز، تامین برق و صنعت مخابرات در سراسر اروپا در قرن نوزدهم با استفاده از سرمایه گذاری خصوصی صورت تحقق پذیرفته است. با وجود این روش تامین مالی پروژه محور در نیمه قرن بیستم و از زمانی که دولتها تصمیم به رها کردن سرمایه گذاری و اداره صنایع زیربنایی گرفتند. به شیوه ای که اکنون مطرح و در دسترس است، نضج گرفته است. تامین مالی پروژه محور به منزله روشی درخور و مناسب برای وام های طولانی مدت جهت احداث و راه اندازی صنایع بزرگ، نقش عمده ای در خصوصی سازی داشته است. این نقش به ویژه در مورد طرح هایی که جریان درآمد قابل پیش بینی داشته اند اهمیت بسزایی یافته است.

۶. پروژه های نمونه

مهمترین اقسام پروژه هایی را که از طریق تامین مالی پروژه محور اجرا می شوند، می توان به ترتیب زیر برشمرد (Yescomb, 2002, pp. 20-25):

الف) تأمین مالی پروژه‌های استخراج و بهره‌برداری از منابع طبیعی مانند معادن، نفت و گاز که فنون نوین تأمین مالی پروژه بیشتر از دل این پروژه‌ها بیرون آمده است. نخستین نمونه‌های آن را می‌توان پروژه اکتشاف و استخراج مخازن نفت تگزاس در دهه ۱۹۳۰ و میادین نفتی دریای شمال در دهه ۱۹۷۰ دانست.

ب) تأمین مالی احداث و بهره‌برداری پروژه‌های نیروگاهی مستقل از دولت (خصوصی) که در اصطلاح «تولید کنندگان مستقل برق» (Independent Power Producers) نامیده می‌شود و پس از تصویب قانون سیاستهای قانونی نیروگاههای خصوصی (Private Utility Regulatory Policies Act (PURPA) مصوب ۱۹۷۸ ایالات متحده آمریکا پا گرفته است. این قانون در آمریکا مشوق و زمینه ساز خصوصی سازی صنعت برق گردید و در انگلستان نیز در اوایل دهه ۱۹۹۰ پذیرفته و اجرا شد. در کشور ما نیز بند (ب) ماده ۱۲۲ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی مصوب ۱۳۷۹ (تنفیذ شده به موجب ماده ۲۰ قانون برنامه چهارم توسعه مصوب ۱۳۸۴) که مقرر می‌دارد: «وزارت نیرو مجاز است بنا به تقاضای بخش خصوصی یا تعاونی راساً یا با مشارکت خارجی که دارای توان مالی کافی بوده و تقاضای آنها دارای توجیه فنی، اقتصادی و زیست محیطی باشد، مجوز لازم برای احداث نیروگاه و تولید برق صادر کند و شرایط از جمله تسهیلات مربوط به تبدیل درآمد شرکتهای مزبور به ارز و تضمین خرید برق این گونه واحدها را مشخص و اعلام کند.» نیز در همین راستا است و بستر قانونی اجرای پروژه‌های نیروگاهی‌های مستقل را با استفاده از تکنیک تأمین مالی پروژه محور فراهم می‌آورد.

ج) تأمین مالی اجرای طرح‌های زیر بنایی مانند احداث جاده، شبکه حمل و نقل، ساختمانهای عمومی مانند بیمارستانها و نظیر آن در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان بسیار شایع بود. این قبیل پروژه‌ها هم اکنون به پروژه‌های مشارکت عمومی - خصوصی (Public-Private Partnership (PPP شهره است.

د) تأمین مالی پروژه‌های توسعه شبکه تلفن همراه که از اواخر دهه ۱۹۹۰ آغاز شده است و هم اکنون نیز ادامه دارد.

باری، روش تأمین مالی پروژه محور که طی دهه‌های ۸۰ و ۹۰ به منزله روشی ممتاز از دیگر شیوه‌های تأمین مالی پای در عرصه تجارت جهانی نهاد، اکنون به نحو چشمگیری در اجرای طرح‌های گوناگون عمرانی و صنعتی در کشورهای مختلف اعم از توسعه یافته در حال توسعه مورد استفاده است. در ادامه به بررسی ویژگی‌های مهم این روش می‌پردازیم تا مقدمه مناسبی برای بحث از جنبه‌های حقوقی پروژه‌های BOT فراهم آید.

گفتار دوم: ویژگی های تامین مالی پروژه محور

۷. تامین مالی پروژه محور ساختاری قابل انعطاف

ساختار تامین مالی پروژه محور، ساختاری شناور و قابل انعطاف است. این ساختار در زمینه های گوناگون صنعتی و تجاری به کار گرفته می شود و بنا به خصوصیات و اقتضائات هر پروژه شرایط ویژه ای دارد. به گونه ای که نویسندگان اعتقاد دارند این ساختار از استانداردهای مخصوصی پیروی نمی کند (YESCOMB, 2002, PP20-25). با وجود این از استقرا در موارد گوناگونی که این روش مورد استفاده قرار گرفته است می توان ویژگی های ذیل را برای آن استنباط کرد:

۸. تامین مالی پروژه محور: بی نیاز از قوانین ملی

در این شیوه تامین مالی، روابط حقوقی طرفین قرارداد (یا قراردادهای) اجرای طرح و قرارداد وام باید به طور کامل در قرارداد های یاد شده تعریف و تعیین گردد به گونه ای که مجموع قراردادهای منعقد شده برای اجرای پروژه تا سر حد امکان برای تعیین روابط حقوقی طرفهای قرارداد «گویا و خودبسنده» (Ring-fenced Project) باشد و نیازی به استفاده از قوانین تکمیلی برای تکمیل اراده طرفین در موارد سکوت نیفتد. به دیگر سخن، پروژه هایی که از طریق تامین مالی پروژه محور اجرا می شوند باید محصور و محاط به قواعد حقوقی وضع شده توسط طرفین باشد تا به ندرت برای تعیین حقوق و تکالیف طرفین در اجرای قرارداد های پروژه یا در صورت فسخ آن به قوانین و قواعد کلی حقوقی در چارچوب نظام حقوقی معین رجوع شود. به همین دلیل است که در بیشتر موارد، پروژه هایی که با استفاده از این روش، تامین مالی می شوند، از طریق شرکت های تک منظوره (Special Purpose Vehicle (SPV) اجرا می شوند تا شرکت مجری طرح به مناسبت فعالیتهای دیگر خود مشمول قوانین مختلف مانند قوانین مالیاتی، قوانین محدود کننده صادرات و واردات و قوانین ورشکستگی و نظیر آن واقع نشود زیرا ممکن است مشمول این قوانین به شرکت مجری طرح، قرارداد های خاص آن را که در پروژه موضوع تامین مالی پروژه محور منعقد ساخته تحت تاثیر قرار دهد. این ویژگی به منزله هدفی است که در تامین مالی پروژه محور تعقیب می شود؛ هدفی که ممکن است در همه موارد برآمدنی نباشد: هر اندازه که به توان متخصصانی که به امر تهیه قرارداد های پروژه اعم از قرارداد های اصلی پروژه، قراردادهای ساخت و احداث بهره برداری، قراردادهای مشاوره و قراردادهای وام و تضمین های بازپرداخت آن می پردازند، اعتقاد داشته باشیم، باز هم انکار نمی توان کرد که پیش بینی تمامی وقایعی که رخ دادن آن، روابط حقوقی طرفهای قرارداد را متاثر می سازد، از عهده هر متخصصی خارج است. با وجود این، همچنان می توان بی نیازی از قوانین ملی را جزء ویژگی های این روش تامین مالی دانست که رسیدن به آن آرمان طراحان قرارداد های موضوع این روش است.

