

Projektfinanszírozási körkép a válság előtt és után a vezető szervezők szemszögéből

Dr. Csiszárik-Kocsir Ágnes

Egyetemi docens, Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar,
kocsir.agnes@kgk.uni-obuda.hu

Dr. Varga János

Egyetemi adjunktus, Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar,
varga.janos@kgk.uni-obuda.hu

Dr. Medve András

Dékan, Intézetigazgató, Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar,
medve@uni-obuda.hu

Abstract: A projektfinanszírozás egy viszonylag új hiteltermék, melyt a magas tőkeáttétel és a nagy hitelösszeg jellemez a legjobban. A projektfinanszírozás, mint a strukturált finanszírozás legnagyobb szeletet képviselő területe a nagyberuházások finanszírozásának eszköze az energiaipartól kezdve a közlekedésig egyaránt. A terület a válság előtt jelentős fellendülést mutatott, ám a krízis beállta után jelentősen visszaesett. A tanulmány a vezető szervezők (MLA-k) által megvalósított tranzakciók alakulását kívánja bemutatni, kiemelt hangsúlyt fektetve a válság előtti és a válság utáni összegekre, valamint a 2008-as és a 2012-es válságsorozat okozta hatásokra.

Kulcsszavak: projektfinanszírozás, vezető szervezők, válság, MLA piac

1 Szakirodalmi áttekintés

A projektfinanszírozás, mint a strukturált finanszírozási hiteltermék számos dimenzió mentén különbözik a hagyományos hiteltermékektől. A finanszírozási forma lényegét leginkább a két alapműnek mondható irodalom fejti ki a legjobban:

- Newitt és Fabozzi (1997): „Egy adott gazdasági egység finanszírozása, amelyre a hitelező úgy tekint, hogy elsősorban annak pénzáramlása és jövedelme szolgál a kölcsön visszafizetésének forrásául, vagyontárgyai pedig a kölcsön biztosítékául.”
- Yescombe (2008): „A projektfinanszírozás a nagyobb projektek hosszú távú hitelezésének pénzügyi tervezéssel alátámasztott módszere, ahol a hitelek nyújtása kizárólag a projekt pénzáramlása alapján történik.”

A projektfinanszírozás kiemelt célterületeit Fight (2006) foglalja össze:

- energia szektor,
- gáz- és olajipar,
- bányászat,
- autópálya építés,
- telekommunikáció,
- egyéb projektek (papírgyártás, vegyi ipar, kórház-, iskola-, repülőtér- és börtönépítés).

A projekthitelek összegüket tekintve sok esetben olyan mértékűek, hogy azt egy bank már nem képes finanszírozni. Így a projekt finansziális kockázatait csökkentve projektet nem önállóan, hanem csoportosan finanszírozzák, melyet szindikált hitelnek nevezünk. Érdemes megemlíteni, hogy a projektek finanszírozása során összetett kockázatok jelennek meg, melyek nem csak pénzügyi hanem más természetűek is lehetnek (Szilágyi–Almádi, 2015, Szilágyi 2015). A szindikált hitelek olyan speciális hitelek, ahol a hitelt két vagy több hitelezőből álló csoport folyósítja, egy hitelszerződés keretén belül. A szindikált hitelezés a klasszikus hitelezés és a piaci alapú hitelezés között helyezkedik el. A hitel folyósítói piaci alapon kapcsolódnak egymáshoz, és egy hitelezőként teremtik elő a hitelfelvevő által kért összeget. A vezető szervezők (LA)¹ általában nagyobb kereskedelmi vagy fejlesztési bankok, akik megteremtik a kért hitelösszeget, felosztják azt egymás között a folyósítás szempontjából, megállapodnak az információs memorandum részleteiben, és további partnereket vonnak be a finanszírozásba (Mora, 2010).

A szindikált hitelezés folyamata jelentős asszimetriát hordoz magában információs oldalról, azaz megtestesíti a vállalatfinanszírozásban jól ismert megbízó – ügynök problémát. A LA bankok sok olyan információt birtokolnak, melyeket a szindikátus tagjai nem, vagy csak korlátozottan ismernek.

