

**UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO - POSLOVNA FAKULTETA
MARIBOR**

DIPLOMSKO DELO

**JAVNO ZASEBNO PARTNERSTVO
IN FINANCIRANJE JAVNIH INVESTICIJ
Z ANALIZO USPEŠNOSTI PROJEKTOV**

**PUBLIC - PRIVATE PARTNERSHIP
AND FINANCING INVESTMENTS
WITH THE PROJECTS EFFICIENCY ANALYSIS**

Študentka: Sajko Eva
Naslov: Šentiljska cesta 17
Številka indeksa: 81615638
Redni študij
Program: Univerzitetni
Študijska smer: Finance in bančništvo
Mentor: izr. prof. dr. Žan Jan Oplotnik

Maribor - 2009

PREDGOVOR

V svetu prihaja do bistveno spremenjene vloge države tako pri zagotavljanju javne gospodarske službe v lokalnih skupnostih kakor tudi pri financiranju izgradnje komunalnih infrastrukturnih objektov. Kot ena izmed osnovnih nalog države, lokalnih oblasti in konsenza o porabi javnih sredstev je zagotavljanje javnih dobrin, ustreznega obsega in kvalitete, ki naj bodo dostopne vsem prebivalcem in ostalim ekonomskim subjektom na območju neke države. Za zagotavljanje ustreznega nivoja kvalitete in obsega dobave javnih dobrin potrebujemo primerno razvito infrastrukturo, ki v okviru procesa dobave teh dobrin predstavlja enega izmed tehnično, organizacijsko in finančno najzahtevnejših delov procesa. V obdobju od konca druge svetovne vojne pa vse do začetka osemdesetih let je večina držav financirala izgradnjo večjih javnih infrastrukturnih objektov pretežno s proračunskimi sredstvi, torej neposredno s pomočjo fiskalnega mehanizma, brez posebnega neposrednega vključevanja zasebnega kapitala v sistem. Zaradi vse bolj omejenih proračunskih virov in trendov zmanjševanja obsega javnih financ, so se bile države v začetku primorane posluževati financiranja s pomočjo posrednega angažiranja privatnega kapitala, to je s pomočjo zadolževanja na kapitalskih trgih. Eden izmed razlogov je bil tudi porast potreb po zagotavljanju ustrezne infrastrukture in višanje standardov na tem področju. Popolna odvisnost financiranja projektov od javnih (proračunskih) virov ter zadolževanje za te potrebe, se je v osemdesetih izkazala za finančno nevzdržno, še posebej pa je na to vplivala dolžniška kriza, ki je povzročila skoraj popolno prekinitev mednarodnega financiranja javnih infrastrukturnih projektov s tem pa tudi razvoj javnih dobrin. Vse to je postopoma privedlo do premika paradigme modelov financiranja javne gospodarske infrastrukture. V prvi fazi se je mnogo držav odločilo za ekstremen premik pri gradnji tovrstne infrastrukture s pomočjo procesa popolne privatizacije nekaterih javnih infrastrukturnih omrežij. S slednjim se je okrepila vloga privatnega sektorja, kar pa se je marsikje izkazalo tudi kot slabost (npr. privatizacija železniške infrastrukture v Angliji), saj privatni sektor ni pripravljen poslovati v ekonomsko neoptimalnem in neracionalnem okolju, kar pa marsikdaj zahteva sistem dobave javnih dobrin (npr. ekonomsko manj opravičene prometne povezave, javni prevoz, javno zdravstvo, šolstvo, ipd.). Politični interes in skupni javni interes je v tem primeru postavljen pred ekonomski interes in interes kapitala. Ker pa država sama ne zmore obsežnega financiranja vzpostavitve mreže javnih dobrin, so se sčasoma razvili različni koncepti t.i. javno zasebnega partnerstva (angl.: public private partnership). Tako je v zadnjih letih prišlo do pospešenega vključevanja privatnega sektorja v financiranje izgradnje infrastrukture ter »proizvodnjo« storitev. Čeprav je vsak posamezni projekt partnerstva med javnim in privatnim sektorjem nekaj posebnega pa naj si gre za projekt izvajanja gospodarske javne službe ali pa za projekt izgradnje infrastrukture. Vsak zahteva posamično obravnavo pa vendarle obstaja niz skupnih značilnosti in problemov, ki so skupni vsem tem projektom in jih je mogoče uspešneje reševati z izkušnjami, katere so bile pridobljene s podobnimi projekti realiziranimi širom sveta v preteklosti.

KAZALO

PREDGOVOR	2
KAZALO	3
1. UVOD	4
1.1 Opredelitev področja in opis problema, ki je predmet raziskave	4
1.2 Namen, cilji in osnovne trditve.....	5
1.3 Predpostavke in omejitve raziskave	5
1.4 Predvidene metode raziskovanja.....	6
2. JAVNO-ZASEBNO PARTNERSTVO IN JAVNA INFRASTRUKTURA	7
2.1 Opredelitev javnega sektorja in javnih storitev	7
2.2 Financiranje investicij v javno infrastrukturo in javno zasebno partnerstvo	8
2.2.1 Klasična oblika zagotavljanja storitev in financiranja investicij v javno infrastrukturo	12
2.3 Možne oblike partnerstva med javnim in privatnim sektorjem	13
2.3.1 Pogodba o opravljanju storitev	14
2.3.2 Pogodba o vodenju in upravljanju	15
2.3.3 Leasing pogodba.....	16
2.3.4 Koncesijska pogodba.....	17
2.4 Projektno financiranje.....	19
2.4.1 BOT oblika projektnega financiranja.....	21
2.4.2 Prednosti in slabosti BOT oblike financiranja	23
2.4.3 Faze BOT oblike projektnega financiranja	26
2.5 Privatizacija	30
3. ANALIZA USPEŠNOSTI JAVNIH INVESTICIJSKIH PROJEKTOV	31
3.1. Opredelitev, pomen in proces investiranja	31
3.2. Sodila za oceno učinkovitosti investicij	33
3.2.1 Statične metode.....	34
Doba vračanja investicijske naložbe	34
Rentabilnost investicije	34
Skupni donos na enoto investicijskih stroškov	37
Povprečni letni donos na enoto investicijskih stroškov	37
3.2.2. Dinamične metode ocenjevanja investicij.....	37
Neto sedanja vrednost.....	39
3.3 Analiza občutljivosti in Ocenjevanje negotovosti in rizika	40
3.4 Finančna konstrukcija in denarni tok v financiranju investicije	41
4 PRIMER MODELA FINANCIRANJA INVESTICIJE V KOMUNALNO INFRASTRUKTURO ...	44
5 SKLEP IN ZAKLJUČNE UGOTOVITVE	47
POVZETEK	48
ABSTRACT	48
SEZNAM VIROV IN LITERATURE	49
KAZALO TABEL IN SLIK	51

1. UVOD

1.1 Opredelitev področja in opis problema, ki je predmet raziskave

Sodobna država je skromna država, ki je državljanom dolžna zagotoviti blaginjo in srečo. Država se ne obrača več k državljanu, temveč k porabniku. Na tej točki se križata dve nasprotujoči si potrebi in sicer na eni strani potreba, da bi zagotovili tak proces akumulacije, ki bo omogočal gospodarski razvoj, na drugi strani pa bi bilo potrebno drugačno razporejanje virov zato, da bi dosegli več enakosti in, da bi zagotovili tak proces akumulacije, ki bo omogočal gospodarski razvoj. V obdobju od konca druge svetovne vojne pa vse do začetka osemdesetih let je tako večina držav financirala izgradnjo večjih javnih infrastrukturnih objektov¹ pretežno s proračunskimi sredstvi, kar pa se je zaradi vse bolj omejenih proračunskih virov spremenilo in so se sčasoma razvili različni koncepti t.i. javno zasebnega partnerstva znotraj katerega najdemo niz možnih oblik, s katerimi lahko zmanjšamo razkorak med potrebnimi in razpoložljivimi finančnimi viri za izgradnjo javne infrastrukture ob istočasnem zagotovitvi, da bo privatni kapital dosegel minimalen, še potreben donos, s katerim bo zadovoljen tudi njegov izhodiščni ekonomski interes.

Partnerstvo med zasebnim in javnim sektorjem temelji na dejstvu, da javna uprava ostaja odgovorna za storitve, ki jih nudi svojim državljanom, vendar pa ni nujno odgovorna za samo investiranje in vodenje finančnega inženiringa infrastrukturnih projektov. S tovrstnimi modeli lahko država zagotavlja in ohranja želeno stopnjo socialne blaginje prebivalstvu kljub omejitvam v okviru javnih financ in brez dodatnih obremenitev ekonomskih subjektov skozi fiskalni sistem, ki jih sicer zahtevajo velike in enkratne investicije v javna infrastrukturna omrežja. Kljub temu, da javne investicije ne sledijo izključno ekonomskemu interesu, pa se tudi za te namene vse bolj poizkuša uveljaviti vsaj nekatere vidike, sicer popolnoma ekonomskih kategorij vrednotenja investicijskih projektov. Slednje so že pred desetletjem prve pričele uporabljati mednarodne finančne ustanove (npr. EIB, EBRD), ki so želele imeti vsaj okvirno sliko o večji ali manjši ekonomski upravičenosti posameznih projektov, ki so jih načrtovale države. Danes se podobni mehanizmi razvijajo na področju dodeljevanja sredstev iz različnih skladov EU. V tem okviru nas bo v diplomskem delu v nadaljevanju zanimalo tudi, kako se lotiti ocenjevanja ekonomske primernosti investicijskih projektov, ki so ali bodo predmet ene izmed oblik javno zasebnega partnerstva. Za vsak projekt posebej je potrebno opraviti ekonomsko analizo, tako finančno kot analizo občutljivosti ter tveganja, s katerimi ocenimo projekt. Do tega pridemo s pomočjo različnih kazalnikov (interna stopnja donosa, neto sedanja vrednost...), seveda pa ne smemo pozabiti na pravilno izbiro diskontne stopnje.

¹ Kamor prištevamo javno-storitvene panoge (energetika, telekomunikacije, preskrba s pitno vodo in komunalo), javne objekte (ceste, skrb za okolje, mreža šolskih in socialnih institucij...) in ostale transportne sektorje (železnice, cestni transport, pristanišča, vodne poti, letališča).

Z uporabo kazalnikov lahko podamo zgoščene informacije o učinkih projekta in le-te so izhodišče za odločitve o tem, katero obliko partnerstva med javnim in zasebnim sektorjem izbrati ter kako izbrano obliko kar najbolj uspešno izpeljati.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

Namen diplomskega dela je predstaviti možne oblike sodelovanja javnega in zasebnega sektorja v okviru izvajanja velikih in finančno zahtevnih infrastrukturnih projektov ter vključevanje osnovnih temeljev ocene ekonomske upravičenosti in izvedljivosti javnih projektov. Predstavili bomo več možnih oblik sodelovanja javnega in zasebnega sektorja ter s pomočjo ekonomske finančne analize uspešnosti ocenili, kako primerna je izvedba določenih javnih investicij oz. kako se odločiti za pravilno obliko ter jo uspešno izpeljati v praksi. Pri tem bomo prikazali prednosti in slabosti takšne oblike financiranja v primerjavi s tradicionalno obliko financiranja investicijskih projektov. Več pozornosti bomo namenili najbolj razširjeni obliki javno-zasebnega partnerstva t.i. BOT, naš namen pa je tudi v aplikativnem delu naloge prikazati, kako se lotiti analize uspešnosti in ekonomske racionalnosti projektov s pomočjo analize stroškov in koristi, uporabe kazalnikov donosnosti, gospodarnosti, ipd. Cilji omenjene raziskave oz. diplomskega dela bodo predvsem predstavitev koncepta javno-zasebnega partnerstva, predstavitev njegovih različnih pojavnih oblik ter prednosti in slabosti za udeležence. Poleg tega je naš cilj posebej izpostaviti BOT obliko sodelovanja javnega in zasebnega sektorja kot obliko projektnega vodenja in financiranja investicije z analizo ekonomske in finančne uspešnosti projekta s pomočjo izbranih kazalnikov. Trditve (hipoteze), ki jih postavljamo so:

- Javno-zasebno partnerstvo lahko predstavlja zanimivo obliko financiranja investicij v javno infrastrukturo, predvsem v razmerah omejenih proračunskih virov, kakršnim smo priča tudi v sedanjem obdobju.
- V okviru izvajanja investicijskih projektov skozi BOT obliko javno zasebnega partnerstva je zelo pomembna izdelava finančne in ekonomske analize uspešnosti projekta, saj smo samo s tako pridobljenimi informacijami sposobni pravilno razporediti tveganja in koristi sodelovanja med javnim in zasebnim sektorjem.
- V okviru načrtovanja in vodenja javnih infrastrukturnih investicij bo v prihodnje poleg javnega, političnega in družbenega interesa, vse bolj pomembno ugotavljati tudi, kakšne so ekonomske prednosti in racionalnost posameznih javnih projektov.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

Predpostavljamo, da je javno-zasebno partnerstvo ključna sestavina trajnostnega razvoja sodobne države in neprimerno boljše in uspešnejše od ločenega javnega in zasebnega sektorja. Predpostavljamo tudi, da sodobni instrumenti ocenjevanja ekonomske primernosti in upravičenosti investicij omogočajo ustrezno delitev tveganj med javni in zasebni sektor, ne da bi ob tem popolnoma izključili zasebni ekonomski interes ali pretirano obremenili uporabnika javne dobrine.

Pri izdelavi diplomske naloge se bomo omejili zgolj na nekatere izbrane oblike sodelovanja javnega in zasebnega sektorja ter zgolj na nekatere izbrane pokazatelje ekonomsko-finančne racionalnosti izvedbe investicijskih projektov, manj pa na pravno-politične vidike.

1.4 Predvidene metode raziskovanja

Diplomsko delo na temo financiranja investicij v javno gospodarsko infrastrukturo temelji na teoriji delovanja javnega sektorja. Uporabili bomo dinamično ekonomsko raziskavo, saj bomo proučevali proces razvoja in uveljavljanja te oblike financiranja. Pristop, ki ga bomo uporabili, je pretežno deskriptiven zaradi osredotočenosti na opis posameznih oblik predmeta analize. Znotraj tega pristopa bo uporabljena tudi komparativna metoda, ker bomo sodobne načine primerjali s tradicionalnim ter prikazali prednosti in slabosti in metoda kompilacije, saj se bomo po večini upirali na ugotovitve in spoznanja različnih avtorjev, tako tujih kot domačih. Ob koncu bomo prikazali tudi praktičen primer, torej aplikacijo teorije v sodobno prakso z uporabo kvantitativne finančne analize.

2. JAVNO-ZASEBNO PARTNERSTVO IN JAVNA INFRASTRUKTURA

Partnerstvo med javnim in zasebnim sektorjem je relativno novo področje, zato je v svetu na voljo dokaj malo izkušenj in dobrih praks. Vzrok za pojav te oblike partnerstva so predvsem omejena razpoložljiva javna sredstva, ki so nujna za izvedbo določenih javnih storitev. Javno-zasebno partnerstvo ali PPP² lahko nastane le z medsebojnim sodelovanjem obeh sektorjev. Vključuje različne tipe aranžmajev med javnim sektorjem na nivoju države ali na nivoju lokalne skupnosti in poslovnimi iz privatnega sektorja, katerih namen je zagotavljati javno infrastrukturo (angl. public infrastructure) in / ali storitve (angl. services), ki so s tem povezane. Za tovrstna partnerstva je značilno, da se investicijski vložki, tveganja, odgovornosti in plačila porazdelijo med partnerje iz javnega in privatnega sektorja v najrazličnejših kombinacijah glede na vrsto oziroma tipa partnerstva.

2.1 Opredelitev javnega sektorja in javnih storitev

Konkretna meja med javnim in zasebnim sektorjem ni jasna, tako v slovenski pravni ureditvi kot tudi v svetu. Ker javni sektor ni definiran v ustavi, ga je smotrno obravnavati v smislu teoretičnih opredelitev oseb javnega prava. Institucije javnega sektorja imajo naslednje značilnosti:

- ustanovitev z javno-pravnim aktom;
- poseben javno-pravni režim financiranja in razpolaganje z lastnino;
- zasledovanje javnih ciljev in javnega interesa;
- zadovoljevanje javnih potreb;
- izvajanje splošno koristnih dejavnosti in podobno.

Različni avtorji in tudi slovenski zakoni³ opredeljujejo javni sektor različno. V najširšem smislu ga je mogoče identificirati kot vse organe države, uprave, lokalne samouprave, javne agencije, javne sklade, nosilce javnih pooblastil in izvajalce javnih služb. Obstajajo številni razlogi, zakaj se javni sektor, v tem okviru pa seveda tudi lokalne oblasti, odločajo za sklenitev partnerstva s privatnim sektorjem. Med najpogostejše razloge za sklenitev partnerstva tako spadajo financiranje, načrtovanje (oblikovanje, design), izgradnja in vzdrževanje javne infrastrukture ter opravljanje javnih storitev za državljane, gospodarske subjekte in druge institucije javnega sektorja. Čeprav je zaradi strateškega pomena zagotavljanje infrastrukturnih dejavnosti v večini držav še zmeraj v rokah javnega sektorja, se z razvojem različnih oblik zasebne udeležbe vse bolj vključuje tudi zasebni sektor, tako na področju vodenja in upravljanja kot financiranja novih investicijskih objektov.

² PPP: public private partnership.

³ Zakon o javnih uslužbencih, Zakon o javnih financah, Zakon o dostopu informacij javnega značaja.

Javne storitve⁴ so tiste storitve, ki zagotavljajo javno dobro oziroma jih tržno gospodarstvo opravlja zadovoljivo, v Ustavi Republike Slovenije so opredeljene kot zagotavljanje pravnega reda, varovanje človekovih pravic in temeljnih svoboščin, ohranjanje naravnega bogastva in kulturne dediščine, ustvarjanje možnosti za skladen in civilizacijski in kulturni razvoj, zagotavljanje pravne, ekonomske, ekološke in socialne varnosti, zagotavljanje pravic do zdravstvenega varstva, zagotavljanje pravic do vzgoje in izobraževanja, ustvarjanje možnosti pridobitve ustrezne izobrazbe, ustvarjanje možnosti za zdravo življenjsko okolje, zagotavljanje svobode in varovanje pravic iz znanstvenega, umetniškega, raziskovalnega in izumiteljskega ustvarjanja, zagotavljanje svobodne gospodarske pobude, zagotavljanje možnosti za svobodne stanovanjske, družinske in zaposlovalne odločitve (Ustava RS). Zaradi plačljivosti katerekoli storitve, morajo biti tudi javne storitve prilagodljive, transparentne, kakovostne, poceni in dostopne. Naloga javnega sektorja je, da izvaja primerno količino kakovostnih in učinkovitih javnih storitev ob čim manjši porabi davkoplačevalskih sredstev, pri čemer mora biti usmerjen k uporabnikom teh storitev, učinkovit, strokoven, politično nevtralen, zanesljiv in racionalen (Marenčič, 2000). Vseh javnih storitev pa ni najbolj smotrno opravljati zgolj v javnih institucijah, saj zaradi njihovega povečanja prihaja do vrste težav, ki so predvsem posledica težavnosti usklajevanja in zato ni nujno dosežena njihova maksimalna učinkovitost. Zatorej je smiselno razmišljati o možnosti zmanjševanja velikosti in števila javnih institucij, pri čemer navajamo kot eno izmed možnih načinov za to uresničitev tudi javno-zasebno partnerstvo.