۹. تأمین مالی پروژه محور با روش های دیگر تأمین مالی جمع نمی گردد

مراد از این ویژگی آن است که از این روش در پروژه هایی استفاده می شود که سابقه تأمین مالی به روش دیگری را ندارد. این روش برای پروژه و طرحی است که باید از ابتدا با سرمایه خصوصی و وام های بانکهای خصوصی آغاز گردد. برای مثال اگر پروژه مورد نظر احداث یک نیروگاه باشد که با استفاده از سرمایه های خصوصی بنا می گردد، می توان از شیوه تأمین مالی پروژه محور استفاده کرد، لیکن اگر موضوع پروژه نوسازی نیروگاهی باشد که پیشتر و از آغاز با استفاده از تأمین مالی دولتی احداث شده است و متعلق به دولت است و اکنون نیاز به نوسازی دارد، نمی توان از روش تأمین مالی پروژه محور برای این منظور بهره برد، زیرا بانک های وام دهنده برای استهلاک وام و سود آن به جریان درآمد پروژه به منزله تضمین و وثیقه بازپرداخت وام خود می نگرند و اگر این جریان درآمد به خزانه عمومی دولت واریز شود تا سپس از محل آن یا از محل بودجه عمومی اقساط وام باز پرداخت شود، بانک وثیقه مستقیم خود را از کف می دهد و از ساختار تأمین مالی پروژه محور تخلف می شود. البته ذکر این نکته نیز لازم است که اگر پروژه های نوسازی واحدهای صنعتی موجود سنتی به خصوصی سازی آن واحدها و تغییر مالکیت عمومی به مالکیت خصوصی منتهی شود، آنگاه استفاده از این روش امکان پذیر است. به عبارت کوتاه تر، روش تأمین مالی پروژه محور ویژه طرح هایی است که واحد صنعتی یا تجاری موضوع آن تا هنگام بازپرداخت کامل وام، به مالکیت کامل دولت در نیاید یا از قبل در مالکیت دولت نباشد.

۱۰. نسبت وام به آورده سرمایه گذاران

به طور معمول قسمت عمده هزینه اجرای پروژه در مدلی که بر مبنای تأمین مالی پروژه محور طراحی می شود، از محل وام اخذ شده از موسسات اعتباری و بانکها تأمین می گردد، و بخش اندکی را سرمایه گذاران و تشکیل دهندگان شرکت مجری طرح (شرکت پروژه) می پردازند: چنانکه گفته شد برای اجرای پروژه هایی که هزینه طرح از طریق تأمین مالی پروژه محور فراهم می شود، شرکتهای سرمایه گذار که به طور معمول شرکتهایی بزرگ و گاه چند ملیتی هستند، شرکت مستقل و جداگانه ای تشکیل می دهند که موضوع آن صرفاً اجرای آن پروژه خاص است. این شرکت به موجب اساسنامه خود مجاز به فعالیت دیگری نیست و از این رو آن را شرکت تک منظوره می نامند. سرمایه این شرکت معادل سهمی است که تشکیل دهندگان آن، یعنی سرمایه گذاران پروژه، از مبلغ کل هزینه مورد نیاز برای پروژه عهده گرفته اند که مابقی آن از طریق تأمین مالی پروژه محور توسط بانکها و موسسات اعتباری تأمین می شود. سهم شرکاء به طور معمول از ۳۰٪ کل هزینه تجاوز نمی کند و بنابراین وام مورد نیاز برای اجرا پروژه دست کم ۷۰٪ هزینه پروژه را تشکیل می دهد. این نسبت ممکن است تا مرز ۱۰٪ سهم شرکاء و ۹۰٪ وام بانکی افزایش یابد.

درمکانیزم تامین مالی پروژه محور به طور معمول نسبت وام به سهم سرمایه گذاران زیاد است. بانکها و موسسات اعتباری وام دهنده بدین وسیله نظارت و کنترل عملیات اجرایی پروژه را تامین می کنند. وانگهی، میزان سرمایه گذاری لازم در این قبیل پروژه ها که معمولا پروژه های زیر بنایی یا مرتبط به صنایع مادر است چندان بالا و گزاف است که شرکت های سرمایه گذار قدرت تامین مالی بیش از یک سوم این میزان را ندارند و باید به بانکهای سرمایه گذار روی آورند.

۱۱. اتکای وام دهندگان به درآمد پروژه

در نظام تامین مالی پروژه محور، وام دهندگان برای باز پرداخت اصل و سود متعلق به آن صرفا به جریان درآمد پروژه (Revenue Stream) نظر دارند. آنچه برای ایشان اهمیت اساسی دارد آن است که درآمد حاصل از پروژه که نصیب شرکت مجری طرح (وام گیرنده) می شود، بر اساس قراردادهای پروژه به میزان معین و قابل پیش بینی تضمین شده باشد. تضمین حصول و تحقق این درآمد نیز وابسته به نوع طرحی است که به اجرا درآمده و مورد بهره برداری قرار گرفته است. اگر طرح از جمله صنایع مادر و دولتی باشد که دولت میزبان خرید محصول آن را تا پایان دوره امتیاز تضمین می کند، بازپرداخت وام متکی به تعهد قراردادی دولت میزبان می گردد. مانند احداث نیروگاه خصوصی که برق آن را دولت خریداری می کند. اگر طرح ناظر به خدمات زیر بنایی مانند احداث جاده باشد، بازگشت سرمایه و سود از محل عوارضی است که عموم استفاده کنندگان از خدمت، آن را به مجری طرح می پردازند ولی دولت نیز طی تعهدی جداگانه بازگشت سرمایه را تا حد معینی تضمین می کند که اگر درآمد شرکت به آن حد نرسید، دولت تفاوت میان «درآمد واقعی» و «درآمد تضمین شده» را پرداخت نماید. در هر صورت وام دهندگان، با اعتماد به درآمد پروژه حاضر به اعطای وام می شوند و به عوامل و وثایق دیگر نظیر دارایی شرکت پروژه یا ارزیابی وضع و قدرت اقتصادی شرکت مجری طرح یا سهامداران آن یا ضمانت نامه های بانکی توجهی ندارد.