A szindikált hitelezés fogalma nem újkeletű fogalom a banki gyakorlatban. A hitelszindikálás már az 1970-es évek környékén is megjelent, mivel sok bank a megnövekedett hitel igényeknek önmagában nem volt képes megfelelni. Így konzorciumi formában ugyan, de hitelezni tudtak több ígéretesnek ígérkező projektet. A szindikált hitelezés, a kockázati tőke befektetések révén a bankok képesek voltak bővíteni a termékpalalettájukat, növelve ezzel a

¹ LA = Lead Arranger

jövedelmezőségüket. A szindikált hitelek csökkentik az adott bank ügyféllel szembeni kitétségét, valamint képesek más szereplőket is bevonni a projektbe. Ha a szereplők között multilaterális és regionális fejlesztési bankok is szerepelnek, akkor az egyben garanciát is jelent az adott projektre nézve, így több kereskedelmi bank is beszáll a finanszírozásba, csökkentve ezzel az adott ország politikai kockázatát. A szindikált hitelek nagy jelentőséggel bírnak világszerte, a fejlett és a feltörekvő országokban egyaránt (Eperjesi, 2013). Kopecky és Xiao a szindikált hitelek három szereplőjét nevezi meg, a hitelfelvevő vállalatot, a szindikáló bankot, és a helyi bankot. A bankokat további két csoportba sorolják a szindikált hitelek piacán, magas és alacsony reputációval bíró intézményekre. Bizonyítják, hogy minél magasabb egy bank reputációja, annál nagyobb a szerepe a szindikált hitelek piacán (Kopecky – Xiao, 2013). A nagyobb reputációval rendelkező LA-k képesek csökkenteni az információt asszimetriát is. Az LA-k reputációja azonban nem statikus, sőt nagyon is sérülékeny. Jelentős csorbát szenved akkor, ha a szindikátus tagjai nem teljesítik a vállalt kötelezettségeiket (Gopalan et al, 2011).

A szindikált hitelezés a 2008-as gazdasági válság kitörése előtt óriási növekedést produkált, azonban a válság kitörése után soha nem látott mértékben esett vissza. A válság előtti fellendülés oka a szindikátusokban szereplő pénzügyi vállalkozások, biztosítók, fedezeti alapok és nyugdíjalapok pénzbősége volt, akik a nagyobb megtérülés reményében adták kölcsön ilyen formában a vagyonuk egy részét. A válság kitörése miatt elszenvedett pénz- és tőkepiaci veszteségek visszavetették a piaci szereplők bizalmát és finanszírozási kedvét is, amit a szindikált hitelek piaca is megérezett.

