

Χρηματοδότηση μεγάλων έργων

στον τομέα των υποδομών

Πρόσφατα, η Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. αναφέρθηκε σε πρωτοβουλίες, τις οποίες θα αναλάβει, με στόχο την προώθηση μιας μορφής χρηματοδότησης μεγάλων έργων υποδομών, των λεγόμενων Project Bonds. Ας δούμε περί τίνος πρόκειται.

Project Bonds

Με τον Κανονισμό 670/2012 η Ευρωπαϊκή Ένωση βάζει σε εφαρμογή ένα πλάνο για την ενίσχυση της χρηματοδότησης έργων υποδομής μέσω της ιδιωτικής οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο προχωρά στην χρησιμοποίηση του ευρωπαϊκού προϋπολογισμού για την ενίσχυση μακρόπνοων επενδυτικών πλάνων, δηλαδή τη χρηματοδότηση μεγάλων έργων (**Project Finance**).

Το υπόβαθρο της ιδέας είναι το εξής: Στην ευρωπαϊκή αγορά η χρηματοδότηση μεγάλων έργων είχε ως βασικό παράγοντα το τραπεζικό σύστημα, σε αντίθεση για παράδειγμα με την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών, όπου η κεφαλαιαγορές αποτελούν τον βασικό πυλώνα χρηματοδότησης. Έτσι, από το 2008 και έπειτα αρκετοί παράγοντες της ευρωπαϊκής πραγματικότητας σε συνδυασμό με άλλους διεθνούς προέλευσης - όπως η στενότητα των τραπεζικών ισολογισμών και η πίεση στα δημόσια οικονομικά με την επακόλουθη αύξηση των επιτοκίων, οι αυξημένες ανάγκες κεφαλαιοποίησής των τραπεζών εξαιτίας του διεθνούς ρυθμιστικού πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας (βλ. Βασιλεία III) και της κρατικής κρίσης χρέους (π.χ. PSI) - οδήγησαν σε ραγδαία πτώση των διαθέσιμων, από πλευράς τραπεζών, κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση μεγάλων έργων. Οι ίδιοι παράγοντες προκάλεσαν τέλος και την μείωση, έως εξαφάνιση των λεγόμενων «**monoline insurance companies**», δηλαδή των εταιρειών ασφάλισης κινδύνων από τέτοια μεγάλα έργα, οι οποίες «δάνειζαν» την πιστοληπτική τους ικανότητα στα έργα, ώστε αυτά να προσελκύσουν περαιτέρω χρηματοδότηση. Από τη στιγμή που η πιστοληπτική ικανότητα των ίδιων των ασφαλιστών υποβαθμίστηκε, απώλεσαν το ρόλο τους.

Παρατηρώντας λοιπόν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το σχετικό

μαρασμό της τραπεζικής χρηματοδότησης πρότεινε (COM (2011) 660 final, 19.10.2011) την υιοθέτηση χρηματοδοτικών εργαλείων, τα οποία θα έκαναν χρήση της τεχνικής των **ομολογιακών δανείων** καθώς και της **τιτλοποίησης απαιτήσεων** και τα οποία έγιναν γνωστά ως «**ομόλογα έργου**» ή «Project Bonds». Είναι σαφές η πρόθεση και η ελπίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να αναζωογονηθεί η αγορά μεγάλων έργων και ιδιαίτερα έργων υποδομών με το πέρασμα από τον τραπεζικό δανεισμό στο δανεισμό από τις κεφαλαιαγορές. Κατά πόσο αυτό μπορεί να πετύχει, λαμβάνοντας υπόψη τη μέχρι σήμερα σχετικά μικρή συμμετοχή της κεφαλαιαγοράς στην χρηματοδότηση μεγάλων έργων, εξαρτάται και από τις λεπτομέρειες της νομοθετικής πρότασης, μερικές από τις οποίες θα δούμε συνοπτικά παρακάτω.