۱۲. ارزش قراردادهای پروژه

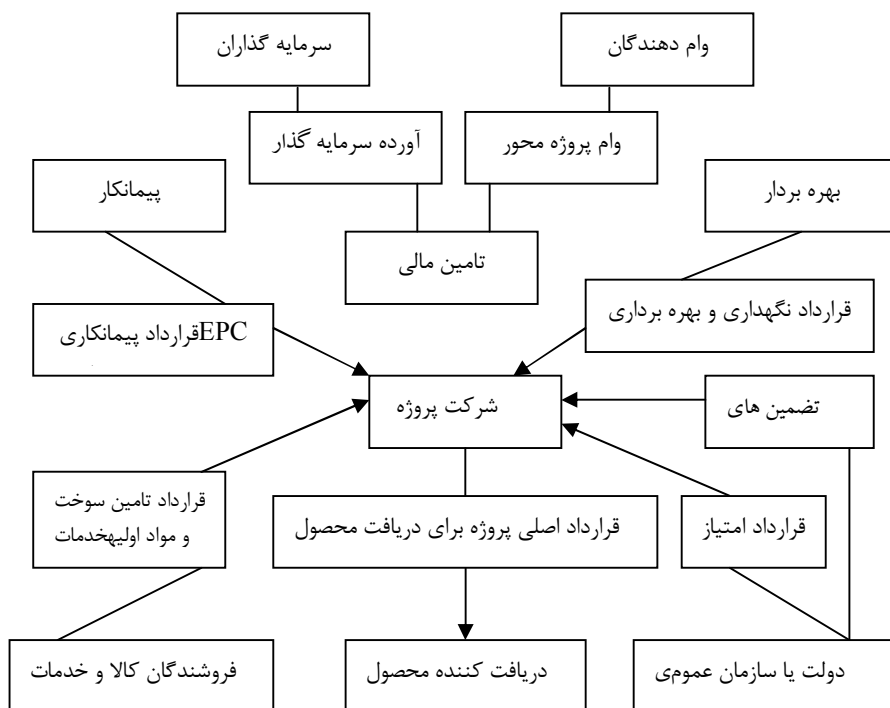
مهمترین وثیقه و تضمین وام دهندگان، قراردادهای پروژه است. این گفته در میان مشاوران حقوقی مشهور است که تنها دارایی ارزشمند شرکت مجری طرح BOT در قالب تامین مالی پروژه محور، قراردادهای این شرکت است. هر اندازه شرایط این قراردادها به نفع سرمایه گذاران

و به تبع آن وام دهندگان پروژه باشد، در ارزیابی بانکها واجد ارزش بیشتری تلقی می‌شود و در اصطلاح «بانک پذیری»^۱ (Bankability) آن بیشتر می‌شود.

این اهمیت به ویژه در جایی بیشتر ظاهر می‌گردد که قرارداد اصلی پروژه متضمن اعطای امتیاز انحصاری به شرکت مجری طرح باشد. مانند امتیاز فروش برق یا بهره برداری انحصاری از مخازن نفتی. همین خصیصه است که قراردادهای موضوع طرح های BOT را به قراردادهای سنتی اعطای امتیاز نزدیک می‌کند.

در پروژه های مبتنی بر روش تامین مالی پروژه محور، اموال شرکت مجری طرح به طور معمول دارای ارزش کافی برای وثیقه قرار گرفتن در برابر وام اخذ شده، نیست و به همین دلیل در رهن موسسات مالی و اعتباری وام دهنده در نمی‌آید.

قراردادهای مختلف مورد عمل در روش تامین مالی پروژه محور را می‌توان در تصویر شماره (۱) مشاهده کرد:



(تصویر شماره ۱)

^۱. «بانک پذیری» واژه نو ظهوری است به معنای جاذبه داشتن برای بانک و بیشتر درباره شروط قراردادی و تضمین های پروژه های خاص تامین مالی پروژه محور به کار می رود و منظور از آن، قابل قبول بودن شرط یا قرارداد یا تضمین برای بانک است.

تامین مالی پروژه محور به این ترتیب از وام تجاری (Corporate Loan) یا وامی که به شرکتهای تجاری داده می‌شود ممتاز می‌گردد: در وام های تجاری، ملاک ارزیابی بانک، تراز مالی سالیانه شرکت وام گیرنده و وضع و توان اقتصادی و شهرت تجاری آن است و وثائقی که برای اعطای وام در نظر گرفته می‌شود بر مبنای همین ارزیابی معین می‌شود. در حالی که در تامین مالی پروژه محور، وام به طور معمول به شرکتی تازه تاسیس که توسط سرمایه گذاران پروژه و به صورت تک منظوره تاسیس می‌شود، اختصاص می‌یابد و آنچه برای بانک در درجه نخست اهمیت است، گردش مالی پروژه و جریان درآمد آن است نه گذشته تجاری شرکاء و نه خصوصیات بازار محل اجرای پروژه، گرچه ممکن است که این عوامل به منزله ویژگی‌های فرعی در ارزیابی بانک مؤثر واقع شود. در این روش هزینه اجرای طرح از محل آورده شرکا (Equity) و وام مبتنی بر تامین مالی پروژه محور (Project finance based debt) فراهم می‌آید. اتکای اصلی وام بر قراردادهای پروژه و جریان نقدینگی حاصل از پروژه است.

قراردادهای پروژه را چنانکه در تصویر شماره (۱) نشان داده شده است. می‌توان به شرح زیر صورت‌بندی کرد:

(۱) قرارداد اصلی پروژه (Off-taking Contract) که ممکن است قرارداد خرید محصول باشد. نظیر آنچه در قراردادهای خرید برق از نیروگاه مندرج است، در این قسم قراردادهای محصول به دست آمده از پروژه با قراردادی طولانی مدت و با قیمتی معین برای تمام طول مدت قرارداد که بر مبنای زمانی معینی (ماهانه، سالانه و ...) تعدیل می‌شود، به دولت میزبان یا شخص حقوقی خصوصی به صورت تضمینی فروخته می‌شود. قرارداد اصلی پروژه ممکن است از نوع قراردادهای امتیاز باشد که با دولت یا شخص حقوقی عمومی منعقد می‌گردد و به موجب آن امتیاز ساخت و بهره برداری از طرح و کسب درآمد از آن در برابر ارائه خدمت معین به بخش عمومی یا مستقیماً به بخش خصوصی یا عموم مردم، اعطا می‌گردد، مانند امتیاز ساخت و بهره‌برداری از بزرگراه یا نیروگاه یا احداث شبکه تلفن همراه.