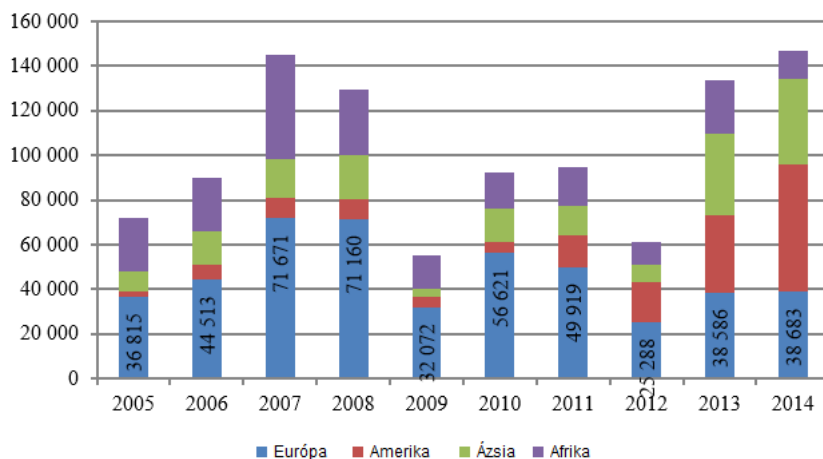
2 Anyag és módszer

A projektfinanszírozás, mint hitelforma is nagy összegű hitelekkel kalkulál, amit egy bank nem képes folyósítani, avagy nem is folyósíthatja azt a nagykockázat tilalma miatt. A projektfinanszírozás így nem nélkülözheti a szindikált hitelezés technikáját. A tanulmányban az IJGlobal adatbázisára építve igyekszünk bemutatni a projektfinanszírozási hitelek alakulását a vezető szervezők (MLA-k) piacán keresztül. A tanulmányban szereplő adatok az MLA-k által, az adott évben, pénzügyileg lezárt ügyletek adatait tartalmazzák. Az adatok regionálisan és szektorálisan nem szűrtek, azaz tartalmazzák az adott térségben, egy adott szponzor által lezárt valamennyi tranzakciót. A tanulmány a vezető szervezők piacát horizontálisan és vertikálisan is elemzi, azaz az MLA piac alakulását földrajzi régiók és idősík alapján is elemzi. A projektfinanszírozással kapcsolatos primer adatok a Euromoney által üzemeltetett IJGlobal oldalról származnak. Az adatok 2005-től elérhetőek, így a tanulmány tíz éves időszakot elemmez. Az adatok a pénzügyileg adott időszakban lezárt projektek adatait tartalmazzák.

3 Az MLA piac alakulása a válság előtt és után

A projektfinanszírozás piaca, így az MLA-k által lekötött összegek is jelentős mértékben változtak az elmúlt évek során. A válság mély nyomott hagyott a pénzügyi világon, így a projektfinanszírozás piacán is. A napjainkban is uralkodó növekedési elméletek középpontba helyezik a beruházásokat, és mellettük a humán tőkét is (Farkas, 2012). A beruházások finanszírozása volumenük, nagyságuk és bonyolultságuk miatt napjainkban elképzelhetetlen idegen tőke nélkül. A projektfinanszírozás, mely valójában egy strukturált finanszírozási termék, jelentős tőkeáttétel, nagy kockázat és jelentős hozam mellett finanszírozza a nagyprojekteket. A válság, mely 2007-ben kezdődött, és rövid időn belül a világ teljes pénzügyi piacát megfertőzte, a strukturált termékek piacáról és a bankközi piacról indult (Kiss, 2012), így nem meglepő, ha a projektfinanszírozás piaca is megérezte ennek negatív következményeit.

A projektfinanszírozásban, az a MLA-k által lekötött összegeket vizsgálva megállapítható, hogy Európa a válság előtt jelentős mértékben megelőzte a másik három kontinens adatát, a válság kitörése óta azonban úgy tűnik, hogy nem tudott felébredni az európai MLA piac. Ezzel szemben Amerikában, ahol főként az olaj- és gázipari projektek projektfinanszírozása a jellemző a jelentős mértékű növekedés olvasható ki az adatokból.



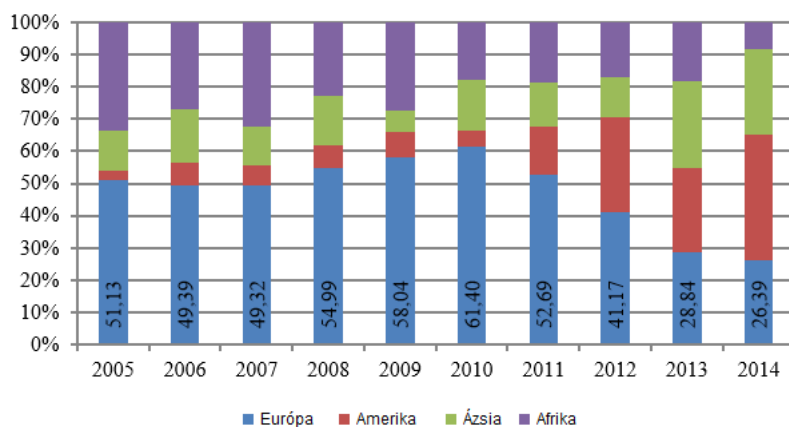
1. ábra

A projektfinanszírozásban, a MLA-k által lekötött összegek alakulása térségenként, 2005-2014 között
(millió USD)

Forrás: IJGlobal alapján saját szerkesztés

Az MLA piac vizsgálata során azonban nemcsak a lekötött összegek érdekesek, hanem azok kontinensek közötti megoszlása is. A lenti ábra alapján látható, hogy Európa a válság előtt, de még azt követően is (2011-ig) nagyobb összeget mondhatott magának, mint a másik három térség együtt véve (ez alól csak 2006 és 2007 volt kivétel, ahol kicsivel elmarad Európa aránya az 50%-hoz képest). Európa aránya átlagban a teljes MLA piac 51,21%-át tette ki 2005-2008 között, majd ez az arány a következő három évben 57,38%-ra nőtt, míg 2012-2014 között az átlagos érték már csak 32,13% volt.