Glavni razlog, zakaj je partnerstvo med javnim in privatnim sektorjem koristno, je v tem, da imata tako javni sektor kot tudi privatni sektor svoje primerjalne prednosti, ki jima omogočajo, da je vsak izmed njiju boljši pri posameznem zagotavljanju storitve in / ali izgradnje infrastrukturnega objekta. Najuspešnejša partnerstva težijo k temu, da poskušajo izvleči najboljše lastnosti posameznega sektorja in jih na primeren način združiti v obliki partnerskega sodelovanja.

2.2 Financiranje investicij v javno infrastrukturo in javno zasebno partnerstvo

Vse do osemdesetih let je v svetu prevladovala klasična oblika zagotavljanja storitev in investicij projektov na področju gospodarske infrastrukture. Dejavnost gospodarske infrastrukture je bila v rokah javnega sektorja, torej v lasti in upravljanju države. Primarna vzroka temu sta javni interes in značilnost proizvodnje. Gre namreč za kapitalno intenzivno panogo, ki zahteva visoke stroške investiranja in je dolgoročnega značaja, kar je z vidika zasebnega sektorja nepriljubeno. Dominantno vlogo javnega sektorja je narekovalo tudi spoznanje politične in ekonomske pomembnosti infrastrukture ter takratno prepričanje, da je pri odpravljanju tehnoloških ovir v ponudbi infrastrukturnih dobrin in storitev nujno potrebno aktivno sodelovanje države, in da je država edina sposobna odpraviti neučinkovitosti trga.

⁴ Storitve je vsaka dejavnost ali korist, ki jo lahko ena stran omogoči drugi, je neotipljiva, ni rezultat lastništva kakršnekoli lastnine, njeno opravljanje pa je lahko povezano z izdelki oz. z infrastrukturo.

Nato so se v osemdesetih letih spremenila do tedaj krepko ustaljena stališča o relativnih prednostih in slabostih države in trga. Monopoli javnega sektorja so kljub ekonomijam obsega poslovali vse bolj neučinkovito, breme na strani javnih virov financiranja infrastrukturnih objektov pa je postajalo nevzdržno. Dolžniška kriza je prekinila priliv tujih bančnih posojil, kar je zmanjšalo obseg razpoložljivih sredstev za financiranje projektov v javnem sektorju. V državah, kjer so zaradi makroekonomskih razlogov omejili državni proračun, so zmanjšali tudi delež sredstev za infrastrukturne investicije, ki predstavljajo največji delež investiranja države. Nizka raven infrastrukturnih investicij zavira gospodarski razvoj teh držav ter njihovo sposobnost slediti novim mednarodnim trendom razvitih držav.

Nezadovoljstvo s poslovanjem javnega sektorja in dolžniška kriza na eni strani ter tehnološke spremembe in proces deregulacije, ki sta omogočila vpeljavo konkurence tudi v infrastrukturne dejavnosti, na drugi strani, so pripeljali do intenzivnega procesa privatizacije in razvoja še drugih oblik zasebne udeležbe pri zagotavljanju infrastrukturnih dobrin in storitev. Tehnološke spremembe so odprle nove možnosti v skoraj vseh sektorjih, predvsem na področju telekomunikacij in energetike. Države so se trudile zmanjšati prekomeren obseg javnega sektorja, svetovna liberalizacija trgov in izkušnje razvitih držav z različnimi oblikami zasebne udeležbe v infrastrukturni dejavnosti pa so le še potrdile, da vse manj teh dejavnosti potrebuje državno intervencijo. Države so se počasi umikale s področja izgradnje in upravljanja infrastrukturnih objektov in prevzele predvsem vlogo regulatorja. Za razvoj takšnega trenda je na drugi strani potrebna pripravljenost podjetij za sodelovanje pri zagotavljanju infrastrukturnih dobrin in storitev ter pri njihovem financiranju, kar posledično pomeni tudi prevzemanje tveganj. Velika mednarodna podjetja so v takratnem položaju iskala nove možnosti investiranja, saj je bila rast potreb po investiranju v razvitih državah skromna, konkurenca med investitorji pa vedno večja. Ta podjetja so zato iskala nove možnosti visoko donosnih investicij v infrastrukturnih dejavnostih svojih držav, držav v razvoju in v tranziciji.

Pri infrastrukturi⁵ moramo razlikovati med pojmom infrastrukturni objekt in infrastrukturna dejavnost. Infrastruktura je splošno ime za materializirane pogoje

5 Beseda infrastruktura je latinska sestavljenka: *infra* pomeni spodaj, pod zemljo, nizko; *struktura* pa spajanje, zidanje, zgradbo itn. Že sam izvor besede kaže, da pomeni ta izraz določen sistem prizemnih napeljav, ki povezujejo gospodarske enote v bolj ali manj usklajen sistem (Gorišek, 1970).

Enotno definicijo, kaj je infrastruktura, bi težko našli. Edina značilnost, glede katere se strinjajo vsi avtorji, je ta, da omogoča in pospešuje hitrejšo gospodarsko rast države ter višjo življenjsko raven prebivalstva.

Svetovna banka, ekonomsko infrastrukturo opredeljuje na:

- javne objekte, kot so ceste in večji jezovi ter kanali za namakanje in izsuševanje;
- javnostoritvene panoge: energetika, telekomunikacije, plinsko gospodarstvo, preskrba s pitno vodo in odstranjevanje odplak (komunala) ter odvoz smeti;
- ostale transportne sektorje, kot so železnice, cestni transport, pristanišča in vodne poti ter letališča.

razvoja, ki združujejo elemente tehničnih sistemov, nujne za napredek gospodarjenja in dinamiko razvoja gospodarstva. V infrastrukturo sodijo tudi vsi tisti objekti, katerih graditev vpliva na civilizacijo prostora in napredek materialne vsebine urbaniziranega življenja. Kot dejavnik razvoja ima infrastruktura tele značilnosti (Piha, 1973, 385):

- zahteva velike naložbe,
- naložbe se ne morejo hitro amortizirati glede na to, da se zmogljivosti dimenzionirajo po dolgoročnih potrebah,
- naložbe posredno povečujejo materialno proizvodnjo,
- zmogljivosti se praviloma povečujejo in rekonstruirajo prej, kot so v celoti izrabljene,
- infrastruktura ima dolgo življenjsko dobo, zato jo je treba večkrat posodabljeti,
- razvoj infrastrukture je skokovit.

Infrastrukturalna dejavnost se po mnenju slovenskih avtorjev pojmuje zelo različno. Mrak (Mrak 1998, 11) meni, da naj bi definicija gospodarske infrastrukture zajemala tri sektorje dejavnosti: energetiko, transport in komunikacije, komunalno infrastrukturo. Sektorji gospodarske infrastrukture zagotavljajo storitve, ki so ključnega pomena za razvoj gospodarstva kot celote, in to tako preko povečanja obsega in izbora razpoložljivih storitev, kakor tudi preko njihove geografske porazdeljenosti. Učinkovito, zanesljivo in k potrošniku usmerjeno delovanje teh sektorjev je torej eden od temeljnih pogojev, ki zagotavljajo doseganje visoke in stabilne gospodarske rasti države ter ohranjanje oziroma izboljšanje njene mednarodne konkurenčnosti. Infrastruktura sodi med najpomembnejše dejavnike gospodarskega razvoja dežele. Razvitost infrastrukturnih dejavnosti določa uspešnost dežele pri razvoju in diverzifikaciji proizvodnje, širitvi trga in krepitvi mednarodnih povezav, zmanjševanju revščine, izboljševanju ekoloških razmer in z njimi kakovosti življenja ljudi. Razlika med razvitimi in nerazvitimi državami je najvidnejša v sestavi infrastrukture, predvsem v razvitosti transportne in telekomunikacijske infrastrukture. Ločimo:

- temeljno ali gospodarsko infrastrukturo, kot so cestne in železniške prometnice, sredstva za prenos in transformacijo električne energije, plinov in goriva, sistemi za prenos informacij;
- družbeno ali pomožno infrastrukturo, ki obsega objekte za izboljšanje sestave naselja in mesta (stanovanjski prostori, instalacije in sistemi za oskrbo z vodo in kanalizacijo, objekti zdravstva, izobraževanja, športa ipd.).

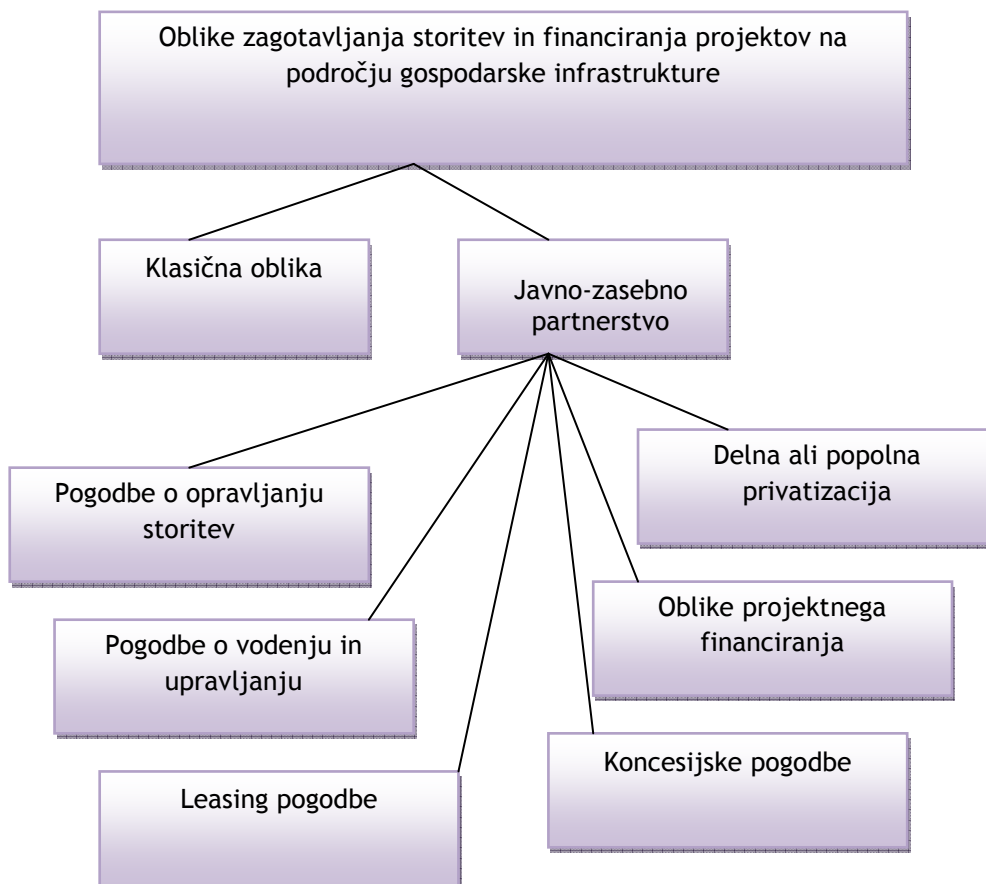
Zaradi značilnosti infrastrukture kot so uveljavljanje te dejavnosti na omejenem ali povsem monopolnem trgu, nedeljivost ponudbe, zelo visoke naložbe, težka merljivost in dolgoročnost zunanjih učinkov ter malo možnosti za alternativno uporabo, to pomeni, da je kapital, vložen v infrastrukturo, nepovratno izgubljen za druge namene, mora pri graditvi, upravljanju in njenem vzdrževanju sodelovati država, saj je na tem področju

nujno enotno ukrepati. Infrastrukturni objekti sodijo med osnovna sredstva. Pri konkretnem opredeljevanju nastane težava, katera osnovna sredstva podjetja uvrstiti med infrastrukturne objekte, katera pa med sredstva, ki so potrebna za opravljanje dejavnosti in niso »družbeno akumuliran kapital« (Hrovatin, 1997, 95). Stvari iz osnovnih sredstev so tista poslovna sredstva, katerih doba koristnosti je daljša od enega leta, pomenijo večje vrednosti in se pri uporabljanju postopoma (le delno) izrabljajo.

Po zakonu (Zakon o gospodarskih javnih službah, 1998) uvrščamo med infrastrukturne objekte vse objekte, naprave, omrežja ter mobilna in druga sredstva, ki so lastnina Republike Slovenije ali posamezne občine in so v skladu s predpisi namenjena izvajanju javnih gospodarskih služb. Prav tako štejemo mednje tudi vse objekte, ki so se financirali iz sredstev prispevkov ali povračil, iz sredstev samoprispevkov ali sredstev, ki so se obvezno združevala na podlagi zakona, samoupravnega sporazuma ali drugega samoupravnega splošnega akta (sredstva solidarnosti in vzajemnosti). Med infrastrukturne objekte štejemo tudi vsa tista sredstva, ki so bila neodplačno prenesena v podjetja ali organizacije za izvajanje dejavnosti gospodarske javne službe.

Naloga vsake države je določiti tiste infrastrukturne dejavnosti, ki delujejo učinkoviteje pod konkurenčnimi tržnimi pogoji brez državne regulacije, in tiste, ki imajo monopolno obliko in za katere je državna regulacija nujno potrebna. Znotraj tega izbora imajo države na voljo več možnih oblik javnega in zasebnega zagotavljanja infrastrukturnih storitev, ki so prikazane na spodnji sliki.

Slika 1: Oblike zagotavljanja storitev in financiranja projektov na področju gospodarske infrastrukture



Vir: lasten

2.2.1 Klasična oblika zagotavljanja storitev in financiranja investicij v javno infrastrukturo

Pri klasični obliki zagotavljanja infrastrukturnih dobrin in storitev je celotna odgovornost v rokah države oziroma javnega sektorja. Javni sektor je odgovoren za vodenje in upravljanje infrastrukturnih dejavnosti ter za zagotavljanje finančnih sredstev. Država je odgovorna za vzdrževanje obstoječih infrastrukturnih objektov ter za načrtovanje in izbor novih projektov. Odločitve o porazdelitvi finančnih sredstev med različne infrastrukturne dejavnosti, kot tudi med različne sektorje gospodarstva, morajo temeljiti na predhodno določenih ciljih države. V povprečju je polovica državnih investicijskih sredstev namenjena infrastrukturnim dejavnostim. Finančna sredstva si država zagotovi z lastnimi prihodki ali pa z najemanjem posojil. Lastne tekoče prihodke države predstavljajo pobrani davki, prihodki od zagotavljanja državnih storitev, državne takse, neto dobiček podjetij javnega sektorja, prihodki od prodaje državnega premoženja in prihodki od obresti (Fox, 1994, 42).

Državno zadolževanje predstavlja drugi vir klasičnega načina financiranja infrastrukture. Finančna sredstva si država sposodi pri domačih zasebnih virih, in sicer z izdajo obveznic, z najemanjem posojil pri komercialnih bankah ali individualnih varčevalcih in pri pokojninskih skladih. Država ima običajno omejene možnosti najemanja posojil pri domačih finančnih virih, saj ni na voljo dovolj sredstev in se zato večkrat nasloni na tuje vire, tako bilateralne kot tudi multilateralne. Za vsa posojila država daje svoje jamstvo in zato je tudi sama v celoti dolžna prevzeti tveganja. Država ima vedno najvišji kreditni rating glede na vse ostale ekonomske subjekte v državi. To dejstvo predstavlja pomembno prednost klasičnega načina financiranja infrastrukture, saj država zato pridobi finančna sredstva v tujini po nižji obrestni meri kot na primer zasebna podjetja te države. S tega vidika so stroški financiranja nižji, vendar pa ta prednost lahko prinaša težave. Cenejše posojilo, ki je dano državi, mora biti tehtano z možnimi neučinkovitostmi pri prehodu sredstev skozi državne roke zaradi finančne nediscipline. Izkušnje v svetu, kjer prevladuje javno lastništvo nad infrastrukturnim sektorjem in tudi državno upravljanje infrastrukturnih storitev, kažejo, da je učinkovitost pri zagotavljanju infrastrukturnih storitev večja, kadar javne organizacije delujejo v konkurenčnih razmerah s čim manjšo državno regulacijo. Konkurenca zasebnih podjetij namreč povečuje učinkovitost poslovanja javnih podjetij.

2.3 Možne oblike partnerstva med javnim in privatnim sektorjem

Število oblik sodelovanja javnega in zasebnega partnerstva se povečuje zaradi iskanja ustreznega načina zadovoljevanja potreb javnega sektorja in prilagajanja tem potrebam. Med seboj se razlikujejo glede na stopnjo vključitve zasebnega sektorja, tveganje zasebnega in javnega sektorja, avtonomijo in odgovornost zasebnega sektorja, potreben obseg kapitala, trajanje pogodbe, pogodbeno razmerje s potrošniki (Idelovitch, Ringskog, 1995, 13). Odločitev države o najprimernejši obliki zagotavljanja infrastrukturnih storitev in financiranja infrastrukturnih dejavnosti temelji na osnovnih ekonomskih, institucionalnih in socialnih značilnostih posamezne države ter značilnostih posamezne infrastrukturne dejavnosti. Posamezne oblike vključevanja zasebnega sektorja v infrastrukturne dejavnosti lahko razdelimo v dve skupini (Finnerty, 1996):

1. V prvo skupino sodijo različne oblike soupravljanja javne infrastrukture, kjer lastninske pravice nad infrastrukturnim objektom ostanejo v lasti javnega sektorja, medtem ko zasebni sektor prevzame posamezne upravljavske funkcije. Mednje pa prištevamo pogodbe o izvajanju storitev, pogodbe o vodenju in upravljanju javne infrastrukture, leasing pogodbe in koncesijske pogodbe.

2. V drugo skupino pa sodijo različne oblike zasebnega opravljanja javne dejavnosti, kjer lastninske pravice nad javno infrastrukturo začasno ali trajno preidejo na zasebni sektor, ki je prav tako odgovoren za upravljanje in financiranje te infrastrukture. Sem spadajo različne oblike projektnega financiranja ter delna in popolna privatizacija.

V nadaljevanju bodo predstavljene osnovne značilnosti oblik partnerstva javnega in privatnega sektorja pri zagotavljanju infrastrukturnih storitev in pri financiranju investicij v infrastrukturne objekte, ki jih ponazarjamo v spodnji tabeli.