(۲) قرارداد کلید در دست مهندسی، تامین تجهیزات و ساخت (Turnkey Engineering, Procurement and Construction (EPC) Contract) که به موجب آن پروژه طراحی و ساخته می‌شود. در این قرارداد قیمت طراحی و ساخت پروژه به طور معمول مقطوع است (Lump-Sum) و دوره زمانی آن نیز به طور دقیق معین می‌گردد. تعیین دوره ساخت در این قرارداد اهمیت فراوان دارد، زیرا در پایان مدت این قرارداد است که که پروژه قابلیت بهره برداری تجاری پیدا می‌کند و جریان نقدینگی پروژه از این تاریخ آغاز می‌شود.

(۳) قرارداد تامین سوخت و مواد اولیه مورد نیاز برای پروژه که بر مبنای قیمت گذار طولانی مدت (Long-Term Pricing Formula) منعقد می‌گردد و هدف آن تامین سوخت و مواد اولیه دیگر مورد

نیاز و استفاده در پروژه است. مانند قرارداد خرید گاز طبیعی برای نیروگاههای برق یا قرارداد تامین آب و نظیر آن.

۴) قرارداد بهره‌برداری و نگاهداری (Operating & Maintenance (O&M) Agreement) که بر مبنای آن پیمانکار مستقلی مسئولیت بهره‌برداری و نگاهداری از تاسیسات موضوع پروژه را به عهده می‌گیرد.

۵) تضمین‌های پروژه (Security Package) که در قالب قراردادهای تأمین - تضمینی با دولت تنظیم شده و بیشتر در کشورهای در حال توسعه رایج است و منظور از آن تضمین فعالیت اقتصادی شرکت پروژه (که در غالب موارد شرکتی خارجی است و مشمول مقررات حمایتی سرمایه‌گذاری خارجی قرار می‌گیرد) در برابر وقایعی نظیر ملی کردن یا تخلف قراردادی طرف دولتی قرارداد اصلی است.

البته این قراردادها ممکن است در سایر روش‌های تأمین مالی نیز دیده شود، لیکن اهمیت آنها در روش تأمین مالی پروژه محور در آن است که مجموع قراردادهای یاد شده باید تحت نظارت مستقیم بانک منعقد شود و تا حد امکان منافع شرکت مجری طرح که وام‌گیرنده به حساب می‌آید در آنها مراعات گردد.

گفتار سوم: مقایسه تأمین مالی پروژه محور با روش‌های دیگر تأمین مالی

۱۳. تأمین مالی پروژه محور و خصوصی سازی

بین تأمین مالی پروژه محور و فرآیند خصوصی سازی باید تفاوت نهاد: در خصوصی سازی ممکن است که مالکیت دارایی‌های بخش دولتی و مدیریت آن به بخش خصوصی واگذار شود یا آنکه اجرا و تملک یک طرح عمرانی که به طور معمول در اختیار و انحصار دولت است به بخش خصوصی سپرده شود.

در فرض اخیر بخش خصوصی ممکن است برای اجرای این طرح از تأمین مالی پروژه محور بهره‌مند گردد لیکن این امکان هم موجود است که از یک وام بانکی تجارتي معمول و متداول برای این منظور استفاده کند. تأمین مالی پروژه محور جایی به کار می‌آید که سخن بر سر استفاده یک شرکت خصوصی از این شیوه تأمین مالی برای ساخت صنایع زیر بنایی بر اساس قراردادی معین یا امتیاز اعطا شده از جانب دولت است. براین پایه، خصوصی سازی ممکن است بستری برای استفاده از روش تأمین مالی پروژه محور باشد. در این قبیل موارد، به طور معمول احداث و بهره‌برداری و تملک یک طرح صنعتی به بخش خصوصی واگذار می‌شود و مناسب‌ترین روش برای استفاده از تأمین مالی پروژه محور در چنین طرحی، انتخاب روش‌های BOT است و در میان روش‌های BOT بهترین گزینه روش «ساخت، تملک و بهره‌برداری» (BOO) است که به موجب آن بخش خصوصی با استفاده از وام خصوصی، طرح مورد نظر را اجرا و آن را تملک می‌کند و سرمایه و سود خود را در دورانی معین (دوره امتیاز) یا دوره غیر معین، مستهلک می‌سازد و به این ترتیب مالکیت طرح اجرا شده که اصولاً جزء طرح‌های اختصاصی دولت بوده است، برای بخش خصوصی باقی می‌ماند.

۱۴. تامین مالی پروژه محور و تامین مالی شرکت محور

تفاوت‌های مهم این دو شیوه تامین مالی را می‌توان چنین شمرد:

۱) در روش تامین مالی شرکت محور (Corporate finance)، بانک وام دهنده به وضع تجارتي شرکت، توان اقتصادی آن، تراز نامه سالیانه و قدرت جذب وام در تراز مالی شرکت و امکان باز پرداخت آن از منابع درآمد شرکت و به طور کلی به اوصاف تجارتي «شرکت» عطف توجه می‌کند. اگر شرکت در این ارزیابی موفق و قدرتمند تلقی شود، بانک حاضر به پرداخت وام خواهد بود. اما در شیوه تامین مالی پروژه محور، بانک بدون توجه به شرکت وام گیرنده (که در غالب موارد یک شرکت تازه تاسیس تک منظوره است) فقط با اتکاء به ویژگی‌های پروژه و جریان نقدینگی درآمد حاصل از آن، حاضر به اعطای تسهیلات می‌گردد.

۲) با توجه به اتکاء وام به درآمد حاصل از پروژه در روش تامین مالی پروژه محور، بانک وام را بدون حق رجوع (Non-recourse Loan) به سایر دارایی‌های شرکت و سهامداران پرداخت می‌کند و مهمترین وثیقه بانک، حق ورود به قراردادهای پروژه با عنوان «حق قائم مقامی» است که به موجب آن در صورت تخلف شرکت پروژه از هر یک از قراردادهای پروژه بانک حق دارد که با کنار گذاشتن این شرکت، خود را جانشین آن در اجرای قرارداد سازد. لیکن در شیوه تامین مالی شرکت محور، وثائق بانکی می‌تواند دارایی‌ها یا بخشی از دارایی‌های شرکت یا ضمانت نامه و اوراق بهادار یا اموال قابل توثیق (رهن) شرکت باشد که در این صورت وام با حق محدود رجوع (Limited Recourse Loan) به سایر اموال دارایی‌های شرکت داده می‌شود یا ممکن است که وام بانک در مقابل دارا بودن حق رجوع به سهامداران شرکت وام گیرنده علاوه بر تمامی دارایی‌های شرکت (Full Recourse Loan) باشد که در این صورت سهامداران شرکت وام گیرنده مکلف هستند که طی تعهد نامه‌های جداگانه که تعهد نامه شرکت مادر (Parent Company Guarantee) نیز نامیده می‌شود، مسئولیت خود را در برابر بانک نسبت به بازپرداخت وام به عنوان سهامدار ضامن تضمین نمایند. درست شبیه وضعی که شرکتهای تضامنی در حقوق ما دارا هستند.