Το κρίσιμο νομοθετικό πλαίσιο είναι ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 670/2012. Νομοτεχνικά επιλέγεται η ένταξη της νέας νομοθεσίας, εν είδει τροπολογιών στην υπάρχουσα νομοθεσία που διέπει τη διάθεση των ευρωπαϊκών κονδυλίων χρηματοδότησης. Η σχετική νομοθεσία είναι αφενός η απόφαση με αριθμό 1639/2006 σχετικά με τη θέσπιση προγράμματος-πλαισίου για την ανταγωνιστικότητα και την καινοτομία (2007-2013) και αφετέρου ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 680/2007 για καθορισμό των γενικών κανόνων για τη χορήγηση κοινοτικής οικονομικής συνδρομής στον τομέα των διευρωπαϊκών δικτύων μεταφορών και ενέργειας. Οι συγκεκριμένες επιλογές εξηγούνται από το γεγονός, πως τα κονδύλια για την οικονομική συνδρομή της ΕΕ θα προέρχονται από τον προϋπολογισμό της και στην πρώτη, πιλοτική, φάση το χρηματοδοτικό εργαλείο «καταμερισμού κινδύνου», όπως ονομάζονται από τον ευρωπαϊκό νομοθέτη τα project bonds, θα χρησιμοποιηθεί μόνο για την **ενίσχυση έργων από τους τομείς των μεταφορών, της ενέργειας και τον τομέα πληροφορικής και επικοινωνιών (ΤΠΕ)**. Από τους τομείς δε αυτούς μόνο έργα που αφορούν διευρωπαϊκά δίκτυα μπορούν να ενταχθούν σε πρόγραμμα χρηματοδοτικής ενίσχυσης. Ποιο συγκεκριμένες πληροφορίες σχετικά δίνει κυρίως το άρθρο 5 του Κανονισμού (ΕΕ) 680/2007 (όπου γίνεται ενδεικτικά ανα-

φορά στην ενίσχυση της εσωτερικής ναυσιπλοΐας και στα διευρωπαϊκά δίκτυα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας με σκοπό την απάλειψη της απομόνωσης νησιωτικών περιοχών).

Ο περιορισμός αυτός σε συγκεκριμένους τομείς οφείλεται, πρώτον στην προτεραιότητα που απολαμβάνουν οι συγκεκριμένες υποδομές και δεύτερον στα περιορισμένα κονδύλια που διατίθενται μέχρι το τέλος του ισχύοντος προϋπολογισμού. Ο όγκος χρηματοδότησης και ο επιμερισμός στον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό είναι ποσοτικά αρκετά περιορισμένοι στην πρώτη αυτή φάση. Συνολικά διατίθενται 230 εκατομμύρια ευρώ, με δυνατότητα μόχλευσης - σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) - στα 4,4 δις. ευρώ. Από το ποσό δε των 230 εκατ. ευρώ η ενίσχυση τόσο από τον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό όσο και από την ΕΤΕπ δεν υπερβαίνουν το 20% του κόστους κάθε έργου (του συνολικού ποσού των εκδοθέντων τίτλων αναφορικά με την ΕΤΕπ) με κάποιες διαφοροποιήσεις προς τα πάνω και προς τα κάτω ανά τομέα ενίσχυσης.

Είναι σαφές πως αυτά τα ποσά δεν καλύπτουν τις ανάγκες ούτε καν για τον τομέα της ενέργειας με τις ελπίδες να εναποτίθενται στην δεύτερη φάση εφαρμογής του μηχανισμού, μετά την πιλοτική φάση, με τον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό 2014-2020.