Tabela 1: pomembnejše oblike sodelovanja med javnim in zasebnim sektorjem

Oblika sodelovanja		Nosilec lastninskih pravic	Upravljavec	Odgovornost za kapitalске investicije	Trajanje
Oblike soupravljanja javne infrastrukture	Pogodbe o opravljanju storitev	Javni sektor	Javni/zasebni sektor	Javni sektor	1-2 leti
	Pogodbe za vodenje in upravljanje	Javni sektor	Zasebni sektor	Javni sektor	3-5 let
	Leasing pogodbe	Javni sektor	Zasebni sektor	Javni sektor	8-15 let
	Koncesijske pogodbe	Javni sektor	Zasebni sektor	Zasebni sektor	25-30 let
Oblike zasebnega opravljanja javne dejavnosti	Projektno financiranje	Javni/zasebni sektor	Zasebni sektor	Zasebni sektor	20-30 let
	Privatizacija	Delna privatizacija	Zasebni sektor	Zasebni sektor	neomejeno
		Popolna privatizacija	Zasebni sektor	Zasebni sektor	Zasebni sektor

Vir: Idelovitch, Ringskog, 1995, 22.

Iz tabele je razvidno, da se različne oblike vključevanja privatnega sektorja v zagotavljanje storitev in / ali financiranje investicij med seboj ločijo po tem, kako so medsebojno razdeljene odgovornosti javnega in privatnega sektorja glede na lastništvo nad premoženjem, upravljanje in vzdrževanje, odgovornostjo kapitalskih investicij in trajanje. V praksi se zelo pogosto dogaja, da so konkretni modeli kombinacija dveh ali celo več oblik partnerstva med obema sektorjema.

2.3.1 Pogodba o opravljanju storitev

Gre za najbolj preprosto obliko udeležbe privatnega sektorja pri zagotavljanju infrastrukturnih storitev, pri kateri javni sektor obdrži odgovornost za vodenje in upravljanje infrastrukturne dejavnosti, razen za zagotavljanje omejenega, točno določenega obsega vnaprej določenih storitev. Javni sektor še naprej v celoti zagotavlja finančna sredstva potrebna za investicije in obratni kapital ter nosi vsa tveganja poslovanja, medtem ko je odgovornost privatnega sektorja omejena le na učinkovito zagotavljanje s pogodbo določenih storitev. Ta tip pogodb, ki so običajno sklenjene za obdobje enega do dveh let in so pogosto obnovljive, je največkrat namenjen dejavnostim kakršne so npr. vzdrževanje infrastrukturnih objektov, nujna popravila,

zbiranje plačil in pomožne storitve (gostinske in ostale usluge). Prednost pogodb za opravljanje storitev s stališča javnega sektorja je v tem, da le-temu ni potrebno imeti svojih ljudi za opravljanje teh storitev oziroma, da je plačilo teh storitev odvisno od njihove kvalitete in javni sektor (občina) tako zagotovi nižjo ceno za storitev, ki je običajno kvalitetnejša. Kot glavni argument za pogodbene oddaje lahko navedemo preseganje problema ekonomije obsega⁶.

2.3.2 Pogodba o vodenju in upravljanju⁷

Pogodbe o vodenju in upravljanju so druga oblika soupravljaljskih pogodb. S tovrstnimi pogodbami, ki so bolj kompleksne, kot pogodbe o opravljanju storitev, javni sektor prenese odgovornost za vodenje in upravljanje infrastrukturnega objekta v roke privatnega sektorja. To daje privatnemu sektorju svobodo pri sprejemanju odločitev o vodenju objekta brez prevzemanja komercialnih rizikov objekta. Pri tem tipu pravne pogodbe privatni sektor nima neposrednega kontakta s potrošnikom infrastrukturne storitve, saj vedno deluje samo v imenu javnega sektorja. To pomeni, da le-ta tudi ostaja odgovoren za storitve, ki jih zagotavlja infrastrukturni objekt, kakor tudi za zagotavljanje sredstev potrebnih za investicije in obratni kapital. Plačila, ki jih dobi privatni sektor po pogodbi za vodenje in upravljanje, so običajno odvisna od določenih fizičnih parametrov, kot je na primer izboljšana učinkovitost proizvodnje. Glede na to, da ta vrsta pogodb ne zahteva od privatnega sektorja večjih investicij, je njihovo trajanje običajno med tremi in petimi leti, pogosto pa se uporabljajo tudi kot uvodna faza za druge, bolj intenzivne oblike sodelovanja javnega in privatnega sektorja pri zagotavljanju infrastrukturnih storitev. V takšnih primerih je osnovni namen pogodb o vodenju in upravljanju vzpostaviti stanje, ki bo omogočalo bolj intenzivno obliko vključitve privatnega sektorja v zagotavljanje infrastrukturne storitve. V tem primeru država pooblasti zasebnika za upravljanje in izvajanje javne službe, oziroma infrastrukturnega objekta. Zasebnika plačuje za upravljanje. Vsi tekoči stroški upravljanja in sredstva za investicije se pokrivajo iz proračuna. Prihodki iz dejavnosti so prihodek proračuna (Hrovatin, 1997, 102).

Tudi pri tej obliki partnerstva med javnim in privatnim sektorjem veliko večino tveganj nosi javni sektor. Zasebno podjetje je svobodno pri sprejemanju odločitev o vodenju in upravljanju, javni sektor pa ostane odgovoren za kvaliteto in količino storitev, financiranje novih investicij, zagotavljanje obratnega kapitala, določitev prave cene in večino tržnih tveganj. Največji vir tveganja, ki ga te pogodbe ne rešujejo, so cene, ki navadno niso usklajene z dejanskimi stroški.

6 Posamezno storitev (tudi za majhno občino) opravlja podjetje, ki posluje širše v več občinah. Tako svoje stroške in cene lažje maksimizira in dosega pozitivne učinke ekonomije obsega.

7 Nekateri avtorji uporabljajo za to obliko partnerstva med javnim in zasebnim sektorjem tudi naziv pogodba o upravljanju.

Za učinkovito izvedbo pogodbe o upravljanju morata biti izpolnjena dva pogoja (Kerf, 1996,10):

- Zasebno podjetje mora imeti dovolj podjetniške svobode za izvedbo potrebnih reform, kar vključuje tudi možnost najemanja in odpuščanja delovne sile in krčenje nepotrebnih stroškov.
- Pogodbe morajo vključevati spodbujevalne mehanizme, saj se preko mehanizma fleksibilnega plačila upravljavcem dosegajo boljši rezultati. Fleksibilno plačevanje se lahko doseže tudi preko mehanizma delitve dobička (ang. profit sharing).

Ker je del pristojnosti in del tveganj že prenesen na zasebni sektor, je potrebna delna regulacija in kontrola. Stroški regulacije ne smejo presežati povečanih dobrot iz večje učinkovitosti. Politična zaveza vlade je manj pomembna kot pri drugih oblikah. Pri takšnem pogodbenem odnosu se že razkrije veliko neučinkovitosti posameznega projekta. Pridobitev potrebnih informacij o neučinkovitostih je dobra podlaga za nadaljnje poglobljanje vključevanja zasebnega sektorja.

2.3.3 Leasing pogodba⁸

Te pogodbe dajejo privatnemu sektorju pravico do najema določenih infrastrukturnih objektov, ki so v lasti javnega sektorja. V tem primeru je privatno podjetje odgovorno za upravljanje, vzdrževanje in vodenje poslovanja infrastrukturnega objekta za določeno obdobje, ki je običajno med petimi in desetimi leti, v posameznih primerih pa je celo daljše od petnajstih let. Javni sektor, ki ostaja lastnik objekta, mora zagotoviti finančna sredstva potrebna za nove investicije, investicijsko vzdrževanje ter servisiranje dolga, medtem ko privatno podjetje pokriva stroške tekočega poslovanja. Dohodek najemnika je odvisen od razlike med ustvarjenimi prihodki (pogodba mu daje izključno pravico do prihodkov ustvarjenih z zaračunavanjem storitev po pogodbeno določeni ceni) ter celotnimi stroški poslovanja (slednji zajemajo tudi stroške najema - lease fee). Za doseganje najugodnejšega dohodkovnega rezultata najemnik stremi k čim bolj učinkovitemu in uspešnemu poslovanju, kar pomeni, da takšna oblika pogodbe vzpodbuja k večji učinkovitosti infrastrukturne dejavnosti. Ravno zato prihaja do problema kontrole kvalitete, ki jo lahko najemnik zanemari zaradi doseganja čim večjih dobičkov. Tveganja novih investicij (izgradnje nove infrastrukture) in vsa ostala povezana tveganja (cenovno tveganje) nosi javni sektor. Cene morajo biti določene najmanj v takšni višini, da pokrivajo stroške tekočega poslovanja. Najemnik nosi večino tržnih tveganj iz tekočega poslovanja, ne pa tveganja iz naslova novih investicij, investicijskega vzdrževanja in servisiranja dolga⁹. Takšna delitev mnogokrat pripelje do problema investicijskih odločitev, ki niso dovolj koordinirane s prihodki projekta. Iz

⁸ Drugi naziv za pogodbe tega tipa je pogodba o najemu. Značilnost leasing razmerje je, da »investitor - uporabnik« dejansko ne kupi izdelka (infrastrukturnega omrežja), pač pa kupi njegovo uporabo s plačilom najemnine dajalcu leasinga, ki je pravni lastnik. Pri tem uporabniku ni treba angažirati niti lastnih niti zunanjih virov sredstev, kot bi to sicer moral storiti v primeru nakupa ali vračanja uporabljenega kapitala (Gerbec, Košir, 1999, 32).

⁹ Prav zaradi te lastnosti je leasing bolj primerna oblika za že izgrajene infrastrukturne objekte, ki imajo veliko rezerve v neučinkovitem upravljanju. Pri novih investicijah je največkrat uporabljena bodisi koncesijska pogodba ali pogodba »tipa B«.

našteti razlogov je najem primerna oblika predvsem v infrastrukturnih dejavnostih, kjer večje investicije niso potrebne, potrebno pa je izboljšati učinkovitost pri upravljanju. Čisti leasing se v praksi uporablja vedno manj, ker ga izpodrivajo druge inovativnejše oblike, kot so pogodbe »tipa B«¹⁰.

2.3.4 Koncesijska pogodba

Koncesijo¹¹ lahko opredelimo kot pravico opravljanja neke dejavnosti, vezane na oblastveno dovoljenje, ki ga na predpisan način in v predpisani obliki da država ali lokalna skupnost, oziroma od njiju pooblaščen organ, praviloma vedno osebi civilnega prava (pravni ali fizični osebi). V pravnem smislu je koncesija pooblastilo. Kot piše Virant (1998) gre za privatizacijo nad internim, s katero se prenese izvajanje javnih gospodarskih ali negospodarskih služb na osebo zasebnega prava, dejavnost pa kljub prenosu pravice za izvajanje ohrani lastnosti in status javne službe. Koncesije pomenijo javno financiranje zasebnih izvajalcev in so najpogostejši instrument privatizacije (Rus 2001). Tako postane s sklenitvijo koncesijske pogodbe privatno podjetje oziroma koncesionar¹² v celoti odgovorno za zagotavljanje določenih infrastrukturnih storitev, vključno z upravljanjem, vzdrževanjem, vodenjem in tudi investiranjem v nove kapacitete. Dajalca pooblastila pa se označuje s pojmom koncedent¹³. V tej obliki sodelovanja med javnim in privatnim sektorjem osnovna sredstva objekta še vedno ostanejo v lasti javnega sektorja medtem ko koncesionar dobi ekskluzivno pravico do razpolaganja z njimi v času koncesijskega obdobja. Koncesije so običajno dane za obdobje med dvajsetimi in tridesetimi leti, odvisno od velikosti dodatnega investiranja oziroma časa, ki je potreben za povrnitev investicije. Osnovna prednost koncesije s stališča javnega sektorja je v tem, da kombinira odgovornost privatnega sektorja za vodenje in upravljanje infrastrukturnega objekta z njegovo odgovornostjo za investiranje. Na ta način bi se naj zagotovile kvalitetnejše odločitve o novih investicijah, saj bodo posledice teh odločitev neposredno prizadele uspešnost poslovanja koncesionarja.

Ker se lastništvo nad sredstvi ne spreminja in ostane javno, je koncesija primerna za države, ki imajo zakonodajo, ki preprečuje zasebno lastništvo v infrastrukturi ali pa je le to politično izredno sporno.

10 V termin pogodbe »tipa B« je B okrajšava za Build, saj dejansko gre za pogodbe, katerih skupna značilnost je izgradnja novih objektov. Najbolj pogosta oblika pogodbe »tipa B« je BOT oblika projektnega financiranja, ki bo podrobneje predstavljena v nadaljevanju.

11 Concessio: dovoljenje, popust, kar nekdo komu da, odstopi, koristi, ugodnosti; v SSKJ je opredeljena, kot dokument, javna listina zlasti za opravljanje neke dejavnosti (SSKJ II, 1995, 196).

12 Koncesionar je oseba zasebnega prava. Po slovenski pravni ureditvi je lahko ta pravna ali fizična, domača ali tuja oseba.

13 V vlogi koncedenta lahko nastopajo država ali lokalne skupnosti, izjemoma pa tudi druge osebe javnega prava (podobno kot v primeru francoskega in italijanskega prava). Slovenska pravna ureditev določa, da je v koncesijskem razmerju eden izmed udeležencev vedno država oziroma lokalna skupnost, ki je dolžna zagotavljati opravljanje dejavnosti, ki je predmet koncesije (Čebulj, 1996).

Koncesija je ekonomsko primeren instrument v pogojih naravnih monopolov, ko ni smiselna konkurenca znotraj dejavnosti, ampak je primernejša konkurenca med ponudniki za pridobitev koncesije - konkurenca za vstop na trg (Dnes, 1996,17). V grobem lahko koncesije razdelimo na dve skupini:

- koncesija za izvajanje neke dejavnosti;
- koncesija za uporabo, izkoriščanje ali drugo posebno pravico na naravnem viru, na javnem dobrem ali stvarih v javni lasti.

Problem je v tem, da se ti dve skupini koncesij v dejanskem izvajanju med seboj prepletata in je pogosto v okviru ene dejavnosti treba pridobiti obe vrsti koncesije. Zato raznolikost pravnega urejanja (ti koncesiji sta urejeni ločeno) vsekakor napeljuje na razmislek o skupni pravni ureditvi koncesij. Tveganja so v veliki meri prenesena na koncesionarja. Stalna sredstva ostanejo v lasti javnega sektorja, koncesionar pa ima pravico do razpolaganja z njimi v času koncesijskega obdobja (Mrak, 1998, 4). Koncesionar nosi tako tveganja iz tekočega poslovanja kot tudi investicijska tveganja. Velik problem koncesij je pomanjkanje zadostnih spodbud za vzdrževanje in povečanje zmogljivosti, saj koncesionar nima jamstva, da se mu bo koncesija ob izteku podaljšala. Porazdelitev in način obvladovanja tveganj opredelita koncesionar in koncedent v koncesijski pogodbi, ki je temeljni akt tudi pri projektne financiranju.

Koncesijski akt in koncesijska pogodba

Koncesije se podeljujejo bodisi z upravnim aktom, bodisi s pogodbami. Ima formalni in materialni vidik. Formalni vidik koncesije se odraža v aktu, ki je podlaga za podelitev in opravljanje koncesionirane javne službe in se včasih uporablja kot zbirni pojem za koncesijski akt in koncesijsko pogodbo, ker se le-ta v nekaterih pravnih ureditvah prepletata in nista ločena. Koncesijski akt se nanaša na ustanovitev koncesije in določitev pogojev za izvajanje. Je enostranski akt države, oblastne in javnopravne narave. Koncesijski akt je tisti sestavni del koncesijskega razmerja, ki neposredno ureja javni interes v konkretnem koncesijskem razmerju. Koncesijska pogodba pa ureja razmerja med državo (ali lokalno skupnostjo) kot koncedentom in osebo zasebnega prava kot koncesionarja. Materialni vidik koncesije pa se odraža v vsebini koncesije, ki jo opravlja koncesionar (Čebulj 1991). Kot piše Virant (1998), se koncedent odloči za podelitev koncesije, ker oceni, da bo v razmerah konkurence za vstop na trg v fazi izbire mogoče zagotoviti učinkovitejšo in kvalitetnejšo izvajanje javne službe kot v primeru javnega podjetja, javnega zavoda ali režije. Država ali lokalna skupnost morata v procesu podeljevanja koncesije najprej izdati akt o načinu izvajanja javne službe, temu pa sledi koncesijski akt, ki predstavlja uredbo -Vlade ali odlok občine. Z njim se določi predmet in pogoje za izvajanje koncesije. Koncesijski akt vsebuje dejavnost ali zadeve, ki so predmet gospodarske javne službe, območje izvajanja gospodarske javne službe, uporabnike ter razmerja do uporabnikov, pogoje, ki jih mora izpolnjevati koncesionar, morebitna javna pooblastila koncesionarju (če je to možno po zakonu), splošne pogoje za izvajanje gospodarske javne službe in vrsto in obseg monopola ali način njegovega preprečevanja ter začetek in čas trajanja koncesije, vire financiranja

gospodarske javne službe, nadzor nad izvajanjem gospodarske javne službe, organ, ki opravi izbor koncesionarja in druge sestavine potrebne za določitev in izvajanje gospodarske javne službe. Koncesijsko pogodbo bi lahko označili kot pravni akt sui generis. Ima namreč posebno pravno naravo, ki nikakor ni zgolj pogodba obligacijskega prava. V koncesijskem razmerju koncedent namreč ne nastopa zgolj kot pogodbeni stranka, pač pa tudi kot oblast. Prav dvojna narava koncesijske pogodbe, da je na eni strani obligacijsko, torej zasebno pravno razmerje, na drugi strani pa razmerje oblasti, torej upravno-pravno razmerje, je jedro celotne problematike koncesijske pogodbe. Gramatikalno se sestoji iz dveh besed; besede »koncesijska«, ki je izraz upravnega režima in besede »pogodba«, ki je izraz civilnega režima instituta.

Akt podelitve koncesije (odločbe) ima naravo upravnega akta; če se koncesija podeli s sklenitvijo pogodbe, potem mora tudi iz tega razloga imeti koncesijska pogodba upravno - pravno naravo. Predpostavka za pridobitev pravic in dolžnosti koncesionarja, je sklenitev koncesijske pogodbe. Koncesijska pogodba se sklene z namenom ureditve medsebojnih pravic in obveznosti, a tak akt ni predpostavka vseh koncesijskih razmerij. Ponekod imajo koncesija značaj enostranskih aktov pri drugih pa je pogodbeni narava diskutabilna. Z upravo odločbe se praviloma zgolj odloči o izbiri koncesionarja, izbrana oseba pa pridobi pravice in obveznosti koncesionarja šele s podpisom koncesijske pogodbe, kajti šele takrat postane nosilec pravic in obveznosti iz koncesijskega razmerja. Koncesijska pogodba je konstitutivni element obstoja koncesijskega razmerja. Glede na navedeno gre ponoviti, da odločba o izbiri koncesionarja ni izjava koncedenta, da sprejme neko določeno ponudbo, pač pa javnopravni akt, s katerim je opravljena izbira osebe, ki se pripravlja na razpis in ki se lahko kot koncesionar pogaja o sklenitvi koncesijske pogodbe s koncedentom. To praviloma velja tudi, če se z odločbo koncesija podeli, v kolikor je sklenitev koncesijske pogodbe za koncesijsko razmerje konstitutivne narave.