۱۵. تامین مالی پروژه محور و تامین مالی متکی به حمایت دولت

تامین مالی متکی به حمایت دولت به روشی گفته می‌شود که طی آن موسسات مالی و اعتباری تامین کننده منابع مالی مورد نیاز دولت، بدون آنکه به محل استفاده وام و گردش مالی پروژه یا پروژه‌هایی که وام برای تاسیس آن اخذ می‌شود توجه کنند، صرفاً بر اساس پذیرش تعهد از جانب دولت مبنی بر باز گرداندن وام و بهره آن و سپس پوشش بیمه تضمین صادرات موسسات دولتی تضمین صادرات (Export Credit Agency Coverage (ECA) در کشور مبدا اقدام به اعطای وام می‌نمایند. وظیفه این مؤسسات برقراری پوشش بیمه برای تضمین

بازپرداخت وام به نفع بانک یا مؤسسه اعتباری وام دهنده است. در مقابل، شرط برخورداری از این بیمه خاص استفاده از بخش معینی از وام اعطا شده در خرید کالا و خدمت از کشور متبوع مؤسسه بیمه است. در این صورت از آنجا که بیمه وام منتهی به صادرات کالا و خدمات از کشور متبوع بیمه گر می شود به آن بیمه تضمین صادرات می گویند. در این روش، اعطای وام به طور معمول بر مبنای موافقت نامه دولتی اعطای خط اعتباری صورت می پذیرد و پرداخت وام نشانه فعال شدن اعتبار است. مؤسسه وام دهنده، هویت و هدف وام گیرنده را که به طور معمول شرکتی خصوصی است، در درجه نخست اهمیت قرار نمی دهد. از دیدگاه وام دهنده، وام گیرنده اصلی دولت میزبان است و هم او است که شرکتهای خواهان مجری طرح را به استفاده از وام خارجی ترغیب می نماید. لیکن در روش تامین مالی پروژه محور، وضع به گونه‌ای دیگری است: موسسات تامین کننده منابع مالی، با اتکا به درآمد حاصل از پروژه حاضر به اعطای وام می شوند. جزئیات اجرای پروژه و قراردادهای اجرای آن که در شکل شماره (۱) دیده می شود در جلب نظر موسسات اعتباری وام دهنده نقش اساسی دارند و هرچه مجموع قراردادهای پروژه جریان درآمد ناشی از طرح را بیشتر تسهیل، تضمین و تامین نماید و احتمال کمتری درباره قطع این جریان درآمد وجود داشته باشد، ارزش پروژه برای اعطای وام بیشتر می گردد و در اصطلاح «بانک پذیری» آن افزون تر می شود. نکته مهم در تامین مالی پروژه محور، پروژه محوری آن است. وام برای اجرای پروژه خاص داده می شود و اعتبار و استمرار قرارداد وام مستقیماً وابسته به اعتبار و استمرار حقوقی و مادی پروژه است.

با وجود این در برخی از اقسام پروژه هایی که از شیوه تامین مالی پروژه محور بهره برده‌اند، پاره‌ای از قراردادهای این شیوه تامین مالی مذکور در تصویر شماره (۱) مشاهده نمی شود: برای مثال:

- در پروژه های احداث بزرگ راه هایی که استفاده از آنها به شرط پرداخت عوارض عبور (Toll) امکان پذیر است، به طور معمول صرفاً قرارداد امتیاز وجود دارد و قرارداد تضمینی بین طرفین سرمایه گذار و دولت اعطا کننده امتیاز منعقد نمی گردد.
- در پروژه های احداث یا توسعه شبکه تلفن های همراه، به طور معمول قرارداد اصلی پروژه حاوی قیمت مقطوع نیست. همچنین قرارداد مهندسی، تامین تجهیزات و اجرای پروژه دارای دوره و تاریخ معین نیست و در این قبیل پروژه ها نیز قرارداد خرید یا پرداخت تضمینی بین طرفین اصلی (سرمایه گذار و دولت) بسته نمی شود (Yescomb, 2002, p. 35).
- در پروژه هایی که محصول حاصل از آن، کالایی با بازار گسترده است (مانند نفت) ضرورتاً قرارداد خرید تضمینی محصول وجود ندارد. در این قبیل پروژه ها فعالیت اصلی سرمایه گذار ناظر به کشف و استخراج معادن یا نفت و گاز است و به طور معمول پروژه مبتنی بر اعطای امتیاز استخراج مواد خام معدنی است. لیکن به جای استفاده از قرارداد یا مکانیزم خرید

تضمینی، شرکت پروژه اختیار فروش محصولات خود (مواد خام) را در بازار بین المللی آن قسم محصول می یابد یا آن که حقی عینی یا دینی نسبت به حاصل فروش محصول توسط دولت میزبان پیدا می کند.

- در پروژه هایی که نیازی به استفاده از سوخت یا سایر مواد اولیه ندارد. قرارداد خرید سوخت وجود ندارد. همچنین است پروژه هایی که در کشور محل اجرای آن، فراوانی سوخت به حدی است که دولت میزبان آن را رایگان در اختیار سرمایه گذار یا شرکت پروژه قرار می دهد.
- تضمین های سرمایه گذاری و انجام تعهدات قراردادی دولت میزبان، به طور معمول در کشورهای در حال توسعه رایج است.

باری، نویسندگان و اهل فن در زمینه تامین مالی پروژه، عقیده دارند که مرز دقیقی میان تامین مالی پروژه محور و تامین مالی ساختاری یا دولتی نمی توان ترسیم کرد و موسسات اعتباری بین المللی نیز تمایز این دو را بیشتر بر اساس ملاحظات عملی در جهت سهولت تامین مالی می دهند تا اینکه آن را بر مبنای نظری استوار گردانند (Yescomb, 2002, p. 12).

گفتار چهارم: اقبال بازار سرمایه به شیوه تامین مالی پروژه محور

۱۶. تامین مالی پروژه محور در عمل

تامین مالی پروژه، ممکن است به صورت وام عادی به شرکتی تجارتي و صنعتی باشد که قصد اجرای پروژه ای جدید را در کنار سایر فعالیتهای خود دارد. در چنین فرضی شرکت وام گیرنده، باز پرداخت وام را بر مبنای اعتبارات و درآمد عادی خود سامان می دهد. حتی ممکن است به دلیل استقراض بانکی دولت دست به افزایش سرمایه از طریق افزایش سهم الشرکه شرکاء یا فروش سهام جدید، بزند. باری، در اعطای وام عادی به شرکت های تجارتي، بانکها به زمینه فعالیت شرکت، حسن شهرت تجارتي و تراز مالی سالانه آن توجه می کنند و در صورتی که این عوامل در ارزیابی بانک در حد قابل قبول باشند، بانک در مقابل اخذ وثیقه و حتی در مواردی بدون اخذ وثیقه، اقدام به اعطای وام می کند. جریان تحصیل وام از این طریق به طور معمول ساده، کم هزینه و سریع است.