Η δομή του Project Bond

Η λειτουργία του λεγόμενου «**Μέσου καταμερισμού κινδύνου**», δηλαδή του project bond, θα λάβει χώρα πάνω στη συνήθη δομή ενός project finance. Πυλώνας της χρηματοδότησης μεγάλων έργων είναι συνήθως η δημιουργία μιας **Εταιρείας Ειδικού Σκοπού** (ΕΕΣ), νομικά αποκομμένης από την εταιρεία, που αναζητά τη χρηματοδότηση. Η ΕΕΣ αγοράζει τιτλοποιημένες απαιτήσεις από τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία, δηλαδή τον αρχικό φορέα υλοποίησης του έργου και έχει (συνήθως) ορισμένη διάρκεια ζωής καθώς και ορισμένο σκοπό. Στο ελληνικό δίκαιο οι λεπτομέρειες ρυθμίζονται από το νόμο 3156/2003.

Η ΕΕΣ χρηματοδοτείται με **ίδια και ξένα κεφάλαια**, εκδίδοντας επί παραδειγματι ομολογιακά δάνεια, βασισμένα στις τιτλοποιημένες απαιτήσεις, τις οποίες αγόρασε από την χρηματοδοτούμενη εταιρεία (φορέας υλοποίησης). Με αυτό τον τρόπο καταβάλει το αντίτιμο των πωληθέντων απαιτήσεων, το οποίο αντιστοιχεί στα αναγκαία για το έργο κεφάλαια. Έτσι αποκτά την αναγκαία χρηματοδότηση ο φορέας υλοποίησης.

Η παραπάνω δομή και οι λεπτομέρειες των συμβάσεων που θα διέπουν αυτή και το έργο, κεντρικό σκοπό έχουν να το καταστήσουν ελκυστικό για επενδυτές. Πολλά εξαρτώνται από το μέσο επιτόκιο, με το οποίο η ΕΕΣ θα διαθέσει τις ομολογίες. Αν είναι πολύ υψηλό, αυτό ταυτόχρονα σημαίνει έλλειψη δυνατότητας χρηματοδότησης του έργου, αφού σημαντικά ποσά θα διοχετεύονται σε αποπληρωμή τόκων. Το έργο παύει να είναι ελκυστικό και δεν προσελκύει επενδυτές. Αυτά κρίνονται από την αγορά συνήθως στην αντίστροφη πορεία, μέσω **εκτίμησης από ανεξάρτητους και διεθνείς οίκους αξιολόγησης**. Όσο πιο υψηλή η αξιολόγηση, τόσο πιο πιθανή η χρηματοδότηση. Εδώ προκύπτει ο **βασικός στόχος του project bond**. Σε όλο το φάσμα των αναλύσεων της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τονίζει πως στόχος του μηχανισμού είναι η **βελτίωση της αξιολόγησης**

έργων σε τέτοιο βαθμό, ώστε η ευρωπαϊκή αγορά χρηματοδότησης μεγάλων έργων να καταστεί ελκυστική για τις κεφαλαιαγορές. Αυτό θα συμβεί αν το έργο αποκτήσει αξιολόγηση τουλάχιστον **λεγ. investment grade**. Ωστόσο, τονίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τα περισσότερα έργα στην Ευρωπαϊκή Ένωση επί του παρόντος βρίσκονται στο κατώτατο σημείο του ορίου αυτού, με αποτέλεσμα ο κίνδυνος υποβάθμισης της αξιολόγησης κατά την πορεία του έργου σε κατώτερη κατηγορία - είτε στη φάση κατασκευής λόγω καθυστέρησης είτε στη φάση λειτουργίας λόγω πολιτικών παραγόντων, όπως στη χώρα μας η πρόσφατη εν μέρει αναδρομικώς ισχύουσα μείωση της επιδότησης στις ΑΠΕ - να απομακρύνει τους επενδυτές εξαρχής. Με την προσθήκη του project bond η αξιολόγηση θα τοποθετηθεί σταθερά στο επιθυμητό επίπεδο, αφού **συγκεκριμένοι κίνδυνοι θα απορροφηθούν από την ΕΕ και την ΕΤΕπ** (αυτό βέβαια μάλλον δύσκολα θα καλύψει παράγοντες πολιτικής αστάθειας όπως οι προαναφερθέντες).