2.4 Projektno financiranje

Projektno financiranje (angl. project financing) predstavlja izven bilančno obliko zagotavljanja srednje in dolgoročnega kapitala za financiranje kapitalno intenzivnih infrastrukturnih projektov, ki zahteva oblikovanje takšne kapitalske strukture, da bodo sredstva in denarni tok iz projekta zadostovali za poplačilo vseh obveznosti do virov sredstev (Finnerty, 1996, Mrak, 2005). Ker predstavlja denarni tok zaradi omejitve lastninskih pravic nad objektom nizke ali visoke gradnje, (ki je izid koncesijskega razmerja), najpomembnejše jamstvo za poplačilo vseh obveznosti do virov sredstev, dajejo posojilodajalci pri ugotavljanju kreditne sposobnosti koncesionarja prednost tistim infrastrukturnim projektom, ki omogočajo napoved prihodnjih denarnih tokov z večjo gotovostjo, pri tem pa jih boniteta sponzorjev projekta ne zanima (razen tedaj, ko bi za obveznosti koncesionarja jamčili z vsem svojim premoženjem).

Kot navajajo nekateri avtorji, se projektno in podjetniško financiranje med seboj precej razlikujeta. Medtem ko je za projektno financiranje značilno, da se servisiranje obveznosti do virov sredstev zagotavlja iz sredstev in denarnega toka projekta, se v

primeru podjetniškega ali bilančnega financiranja le-to zagotavlja iz sredstev in denarnega toka podjetja in ne le posameznega investicijskega projekta. To pa ne bi veljalo, kadar bi za namen izvedbe investicijskega projekta ustanovili posebno podjetje. Tedaj bi bila vrednost pripoznanih sredstev in obveznosti do virov sredstev enaka, tako za podjetje kot pogodbeno izločeni infrastrukturni projekt. Pri ugotavljanju ekonomske sprejemljivosti izvedbe infrastrukturnega projekta, se bodo potencialni investitorji zanj odločili predvsem na osnovi izračuna, ali bo projekt na dolgi rok izkazoval pozitivni čisti denarni tok. V kolikor to ne bi bilo zagotovljeno, bi morala donosnost izvedbe ali izvedbo projekta zagotoviti lokalna skupnost, saj bi ostal projekt v nasprotnem primeru neizveden. Ker je za projektno financiranje značilno izvenbilančno pripoznanje sredstev in obveznosti do virov sredstev ter pogojena izločitev investicijskega projekta iz jamstvene sheme potencialnih investitorjev, lahko to obliko financiranja uporabimo le, kadar je možno posamezne infrastrukturne projekte strukturirati v ločene enote in jih s podelitvijo koncesije prenesti v upravljanje zasebnemu koncesionarju (Esty, 1999). Ločimo tri osnovne oblike projektnega financiranja, in sicer:

- projektno financiranje brez pristopa (angl. non-recourse project financing);
- z omejenim pristopom ali omejeno odgovornostjo za plačilo (angl. limited-recourse project financing) in
- s popolnim pristopom ali popolno odgovornostjo za plačilo (angl. full-recourse project financing), ki predstavlja hkrati tudi različico podjetniškega financiranja, saj gre za regresno obliko, pri kateri jamčijo sponzorji projekta za poplačilo obveznosti do virov sredstev z vsem svojim premoženjem. Zato pri tej obliki financiranja ne moremo govoriti o delovanju izvenbilančnega učinka na pripoznanje sredstev in obveznosti do virov sredstev.

V praksi pa ločimo še dve obliki projektnega financiranja, in sicer: (i) projektno financiranje z izločitvijo (t.i. segregacijo) investicijskega projekta v ad hoc ustanovljeno projektno podjetje (angl. Single Purpose Stock Company ali Special Purpose Vehicle) in (ii) projektno financiranje s pogodbeno izločitvijo investicijskega projekta, ki ostane sicer organizacijsko del sponzorja kot pravne osebe, v pogodbah (predvsem posojilnih) pa se določijo omejitve glede pristopa investitorjev do sredstev sponzorja in uredijo druga pravna razmerja (Nevitt, 1980). Ker vstopi pri projektne financiranju oseba zasebnega prava v (z zakonom ali drugim pravnim aktom urejeno) koncesijsko razmerje z osebo javnega prava, lahko le-ta zaradi zaščite javnega interesa omeji pravno sposobnost zasebnega sopogodbjenika glede sklepanja novih koncesijskih pogodb, s čimer prepreči obremenjevanje čistega denarnega toka iz posameznega projekta z obveznostmi iz drugih koncesijskih razmerij (Raven in Myers 2005). Vendar obstajajo tako prednosti kakor slabosti obeh oblik projektnega financiranja. Prednost projektnega financiranja (in uporabe njegovih oblik) predvsem v lažjem dostopu do virov sredstev in

znižanju projektnega tveganja na za investitorje sprejemljivo raven.¹⁴ Zato je s projektnim financiranjem možno izvesti tudi tiste infrastrukturne projekte, ki bi v nasprotnem primeru zasebne investitorje izpostavljali prevelikemu tveganju in zaradi tega ne bi bili uresničeni. Ker je uspešnost izvedbe kapitalno intenzivnih investicijskih projektov najpomembnejše jamstvo za poplačilo vseh obveznosti do virov sredstev, se bodo potencialni zasebni investitorji odločali za izvedbo tistih projektov, za katere bo minimalni obseg letnih prihodkov jamčila lokalna skupnost, medtem ko bodo projekti z večjim tveganjem povpraševanja zanje manj zanimivi. Manjše zanimanje pa bodo pokazali tudi posojilodajalci, ki bodo od koncedenta ali sponzorjev projekta zahtevali dodatna jamstva za poplačilo obveznosti do virov sredstev. Kadar pa to ni mogoče, lahko projektno podjetje njihovo pokritje zavaruje na finančnem trgu, a mora imeti v tem primeru dostop do razvitega finančnega trga (Merna in Njiru 2002). Ena izmed prednosti projektnega financiranja na lokalni ravni je tudi ta, da sta finančna stopnja donosa (angl. financial rate of return) in tveganja najpomembnejša dejavnika pri izračunu kreditne sposobnosti posebnega investicijskega podjetja.

2.4.1 BOT oblika projektnega financiranja

Sodobno obliko BOT modela projektnega financiranja so sredi osemdesetih let preteklega stoletja razvili v Turčiji, ko se je tedanja turška vlada odločila, da bo zaradi pomanjkanja proračunskih sredstev finančno breme izgradnje in obnove javnega energetskega omrežja prenesla na zasebna podjetja, ki bodo v zameno prejela časovno omejeno pravico upravljati in s pomočjo denarnega toka iz trženja novih energetskih zmogljivosti refinancirati stroške njihove izgradnje, preden bodo morala vse lastninske pravice iz investicijskih projektov ponovno prenesti nazaj na državo (Oktal 1998). Ker pa so lahko pri financiranju investicijskih projektov poleg domačih podjetij sodelovala tudi tuja, je opisan model zanimiv tudi zaradi prenosa tehnologije (Merna in Njiru, 2002).

Za BOT model projektnega financiranja, ki se najpogosteje uporablja pri financiranju kapitalno intenzivnih čezmejnih projektov, je zato značilno, da podeli država gostiteljica ali druga javna entiteta zasebnemu projektному podjetju koncesijo za izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture ali drugih zmogljivosti za izvajanje javnih storitev, koncesionar pa se poleg tega s koncesijsko pogodbo zaveže, da bo zagotovil vire financiranja investicijskega projekta in po koncu koncesijskega obdobja brez dodatnih transakcijskih stroškov omogočil prenos vseh lastninskih in drugih pravic iz projekta nazaj na koncedenta.

¹⁴ Pri tem pa potencialni investitorji niso izpostavljeni le zunanjim, temveč tudi notranjim vrstam projektnih tveganj, ki izhajajo iz različnih pogodbenih razmerij. Pogodbeniki lahko imajo različna pričakovanja o kakovosti in stroških izvedbe investicijskega projekta, hkrati pa lahko posedujejo tudi zasebne informacije o pogodbenih spremenljivkah (angl. contractual variables), katerih spremembe lahko ogrozijo izvedbo investicijskega projekta ali vsaj podaljšajo njegovo aktivizacijsko dobo, tj. čas, ki loči povpraševalni in ponudbeni učinek investicij. Zato je obvladovanje projektnih in drugih tveganj ključnega pomena za zmanjšanje izpostavljenosti potencialnih investitorjev tveganju informacijske asimetrije in pogodbenega oportunitizma.

Na ta način lahko prenese država ali druga javna entiteta odgovornost za financiranje, izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture z javnega na zasebni sektor, zasebni pogodbeniki pa prejmejo v zameno možnost, da z doseganjem X-učinkovitosti maksimirajo stopnjo donosa na lastniški kapital, ki je navzgor neomejena in zato najpomembnejši motiv za udeležbo zasebnih investitorjev (Katz in Smith, 2003).

Poleg BOT oblike projektne financiranja se v praksi uporabljajo še številne druge oblike, ki so po svoji osnovni logiki samo izpeljave BOT modela in se od njega bistveno ne razlikujejo. V tabeli so predstavljene nekatere od njih:

Tabela 2: Izvedenke iz BOT oblike projektne financiranja

OBLIKE	GLAVNE ZNAČILNOSTI
BOT, izgradi - upravlja - prenesi (ang. Build - Operate - Transfer)	Zasebno podjetje gradi in je za določen čas tudi lastnik infrastrukturnega objekta. Po poteku s pogodbo definiranega obdobja postane lastnik država.
ROT, obnovi - imej v lasti - upravlja, prenesi (ang. Rehabilitate - Own - Transfer)	Podobno kot pri BOT, le da zasebno podjetje infrastrukture ne gradi na novo, ampak obnavlja že obstoječo infrastrukturo.
BOOT, izgradi - upravlja - bodi lastnik - prenesi, (ang. Build - Own - Operate - Transfer)	Izvedenka, ki vsebuje dodatne specifikacije lastništva, predvsem zaradi posebnih zakonodajnih rešitev za javna podjetja.
BROT, izgradi - najemi - upravlja - prenesi, (ang. Build-Rehabilitate-Own-Transfer)	Zasebno podjetje infrastrukturo izgradi, lastnik postane država, zasebno podjetje infrastrukturo najame in z njo upravlja in jo ob koncu koncesije preda v upravljanje državi.
DBO, razvij - izgradi - upravlja, (ang. Develop - Build - Operate)	Pogodba, ki je primerna za zagotavljanje javnih dobrin, ki se zagotavljajo prvič in za katere še ne obstaja infrastruktura
BOO, izgradi - bodi lastnik - upravlja, (ang. Build - Own - Operate)	Infrastrukturo izgradi zasebno podjetje, ki ob izteku pogodbe ne postane last države. Lahko pa država odkupi sredstva.

Vir: Hrovatin, 1997,102.

2.4.2 Prednosti in slabosti BOT oblike financiranja

Prednosti BOT modela projektnega financiranja

Za državo ali drugo javno entiteto je največja prednost BOT modela v prenosu stroškov in dela projektne tveganj na zasebne pogodbenike, ki prejmejo v zameno možnost, da s stroškovno učinkovito izvedbo in upravljanjem javne infrastrukture dosežejo zahtevano stopnjo donosnosti na vloženi kapital, javni sektor pa lahko z nadzorom upravljanja pri tem doseže, da bo po koncu trajanja koncesijskega obdobja v last in upravljanje prejel dobro vzdrževano infrastrukturo. Nadzor nad upravljanjem infrastrukture je pomemben predvsem zaradi tveganja informacijske asimetrije in moralnega hazarda. Obstaja namreč tveganje, da bi koncesionar povečeval donosnost izvedbe projekta na račun kakovosti in ob koncu koncesijskega obdobja javnemu sektorju predal infrastrukturo z nizko rezidualno vrednostjo. V primeru večjih obnovitvenih investicij v času trajanja koncesijskega obdobja, pa bi lahko ogrozil tudi odplačevanje najetega dolga in povečal verjetnost vnovčitve principalove garancije s strani posojilodajalcev (Menheere in Pollalis, 1996).

S prenosom odgovornosti za financiranje in časovno omejeno upravljanje javne infrastrukture na zasebni sektor, lahko država ali druga javna entiteta zagotovi izgradnjo javne infrastrukture ali izvajanje gospodarske javne službe, čeprav sama ne razpolaga s potrebnimi finančnimi sredstvi ali si jih zaradi visokega deželnega tveganja in drugih omejitev ne more izposoditi. Izhajajoč iz tega, se lahko s pomočjo BOT modela financirajo tudi tisti investicijski projekti, ki v nasprotnem primeru najverjetneje ne bi bili uresničeni, saj bi za koncedenta pomenili preveliko finančno breme, za zasebnega investitorja pa preveliko tveganje. Proračunska sredstva, ki bi bila v nasprotnem primeru potrebna za uresničitev takšnega projekta, pa bi se lahko porabila za druge namene (Katz in Smith, 2003).

Prednost BOT modela projektnega financiranja je tudi v tem, da se lahko kapitalno intenzivni projekti financirajo tedaj, kadar so razmere za zadolževanje na trgu kapitala najbolj ugodne. Uporaba finančnega vzvoda (angl. financial leverage) temelji namreč na načelu, ki pravi, da so stroški financiranja najpomembnejši kriterij za določanje navpične finančne strukture, zato lahko tuj kapital uporabljamo le tedaj, kadar s čistimi denarnimi tokovi pokrijemo obresti za najeta posojila in dosežemo določen donos (Brigham in Gapenski 1996). Učinek finančnega vzvoda, ki pojasnjuje funkcionalno zvezo med donosnostjo lastniškega kapitala in stopnjo zadolževanje, je zato pozitiven tedaj, kadar je stopnja pričakovanega donosa na celotni kapital večja od obrestne mere za najeta posojila.

Prednost BOT modela projektnega financiranja je v prenosu odgovornosti za financiranje izgradnje in upravljanja javne infrastrukture z javnega na zasebni sektor, kar pomeni odmik od klasičnega financiranja javne infrastrukture iz sredstev državnega proračuna in z zadolževanjem države na trgu dolgoročnih obveznosti (trga kapitala). Zato uresničevanje kapitalno intenzivnih investicijskih projektov ne vpliva negativno na

saldo proračuna države ali povečevanje državnega ali državno garantiranega dolga. Vendar pa je to prej izjema kot pravilo, saj nastopa država ali druga javna entiteta zelo pogosto v vlogi garanta. Ker pa predstavljajo osnovo za servisiranje dolga denarni tokovi in sredstva projekta, je posojilodajalcem omogočen dostop do državnega premoženja le pod določenimi pogoji. Zato je najpomembnejše zavarovanje, na katerem temelji zadolževanja v BOT modelu projektnega financiranja pogodbeni pravica koncesionarja do prihodkov, ki jih projekt ustvarja in ki bi naj po oceni posojilodajalcev zadostovali za servisiranje danega dolga. Večja vključenost zasebnega sektorja, ki izhaja iz pripravljenosti zasebnih pogodbenikov k prevzemu dela projektnih tveganj in signalizira potencialnim posojilodajalcem ekonomsko sprejemljivost projekta, vpliva ob dani tehnično-tehnološki opremljenosti dela tudi na izboljšanje tehnične, stroškovne in alokativne učinkovitosti izgradnje, upravljanja in izvajanja javnih storitev (Amos 2004). To je še posebej pomembno za principala, katerega cilj je po koncu koncesijskega obdobja v lastništvo in upravljanje prevzeti dobro vzdrževano infrastrukturo.

BOT oblika projektnega financiranja omogoča tudi zamenjavo cenovne politike v smislu prehoda s sistema cenovne kapice (angl. price-cap regulation) na sistem mark-up metode. Gre za to, da se pri slednji oblikuje takšna cena, ki bo omogočila pokritje vseh obveznosti projekta (vključujoč zahtevano stopnjo donosnosti na lastniški kapital). Ob tem pa obstaja tveganje, da bo koncesionar naletel na odpor uporabnikov, ki ne bodo pripravljeni kriti njegovega donosa. Zato je komunikacija z vsemi ciljnimi skupinami zelo pomembna, saj se s tem izognemo tveganju upora (angl. revolt risk).

Med prednostmi modela lahko omenimo tudi delitev projektnih tveganj med udeleženci projekta (angl. risk sharing). Pri tem pa je pomembno, kot smo zapisali že uvodoma, da vsak prevzame tista tveganja, ki jih je sposoben najbolje obvladovati.

Slabosti BOT modela projektnega financiranja

Ker je podelitev koncesije pomemben akt BOT modela projektnega financiranja, obstaja vselej tveganje, da se bo koncesionar, ki je bil za izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture izbran preko javnega razpisa, pri nadaljnjih pogajanjih, ki potekajo brez konkurence za vstop na trg, izkazal kot manj primeren. Slabost BOT modela izhaja tudi iz nasprotij med cilji javnega sektorja in zasebnih pogodbenikov, ki želijo v nasprotju z javnim sektorjem maksimirati stopnjo donosnosti na lastniški kapital in ne družbenega zadovoljstva. Vendar pa so zagovorniki BOT modela prepričani, da je kljub temu mogoče doseči konsenz (Katz in Smith, 2003). Nihče izmed njih sicer ne trdi, da se bodo zasebni pogodbeniki zavzemali za doseganje družbenih ciljev, saj bi to zanje pomenilo oddaljevanje od doseganja X-učinkovitosti in maksimiranja vrednosti za lastnike. Ker pa je doseganje družbenih ciljev naloga države, lahko predstavlja takšna oblika sodelovanja mehanizem za usklajevanje pričakovanj obeh pogodbenih strani. Naloga javnega sektorja naj bo zato le, da omogoči učinkovito izraba zasebnih sredstev za maksimiranje družbenih koristi investicijskega projekta. In, ker je cilj zasebnih pogodbenikov maksimiranje stopnje donosnosti na lastniški kapital, obstaja tveganje, da se bodo potencialni investitorji med investicijskimi projekti odločali le za tiste, ki jim

prinašajo največje koristi, medtem ko bodo projekti z nižjo stopnjo donosnosti zanje manj zanimivi, četudi so enako ali celo bolj pomembni za izvajanje gospodarske javne službe. Kot piše Pahlman (1996) obstaja zato na trgu investicijskih projektov vedno neka tržno vodena roka, ki usmerja odgovornost za uresničitev donosnih investicijskih projektov na zasebni, nedonosnih pa na javni sektor. Kar pa iz vidika učinkovite porabe javnih sredstev ni nujno slabo, saj nastaja v primeru proračunskega financiranja tržno zanimivih investicijskih projektov oportunitetna izguba blaginje v višini neuresničenih tržno manj zanimivih investicijskih projektov (Idelovitch in Ringskog, 1995).

Investicijski projekti, ki se financirajo s pomočjo BOT modela so po svoji finančni in pravni strukturi bistveno bolj zahtevni in tvegani, kot je to na primer pri klasičnih oblikah financiranja, zaradi česar sta njihova priprava in izvedba pogosto zelo dolgotrajni, transakcijski stroški pa višji. Višji pa so lahko tudi stroški financiranja, kar velja še posebej tedaj, kadar država ali druga javna entiteta ne prevzema nikakršnega jamstva za poplačilo najetega dolga (Mrak, 2005).