اما در مقابل، اگر یک بنگاه تجارتي تصمیم بگیرد که منابع مالی مورد نیاز برای اجرای پروژه خود را از طریق تامین مالی پروژه محور فراهم کند، شرایط پیچیده تر است: این بنگاه اقتصادی یا شرکت تجارتي، حتی اگر شریک تجارتي هم نداشته باشد، باید شرکتی (یا هر نوع سازمان دیگری با شخصیت حقوقی مستقل) تک منظوره را که موضوع و هدف آن صرفا اجرای پروژه مورد نظر باشد، تاسیس کند. این شرکت تازه تاسیس هیچ گونه سابقه فعالیت تجارتي ندارد تا مورد ارزیابی بانک یا موسسه اعتباری وام دهنده قرار گیرد. وانگهی، بانک یا موسسه وام دهنده باید از نحوه بازپرداخت وام

آگاه باشند و نسبت به تحقق باز پرداخت اطمینان حاصل کنند. به ویژه آنکه، قسمت عمده هزینه اجرای پروژه از محل وام داده شده از جانب ایشان تامین می‌گردد. این ضرورت به معنای آن است که (۱) ساخت و احداث تاسیسات پروژه در زمان تعیین شده و با هزینه پیش بینی شده صورت تحقق پذیرد و (۲) پروژه از لحاظ فنی قابلیت بهره برداری برای مدتی طولانی را که دست کم معادل دوره بازپرداخت وام است، دارا باشد و (۳) درآمد حاصل از پروژه تکافوی پرداخت اقساط وام و هزینه‌های جاری شرکت پروژه را بنماید.

بر این پایه، وام دهندگان چنین پروژه ای به جای ارزیابی شرکت مجری طرح یا متقاضی وام به ارزیابی قراردادهای پروژه می‌پردازند تا مبنای هزینه های مورد نیاز برای اجرا پروژه و جریان نقدینگی حاصل از آن را دریابند. بررسی قراردادهای اجرای پروژه در تصویر شماره (۱) همچنین میزان ریسک و خطرات تهدید کننده اجرای پروژه را و طرفی که خطر را تحمل می‌کند روشن می‌سازد. از دیدگاه وام دهندگان، شرکت پروژه باید کمترین خطر را بپذیرد و در همان محدوده‌ای که خطر قراردادی را پذیرفته است، باید با ابزارهای مناسب نظیر بیمه، این خطرات را به کمترین حد ممکن کاهش دهد^۱. این شیوه ارزیابی پروژه را در عرف بانکداری «مطالعه همه جانبه و دقیق» (Due diligence) می‌نامند.

اجرای یک مطالعه و بررسی همه جانبه و دقیق روی موضوع سرمایه گذاری به طور معمول پیشرفت مرحله مذاکره قراردادی پروژه (اعم از قرارداد پروژه و قراردادهای فرعی آن) را دچار تاخیر می‌سازد و آن را طولانی می‌کند، به ویژه آنکه بانکهای وام دهنده به طور معمول مایلند که مستقیماً یا به طور غیر مستقیم در مذاکرات قراردادی نقش داشته باشند تا از این طریق شرایط قراردادها را به نفع مشتری خود و به تبع آن به نفع خود، تنظیم نمایند. به این ترتیب، تاخیر در مرحله انعقاد قراردادهای پروژه ای که با شیوه تامین مالی پروژه محور، سرمایه گذاری می‌شود، اجتناب نا پذیر است. پس از مرحله انعقاد قرارداد و در مرحله اجرای قراردادهای پروژه نیز، وام دهندگان نظارت کامل بر شیوه عملکرد شرکت پروژه دارند تا اطمینان حاصل نمایند قراردادهای پروژه بر مبنای مورد محاسبه آنان به اجرا درآید و مبنای توزیع خطرات قراردادی، که اساس و پایه ارزیابی بانکهای وام دهنده را تشکیل می‌دهد، توسط شرکت پروژه به دست فراموشی سپرده نمی‌شود. طبیعی است که در این شیوه تامین مالی، سرمایه‌گذار موسس شرکت پروژه در مقایسه با پروژه هایی که از طریق وام های عادی بانکی تامین مالی می‌شود، از استقلال تصمیم گیری و مدیریتی کمتری برخوردار است.

۱- بحث تفصیلی درباره خطرات پروژه موضوع مقاله ای مستقل خواهد بود.

نتیجه

۱۷. دلایل رغبت سرمایه گذاران به این شیوه تامین مالی

با وجود اوصافی که تامین مالی پروژه محور در عمل دارد و در بالا ذکر آن رفت، سرمایه گذاران مایلند از این شیوه تامین مالی در سرمایه گذاری های خصوصی، و از جمله شیوه ساخت و بهره برداری و واگذاری استفاده نمایند. دلایل این اقبال عمومی سرمایه گذاران را، که می توان نتیجه این مقاله محسوب کرد، چنین بر شمرده اند:

۱) امکان تامین مالی پروژه های بزرگ: محاسبات اقتصادی نشان می دهد که در پروژه هایی که از طریق شیوه تامین مالی پروژه محور سرمایه گذاری می شوند میزان وام مورد نیاز چندان زیاد است که به طور معمول از طریق وام های عادی امکان تامین آن مهیا نیست. بر این پایه، نرخ بازدهی سرمایه سرمایه گذاران بیشتر از پروژه هایی است که در آن از وام های عادی بانکی برای تامین سرمایه استفاده می شود. علت این بازدهی بیشتر امکان تامین قسمت عمده سرمایه مورد نیاز از طریق وام در مدل تامین مالی پروژه محور است. در پروژه ای که با وام عادی تامین مالی می شود، حداکثر ۳۰٪ تا ۵۰٪ هزینه پروژه را وام بانکی تشکیل می دهد، لیکن در تامین مالی پروژه محور دست کم ۷۰٪ سرمایه گذاری از محل وام فراهم می شود. در این مکانیزم تامین مالی، به طور معمول سندیکایی از بانکهای مختلف تشکیل می شود تا وام مورد نیاز اجرای پروژه را که مبلغ کلانی است، تامین نمایند. در تامین مالی پروژه محور میزان آورده سرمایه گذار بسیار کمتر از وام است. وام دهنده با مطالعه همه جانبه و دقیق، خطرات پروژه را ارزیابی می کند و سعی می کند آنها را کاهش دهد. به این ترتیب فایده کاهش خطرات به سرمایه گذار نیز می رسد. میزان بهره وام در شیوه تامین مالی پروژه محور نیز به طور معمول کمتر و دوران بازپرداخت بیشتر از وام های عادی بانکی است، زیرا وام های پروژه محور از پوشش های بیمه ای تضمین صادرات (ECA) استفاده می کنند. موسسات تضمین صادرات موسسات دولتی هستند که در کشورهای توسعه یافته و صنعتی تشکیل می شوند. هدف مهم این موسسات تضمین بازپرداخت وام هایی است که منتهی به صادرات کالا و مواد اولیه از کشور متبوع موسسه می شود. به عبارت بهتر، این قبیل موسسات باز پرداخت اقساط وام را بیمه می کنند و در مقابل تضمین های مورد نیاز را اعم از حق قائم مقامی و تضمین های دولتی دولت میزبان، دریافت می کنند. معروف ترین این موسسات، موسسه ساچه (SACE) در ایتالیا، هرمس (HERMES) در آلمان و کوفاس (COFACE) در فرانسه است. وجود این پوشش های بیمه ای، خطر عدم بازپرداخت وام را برای بانک تا حد بسیار پایینی، تقلیل می دهد و بر همین پایه، میزان بهره مورد مطالبه بانک برای وام کاهش می یابد و همین امتیاز موجب ترغیب سرمایه گذاران به استفاده از وام های پروژه محور است.