Így a válság kitörését követően egyértelműen látszik Európa visszaszorulása, így az utolsó két a kontinens nem érte el a teljes MLA összeg 30%-át sem. Érdekeség, hogy amíg Európa egyértelműen magán viseli a válság utóhatásait, addig Amerika a válságot követően egyértelműen szárnyalni kezdett. Amerika a válságot megelőzően, 2005-2008 között átlagosan 5,77%-os értéket tudhatott magának, mely a legkisebb arány a vizsgált négy földrész tekintetében. Közvetlenül a válság kitörése után az arány közel megduplázódott, 2009-2011 között már 9,3% lett, majd a következő három év átlaga (31,49%) már majdnem utolérte az európai átlagot. Amerika szempontjából a legnagyobb arány az utolsó vizsgált évben tapasztalható, mely 38,97%, ami egyben a legnagyobb MLA összeget jelenti a négy kontinens viszonylatában. Ázsia hasonlóképpen Amerikához, szintén növekedésnek indult a válságot követően, 2008-ig 14,08%-os átlagértéket, majd ezt követően kis visszaeséssel 12,12% lett, majd az 2012-2014 között már 21,9% lett. Ázsia szempontjából is meghatározó az utolsó vizsgált év, azaz 2014, mivel a kontinens aránya a teljes MLA összegen belül 26,24%, mely csak 0,15% ponttal marad el az európai adattól. Afrika az a térség, mely a válságot követően még mindig nem volt képes visszatérni a kiindulási értékekhez sem összegében, sem arányaiban. Míg a válság előtt átlagban 28,94%-os arányt tettek ki az itt megvalósított projektek az MLA-k szemszögéből, addig a válság után ez 21,2% lett, és az utolsó vizsgált időszakban pedig csak 14,48%-os arányt mondhat magának. Ennek oka, hogy a legfontosabb szociális, vízügyi, olaj- és gázipari, megújuló energia kiaknázására irányuló beruházások már a válság előtt megtörténtek, így csökkent a térség beruházási potenciálja is.



2. ábra

A projektfinanszírozásban, a MLA-k által lekötött összegek arányának alakulása térségenként, 2005-2014 között (%)

Forrás: IJGlobal alapján saját szerkesztés

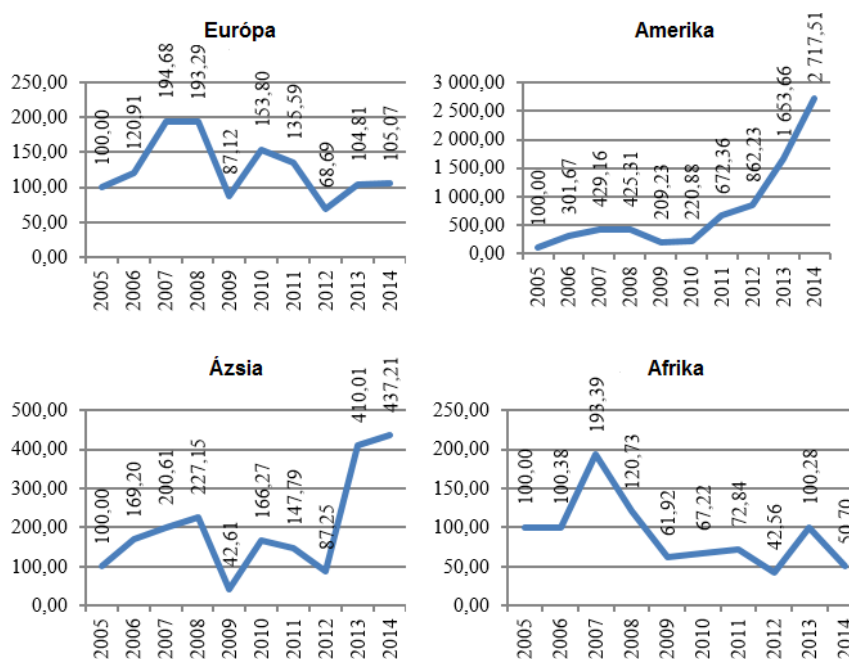
Ha az MLA-k által lekötött összegek volumenváltozását vizsgáljuk 2005-höz képest, akkor megállapítható, hogy azok nagyon hektikusan változtak a vizsgált évek során. Európában a bázisév adatához képest az azt követő évek jelentős megugrást mutattak, így az MLA érték a válság előtt közel a duplája volt a 2005-ös értéknek. A válság olyan mély nyomot hagyott az MLA piacon Európában, hogy az érték 2014-ben alig 5%-kal haladta meg a bázisidőszak adatát. A válság kirobbanását követően (2009-ben) 12,88%-kal maradt el az érték a bázisidőszak adatától. A másik nagy visszaesés a bázisadathoz képest 2012-ben figyelhető meg, mikor is a bázisidőszak adatához képest 31,31%-kal esett vissza az MLA piac volumene. A visszaesés hátterében az egész világot érintő görög válság miatti gazdasági nehézségek, valamint az állami beruházások visszaesése figyelhető meg. Mivel a projektfinanszírozással megvalósított beruházások hosszú távúak, így a 2012-es visszaesés hátterében a 2007-ben és 2008-ban indított alacsony projektszám is meghúzódhat.