Kadar je udeležba javnega sektorja v finančni strukturi projekta previsoka, obstaja tveganje verodostojnosti, da investicijski projekt ni ekonomsko sprejemljiv. Visoka kapitalska udeležba javnega sektorja lahko namreč posojilodajalcem signalizira, da so prihodnji denarni tokovi tvegani in najverjetneje ne bodo zadostovali za poplačilo vseh obveznosti oziroma da brez kapitalske udeležbe javnega sektorja projekta ne bi bilo mogoče finančno zapreti (Merna in Njiru, 2002).

Rees (1998) pa vidi slabost BOT modela projektnega financiranja tudi v dolžini koncesijskega obdobja in pomanjkanju konkurenčnega pritiska na koncesionarja. Koncesija namreč že po svoji naravi ustvarja monopolu podobne tržne razmere in ščiti koncesionarja pred konkurenco, zato sta nadzor in pravna ureditev toliko pomembnejši. Kadar prevzame javni sektor jamstvo za poplačilo obveznosti koncesionarja, ne pa tudi za minimalni obseg prihodkov, govorimo o dvojnem tveganju. Pri projektne financiranju obstajata tveganje, da koncesionar iz denarnega toka in sredstev projekta ne bo mogel poravnati vseh obveznosti in tveganje, da se bo moral javni sektor zaradi vnovčitve dane garancije zadolžiti. Vendar to v danem primeru ni edino tveganje. K investicijskemu projektu, ki ni povsem ekonomsko sprejemljiv ali pri katerem obstaja veliko tveganje povpraševanja, bodo bili potencialni investitorji pripravljene pristopiti le, če bi javni sektor prevzel večji del tveganj. To pa bi lahko vplivalo na zmanjšanje učinkovitosti delovanja zasebnega koncesionarja, ki več ne bi bil motiviran za doseganje X-učinkovitosti in učinkovitosti v menjavi. Zato obstaja vselej tudi tveganje, da investicijski projekti ne bodo nujno bolje vodeni in upravljani kakor v primeru javnega lastništva.

Ker je privatizacija javne infrastrukture v primeru BOT modela projektnega financiranja samo začasna, obstaja tudi nevarnost, da gospodarstvo ne bo pridobilo koristi iz prenosa znanja in tehnologije, saj zasebni pogodbeniki ne bodo bili pripravljene prevzeti visokih stroškov raziskav in razvoja ter s tem tvegati nižjo donosnost naložbe. Med slabosti BOT modela, lahko izpostavimo tudi problem slabih dogovorov, ki izhajajo iz vloge

koncesionarja pri izvedbi investicijskih projektov. Obstaja namreč dvom, da je zasebni pogodbenik, ki je učinkovit v upravljanju, uspešen tudi na področju vodenja, financiranja in izgradnje infrastrukturnih objektov, zato je pri ocenjevanju primernosti koncesionarja smiselno upoštevati tudi ta vidik. Kljub vsemu je BOT model projektnega financiranja za javni sektor običajno najhitrejša, vendar za končne uporabnike javne storitve najdražja oblika realizacije investicije. Jasno je namreč, da bo vlagal zasebni koncesionar lastna sredstva le z namenom doseči zahtevano stopnjo donosa, pri tem pa bo poskušal čim večji del tveganj prevaliti na javni sektor ali druge pogodbenike.

2.4.3 Faze BOT oblike projektnega financiranja

Kot lahko vidimo na Sliki, je možno izvedbo BOT modela projektnega financiranja strukturirati v sedmih zaporednih fazah.

Slika 2: Faze BOT modela projektnega financiranja



Prirejeno po Mraku, 2005.

Identifikacija in izbira sponzorjev projekta

Proces se začne z identifikacijo celotnih naložbenih potreb, ki jih ima država oziroma javni sektor na področju gospodarske infrastrukture v naslednjem srednjeročnem obdobju. Gre za izdelavo kolikor je le mogoče natančnega inventarja infrastrukturnih objektov, katerih izgradnja bo v naslednjih letih potrebna za zadovoljevanje potreb po storitvah infrastrukturnih sektorjev. Naslednja stopnička te faze projektnega ciklusa je definiranje investicijskih prioritet oziroma opredelitev države glede tega, na kakšen način bo financirala izgradnjo posameznih infrastrukturnih objektov. Tu ima država v osnovi na razpolago dve alternativni. Prva je financiranje naložbe v infrastrukturni objekt s pretežnim naslanjanjem na proračunska sredstva in na posredno ali neposredno zadolževanje države, druga alternativa pa je pritegniti v financiranje in izgradnjo projekta privatni sektor, pri čemer je BOT oblika projektnega financiranja ena od možnosti. Dokončna odločitev države oziroma javnega sektorja, da bo določen projekt skušala realizirati s pomočjo BOT oblike projektnega financiranja, je bistveno odvisna od rezultatov tako imenovane preliminarne študije izvedljivosti projekta, ki analizira projekt s finančnega, komercialnega, tehnično-tehnološkega, ekološkega ter socialno-ekonomskega vidika. V takšni študiji se običajno opredelijo velikost projekta, njegova lokacija in osnovni tehnični parametri, implikacije projekta na okolje ter potencialni finančni prilivi projekta. Za izdelavo preliminarne študije o vsestranski izvedljivosti potencialnega BOT projekta so najprimernejše specializirane konsultantske organizacije, pri čemer je eden od ključnih kriterijev za izbor njena nevtralnost, poleg strokovne kompetentnosti seveda. Izkušnje kažejo, da so preliminarne študije izvedljivosti oziroma njihova celovitost in kvaliteta ključnega pomena za vse nadaljnje faze projektnega ciklusa BOT projekta. Potencialni partnerji v projektu, to pa so država gostiteljica, posojilodajalci, vlagatelji privatnega kapitala in mnogi drugi, imajo namreč zelo različne razloge, zaradi katerih so potencialno zainteresirani sodelovati v projektu, za njihovo kvalitetno odločanje o sodelovanju v projektu pa je potrebna kredibilna in vsestransko razumljiva študija njegove izvedljivosti. Iz takšne študije mora bi moralo biti jasno razvidno, pod katerimi pogoji bo projekt dosegel komercialne in razvojne cilje ter generiral zadostne finančne prilive za zadovoljitev interesov investitorjev, posojilojemalcev in lastnikov projekta.

Izbora sponzorjev projekta, to je privatnih podjetij, ki bodo nosilci celotnega procesa financiranja in realizacije BOT projekta je ena od ključnih faz projektnega ciklusa. V tem procesu, ki ga javni sektor (država ali lokalna skupnost) običajno izvede v obliki razpisa za najboljšo ponudbo (competitive bidding), se pričakuje sodelovanje več skupin zainteresiranih sponzorjev združenih v konzorcije.

Kot sestavni del svojih priprav na razpis, konzorcij pripravi še študijo o izvedljivosti projekta (feasibility study), ki je bistveno bolj natančna od študije, katere pripravo je sponzorirala država v prejšnji fazi projektnega ciklusa, to je v fazi identifikacije projekta. Študija o izvedljivosti projekta predstavlja bistveni dejavnik (i) za odločanje sponzorjev projekta o tem, ali naj konzorcij sploh pripravi ponudbo na razpis, in (ii) za animiranje potencialnih posojilodajalcev. Ponudba posameznega konzorcija na razpis

mora namreč vsebovati tako finančno konstrukcijo projekta kakor tudi vsaj načelno pozitivno stališče potencialnih financerjev, to je posojilodajalcev in investitorjev lastniškega kapitala, do predvidene strukture financiranja.

Izkušnje kažejo, da sta transparenten in visoko profesionalno pripravljen proces javnega razpisa in izbire najboljšega ponudnika ključnega pomena za uspeh celotnega projekta. Ta proces, ki mora sicer biti prilagojen stopnji kompleksnosti projekta, je običajno dvostopenjski, pri čemer se v prvi fazi izvrši izbor konzorcijev, ki so vsestransko sposobni realizirati projekt in samo ti konzorciji so povabljeni na razpis, ki tako dejansko predstavlja drugo fazo izbora najboljšega ponudnika.

Slabo pripravljen razpis in/ali ne popolnoma korektno izpeljan postopek lahko po eni strani onemogoči državi gostiteljici doseganje optimalnih ciljev, ki si jih je zastavila s projektom, po drugi strani pa je lahko vir nejasnosti, ki bodo brez dvoma zapletale nadaljnje faze priprave in realizacije projekta, zlasti fazo pogajanj o pogodbeni in finančni strukturi projekta. Izkušeni investitorji upoštevajo kakovost procesa zbiranja in nato ocenjevanja ponudb kot dva pomembna indikatorja izvedljivosti projekta in dejanske privrženosti države za uspeh projekta.

Ustanovitev projektnega podjetja, oblikovanje finančne in pogodbene strukture projekta ter izgradnja objekta

Pri ustanovitvi projektnega podjetja mora konzorcij, ki ga je država izbrala na razpisu, dokončno definirati medsebojne obveznosti svojih članov ter oblikovati strukturo projektnega podjetja. V tej fazi se torej ustanovi projektno podjetje, to je običajno mešano podjetje, katerega večinski delež imajo privatna podjetja zastopana v konzorciju. Ta konzorcij običajno zraven inicialnih članic, ki so pripravile ponudbo na razpis, v tej fazi vključi še dodatne člane s komercialnim interesom za graditev in upravljanje projekta. Manjšinski delež v lastništvu projektnega podjetja ima običajno vlada države gostiteljice in to največkrat posredno, to je preko svoje specializirane državne agencije. Narava projektov, ki se realizirajo po BOT obliki projektnega financiranja, največkrat zahteva angažiranje velikega obsega lastniškega kapitala, tako da obstajajo primeri, ko so se, kot delničarji v projektno podjetje vključili tudi institucionalni investitorji. Ključen element vsakega BOT projekta je oblikovanje pogodbene strukture projekta. Le-to sestavlja niz medsebojno povezanih in usklajenih pogodb med projektnim podjetjem na eni strani ter številnimi drugimi subjekti, ki so na kakršenkoli način vključeni v pripravo, izgradnjo, financiranje in upravljanje projekta, na drugi strani. S temi dokumenti pogodbene stranke dolgoročno definirajo vse svoje medsebojne pravice, obveznosti in rizike. S stališča države gostiteljice je daleč najbolj pomembna *koncesijska pogodba*, ki predstavlja jedro vsake BOT oblike projektnega financiranja. Skleneta jo projektno podjetje oziroma koncesionar in država, z njo pa določita pogoje, pod katerimi bo projekt zgrajen in koriščen, osnovno finančno strukturo projekta ter principe delitve rizikov med državo in sponzorji projekta (privatnim sektorjem). S to pogodbo se torej določijo pravice in obveznosti projektnega podjetja in države gostiteljice pri razvoju in poslovanju projekta. Sponzorjem projekta

pogodba daje pravico in obveznost financiranja, izgradnje in upravljanja projekta za točno določeno obdobje, navadno med 15 in 30 let. Koncesijska pogodba je središče mreže pogodb, ki skupaj definirajo pravno strukturo BOT projekta. Obveznosti in riziki udeležencev projekta so nato natančneje definirane še v celi vrsti drugih pogodb. Med temi so zlasti pomembne *posojilne pogodbe*. To je razumljivo, saj krediti običajno predstavljajo kar med 70 in 90% vseh sredstev potrebnih za financiranje BOT projektov, preostalih 10 do 30% pa so lastniški vložki sponzorjev projekta oziroma delničarjev v projektne podjetju. V nasprotju s tradicionalnimi načini financiranja infrastrukturnih projektov, kjer je kredit dan državi in le-ta tudi da garancijo za njegovo servisiranje, je pri BOT obliki projektnega financiranja kredit dan projektne podjetju oziroma koncesionarju in to brez garancije države (garancijo predstavlja samo predvideni denarni tok projekta ter lastniški kapital projektne podjetja). To pomeni, da posojilodajalec nima brezpogojne garancije za servisiranje dolga in ima samo omejene možnosti ukrepanja v primeru, če projektne podjetje ni v stanju servisirati svojih dolžniških obveznosti. Prav zaradi te omejene garancije, do katere so upravičeni posojilodajalci, je oblikovanje celotnega finančnega paketa običajno zelo kompleksno in dolgotrajno. Niso redki primeri, da BOT projekti propadejo prav v tej fazi projektnega ciklusa. Posojilne pogodbe običajno sklene koncesionar z različnimi tipi posojilodajalcev. Med temi so najbolj pogosto (i) sindikati komercialnih bank, (ii) krediti izvoznih agencij držav iz katerih so posamezni sponzorji projekta, in (iii) mednarodne finančne institucije. V nekaterih primerih, zlasti če gre za velike projekte, so se projektne podjetja odločala tudi za pridobivanje dolžniškega kapitala v obliki izdaje obveznic na mednarodnih finančnih trgih. Poleg koncesijske pogodbe in posojilnih pogodb sestavlja pogodbeno strukturo BOT projekta še cela vrsta drugih pogodb, med katerimi so najbolj običajne *pogodbe* o prodaji in dobavi ter pogodbe o izgradnji, o dobavi opreme ter o vodenju in upravljanju projekta. Po uspešno zaključeni fazi definiranja pogodbene strukture projekta in sklenjenimi vsemi potrebnimi pogodbami za njegovo financiranje, se začne faza izgradnje projekta. Le-ta običajno traja več let, pač v odvisnosti od kompleksnosti projekta, vključuje pa sama gradbena dela ter dobavo in montažo potrebne opreme. Ta faza projektnega ciklusa je zaključena v trenutku, ko projekt uspešno prestane vse potrebne teste glede izpolnjevanja kriterijev določenih tako v koncesijski pogodbi kakor tudi v pogodbah sklenjenih med koncesionarjem na eni strani ter izvajalci gradbenih del in dobavitelji opreme na drugi strani.

Izgradnja in poslovanje objekta v obdobju koncesije

Dolžina obdobja koncesije je funkcija ekonomskih parametrov projekta. V tem obdobju mora koncesionar namreč zagotoviti takšen denarni tok, ki mu bo zagotavljal redno servisiranje dolgov, pokritje operativnih stroškov poslovanja v celotnem obdobju koncesije ter doseganje predvidenega profita. Obdobje koncesije običajno ni krajše od ročnosti dolgoročnih posojil, pomemben element pri definiranju koncesijskega obdobja pa predstavljajo tudi cena, ki naj bi jo potrošniki plačevali za storitev proizvedeno v BOT projektu. Krajše ko je obdobje koncesije, višja cena storitve je potrebna za doseganje potrebnega denarnega toka, in obratno. Kot že rečeno, izkušnje kažejo, da obdobje koncesije običajno traja med 20 in 30 let. Po izteku koncesijskega obdobja se lastništvo objekta prenese na državo oziroma na njeno pooblaščenno agencijo, ki je od tedaj dalje odgovorna za njegovo poslovanje. Pogoji za prenos se določijo že v koncesijski pogodbi in med drugim vključujejo datum prenosa lastništva, pogoje morebitnega podaljšanja koncesijskega obdobja, potrebne aktivnosti, ki jih mora koncesionar opraviti pred prenosom lastništva, dobava rezervnih delov v obdobju po tem prenosu, prenos zavarovanja in jamstev, prenos tehnologije, izobraževanje kadrov ter opredelitev stroškov prenosa in njihovo porazdelitev.

2.5 Privatizacija

Ločimo popolno privatizacijo (full divestiture, outright sale) in delno privatizacijo (partial divestiture, joint ownership). Pri delni privatizaciji zasebni in javni sektor skupaj ustanovita podjetje in v pogodbi o ustanovitvi opredelita cilje skupnega lastništva, pravice in dolžnosti družbenikov, vključno z načinom delitve dobička. Prednost delne privatizacije je najti v komplementarnosti partnerjev, saj zasebni sektor vnese v poslovanje potrebno dinamiko, prisotnost javnega sektorja pa daje uporabnikom boljši občutek glede možnosti vpliva na kakovost izvajanja storitev. Poleg vsega se lahko partnerja dopolnjujeta v strokovnem znanju, mešano lastništvo pa lahko pripomore k lažjemu pridobivanju finančnih sredstev. Pri popolni privatizaciji javne infrastrukture pa javni sektor proda celotno premoženje zasebnemu sektorju. Tako postane le-ta odgovoren za vse: za upravljanje, vzdrževanje in investiranje. Vlada na ta način z iztržkom od prodaje pridobi nezanemarljive, a hkrati enkratne prejemke. Z vidika finančnih implikacij odprodaje državnega premoženja naj bi tako poleg enkratnega fiskalnega učinka prinesla tudi zmanjšanje bremen javne blagajne na račun prihodnjih izdatkov za vzdrževanje in obratovanje infrastrukture. Privlačnost nakupa za zasebni sektor pa je tesno povezan z dovoljeno višino tarifiranja, saj infrastrukturnih sredstev ni moč prenesti in uporabiti na drugi lokaciji. Takšen način vstopa zasebnega sektorja zahteva predvsem dobro komunikacijo med javnim in zasebnim sektorjem, dober in jasen zakonski okvir ter ustrezno regulacijo. Več ko ima zasebna družba monopolne moči in odgovornosti, čedalje širše morajo biti pristojnosti regulatorja (Shelton, 1999)

3. ANALIZA USPEŠNOSTI JAVNIH INVESTICIJSKIH PROJEKTOV

3.1. Opredelitev, pomen in proces investiranja

Poznamo več opredelitev investicij¹⁵ (Senjur 1993):

- Investicije so izdatki, namenjeni povečanju in ohranjanju stoga kapitala ("stock of capital"). Stog kapitala je sestavljen iz tovarn, strojev in drugih trajnih proizvodov, ki se uporabljajo v procesu proizvodnje. Kapitalni stog vključuje tudi stanovanjske hiše in zaloge. Investicije so tako izdatki, ki se dodajajo fizičnemu stogu kapitala. Pri tem pa je kapital nakopičen stog materialnih sredstev, ki skozi čas prispeva k povečanemu toku dobrin in storitev.
- Po drugi opredelitvi so investicije vsak izdatek z namenom povečanja prihodnjega dohodka. To je najsplošnejša opredelitev, ki omogoča, da med investicije uvrstimo tako materialne kot nematerialne naložbe, ki postajajo vse bolj pomembne. Izdatki za raziskave in razvoj so po tej opredelitvi investicije. Prav tako je del izdatkov za izobraževanje investicija v človeški kapital.
- Po statistični opredelitvi pa so investicije tisti del družbenega proizvoda, ki ni potrošen. Dobimo jih tako, da od družbenega proizvoda odštejemo osebno in javno porabo.