۲) *امتیاز مالیاتی*: وام و بهره متعلق به آن، از لحاظ محاسبه و درآمد مشمول مالیات پروژه، جزء هزینه‌های قابل قبول است^۱ و در محاسبه درآمد مشمول مالیات بنگاه‌های اقتصادی به حساب نمی‌آید، لیکن سود متعلق به سهام و آورده شرکاء شرکت یا بنگاه اقتصادی به طور معمول جزئی از درآمدهای مشمول مالیات (Tax on dividend) تلقی شده و مشمول مالیات بر درآمد می‌گردد. بر این قیاس در وام‌های پروژه محور که بخش بزرگ و عمده سرمایه مورد نیاز برای اجرای پروژه از محل وام تأمین می‌گردد، سهم بزرگی از درآمد نیز از مالیات بر درآمد معاف است و این امر موجب افزایش نرخ بازدهی آورده شرکاء می‌شود. این امتیاز مالیاتی عامل مهم دیگری در ترجیح تأمین مالی پروژه محور بر اقسام دیگر روش‌های تأمین مالی است.

۳) *انعکاس نیافتن وام در تراز مالی شرکاء (Off-balance sheet finance)*: در پروژه‌هایی که منابع مالی سرمایه‌گذاری از طریق تأمین مالی پروژه محور تأمین می‌شود، به طور معمول وامی که از جانب بانکها به سرمایه‌گذاران داده می‌شود در زمره بدهی‌ها و تعهدات در تراز مالی شرکت‌های سرمایه‌گذار ذکر نمی‌شود. اهمیت این نکته در آن است که اگر میزان وام تحصیل شده در ستون بدهی‌های شرکت در تراز مالی ذکر گردد، شرکت را دارای تراز منفی می‌سازد و از آنجا که شرکتهای بزرگ به ویژه آنها که سهامشان در بازار بورس معامله می‌شود، غالباً تراز سالانه خود را به منظور نشان دادن توان اقتصادی خویش برای اطلاع عموم منتشر می‌سازد، اگر تراز آنها منفی باشد، تاثیر سویی در وضع و موقعیت اقتصادی شرکت و بازار سهام آن دارد.

۴) *اثر نگذاشتن بر ظرفیت استقراض شرکتهای وام‌گیرنده*: با توجه به مطالب بالا، انعکاس نیافتن وام پروژه محور در تراز مالی شرکت سرمایه‌گذار وام‌گیرنده، موجب می‌شود تا ظرفیت استقراض این شرکت افزایش یابد. زیرا اگر وام گرفته شده در ستون تعهدات تراز مالی شرکت وارد می‌شد و تراز را منفی می‌کرد، مادام که تراز مالی شرکت مثبت نمی‌گردید، امکان اخذ وام جدید را نمی‌یافت، لیکن ویژگی تاثیر نگذاشتن بر تراز مالی شرکت موجب می‌شود که شرکت سرمایه‌گذار می‌تواند همزمان دو یا چند وام پروژه محور (البته در قالب مشارکت J.V با شرکتهای دیگر) اخذ کند و مشغول اجرای چند پروژه همزمان باشد.

۵) *کاهش خطر در سرمایه‌گذاری*: در پروژه‌هایی که منابع مالی آن از طریق وام پروژه محور تأمین مالی می‌گردد، سرمایه‌گذاران پروژه، بازپرداخت اقساط وام را شخصاً تعهد نمی‌کنند و بانک یا بانک‌های اعطا کننده وام صرفاً به وثائق پروژه که مشتمل است بر قرارداد تضمین

۱- ماده ۱۴۸ قانون مالیاتهای مستقیم که در مقام بیان هزینه‌های قابل قبول برای تشخیص درآمد مشمول مالیات بنگاههای اقتصادی است در بند ۱۸ خود سود و کارمزدی که برای انجام دادن عملیات موسسه به بانکها، صندوق تعاون و همچنین موسسات اعتباری غیر بانکی مجاز پرداخت شده یا تخصیص یافته باشد را جزء هزینه‌های قابل قبول بنگاه اقتصادی به شمار آورده است.

کننده جریان درآمد و تضمین‌های دولتی بسنده می‌کنند. به همین دلیل خطر اقتصادی پروژه برای سرمایه‌گذاران یا بانیان پروژه که اعضای مشارکت J.V هستند، تا حد قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد و محدود به خطر بازگشت اصل آورده آنان و سود متعلق به آن می‌گردد.

۶) توزیع خطر و مسؤولیت به واسطه استفاده از مدل مشارکت J.V: ورود در یک پروژه عمرانی و زیر بنایی به منظور سرمایه‌گذاری، شاید برای یک شرکت تجاری به تنهایی امکان‌پذیر نباشد، زیرا هزینه مورد نیاز برای اجرای چنین پروژه‌هایی به طور معمول چندان گزاف و زیاد است که تحمل آن از حد توانایی شرکت‌های تجاری-صنعتی متعارف بیرون است و براین پایه، برای ورود در چنین سرمایه‌گذاری‌هایی، چند شرکت بزرگ با تشکیل یک مشارکت تجاری به صورت (Joint Venture) اجرای پروژه را عهده دار می‌شوند و به این ترتیب خطرات حقوقی و اقتصادی پروژه میان آنان به نسبت مشارکت هر یک توزیع می‌شود.