Όσον αφορά τέλος τον τεχνικό ρόλο του project bond στο πλαίσιο του project finance ας αναφέρουμε συνοπτικά τα εξής: Η εταιρεία ειδικού σκοπού, αφού συσταθεί, αναμένεται να εκδώσει ομολογίες (ομολογιακό δάνειο). Σε αυτό προσέρχεται η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και παράσχει «πιστωτική ενίσχυση» σε ποσοστό 20%. Το τι σημαίνει «πιστωτική ενίσχυση» ορίζεται με το άρθρο 1 (15) του Κανονισμού 670/2012 ως χρεωστικό μέσο ή εγγύηση και παρέχεται είτε με κάποια μορφή άμεσου δανεισμού, είτε με παροχή εγγύησης είτε τέλος ανοίγοντας γραμμή χρηματοδότησης υπέρ της ΕΕΣ. Όλα αυτά βέβαια με συνδρομή από τον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό. Έτσι η ενίσχυση θα εμφανίζεται είτε ως ενδιάμεση χρηματοδότηση (μεταξύ χρέους και κεφαλαίου - **mezzanine loan**) είτε ως συμμετοχή τρίτου στη χρηματοδότηση εγγύησης μειωμένης εξασφάλισης (**subordinated guarantee**). Κύριο χαρακτηριστικό της ενίσχυσης θα είναι η θέση της ως χρέος μειωμένης εξασφάλισης (**subordinated debt**), παραχωρώντας έτσι, σε περίπτωση ανάγκης, την προτεραιότητα ικανοποίησης στους ομολογιούχους δανειστές. Με αυτό τον τρόπο καθίσταται η συμμετοχή τους πιο ελκυστική.

Ο ρόλος της ΕΕ

Η συνεισφορά του προϋπολογισμού της ΕΕ θα περιορίζεται αυστηρά στο συνολικό ποσό των 230 εκατομμυρίων και δεν θα αναλαμβάνει κανένα κίνδυνο πέραν αυτού του ποσού. Επίσης θα προβλέπεται προμήθεια/περιθώριο κέρδους για την ανάληψη του σχετικού κινδύνου, έτσι ώστε να εξαλείφονται στοιχεία κρατικών ενισχύσεων. Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής έγκειται στην προκαταβολή ποσού από τον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό καλύπτοντας με αυτό τον τρόπο τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.

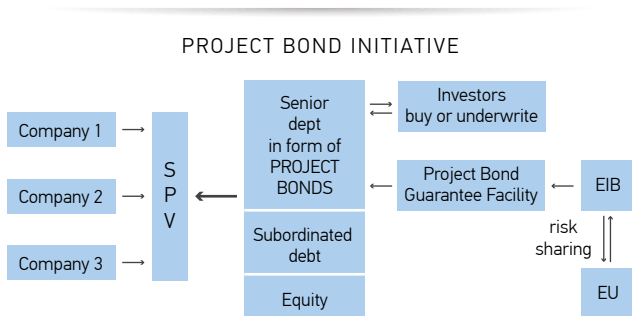
Ο ρόλος της ΕΤΕπ.

Η ΕΤΕπ καλύπτει τον κίνδυνο που δεν καλύπτει η συνεισφορά του ευρωπαϊκού προϋπολογισμού. Με τη συμμετοχή της αποφεύγεται έκταση της ευθύνης του ευρωπαϊκού προϋπολογισμού.

σμού μεγαλύτερη του ποσού αναφοράς σε περίπτωση εγγύησης. Όπως αναφέρεται στην έκθεση επιπτώσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στην περίπτωση παροχής εγγύησης δημιουργούνται παρεπόμενες ευθύνες για τον εγγυητή, συνεπώς για τον ευρωπαϊκό προϋπολογισμό. Αυτό αποφεύγεται με τη συμμετοχή της ΕΤΕπ, η οποία αναλαμβάνει κάθε παρεπόμενο κίνδυνο.