Prav tako lahko Investicije členimo po različnih kriterijih (Pučko, Rozman, 1995,297) in sicer glede na namen investiranja ločimo gospodarske in negospodarske investicije. Prve so investicije v osnovna in obratna sredstva, druge so investicije v šolstvo, zdravstvo in podobno, glede na razlog investiranja ločimo investicije v velika popravila in remonte, rekonstrukcije, posodobitve in izboljšave, razširitev obstoječih zmogljivosti in novogradnje. Če se sprašujemo po predmetu investiranja ločimo bruto investicije, ki se nanašajo na vlaganja v obnovo obstoječih prvin poslovnega procesa (amortizacijske zamenjave) in neto investicije, ki se nanašajo na vlaganja v nove prvine poslovnega procesa, glede na tehnično strukturo delimo investicije po investicijskih elementih na investicije v zemljišča, objekte, opremo, investicije v materialne pravice (patenti, licence ...), investicije v inoviranje (študije, raziskave ...). Glede na stanje investicije ločimo investicije v pripravi, investicije v teku in zaključene investicije, ki se pretvorijo v osnovna in obratna sredstva.

Sprejete investicije določajo prihodnjo strukturo gospodarstva in s tem ustvarjajo bodočo usklajenost proizvodnje s potrošnjo oziroma ponudbe s povpraševanjem. Investicijsko povpraševanje podjetij skupaj s ponudbo prihrankov gospodinjstev določa obseg investicij v gospodarstvu. Obseg investicij je na eni strani pomemben zato, ker

¹⁵ Izraz "investicija" izhaja iz latinščine, kjer izraz "investicio" pomeni vlaganje.

predstavlja oblikovanje dodatnega kapitala ter s tem povečanje prihodnje proizvodne zmogljivosti in potencialno rast bruto domačega proizvoda. Gre torej za dolgoročni vpliv investicijskih odločitev na ponudbo oziroma na proizvodni potencial, kar je ključnega pomena za dolgoročno gospodarsko rast. Na drugi strani pa imajo investicijske odločitve tudi kratkoročne učinke, saj predstavljajo tudi povpraševanje po investicijskih dobrinah in so tako sestavni del agregatnega povpraševanja. Dinamika investicijskega povpraševanja tako vpliva na kratkoročno nihanje bruto domačega proizvoda in zaposlenosti (Senjur, 1995, 136), zato so investicijske odločitve, sprejete na mikro ravni, ene najbolj pomembnih poslovnih odločitev s posledicami na ravni gospodarstva.

Investicijske odločitve se sprejemajo na ravni posameznih ekonomskih subjektov in imajo dolgoročne posledice. Z investicijami podjetje spreminja obseg proizvodnih zmogljivosti in se prilagaja tržnim razmeram. Bolj pomembne kot sedanje so pri sprejemanju investicijskih odločitev pričakovane bodoče razmere na trgu, saj se učinki investicijskih odločitev na ravni podjetja pokažejo šele v prihodnjem obdobju. Na podjetniške odločitve o investiranju zato v večjem obsegu vpliva pričakovano bodoče povpraševanje in ne dejansko povpraševanje v trenutku, ko se investicijske odločitve sprejemajo (Tajnikar, 2001, 284). Investicijsko obnašanje podjetij je težko napovedati, saj so dejavniki, ki vplivajo na investicijske odločitve, težko določljivi. Čeprav različne ekonomske teorije različno opredeljujejo ključne dejavnike investicijskih odločitev, pa lahko med dejavnike, ki pojasnjujejo investicijsko odločanje, prištevamo naslednje (Sawyer, 1989, 379):

- (relativna) cena kapitala,
- razmerje med pričakovanim povpraševanjem po proizvodih podjetja in njegovimi zmogljivostmi,
- razpoložljiva notranja in zunanja finančna sredstva,
- pričakovana donosnost investicije,
- zaupanje v oceno prihodnjih možnosti,
- tehnični napredek.

Problem načrtovanja, izbire in realizacije investicij je eden najpomembnejših problemov razvoja vsakega gospodarstva. Investicije imajo po kvantiteti, kvaliteti, strukturi in uspešnosti odločilno vlogo v dolgoročnem razvoju vsakega posameznega podjetja in s tem tudi celotnega gospodarstva. Investicije so ključnega pomena za obstoj in razvoj podjetja. Brez stalnega obnavljanja, posodabljanja in uvajanja novosti lahko podjetje propade. Zato so odločitve o investicijah pomembne, prav tako pa tudi močno tvegane (Pučko, Rozman, 1992, 295). Proces odločanja o investicijah vsebuje identificiranje, vrednotenje in selekcioniranje med projekti, ki bodo ključno vplivali na konkurenčno sposobnost podjetja. Pri procesu odločanja se morajo menedžerji vsekakor zavedati, da tisto, kar je resnično pomembno, ni maksimizacija kratkoročnega denarnega toka, ampak pozicija podjetja na dolgi rok (Adler, 2000, 16). Posledice investicijskih odločitev so dolgoročne. Predvidevanje prihodnosti je vse težje, saj se v daljši dobi vnaprej poslovno okolje vse bolj spreminja in je vse bolj nepredvidljivo. Zato morajo biti investicijske odločitve skrbno pripravljene in izvedene. Napačne

investicijske odločitve lahko direktno ogrozijo obstoj podjetja. Ko je določena investicijska odločitev že sprejeta in so sredstva že trošena, je brez dodatnih stroškov in naporov ne moremo več spremeniti. Pri sprejemanju investicijskih odločitev morajo podjetja vsekakor upoštevati tudi omejeno razpoložljivost tako lastnih kot zunanjih sredstev za financiranje investicijskih projektov. Omejenost finančnih sredstev zato zahteva skrbno proučitev vseh investicijskih variant, ki so nam na voljo. Šele tako lahko izberemo najuspešnejšo med vsemi možnimi investicijskimi variantami in se tako izognemo oportunitetni izgubi (Selaković, 1992, 2).

Prav zato je proces investiranja razdeljen v tri faze (Pučko, Rozman, 1992, 298):

- *Prva faza* obsega pripravo investicijske dokumentacije, ki predstavlja utemeljitev možnosti in uspešnosti investicije. S tem ugotovimo, ali je investicijo možno speljati in bo pri tem možna zamišljena proizvodnja. Drugi cilj investicijske dokumentacije je dokazati, da je predvidena investicija tudi ekonomsko uspešna. Glavni del investicijske dokumentacije podjetja je investicijski program.
- *Druga faza* obsega izdelavo projektne dokumentacije, ki vključuje izdelavo načrtov zgradb, opreme in drugih izvedbenih objektov ter se zaključi s pridobitvijo gradbenega dovoljenja.
- *Tretja faza* je izvedba investicije, ki vključuje izgradnjo, tehnični prevzem, pridobitev uporabnega dovoljenja in zagon proizvodnje.

3.2 Sodila za oceno učinkovitosti investicij

Ocena investicij je sestavljena iz več sklopov ocen, izmed katerih so za podjetje najpomembnejše tržno-finančne in ekonomske ocene investicije. Finančne ocene investicij se nanašajo na ocene financiranja, in sicer predvsem na ocene likvidnosti in finančne strukture. Ekonomske ocene analizirajo uspešnost investicij z razvojno gospodarskega. Ko realno ugotovimo obseg potrebnih vlaganj, moramo tudi realno ugotoviti donos od prihodnje naložbe. Gre za vprašanje ugotavljanja razmerja med vloženimi denarnimi sredstvi in pričakovanim donosom. Za oceno učinkovitosti naložbenih projektov se je v finančni teoriji razvilo več metod. V praksi sta se uveljavila dva pristopa k finančnemu ocenjevanju sprejemljivosti oz. perspektivnosti investicij, in sicer statični in dinamični pristop. Pri obeh pristopih uporabljamo za oceno določena sodila oziroma metodologijo s tem, da statična sodila zanemarjajo dejavnik časa in so zasnovana na nekem stanju, s katerim se primerjajo, dinamična sodila pa upoštevajo sestavino časa. Kar je prednost enega, je običajno slabost drugega, in obratno. Glede na določeno trajanje investicije se bolj ceni dinamičen pristop, katerega spoznanja dajejo realnejšo sliko učinkovitosti investicije, statičen pristop pa nam daje dodatne informacije, ki so prav tako pomembne za oceno investicije in investicijsko odločanje.

V nadaljevanju si bomo ogledali metode ocenjevanja uspešnosti investicije - investicijskih projektov z mikro vidika v razmerah gotovosti (ko predpostavimo, da investitor pozna vse možne posledice določene investicije) in omenili tudi metode ocenjevanja v razmerah negotovosti pri čemer bomo predpostavili, da je cilj investicije doseči čim večjo možno donosnost investicije, neto letni donos projekta pa je razlika med donosom poslovanja z investicijo in donosom poslovanja brez investicije.

3.2.1 Statične metode

Statistična ocena pomeni prvo grobo presojo poslovnih rezultatov investicije. Kot smo že omenili, statična sodila, metode in kazalniki ne dajejo povsem zadovoljivih in konkretnih podatkov o kakovosti posamezne investicije, ker zanemarjajo dejavnik časa (ne upoštevajo posameznih faz v življenjskem ciklu investicije in tudi ne poslovne uspešnosti v posameznih letih ekonomske dobe). V statični oceni opazujemo učinke investicije samo v določenem časovnem trenutku (npr. na koncu enega poslovnega leta), ta izbrani časovni presek pa je lahko najboljši, povprečen ali najslabši v življenjskem ciklu investicije. Za izvedbo statične ocene investicije je na razpolago veliko število kazalnikov, izbor ustreznih je pogojen z našimi potrebami po specifičnih informacijah. Pri izboru je potrebno upoštevati predvsem možnost, da lahko izračunane kazalnike primerjamo s kazalniki, ki smo jih uporabili za ugotavljanje razvojnih možnosti in sposobnosti investitorja.

Statistične metode presojanja so primerne za oceno investicijskih projektov, ki imajo kratko življenjsko dobo, in za manjše investicijske projekte, saj v tem primeru kriterij časa ne vpliva tako odločilno na uspešnost investicije (Radek, 2001, 45). Pri zahtevnejših investicijskih projektih, ki imajo daljši rok trajanja, za oceno investicije uporabimo predvsem dinamične metode.

Doba vračanja investicijske naložbe

Doba vračanja je opredeljena kot čas, v katerem kumulativa neto prilivov finančnega toka (donosov) v času obratovanja naložbe doseže vsoto investicijskih stroškov in ne sme biti daljša od ekonomske dobe naložbe. Po tej metodi je najuspešnejša tista investicija, ki ima najkrajšo dobo vračanja. Ta metoda daje le odgovor na vprašanje, v kolikem času se bodo investirana sredstva povrnila, ne upošteva pa vseh donosov naložbe, niti časovne razporeditve donosov in investicijskih stroškov, zato investicije medsebojno niso primerljive.

Rentabilnost investicije

Rentabilnost investicije predstavlja v odstotkih izraženo razmerje med donosom (po navadi iz prvega leta) investicije in investicijskim vložkom. Slabosti te metode so podobne, kot pri dobi vračanja, saj ne upošteva skupnih donosov, in prav tako ne časovne razporeditve donosov.

Donosnost investicije

$$ROI = \frac{P}{I_{cel}} \cdot 100 \quad (1)$$

Enačba (1) povezuje dobiček P , ki je rezultat analize prihodkov in odhodkov, ter vrednost investicije I_{cel} , ki je rezultat investicijske analize. Na ta način smo povezali obe postavki v ekonomski kriterij, ki odgovori na vprašanje: kolikšen odstotek celotne vrednosti investicije bo projekt ustvaril vsako leto v obliki dobička. Ta podatek ima največji pomen za vodstvo, ki sprejema odločitve. Donosnost (ROI) je le eden izmed kriterijev za odločanje o ekonomski uspešnosti projektov, vendar je za inženirje gotovo na prvem mestu kljub nekaterim pomanjkljivostim, kot sta npr.: ne upošteva časovnega spreminjanja vrednosti denarja in predpostavlja nespremenljivo vrednost letnega dobička P . Pozitivna stran metode je njena enostavnost in dejstvo, da je vrednost ROI neodvisna od inflacije. Predpostavimo namreč lahko, da ima inflacija enak vpliv na dobiček v imenovalcu in na investicijo v števcu enačbe in tako ostaja razmerje med njima konstantno ne glede na to, kako daleč v prihodnost želimo napovedati donosnost projekta.

Donosnost investicije pri spremenljivih letnih donosih

Ena od omejitev koncepta donosnosti je predpostavka o stalnih letnih prihodkih in odhodkih. Ta predpostavka je običajna pri zgodnjem načrtovanju in ne pomeni velike napake. V realnosti pa se letni dobiček spreminja iz leta v leto, še posebej če porabimo katero od neenakomernih metod amortiziranja. Zato podamo naslednjo definicijo donosnosti, ki jo uporabimo v primeru spremenljivih denarnih tokov:

$$ROI = \frac{100\tilde{P}}{\tilde{I}_{cel}} = \frac{100(\tilde{C} - \tilde{D})}{I_{os} + \tilde{I}_{obr}} \quad (2)$$

kjer je \tilde{P} povprečni dobiček pred obdavčitvijo, \tilde{I}_{cel} povprečna vrednost investicije, I_{os} začetna vrednost osnovnih sredstev, ki je nespremenljiva, \tilde{I}_{obr} povprečna vrednost obratnih sredstev, \tilde{C} razlika denarnih tokov iz projekta in \tilde{D} povprečni letni znesek amortizacije. Podobno lahko definiramo donosnost po obdavčitvi:

$$ROI = \frac{100\tilde{P}}{\tilde{I}_{cel}} = \frac{100(\tilde{C} - \tilde{D})}{I_{os} + \tilde{I}_{obr}} \quad (3)$$

kjer je P ostanek dobička ali čisti dobiček.

Donosnost povprečne investicije

Donosnost, kot smo jo izračunavali z enačbama (1.4) ali (1.5), izraža, kolikšen del začetne vrednosti investicije se bo podjetju povrnil v obliki letnega dobička. Dejansko vrednost investicije s časom pada, ker se zmanjšuje vrednost osnovnih sredstev. Zato nekateri ekonomisti priporočajo uporabo povprečne vrednosti osnovnih sredstev, ki jo izračunavajo na osnovi povprečne letne neodpisane vrednosti osnovnih sredstev, I_{os} :

$$\tilde{I}_{os} = \frac{\sum_{j=1}^n U_j}{n} \quad (4)$$

kjer je U_j povprečna neodpisana vrednost osnovnih sredstev v letu j ,

$$U_j = \frac{V_{j-1} + V_j}{2} \quad (5)$$

V_{j-1} je knjižna vrednost osnovnih sredstev na koncu preteklega leta (na začetku leta j), V_j je knjižna vrednost osnovnih sredstev na koncu leta j .

Donosnost povprečne investicije (ROAIB) je potem definirana kot:

$$ROAI = \frac{100\tilde{P}}{\tilde{I}_{cel}} = \frac{100(\tilde{C} - \tilde{D})}{I_{os} + \tilde{I}_{obr}} \quad (6)$$

Podobno bi lahko definirali tudi donosnost povprečne investicije po obdavčitvi (ROAI). Povprečna vrednost investicije je odvisna od metode amortiziranja; hitrejše amortiziranje povečuje donosnost. Velja omeniti, da se kriterij donosnosti povprečne investicije ne uporablja pogosto.

Upoštevaje pomen pričakovane bonitete, uporabljajo investitorji zelo pogosto tudi tele bonitetne kazalnike (Knez-Riedl, 1997):

- stopnjo finančne varnosti kot razmerje med velikostjo kapitala in obveznostmi do virov sredstev,
- stopnjo zadolženosti kot razmerje med dolgovi in obveznostmi do virov sredstev,
- stopnjo pokritosti kratkoročnih dolgov kot razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi dolgovi,
- kazalnik obračanja kot razmerje med skupnimi odhodki in povprečno velikostjo obratnih sredstev,
- kazalnik donosnosti kapitala kot razmerje med čistim dobičkom in povprečno velikostjo kapitala

Skupni donos na enoto investicijskih stroškov

Ta kazalnik je opredeljen kot razmerje med skupnim donosom investicije in investicijskim izdatkom in nam pove koliko enot skupnega donosa nam daje enota investicijskega izdatka. Investicija je po tem merilu tem uspešnejša, čim večje je to razmerje. Prednost te metode pred prejšnjima dvema je v tem, da upošteva skupni donos investicije, daje pa enako težo enako velikim donosom v različnih letih ekonomske dobe investicije, zato ne upošteva časovne razporeditve donosov in investicijskih izdatkov.

Povprečni letni donos na enoto investicijskih stroškov

Pri tej metodi primerjamo povprečni letni donos z investicijskimi izdatki, investicija pa je tem uspešnejša, čim večji je ta koeficient. Ta kazalnik zanemarija časovno razporeditev donosov in tudi skupni donos, torej življenjsko dobo investicije. Sprejemljiv bi bil le ob enaki dobi dveh investicij, če seveda zanemarimo dinamiko donosov. Obstaja še nekaj podobnih parcialnih kazalnikov uspešnosti tekočega poslovanja, ki tudi niso primerni za oceno uspešnosti investicij, saj vse te statične metode vrednotenja investicij ne upoštevajo alternativne možnosti uporabe običajno omejenih finančnih sredstev, saj največkrat ne upoštevajo skupnih donosov investicije - torej zanemarijo življenjsko dobo ter ne upoštevajo časovne razporeditve donosov in investicijskih izdatkov.

3.2.2 Dinamične metode ocenjevanja investicij

Problem različnega časovnega zaporedja stroškov in donosov investicije ter različne življenjske dobe investicij je rešljiv le tako, da se uporabi postopek, ki upošteva vse donose in investicijske stroške in omogoča primerjavo med časovno različno razporejenimi stroški in donosi investicije, s tem da vse skupaj zreducira na isti časovni termin. Zato pri dinamičnih metodah ugotavljamo vse naložbene stroške in donose v celotni življenjski dobi naložbe in ne samo s povprečnimi vrednostmi glede stroškov in donosov, kot to počnemo s statičnimi metodami. Izhajamo iz tega, da so celotni stroški in donosi določene naložbe znani. Naložbe po pravilu zahtevajo v začetku večje stroške (nabavna vsota), v času njene življenjske dobe pa manjše. Nasproti tekočim stroškom pa so tekoči donosi. Pri tem se po pravilu pojavljajo tekoči letni naložbeni stroški in donosi v različni višini. Pri ugotavljanju uspešnosti določene naložbe pa seveda niso pomembne samo absolutne višine posameznih donosov in stroškov. Tudi če bi višine teh zneskov bile enake, pa v ekonomskem smislu niso enaki, če se s časovnega vidika različno pojavljajo. Gre za vprašanje časovne vrednosti denarja.