Ázsiában az MLA piac még nagyobb lendületet vett a bázisidőszakot követően. 2008-ban a volumenindex értéke a bázisévhez képest több, mint duplájára nőtt (227,15%), majd ezt követően, 2009-ben a bázisadat 42,61%-ra esett vissza! Érdekesség, hogy ezt követően az ázsiai piac hamar magára talált, de 2012-ben ismét zuhanást könyvelhetett el, akárcsak Európa hasonló okokra visszavezethetően, bár a visszaesés kisebb mértékű volt (12,75%). Ázsia kapcsán kiemelendő, hogy a piac a 2012-es mélypontot követően 2013-ban és 2014-ben a bázisév négyszeresére emelkedett!

Az afrikai MLA piac hasonlóképpen az előzőekben vizsgált két kontinens adatához a válságot követően jelentős mértékben zuhant, 2009-ben a 38,08%-kal

múlta alul a bázisidőszak adatát. Érdekesség, hogy az afrikai MLA piac ezt követően sem volt képes elérni a 2005-ös szintet. Azt csak 2013-ban érte utol, alig meghaladva a 100%-ot, majd ezt követően is jelentős, 49,3%-os visszaesést tudhatott magáénak.

Amerika az egyetlen olyan vizsgált térség, ahol a 10 év átlagában egyszer sem volt visszaesés! Ez a nagyon alacsony 2005-ös induló értéknek köszönhető. Az adatokat 2006-s bázison értékelve már korántsem annyira kiugróak az adatok. Ahogy az előző három térséget, úgy Amerikát is 2005-ös bázison értékelve látható, hogy 2010-et követően az adatok jelentős, azaz az előzőekben nem látott növekedést mutatnak. Míg 2012-ben minden térség visszaesett, addig az amerikai adat a bázisévi adatnak több, mint nyolcszorosa lett, ami a következő években még gyorsabban növekedett (2013-ban a bázisév 16-szorosa, 2014-ben pedig a 27-szerese volt)!



3. ábra

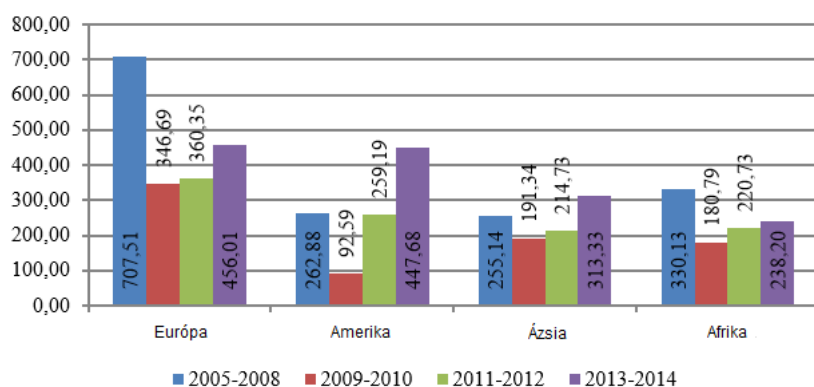
A projektfinanszírozásban, a MLA-k által lekötött összegek volumenváltozása 2005-ös bázison mérve