Ταυτόχρονα υπάρχουν προβλέψεις που περιορίζουν την έκθεση και της τελευταίας. Επειδή ο συγκεκριμένος κίνδυνος εδώ αφορά χρέος μειωμένης εξασφάλισης και όχι προνομιούχο απαίτηση (senior debt), κάτι το οποίο αποτελεί το συνήθη όρο δανεισμού της ΕΤΕπ, περιορίζεται η έκθεσή της στο 20% των προνομιούχων απαιτήσεων, αντί για 50% που αποτελεί το σύνηθες μέγεθος σε αυτή την κατηγορία.

Η αναμενόμενη **δομή** ενός έργου με συμμετοχή project bonds, όπως αυτή σχεδιάστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΤΕπ (βλ. π.χ. την ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τίτλο: The pilot phase of the Europe 2020 Project Bond Initiative), αναπαράγεται στη συνέχεια:



Πέρα από την οικονομική της συμμετοχή η ΕΤΕπ αναμένεται να αναλάβει και άλλους ρόλους κατά τη διάρκεια του έργου, όπως του Διαχειριστή και του Ελεγκτή του έργου, ένα σημείο στο οποίο κατά τη δημόσια διαβούλευση προέκυψαν ενστάσεις διαφάνειας και ανεξαρτησίας. Οι λεπτομέρειες της συνεργασίας μεταξύ Ευρωπαϊκής Επιτροπής και ΕΤΕπ θα ρυθμίζονται σε ιδιαίτερη συμφωνία μεταξύ τους. Τέλος και για την συμμετοχή της ΕΤΕπ θα προβλέπεται περιθώριο κέρδους για την παροχή των εγγυήσεων, ώστε να μη εγείρονται θέματα κρατικής ενίσχυσης.

Στο ίδιο πεδίο, αυτό των **κρατικών ενισχύσεων**, αξίζει να τεθεί το ερώτημα, αν το «μέσο καταμερισμού κινδύνου», δηλαδή ένα project bond, δύναται να συνδυαστεί με κρατική ενίσχυση, δηλαδή στην Ελλάδα με ενίσχυση μέσω ΕΣΠΑ. Στο αρθρ. 2 του Κανονισμού 680/2007 όπως και στο νέο άρθρο 31 Καν. 670/2012 γίνεται λόγος για παροχή εγγύησης μόνο σε έργα των οποίων η βιωσιμότητα βασίζεται σε έσοδα από αυτά. Συνεπώς δεν μπορούν να ενισχυθούν έργα, τα οποία παρουσιάζουν αρνητικό βαθμό απόδοσης κεφαλαίων και θα πρέπει να επιδοτούνται συνεχώς. Τα κρίσιμα ερωτήματα είναι λοιπόν, αν τα έργα αυτά στο μέλλον θα παράγουν πράγματι έσοδα. Αυτό θα λειτουργήσει εξάλλου καθοριστικά για την αρχική εξασφάλιση χρηματοδότησης, την οποία θα έρθει να ενισχύσει το «μέσο καταμερισμού κινδύνου». Ο νόμος αναφέρει ρητά το ρόλο του project bond στη συμπλήρωση μιας κρατικής χρηματοδότησης. Ωστόσο, αν

αναλογιστεί κανείς, πως βασικός στόχος του μηχανισμού είναι να καταστεί το έργο πιο ελκυστικό για επενδυτές και τη σχέση μεταξύ της ύπαρξης ελκυστικού επιτοκίου απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και της συμβατότητας μιας κρατικής ενίσχυσης στο ευρωπαϊκό δίκαιο κρατικών ενισχύσεων, το πρόβλημα καθίσταται δυσεπίλυτο και δεν επιτρέπει μια γενική απάντηση. Ακόμη όμως και αν το επιτόκιο απόδοσης και η ελκυστικότητα της επένδυσης μέσω τιτλοποίησης φανεί πως δεν συγκρούονται, το επόμενο ερώτημα της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής θα είναι: γιατί προσφεύγει κάποιος στην κρατική ενίσχυση ενώ μπορεί να πραγματοποιήσει το έργο με τη δομή του project finance κάνοντας χρήση των project bonds;