Časovna vrednost denarja se običajno pojasnjuje z naslednjo razlago: denarna enota, ki jo imamo v rokah danes, velja več od tiste, ki jo bomo prejeli jutri ali čez nekaj dni. To pa zato, ker denarno enoto, ki jo imamo na razpolago danes, lahko takoj donosno naložimo v določen posel in čez določen čas dobimo več kot danes (če bi pričakovali manj, potem ne bi izvršili naložbe). Ali: če od določene naložbe pričakujemo 1 d. e. po

enem letu, bo podjetje pripravljeno financirati tako naložbo le pod pogojem, da bo na začetku vložilo manj kot 1 d. e. Koliko manj, pa je odvisno od tega, kakšen zaslužek ali rendito¹⁶ pričakujejo od vloženega denarja. Če na primer pričakujejo 10 % zaslužek, potem bo pričakovana 1 d. e. čez eno leto danes vredna 0,909 d.e. Da je to res, lahko ugotovljamo tudi drugače: če vložimo danes znesek 0,909 za eno leto, bomo pri 10 % obrestni meri prejeli 0,091 d. e. donosa, kar skupaj z začetnim vlaganjem da čez eno leto 1 d. e. ($0,909 + 0,091 = 1$). Izračuni z dinamičnimi metodami torej omogočajo, da upoštevamo celotno življenjsko dobo naložbe in različno časovno razporeditev naložbenih stroškov ter donosov. Pri tem pa kaže opozoriti, da je potrebno naložbene stroške in donose pravilno zajeti v časovnem smislu oziroma gre za to, da je potrebno tako stroške kot donose določene naložbe primerjati na isti rok. S teoretičnega vidika si lahko izberemo kateri koli rok, na katerega želimo prilagoditi vse denarne tokove. V gospodarski praksi se običajno uporablja tisti začetni rok, ko se pojavijo prvi naložbeni stroški. Ko računamo uspešnost naložbe z dinamičnimi metodami, govorimo o denarnem toku naložbe. Ta denarni tok je sestavljen iz pozitivnega toka (donosi naložbe) in negativnega toka (stroški naložbe). Z donosom naložbe v določenem letu razumemo čisti ali neto denarni tok (*net cash flow*) kot posebno kategorijo finančnega izida in se nanaša na razpoložljivi dobiček, amortizacijo in rezervacije. Če pa naložbo financiramo tudi iz tujih virov sredstev, se letni čisti denarni tok kot učinek dolgoročne naložbe še poveča za letni znesek obresti na dolgoročne kredite. Čisti denarni tok, ki smo ga pri nas pričeli uvajati v 60-ih letih (v razvitem svetu pa v 50-ih letih), se uporablja kot planska kategorija¹⁷ in kot sodilo tudi pri ocenjevanju uspešnosti naložbe prav tako predstavlja možnost financiranja iz notranjih virov in možnost preprečevanja stihijskega financiranja dnevnih potreb. Opozarjamo pa, da pojma čisti denarni tok kot finančnega izida ne smemo mešati s kakovostno drugačno kategorijo, to je z izkazom gibanja denarnih sredstev, ki obsega vsakodnevne prejemke in izdatke iz tekočega poslovanja podjetja. Med sodobnimi metodami, ki jih je smotrno uporabljati za dolgoročno naložbeno odločanje, ker upoštevajo časovno komponento investicije in stopnjo tveganja, bomo predstavili naslednje:

- neto sedanja vrednost bodočih donosov;
- relativna neto sedanja vrednost bodočih donosov;
- interna stopnja donosnosti;
- doba vračanja investicijskih sredstev.

Seveda je treba omeniti, da se v strokovni literaturi najpogosteje omenjajo naslednje dinamične metode: metodo neto sedanje vrednosti, Cost-Benefit metodo, metodo anuitet, metodo vrednosti kapitala, metodo interne stopnje donosnosti, CAMP (Capital Asset Pricing model) in EVA (Economic Value Added).

¹⁶ Ta izraz je prišel k nam prek nemške literature v hrvaško in je podoben anglosaksonskemu izrazu *rate of return*, ki se uporablja za ugotavljanje donosnosti in kot naložbeno merilo.

¹⁷ Negativna mnenja o rabi čistega denarnega toka so tam, kjer gledajo na to kategorijo predvsem kot dosedanji ali pretekli izid.

Neto sedanja vrednost

Neto sedanjo vrednost - NSV lahko opredelimo kot razliko med diskontiranim tokom vseh prilivov in diskontiranim tokom vseh odlivov neke naložbe ali kot vsoto diskontiranih neto prilivov iz finančnega toka naložbe. Po tej metodi torej diskontiramo prihodnje donose in investicijske izdatke na začetni termin ko nastopijo prvi investicijski izdatki. Zaradi časovne vrednosti denarja nima 1 euro, ki ga prinaša naložba v bodoče, tako velike sedanje vrednosti kot 1 euro danes. Pozitivna NSV pomeni znesek za katerega je sedanja vrednost pozitivnega toka koristi večja od sedanje vrednosti celotnega negativnega toka stroškov, oziroma, da je razlika med vrednostjo proizvedenega ali ohranjenega bogastva in vrednostjo porabljenih sredstev pozitivna. Pravilo za odločitev o naložbi na osnovi NSV je, da naložbo sprejmemo, če je NSV večja od 0 (nič) in jo zavrremo, če je NSV manjša od 0 (nič). Če je NSV enaka nič, smo pri odločitvi ravnodušni. Med več alternativnimi investicijskimi možnostmi pa izberemo tisto, ki ima najvišjo pozitivno NSV. Naložba je namreč sprejemljiva le tedaj, ko ni druge alternativne naložbe, ki bi pri enakih investicijskih stroških dajala višjo vrednost donosov. Tudi NSV ni vesplošno uporabna, saj NSV ni primerljiva pri dveh investicijah z različno življenjsko dobo ter v primeru ko dve investiciji zahtevata različni nivo stroškov. Ko imata dve investiciji enako življenjsko dobo, a različne stroške, zato lahko uporabimo Indeks donosnosti, kjer namesto razlike med sedanjo vrednostjo donosov in sedanjo vrednostjo stroškov izračunamo razmerje med obema. Investicija je sprejemljiva, če je indeks donosnosti večji od 1 (ena). Izberemo pa tisto investicijo, ki ima večji indeks donosnosti (seveda večji od 1). Ko pa nastopi še razlika v življenjski dobi investicije, izračunamo Ekvivalentni letni donos tako, da izračunamo letno anuiteto, ki bi nam jo omogočila izračunana NSV ob koncu vsakega leta skozi celotno življenjsko dobo pri določeni obrestni meri. S tem pokazateljem so investicije neposredno primerljive tudi če zahtevajo različne investicijske stroške in imajo različne življenjske dobe. Pri izračunavanju NSV in drugih izvedenih pokazateljev uspešnosti investicij smo videli, da vidno vlogo igra individualna diskontna stopnja, s katero diskontiramo bodoče neto donose. Glede na to, da je uporaba sredstev vedno alternativna, morajo finančna sredstva porabljena za investicijo prinašati najmanj toliko kot v vsaki drugi uporabi. Zato naj bi bila višina individualne diskontne stopnje vsaj približno enaka obrestni meri za kredite, ki jih moramo najeti za financiranje investicije, ali višini donosnosti lastnih finančnih sredstev, ki jo lahko dosežemo s katerokoli drugo alternativno naložbo (oportunitetni strošek), oziroma ponderirana aritmetična sredina obeh, če financiramo investicijo kombinirano z lastnimi sredstvi in kreditom.

Interna stopnja donosnosti

Pri interni stopnji donosnosti (ISD) iščemo tisto diskontno stopnjo, z uporabo katere je NSV enaka 0 (nič) oziroma pri kateri se sedanja vrednost prilivov in sedanja vrednost odlivov izenačita. ISD uporabljamo kot investicijski kriterij tako, da jo primerjamo z individualno diskontno stopnjo. Za naložbo se odločimo, če je ISD večja od individualne diskontne stopnje, če ji je enaka smo ravnodušni, če je manjša pa se za naložbo ne odločimo. Ko pa izbiramo med večjim številom naložbenih možnosti, se odločimo za

tisto z najvišjo ISD. ISD ima kot samostojno merilo uspešnosti investicije kar nekaj pomanjkljivosti in sicer:

- ne upošteva časovnih preferenc investitorja
- ne upošteva velikosti investicije - ISD merjena v odstotkih je lahko enaka pri investiciji 10 € kot pri investiciji za 10.000,00 €.
- ISD ni relevantna tudi tedaj, ko primerjamo medsebojno izključljive investicije
- NSV je torej zanesljivejša metoda ocenjevanja uspešnosti investicij, najbolje pa jo je uporabljati v kombinaciji z ISD. Pri primerjanju večjega števila alternativnih investicijskih variant pa je dobro uporabiti še eno merilo. To je Relativna NSV, ki meri neto donos na enoto investicijskih stroškov. Izračunamo jo iz razmerja med NSV in sedanjo vrednostjo investicijskih stroškov in pomeni primerjavo med vsoto vseh diskontiranih neto prilivov (NSV) in vsoto diskontiranih investicijskih stroškov.

3.3 Analiza občutljivosti in Ocenjevanje negotovosti in rizika

Analizo občutljivosti je potrebno izdelati zato, ker je naložbeni projekt v celotni ekonomski dobi naložbe podvržen različnim vplivom in spremembam. Bistvo te metode je v tem, da za vsak naložbeni projekt ocenimo več možnih rešitev, ki se izrazijo v različnih višinah čistega denarnega toka. Na različno višino čistega denarnega toka vplivajo spremembe pri strateških spremenljivkah (naložbeni stroški, stroški proizvodnje, izkoriščenost zmogljivosti, prodajna cena). Zato priporočamo izdelavo najverjetnejše, optimistične in pesimistične projekcije čistega denarnega toka, ki ga lahko določena naložba ustvari v svoji ekonomski dobi. Vse te metode pa predpostavljajo pogoje gotovosti - nosilcu odločitve naj bi bili znani vsi možni dogodki z verjetnostjo 1, in naj bi se vsi predvideni (ocenjeni) donosi tudi v celoti uresničili. Ker pa dejansko ne razpolagamo z vsemi podatki, moramo upoštevati tudi elemente negotovosti, saj bodo rezultati investicije, ki smo jih izračunali, dejansko taki le z določeno stopnjo verjetnosti. Zaradi tega so v uporabi tudi metode za oceno rizika in negotovosti, ki so bolj ali manj tudi praktično uporabne. Omenimo naj le nekatere, kot so:

- pričakovana vrednost oziroma matematično upanje
- verjetnostna porazdelitev in njeni parametri kot merilo rizika
- simulacijski model

Pri izdelavi investicijskih elaboratov oziroma poslovnih načrtov gre v veliki večini primerov le za ocenjevanje uspešnosti ene same, že izbrane investicije in torej le za odločitve za ali proti tej investiciji. Zato se pri oceni donosnosti investicij pretežno uporabljajo le metode NSV, ISD, doba vračanja investicije, poleg teh pa še analiza občutljivosti investicije. Vedeti pa je treba, da tudi najboljše metode ne morejo eliminirati rizika saj imamo vedno le omejeno razpoložljive informacije o preučevani naložbi.

3.4 Finančna konstrukcija in denarni tok v financiranju investicije

Ena izmed temeljnih komponent izvedbe načrtovanih investicij je oblikovanje predloga finančne konstrukcije. Finančna konstrukcija se oblikuje glede na posebnosti posameznega projekta, saj je potrebno poiskati takšna sredstva, ki ustrezajo določeni naložbi glede na možnost priskrbe finančnih sredstev¹⁸, njihovo ceno in določene izvedbene roke. Finančna konstrukcija tako postane kombinacija raznih virov sredstev in predvidenih odplačil (odlivov) s sočasnim upoštevanjem finančnega vzvoda oziroma finančnosti, kot poimenujemo različne kombinacije lastnih in tujih virov sredstev glede na zmožnosti, rentabilnost, stroške in naravo projekta. Pri sestavi finančne konstrukcije za določeno investicijo ali projekt se skušajo doseči ti cilji (Repovž, 1994, 7):

- zagotavljanje celotnih sredstev za investicijo ali projekt,
- organiziranje odplačila tranš zadolžitve v skladu z možnostmi projekta glede na optimalne pogoje zadolžitve, čim manjše sofinanciranje in optimalno mešanje lastnih in tujih virov sredstev,
- optimalno mešanje fiksnih in spreminjajočih se obrestnih mer,
- kritje tečajnih tveganj deviznih kreditov,
- usklajenost domačih in tujih zadolžitvev za investicijo oziroma projekt.

Sestava finančne konstrukcije ni mogoča brez napovedi denarnih tokov v obdobju financiranja investicij in v obdobju njenega odplačevanja. Repovž (1987, 411-415) pravi, da predvidevanje denarnega toka v financiranju naložbe predstavlja zbiranje podatkov in informacij o možnostih financiranja glede na želje investitorja. V tej prvi fazi je potrebno najprej ugotoviti obseg, strukturo in dinamiko denarnega toka financiranja naložbe glede na dane tehnično-tehnološke, tržne in druge vidike naložbe. Nadalje je potrebna izbira pravih metod za ugotovitev realnega obsega, strukture in dinamike v financiranju naložbe (npr. različne metode preračuna na sedanjo vrednost itd.). Ugotovitev potrebnega denarnega toka za financiranje naložbe pokaže, ali so na razpolago vsa potrebna finančna sredstva. Manjkajoča sredstva je potrebno presojati najprej z vidika usposobljenosti investitorja, pri čemer mislimo na kreditno, investicijsko, likvidnostno in devizno sposobnost investitorja. Če investitor izkaže potrebne finančne sposobnosti, je treba proučiti možnosti priskrbe manjkajočih sredstev iz razpoložljivih tujih virov. Zato so potrebni stiki s potencialnimi financerji manjkajočih sredstev, ki bodo lahko vložili svoja sredstva. Potencialni financerji praviloma zahtevajo zelo obsežne informacije (tehnično-ekonomski elaborat, preveritev stroškov ...) o nameravani naložbi. Zanimal jih bo predvsem denarni tok v črpanju in odplačevanju ter še posebno finančne možnosti odplačila.

¹⁸ Oblike financiranja investicijskih projektov so; lastniško financiranje (kapitalsko financiranje, samofinanciranje in financiranje iz tekočega poslovanja, povratno financiranje) ter dolžniško financiranje (kreditno financiranje in udeležbeno financiranje).

V fazi zbiranja podatkov je potrebno še proučiti veljavne zakonske predpise, ki urejajo financiranje, možna tveganja ter zavarovanje naložb in financiranja z vidika kratkega in dolgega roka.

Preden se lotimo priskrbe manjkajočih sredstev, morajo biti znane lastne možnosti za sredstva, finančne sposobnosti in možnosti dohodka. Na podlagi razgovorov s potencialnimi financerji se lahko lotimo oblikovanja predloga finančne konstrukcije (praviloma v več variantah, da je mogoča primerjava), ki naj zajema manjkajoča sredstva, npr. pri kreditiranju vsebuje naslednje podatke: znesek domačega in/ali tujega kredita, vrsto kredita (finančni in/ali blagovni), datum pričetka in zaključka črpanja kredita, način črpanja in vračanja kredita, dobo odplačila, število in pogostost odplačil, dolžino moratorija, datum prvega odplačila, obrestno mero za kredit, druge stroške financiranja, stroške zavarovanja kredita, zahtevane dokumente za pridobitev in črpanje kredita itd. Tudi pri priskrbi manjkajočih sredstev iz drugih virov financiranja zberemo podatke in istočasno s predlogom finančne konstrukcije v več variantah izdelamo tudi že omenjeni pregled denarnega toka (po obsegu, strukturi in dinamiki). Z opravljeno revizijo predlaganih finančnih konstrukcij in predvidenega denarnega toka, vključno z oceno predvidenih vplivov na likvidnost, je mogoče izdelati končno finančno konstrukcijo in jo predložiti organom upravljanja za odločanje. Izbrani finančni konstrukciji je smotrno priložiti rokovnik izbranega aranžmaja, v katerem se določijo aktivnosti, in sicer od vzpostavitve stikov s potencialnimi financerji do sklenitve pogodbe ali dogovora o pridobitvi manjkajočih sredstev. Financiranje naložbe s tem, ko je vse pripravljeno za črpanje manjkajočih sredstev, preide v fazo vodenja in izvajanja financiranja naložbe. V tej fazi je zelo pomembna določitev aktivnosti, rokov in nosilcev aktivnosti pri usmerjanju financiranja naložbe na podlagi sprejete finančne konstrukcije in sprejetega rokovnika. Pregled vseh aktivnosti, njihovo medsebojno odvisnost, potek in časovno opredelitev je mogoče izdelati z metodami mrežnega planiranja. Hkrati z izdelavo mrežnega plana izdelamo še predračun stroškov za angažirana in črpana sredstva, da sta možni spremljava in kontrola izvajanja sprejete finančne konstrukcije. Financiranje naložbe in s tem povezani stroški tujih virov financiranja so namreč v tesni povezavi z načinom plačila. Pri tem ni vseeno, ali so plačila letna, polletna, mesečna ali sledijo šele na koncu naložbe. Prav tako so pri tako imenovanih naložbah na ključ zelo občutljiva vprašanja likvidnosti in stroškov financiranja, ki so lahko zelo veliki, zlasti pri daljšem roku. Tako izračunane stroške financiranja je potrebno prišteti k drugim stroškom naložbe in šele nato primerjati učinek naložbe.

Z vidika financiranja je priporočljivo učinek naložbe, izražen s finančnim izidom, presojati s statističnimi in dinamičnimi metodami ter izračunati nekatere pomembnejše kazalnike njene učinkovitosti, kot na primer: rentabilnost naložbe glede na razmerja med donosom in vloženimi sredstvi; mero stroškov financiranja kot razmerje med stroški financiranja in viri financiranja; mnogokratnik stroškov financiranja kot razmerje med bruto izidom (donos, povečan za stroške financiranja) in stroški financiranja; rentabilnost lastnih virov kot razmerje med donosom in lastnimi viri financiranja.

3.5 Izbor diskontne stopnje

V teoriji in praksi obstaja več vidikov, s pomočjo katerih je potrebno v finančni analizi investicijskih projektov preučiti diskontno stopnjo. Splošna in nesporna definicija finančne diskontne stopnje je oportunitetni strošek kapitala. Oportunitetni strošek pomeni, da z uporabo kapitala za neki projekt izgubimo prihodek pri nekem drugem projektu. Tako imamo neposreden strošek, ko porabimo kapital za določen investicijski projekt in izgubo prihodka iz alternativnega projekta. Seveda pa je potrebno oceniti ta strošek kapitala za določen projekt v točno določeni državi in v določenem obdobju. Pri določitvi ustrezne finančne diskontne stopnje pa v splošnem obstajajo trije pristopi, ki jih bomo na kratko opisali v nadaljevanju. Prvi pristop izhaja iz minimalnega oportunitetnega stroška kapitala. To lahko pomeni, da bi realna diskontna stopnja morala izmeriti stroške kapitala, uporabljenega v določenem investicijskem projektu. Kot posledica tega se lahko zgodi, da bi pri javnih investicijah lahko določili diskontno stopnjo na podlagi državnih vrednostnih papirjev ali dolgoročne obrestne mere za komercialne kredite. Ta pristop je izredno preprost in zato lahko tudi izredno zavajajoč, saj je potrebno razumeti, da je bil pri določitvi oportunitetnega stroška kapitala uporabljen dejanski strošek kapitala. V nasprotju s prvim, drugi pristop določa maksimalno vrednost diskontne stopnje, ker upošteva izgubljen prihodek zaradi najboljšega alternativnega investicijskega projekta. Oportunitetni strošek kapitala je ocenjen na podlagi mejnega donosa portfelja vrednostnih papirjev na mednarodnem finančnem trgu dolgoročno ob minimalnem tveganju. Pri tretjem pristopu pa gre za določitev »mejne diskontne stopnje« (cut-off rate). Le-ta nam omogoča, da se izognemo podrobni analizi stroška kapitala za določen projekt ali preučitvi posebnih portfeljev na mednarodnem finančnem trgu in uporabimo preprosto oceno. Tako uporabimo določeno obrestno mero ali stopnjo donosnosti uveljavljenega izdajatelje vrednostnih papirjev, ki velja dolgoročno.