امتیاز دیگر این روش آن است که تجمع چند شرکت بزرگ که هر یک در زمینه‌ای خاص واجد تجربه و تخصص است، موجب تقلیل هزینه ناشی از تحمیل خطرات پروژه به اشخاص ثالث می‌شود. توضیح این مطلب آن است که هرگاه اعضاء سهامداران شرکت پروژه، هر یک دارای تخصص ویژه‌ای باشد، برای مثال یکی از شرکاء، توان فنی لازم برای اجرای قرارداد مهندسی، تامین تجهیزات و نصب و راه اندازی (EPC) را داشته باشد و شرکت دیگر، واجد توان فنی بهره‌برداری و نگاه‌داری از تاسیسات پروژه (O&M) باشد، بدین ترتیب قراردادهای (EPC) و (O&M) توسط شرکت پروژه با اعضا و سهامداران خود منعقد می‌شود و از این طریق بخشی از خطرات پروژه که قابل انتقال به پیمانکاران مستقل از شرکت پروژه نیست، به منزله "خطر قابل تحمیل به سهامدار" (Sponsor risk) به سهامداری که پیمانکار شرکت پروژه است، منتقل می‌گردد.

مثال: در پروژه احداث یک فرودگاه یا تصفیه‌خانه، در قرارداد اصلی پروژه برای هر روز تاخیر در ساخت پروژه یک میلیون تومان خسارت توافقی یا جریمه تاخیر تا سقف حداکثر صد و هشتاد میلیون تومان پیش‌بینی شده است، هنگامی که شرکت پروژه قرارداد مهندسی، تامین تجهیزات و ساخت پروژه را به صورت کلید در دست به یک پیمانکار مستقل واگذار می‌کند، این پیمانکار به طور متعارف حاضر است جریمه‌ای با سقف حداکثر ۱۰٪ قیمت قرارداد خود که ممکن است معادل بخش اندکی از سقف جریمه تاخیر قرارداد اصلی باشد، بپذیرد. در این صورت و در فرض بروز تاخیر در اجرای پروژه شرکت پروژه باید تا سقف صد و هشتاد میلیون تومان جریمه به طرف قرارداد خود بپردازد، در حالی که بیش از اندکی از این مبلغ را از پیمانکار مستقل از شرکت دریافت نمی‌کند. در همین مثال، اگر قرارداد ساخت کلید در دست، با یکی از سهامداران شرکت پروژه منعقد گردد، تفاوت میان جریمه‌ای که پیمانکار پرداخت می‌کند و جریمه‌ای که شرکت پروژه به منزله سرمایه‌گذار به طرف قرارداد خود می‌پردازد به نسبت سهم شرکت پیمانکار در شرکت پروژه به عنوان خطر قابل تحمیل به سهامدار به پیمانکار تحمیل می‌شود.

۷) استفاده از وام طولانی مدت: مدت باز پرداخت وام های پروژه محور به طور معمول از مدت بازپرداخت وام های معمولی طولانی تر است. این ویژگی در مواردی که هزینه سرمایه گذاری پروژه زیاد است و کوتاه بودن دوره باز پرداخت، موجب افزایش چشم گیر بهای محصول تولیدی می شود، ضرورت پیدا می کند، زیرا احتراز از این امر مستلزم طولانی کردن دوره باز پرداخت است. این دوره در برخی از پروژه های زیر بنایی مانند پروژه های نفت و گاز یا مواد معدنی، حتی تا ۲۰ سال ممکن است به طول انجامد. البته خصوصیات این پروژه ها نیز به طولانی شدن دوره باز پرداخت کمک می کند. زیرا اکتشاف و استخراج مواد معدنی نظیر نفت و گاز مدت طولانی طول می کشد و این امر به تنظیم دوره باز پرداخت کمک شایانی می کند. لیکن در پروژه هایی نظیر توسعه شبکه های ارتباطی بهره برداری و اختتام پروژه، مانع از تنظیم مناسب دوره باز پرداخت وام می شود.

امتیازهایی که در بالا برشمرده شد نه تنها موجب رغبت بخش خصوصی به استفاده از شیوه تامین مالی پروژه محور در پروژه های BOT می گردد، بلکه برای دولت های میزبان سرمایه نیز تشویق سرمایه گذاری از این طریق را توجیه و ایجاب می کند. بر این پایه شایسته است که قانونگذاران ملی با تصویب مقررات مناسب در جهت قانونمند کردن شیوه های نوین سرمایه گذاری از این طریق گام برداشته و در نظام بانکداری خود با الهام از رویه های پذیرفته و رایج بین المللی قواعد تامین مالی پروژه محور را تدوین و به صورت قانون ارائه نمایند.

منابع و مأخذ

1. UNIDO Guidelines for Infrastructure Development through Build-Operate-Transfer (BOT) Projects (1996), Vienna.
2. Yescomb, E.R., (2002). Principles of Project Finance, London, Academic Press.
3. Private Utility Regulatory Policies Act of USA (PURPA) 1978,
4. Provisional Regulations on Foreign Investment Build-Operate-Transfer Projects, 1996, London, Kluwer.
5. Wood, Philip R, (1996), Project Finance, Subordinated Debt and State Loans, London, Sweet & Maxwell.
6. Finnerty, John D., (2007), Project Financing Asset-Based Financial Engineering, Willey Finance.
7. Stefano Gatti, (2008), Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring and Financing Private and Public Projects, ELSEVIER.
8. Scott L. Hoffman, (2008), The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers and Project Participants, CAMBRIDGE University Press.
9. Albert Thumann and Eric Woodroof, (2005), Handbook of Financing Energy Projects, Fairmont Press.
10. E.R.Yescombe, (2007), Public-Private Partnerships, Principles of Policy and Finance, ELSEVIER.
11. Peter K. Nevitt and Frank J. Fabozzi, (2000), Project Financing, Euromoney Books.
12. Willie Tan, (2007), Principles of Project and Infrastructure Finance, Taylor & Francis.

13. Fredrick Pretorious, Douglas Arner, Berry Fong-Chung Hsu, Paul Lejot and Arthur McInnis, (2008), Project Finance for Construction and Infrastructure, Principles and Case Studies, Blackwell Publishing.
14. Andrew Fight, (2006), Introduction to Project Finance, Essential Capital Market, ELSEVIER.
15. Garrin Grimsey and Mervyn K. Levis, Public Private Partnerships: The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance.
16. Penelope Lynch, (2008), Financial Modeling for Project Finance, Euromoney Books.
17. Jeffrey Delmon, (2005), Project Finance, BOT Projects and Risks, KLUWER Law.
18. Denton Wilds Sapte, (2006), Public Private Partnerships, BOT Techniques and Project Finance, Euromoney Industrial Investor.
19. Sidney M. Levy, (1996), Build, Operate, Transfer: Paving the Way for Tomorrow's Infrastructure, John Wiley & Sons Inc.