Ένα τελευταίο σημαντικό ερώτημα, το οποίο θα τεθεί στο μέλλον, όσο και αν η χρηματοδότηση της κατασκευής υποδομών στους τομείς της μεταφοράς και της ενέργειας επιχειρηθεί να αντληθεί από την κεφαλαιαγορά, είναι η συμβατότητα του project finance με το θεσμικό **πλαίσιο των δημοσίων συμβάσεων**. Οπωσδήποτε υπάρχει εδώ πλούσια εμπειρία, ιδιαίτερα από την άλλη πλευρά του Ατλαντικού, αλλά ήδη η ΕΤΕπ έχει αναφερθεί στις δυσκολίες, με τις οποίες θα έρθουν αντιμέτωπες οι αναθέτουσες αρχές. Μερικές από αυτές θα είναι η δυνατότητα σύγκρισης εξωτερικά ανόμοιων οικονομικών προσφορών, ο υπολογισμός του χρονοδιαγράμματος περιλαμβάνοντας την αναγκαία αξιολόγηση του έργου από οίκους αξιολόγησης καθώς και δημιουργία όρων τέτοιων, που θα επιτρέπουν στους διαγωνιζόμενους να επιλέξουν τους όρους χρηματοδότησής τους.

Πρακτική εφαρμογή έως σήμερα

Στην πιλοτική φάση έχουν ήδη ενταχθεί κάποια έργα, όπως **αυτοκινητόδρομοι στο Βέλγιο και τη Μ. Βρετανία**. Στο Βέλγιο για τη χρηματοδότηση του έργου εκδόθηκαν ομολογίες συνολικού ύψους 578 εκατομμυρίων ευρώ και διάρκειας έως 32 ετών. Η συμμετοχή της ΕΤΕπ βελτίωσε την πιστοληπτική ικανότητα της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (εταιρεία ειδικού σκοπού) κατά 3 βαθμίδες σε A3 σύμφωνα με τον οίκο Moody's.

Αντίστοιχη ήταν η επίδραση της εγγύησης, την οποία ανέλαβε η ΕΤΕπ κατά την έκδοση ομολογιών (project bonds) για την υλοποίηση **έργου σύνδεσης παράκτιων αιολικών μονάδων με το ηπειρωτικό σύστημα μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας**. Στην συνολική έκδοση ομολογιών 305 εκατομμυρίων ευρώ η ΕΤΕπ λειτουργεί αφενός ως εγγυητής και αφετέρου αναλαμβάνει να παράσχει ρευστότητα όταν αυτή εκλείψει.

Ελληνική συμμετοχή έως σήμερα δεν υπάρχει. Αυτό είναι εύλογο. Όπως αναφέρθηκε βασικοί παράγοντες για να έχει τύχη το έργο η χρηματοδότηση ενός έργου μέσω των αγορών κεφαλαίου είναι η πιθανή αξιολόγησή του καθώς και παράγοντες όπως η ασφάλεια δικαίου και η πολιτική σταθερότητα. Όσο αυτοί οι παράγοντες στη χώρα μας βρίσκονται στο ναδίρ, η συνδρομή της ΕΤΕπ δεν θα μπορούσε να προσφέρει τίποτε. Η σταδιακή βελτίωση ωστόσο της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας ανοίγει το δρόμο για την προετοιμασία αντίστοιχων χρηματοδοτήσεων με προσφυγή στις οργανωμένες αγορές.