4 PRIMER MODELA FINANCIRANJA INVESTICIJE V KOMUNALNO INFRASTRUKTURO

V aplikativnem delu diplomske naloge, smo si kot primer izbrali investicijo lokalne skupnosti v komunalno infrastrukturo - kanalizacijsko omrežje in odvajanje odpadnih komunalnih vod, ki jo bo lokalna skupnost (občina) izvedla skupaj z zasebnim partnerjem (koncesionarjem) po principu BOT. Koncesionar bo skupaj s podeljeno koncesijo, pridobil na obstoječem kanalizacijskem omrežju občine, zaračunavati storitev odvajanja odpadnih komunalnih vod za čas koncesijskega obdobja (predvideno 20 letno koncesijsko obdobje), pod pogojem, da bo investiral v razširitev in posodobitev omrežja še dodatnih 14 mio € v naslednjem 4 letnem obdobju. Za namene investicijskega projekta je bil narejen tehnično ekonomski elaborat - predinvesticijska zasnova, ki nam je služila kot izhodišče za izračun ekonomsko-finančnih kazalnikov in modela financiranja investicije. V spodnji tabeli so prikazana osnovna izhodišča po katerih si je koncesionar zmožen izračunati privlačnost/tveganje vstopa v javno-zasebno partnerstvo.

Tabela 3: Izhodišča koncesionarja in investicije v kanalizacijsko omrežje

Predvidena investicija	14 mio €
Predvideno obdobje investiranja	med 2010 in 2013
Predvideno trajanje koncesijskega obdobja	20 let
Predvideni prihodki v prvem letu koncesije	2,46 mio €
Predvidena rast prihodkov iz naslova rasti uporabnikov	3,5%/letno
Predvidena rast stroškov izvajanja JGS	med 1% do 2% letno
Predvideni stroški financiranja (kreditni, obveznice, itd)	7%

Kot vidimo za koncesionarja vrednost investicije, med leti 2010 in 2013, znaša 14 mio € od tega bo moral zadolžiti za 9,9 mio €, saj bodo njegovi prihodki iz naslova kanalščine med letom 2010-13 znašali 10,4 mio €, odhodki (stroški izvajanja JGS in investicija) pa 20,3 mio €. Kot predviden vir financiranja navajamo najem kredita, možna pa je tudi izdaja obveznic ali lastniški kapital, pri čemer so za študijski primer vzeti stroški financiranja v višini 7,0 %. Za obdobje koncesije, to je 20 let, pričakuje koncesionar v prvem letu za 2,46 mio € prihodkov in predvideva, da bodo le-ti rasli 3,5 % na leto, medtem, ko rast stroškov JGS ocenjuje med 1-2% na leto.

V nadaljevanju bomo prikazali podrobnejši razrez denarnih tokov koncesionarja oz. projekta za obdobje trajanja koncesije, to jr med leti 2010 in 2040. prosti denarni tok, ki ga bo koncesionar ustvaril nam služi za izračun ekonomičnosti oz. upravičenosti investicije oz. projekta.

Tabela 4: Projekcija denarnih tokov koncesionarja za čas trajanja koncesije

koncesija obdobje	Viri koncesionarja	Obveznosti koncesionarja		
	Kanalščina	Stroški JGS	Investicija	Saldo
2010	2.464,0	1.550,00	2500,0	-1586,0
2011	2.550,2	1.565,50	4000,0	-3015,3
2012	2.639,5	1.581,16	4500,0	-3441,7
2013	2.731,9	1.596,97	3000,0	-1865,1
2014	2.827,5	1.620,92	0,0	1206,6
2015	2.926,5	1.645,23	0,0	1281,2
2016	3.028,9	1.669,91	0,0	1359,0
2017	3.134,9	1.694,96	0,0	1439,9
2018	3.244,6	1.720,39	0,0	1524,2
2019	3.358,2	1.746,19	0,0	1612,0
2020	3.475,7	1.772,39	0,0	1703,3
2021	3.597,4	1.798,97	0,0	1798,4
2022	3.723,3	1.825,96	0,0	1897,3
2023	3.853,6	1.853,34	0,0	2000,2
2024	3.988,5	1.890,41	0,0	2098,1
2025	4.128,1	1.928,22	0,0	2199,8
2026	4.272,5	1.966,78	0,0	2305,8
2027	4.422,1	2.006,12	0,0	2416,0
2028	4.576,9	2.046,24	0,0	2530,6
2029	4.737,0	2.087,17	0,0	2649,9
Skupaj	69.681,1	35.566,8	14.000,0	20.114,3

Kot lahko vidimo iz Tabele 2 bo pod predvidenimi predpostavkami, koncesionarju v času med 2010 in 2029, pripadel prihodek iz naslova opravljanja in zaračunavanja javne gospodarske službe odvajanja odpadnih voda za občane v višini med 2,46 in 4,74 mio € oz. skupno okoli 69,7 mio €. Ob tem bo imel koncesionar za okoli 35,6 mio € stroškov iz naslova izvajanja JGS in vrednost investicije 14,0 mio € v prvih petih letih trajanja koncesije. Ob končanem obdobju koncesije, leta 2030, koncesionar pričakuje pozitiven denarni tok v vrednosti 20,0 mio €.

Kazalniki uspešnosti projekta

Na podlagi projekcije denarnih tokov koncesionarja, smo v nadaljevanju izračunali kazalnike uspešnosti projekta, in sicer interno stopnjo donosa v obdobju trajanja koncesije (IRR) ter statični kazalnik obdobje vračila investicijskega zneska.

Tabela 5: Kazalnika uspešnosti projekta

IRR	11,83%
Doba povračila investicije	11 let

Interna stopnja donosnosti znaša 11,83 % in predstavlja tisto diskontno stopnjo pri kateri je NSV investicije enaka nič, oziroma pri kateri se sedanja vrednost prilivov in sedanja vrednost odlivov izenačita. Če bi znašala cena tujih virov sredstev, ki jih potrebujemo za naložbo, tudi 11,83 %, potem bi s pričakovanimi donosi v času ekonomske dobe naložbe ravno vrnil glavnicu z obrestmi, investitor pa zaradi takšne poslovne poteze ne bi bil nič bogatejši. Ker imajo uporabljeni tuji viri sredstev manjšo ceno kot 11,83 %, bi naložbo sprejeli, saj bi se s takšnim financiranjem dosegel pozitiven finančni rezultat (pozitiven finančni leverage).

Na podlagi kazalnika, dobe povračila investicije pa koncesionar pričakuje, da se mu bo vrednost investicijskega zneska povrnila v 11 letu trajanja koncesije, to je leta 2021, saj bodo takrat neto prilivi finančnega toka dosegli vsoto investicijskih stroškov.

5 SKLEP IN ZAKLJUČNE UGOTOVITVE

Država je dolžna državljanom zagotoviti enake možnosti in določeno stopnjo blaginje, zato se danes razviti trg in trdna država dopolnjujeta, ker sta oba nujen pogoj za uresničevanje gospodarskega razcveta in socialne pravičnosti. Glede na proračunske omejitve in vse večje potrebe prebivalstva in gospodarstva po javni infrastrukturi in javnih storitvah, ki se jih trudi država zadovoljiti, bo v prihodnje potrebno vse večje sodelovanje med javnim in zasebnim sektorjem, ker na tak način lahko lažje pridemo do potrebnih finančnih sredstev in bodo nekateri projekti lahko izvedljivi le na tak način.

Glavni razlog, zakaj je partnerstvo med javnim in privatnim sektorjem koristno, je v tem, da imata tako javni sektor kot tudi privatni sektor svoje primerjalne prednosti, ki jima omogočajo, da je vsak izmed njiju boljši pri posameznem zagotavljanju storitve in / ali izgradnje infrastrukturnega objekta. Najuspešnejša partnerstva težijo k temu, da poizkušajo izveči najboljše lastnosti posameznega sektorja in jih na primeren način preplesti v obliki partnerskega sodelovanja.

Vloge in odgovornosti partnerjev se razlikujejo od projekta do projekta. Tako se lahko zgodi, da je privatni sektor udeležen v vseh aspektih izvajanja storitev pri posameznih projektih, medtem ko bo odigral le manjšo vlogo v drugih. To bo odvisno od potreb in zahtevnosti posameznega projekta ter seveda znanj in primerjalnih prednosti privatnega sektorja, ki jih je mogoče koristno uporabiti pri posameznem projektu. Njihova skupna značilnost v tem, da ima država oziroma lokalna skupnost v vseh teh partnerstvih izredno pomembno, če ne že kar odločujočo vlogo. To še zlasti velja za zgodnje faze projektnega ciklusa, ko se odloča o ali oziroma v kakšno obliko partnerstva med javnim in privatnim sektorjem je sploh pametno iti.

Partnerstvo med javnim in privatnim sektorjem je eden izmed možnih načinov za izgradnje javne infrastrukture ter za izvajanja storitev, povezanih z njo. To partnerstvo nikakor ni nadomestek močnemu ter uspešnemu vladanju in odločanju oblasti. V vsakem primeru je oblast zadolžena za nemoteno izvajanje javnih storitev in za realizacijo projektov, ki so v javnem interesu. Poleg tega je oblast, bodisi na državnem ali pa na lokalnem nivoju, tudi odgovorna za zaščito in promocijo javnega interesa.

Da pa se lahko, kar najbolje odločimo za obliko partnerstva, ki bi bila najprimernejša za izvedbo investicijskega projekta, je zelo pomembno ugotoviti, poleg javnega, političnega in družbenega interesa tudi ekonomske prednosti in racionalnost posameznih javnih projektov. V primeru, da se investitor odloči za BOT obliko javno zasebnega partnerstva, je zelo pomembna finančna in ekonomska analiza uspešnosti projekta, saj se s tako pridobljeni informacijami seznanimo z ekonomskimi prednostmi in racionalnostjo posameznih javnih projektov ter tako najlažje sprejme odločitve o morebitnem investiranju v projekt. Finančni kazalniki, predstavljeni v diplomskem delu, nam omogočajo, da lahko predvidimo finančni izid zelene investicije in ali je projekt sploh finančno sprejemljiv, za nas, kot bodočega koncesionarja.

POVZETEK

JAVNO ZASEBNO PARTNERSTVO IN FINANCIRANJE JAVNIH INVESTICIJ Z ANALIZO USPEŠNOSTI PROJEKTOV

Zaradi omejenih proračunskih sredstev je za državo nujno potrebno sodelovanje javnega in zasebnega sektorja, če želi uspešno zadovoljiti potrebe gospodarstva po javni infrastrukturi. Pri tem ima na voljo več oblik partnerstva, kot so pogodba o opravljanju storitev, pogodba o upravljanju, najemna pogodba, koncesijska pogodba, oblike projektnega financiranja in, kot skrajna oblika, privatizacija. V okviru načrtovanja in vodenja infrastrukturnih investicij pa je vse bolj pomembno ugotavljati tudi, kakšne so ekonomske prednosti in racionalnosti posameznih javnih projektov. Torej s pomočjo kazalnikov uspešnosti (statičnih in dinamičnih), opravimo finančno analizo projekta, s pomočjo katere bodočemu investitorju predstavimo privlačnost projekta.

Ključne besede: javno zasebno partnerstvo // oblike javno zasebnega partnerstva // projektno financiranje // koncesija // kazalniki uspešnosti projektov

ABSTRACT

PUBLIC - PRIVATE PARTNERSHIP AND FINANCING INVESTMENTS WITH THE PROJECTS EFFICIENCY ANALYSIS

Because of the restricted conditions of state budget the cooperation between public and private sector is of great importance for the state, in case the state wants effectively suit economy necessities of public infrastructure. There are several different forms of partnership like service contract, management contract, lease contract, pure concession contract, forms of projective funding and privatization as the extreme form. When planning and managing the infrastructure investments it is very important to find out the rational and economic advantages of particular public projects. Project efficiency indicators (static and dynamic) help us to do the financial analysis of the project and that way all the priorities of the project are presented to the future investor.

Key words: public - private prtnership // the forms of public - private partnership // projective funding // conssession // project efficiency indicators

SEZNAM VIROV IN LITERATURE

1. ACK D.O.O. (2009). *Investicije*. [online]. Dosegljivo na: <http://www.akc.si/investicije.php>. (31.7.2009)
2. Amos, A. (1999). *Downstream Energy Financing in Developing Countries: Are BOTs the Answer*. Dundee: University of Dundee.
3. Benoit Phillipe. (1995). *Project Finance at the World Bank: An overview of Policies and Instruments*. World Bank Technical Paper Number 312. Washington D.C.: The World Bank.
4. Brezovnik, Boštjan. (2006). *Javno zasebno partnerstvo*. Maribor: Inštitut za lokalno samoupravo in javna naročila.
5. Brigham, E.F. in L.C. Gapenski. (1996). *Financial Management: Theory and practice, 8th edition*. Fort Worth: The Dryden Press.
6. Buckley, A. (1996). *Project Finance. V: International Capital Budgeting*. London: Prentice Hall.
7. Čebulj, Janez. (1996). *Koncesija*. Upravni Zbornik. Ljubljana: Inštitut za javno upravo.
8. Evropska komisija. (2004). *Guide to cost-benefit analysis of investment projects*. [online]. Dosegljivo na: europa.eu.int/comm/regional_policy/sources/docgener/guides/. (25.7.2009)
9. Evropska komisija. (2004). *Priročnik za izdelavo analize stroškov in koristi investicijskih projektov*.
10. Finnerty D. John. (1996). *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, USA: John Wiley & Sons, inc.
11. Gjidara, Marko in Neven Šimec. (2000). *Koncesije i drugi načini povjerovanja javnih usluga pravnim i fizičim osobama*. Zagreb: Pravo u gospodarstvo, 39(5); 72-95.
12. Hrovatin Nevenka. (1997). *Prestrukturiranje infrastrukturnih dejavnosti*. Zbornik referatov. Ekonomska politika proti letu 2000. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
13. Idelovitch, Emmanuel in Ringskok Klas. (1995). *Private Sector Participation in Water supply and Sanitation in Latin America*. Washington DC: The World Bank.
14. Katz, G.I. in S.W. Smith. (2003). *Build-operate-transfer: The Future of Public construction?*. Journal of Construction Accounting & Taxation.
15. Kodrin, Andreja. (1998). *Financiranje investicij s poudarkom na mednarodnih virih in instrumentih, investicijskem odločanju in izvedbi financiranja*. Magistrsko delo. Maribor: EPF .
16. Levy, Haim in Marshall Sarnat. (1994). *Capital investment and financial decisions (5th edition)*. New York: Prentice-Hall, Hemel Hempstead: Prentice-Hall International.
17. Lenič, Jože. (1999). *Analiza ekonomskih tveganj v procesu vključevanja privatnega sektorja v gospodarsko infrastrukturo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, magistrsko delo.

18. Lužnik-Pregl, Rajka in Geraldina Križaj-Bonač. (1991). *Priročnik za izdelavo investicijskega programa*. Ljubljana: Ljubljanska banka d.d.
19. Menheere, S.C.N. in S.N. Pollalis. (1996). *Case studies on Build Operate Transfer*. Delf: Delf University of Technology.
20. Merna Tony in Cyrus Njiru. (1998). *Financing and Managing Infrastructure Projects*. Hong Kong: Asia Law&Practise Publishing Ltd.
21. Mlinarič, Franjo in Drago Filipič. *Temelji podjetniških financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
22. Mrak, Mojmir. (1997). *BOT oblika projektnega financiranja: Riziki in zavarovanja pred njimi*. Slovenska ekonomska revija 48: 139-150.
23. Mrak, Mojmir. (1998). *Vključevanje privatnega sektorja v financiranje novih infrastrukturnih objektov*. Gradivo s seminarja. Ljubljana: CISEF.
24. Mrak, M., Gazvoda, M. in M. Mrak. (2005). *Projektno financiranje: alternativna oblika financiranja infrastrukturnih objektov*. Ljubljana: Služba vlade Republike Slovenije za lokalno samoupravo in regionalno politiko.
25. Mrak, M. in I. Glavan. (2002). *Priročnik o sodelovanju zasebnega in javnega sektorja pri financiranju izgradnje komunalne infrastrukture in opravljanju javne gospodarske službe*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Mužina, A. (2004). *BOT in drugi lastninski modeli koncesijskih razmerij v Republiki Sloveniji*. V: Round Table on Financing SMEs in Slovenia 2004, J.Vadnjal, M. Glas, A. Sfiligoj; 64-79.
27. Oplotnik, Ž.J. (2006). *Model financiranja investicijskega projekta občine Hoče-Slivnica »izgradnja kanalizacijskega omrežja«*.
28. Perči-Štefančič, Ljiljana. (1998). *Zasebni kapital v infrastrukturnih objektih*. Naš stik januar 1998: 18-19.
29. Pučko, Daniel. (1996). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
30. Reese, Judith A. (1998). *Regulation and Private Participation in the Water and Sanitation Sector*. Stockholm: Global Water Partnership.
31. Repovž, Leon. (1990). *Viri financiranja, finančna konstrukcija in finančni inženiring*, V: INŠEF. Ljubljana: CISEF.
32. Selaković, Petar. (1992). *Metode za ocenjevanje investicijskih projektov*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Senjur, Marjan. (1993). *Gospodarska rast in razvojna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska Fakulteta.
34. Tiong, R.K. (1990). *BOT Projects: Risks and Securities*. Construction Management and Economics, 8(3), 315-328.
35. Ustava RS (Ur. List. RS. Št. 33/91)
36. UL RS (30/98): *Zakon o gospodarskih javnih službah*. Uradni list Republike Slovenije, Ljubljana.
37. Žižmond, E. in S. Strašek. (1999). *Ekonomska analiza in politika*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.

KAZALO TABEL IN SLIK

Slika 1: Oblike zagotavljanja storitev in financiranja projektov na področju gospodarske infrastrukture	13
Slika 2: Faze BOT modela projektnega financiranja	27
Tabela 1: pomembnejše oblike sodelovanja med javnim in zasebnim sektorjem	15
Tabela 2: Izvedenke iz BOT oblike projektnega financiranja	23
Tabela 3: Izhodišča koncesionarja in investicije v kanalizacijsko omrežje	45
Tabela 4: Projekcija denarnih tokov koncesionarja za čas trajanja koncesije	46
Tabela 5: Kazalnika uspešnosti projekta	47