Forrás: IJGlobal alapján saját számítás

A fentiek után érdemes megvizsgálni az egy vezető szervezőre jutó ügyletértékek alakulását is. Ahogy a lenti ábra is mutatja, egyértelműen látható, hogy a válság előtti években Európa értékével egyetlen kontinens sem volt képes versenyre kelni. Míg egy európai MLA-re átlagosan 707,51 millió USD ügyletérték jutott, addig Afrikában ennek csak alig a fele volt látható, kissé felülmúlva a másik két

társág értékét. A válságot követően 2009-2010 között az európai adat megfeleződött (346,69 millió USD), Amerika a harmadára zuhant vissza, Ázsia és Afrika pedig szintén csökkent, bár nem ilyen látványos mértékben. A következő két évben minden térségben felfelé induló átlagos ügyletérték a jellemző, ami tovább növekedett az utolsó két vizsgált évben. A legnagyobb növekedést 2013-2014 között Amerika produkálta, mely a fent leírtak alapján nem is meglepő.

Érdekeség, hogy ha megvizsgáljuk az átlagos ügyletértéket a négy kontinens esetében, akkor kirajzolódik egy jellegzetes „U” alak, melynek mélypontja a válság kirobbanásának, és a közvetett hatások jelentkezésének időszaka volt. Ezt követően minden régió növekedésnek indult. Amerika esetén rendhagyó „U” alak figyelhető meg, mivel a szárai jóval magasabbak, mint a másik három esetben. Ez az alakzat akár a válság forgatókönyvekkel is összefüggésbe hozható („V”, „L” és „U” alak).



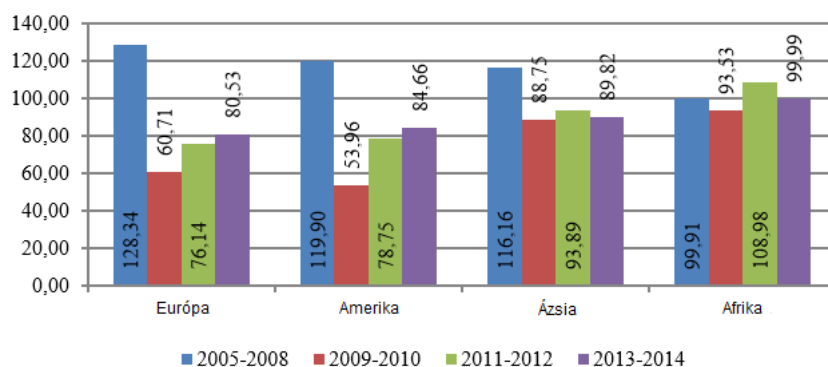
4. ábra

Egy vezető szervezőre jutó átlagos ügyletérték (millió USD)

Forrás: IJGlobal alapján saját számítás

Az átlagos ügyletérték megvizsgálása után érdemes megnézni az átlagos tranzakciós értéket is. Míg az ügyletértékek kapcsán kimondható, hogy azok a válság előtti magas értékről indulva, rövid ideig tartó mélypont után ugyan nagyjából visszatértek a magasabb értékhez, addig a tranzakciónál ez nem látható. Európa és Amerika az, mely a kezdeti magas tranzakciós érték után (128,34 és 119,9 millió USD) jelentőset zuhant 2008-2009 között. Ebben az időszakban mindkét kontinens tranzakciós értéke megfeleződött, és látható, hogy az ezt követő években is csak lassan, lépcsőzetesen tudnak felfelé haladni. Ezzel szemben Ázsia és Afrika a tranzakciók tekintetében inkább „fel és le” ugrálnak. A válság ugyan visszavetette az értékeiket, de az korántsem volt olyan drasztikus, mint az előző két régió esetén. Továbbá érdekes, hogy a 2011-2012-es viszonylag magas átlagérték ellenére 2013-2014 között mindketten visszaestek, bár csak kis

mértékben. Afrika esetén mindenképpen kiemelendő, hogy az egyetlen olyan kontinens volt, ahol a 2011-2012-es átlagos tranzakciós érték meghaladta válság előtti szintet, továbbá a négy régió viszonylatában ez volt a legmagasabb. Ez a másik három régióra egyáltalán nem volt jellemző.



5. ábra

Egy tranzakcióra jutó átlagos érték (millió USD)

Forrás: IJGlobal alapján saját számítás

További érdekes tény az utolsó két ábra kapcsán, hogy nem látszik egyik esetben sem a 2012-es visszaesés. Ennek oka az a kis mértékű korrekció amit a 2011-es adatok tesznek meg, de mindez nem lenne elegendő ahhoz, hogy még növekedést is mutassanak az adatok. A 2012-es alacsony MLA értéket kompenzálja a projektek száma, ami az összegekkel arányosan csökkent a vizsgált időszakban.

Összegzés

Ahogy a fenti írás is mutatja, a projektfinanszírozás igen jelentős a beruházások szempontjából. A projektfinanszírozási hitel, összegéből, futamidejéből fakadóan egy bank számára óriási terhet jelent, így a hitelforma nem képzelhető el másként, csak szindikált hitelezés formájában a projektek jelentős részénél. A szindikált hitelek vezető szervezői, akik összegyűjtik a szükséges forrásokat, allokalják azt, menedzselik az ügyletet, nagyobb összeget mozgósítanak, mint a projekt szponzorai. A vezető szervezők aktivitása minden vizsgált kontinensen egyértelműen látható. Az összesített adatokból kirajzolódik az is, hogy minden válság, kisebb-nagyobb mértékben nyomot hagy az a MLA piacon. Az átlagos értékek kapcsán megfigyelhető, hogy azok nem annyira hektikusan ingadoznak,

mint az összesített adatok, minden esetben megfigyelhető valamiféle minta az adatokban. Mivel a projektfinanszírozás egy fontos területe a beruházások hitelezésének, a fenti adatok alapján bizakodva tekinthetünk a jövőbe, hogy az MLA-k által finanszírozott értékek a jövőben is növekedni fognak, teret engedve az olyan stratégiai beruházásoknak, melyek nemzeti és nemzetközi szempontból is fontosak.

Felhasznált irodalom:

- [1] Eperjesi, Z. (2013): Nemzeti szintű fejlesztési bankok, Polgári Szemle, 2013. október, IX. évf. 3-6 szám, http://www.polgariszemle.hu/?view=v_article&ID=558, letöltve: 2015. október 2.
- [2] Farkas, B. (2012): Az Európai Unió kohéziós országai a világgazdasági válságban (Cohesion countries of the European Union in the global crisis), in: Válság: mérföldkő az európai integrációban, Szegedi Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Műhelytanulmányok (MT-PNGKI-2012/2)
- [3] Fight, A. (2006): Introduction to Project Finance, Butterworth – Heinemann / Elsevier, Oxford,
- [4] Gopalan, R. – Nanda, V. – Yerramilli, V. (2011): Does poor performance damage the reputation of financial intermediaries? Evidence from the loan syndication market, The Journal of Finance, 2011. december, Vol. LXVI, No. 6., pp. 2081-2119.
- [5] Kiss, G. D. (2012): A pénz- és tőkepiaci válság hatása a kelet-közép-európai monetáris politika mozgásterére (The monetary autonomy of East-Central European countries) in: Válság: mérföldkő az európai integrációban, Szegedi Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Műhelytanulmányok (MT-PNGKI-2012/2)
- [6] Kopecky, K. J. – Xiao, Y (2013): The Effect of the Lead Arranger's Reputation on the Retained Share in a Syndicated Loan, https://www.researchgate.net/publication/251565825_The_Effect_of_the_Lead_Arrangers_Reputation_on_the_Retained_Share_in_a_Syndicated_Loan, letöltve: 2015. szeptember 18.
- [7] Mora, N. (2010): Lender exposure and effort in the syndicated loan market, Working Paper, The Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 10-12
- [8] Newitt, P.K. – Fabozzi, F. (1997): Projektfinanszírozás, Co-Nex Könyvkiadó Kft, Budapest,
- [9] Szilágyi T. P., Almádi B. (2015): Beruházási – projekt következtetések vizsgálata és feltárt dimenziói primer kutatási eredmények alapján In: Keresztes Gábor (szerk.) Tavasz Szél 2015 Konferenciakötet II. 659 p., Eger, EKF Líceum Kiadó. pp. 601.

- [10] Szilágyi Tibor Pál (2015): Beruházási projekt kockázatok primer kutatási eredmények tükrében In: Csiszárík-Kocsir Ágnes (szerk.) Vállalkozásfejlesztés a XXI. században V.: tanulmánykötet. Budapest: Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági Kar, 2015. pp. 19-32.
- [11] Yescombe, E.R. (2008): A projektfinanszírozás alapjai, PANEM Kiadó, Budapest

Vállalkozásfejlesztés a XXI. században
Budapest, 2016