

Dejan Romih, univ. dipl. ekon.
dr. Žan Jan Oplotnik, doc.
dr. France Križanič, doc.
Ekonomski inštitut Pravne fakultete

Izvleček

UDK: 336.645.1:656.2(497.4)

V prispevku predstavljamo model BOT (angl. Build, Operate, Transfer), model financiranja razvoja železniške infrastrukture v Republiki Sloveniji. Za to obliko projektnega financiranja je značilno, da podeli država gostiteljica zasebnemu projektному podjetju ali konzorciju koncesijo za izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture, koncesionar pa se poleg tega s podpisom koncesijske pogodbe zaveže, da bo priskrbel manjkajoče vire financiranja in po koncu koncesijskega obdobja brez dodatnih transakcijskih stroškov prenesel vse lastninske pravice iz projekta nazaj na koncedenta.

Ključne besede: javno-zasebno partnerstvo, projektno financiranje, transport, železniška infrastruktura, Slovenija

Abstract

UDC: 336.645.1:656.2(497.4)

In this paper we present a 'Build, Operate, Transfer' (BOT) model of financing railway infrastructure development in the Republic of Slovenia. It is characteristic of this form of project financing that the host country or a local community grants a private project company or consortium a concession to build and manage the public infrastructure. By signing the concession contract, the concessionaire binds himself/herself to transfer all the property rights from the project back to the grantor at the end of the concession period without additional transaction costs at the end of the concession period.

Key words: public-private partnership, project financing, transport, railway infrastructure, Slovenia

PROJEKTNO FINANCIRANJE ŽELEZNIŠKE INFRASTRUKTURE

Project Financing of Railway Infrastructure

1 Uvod

Razvoj železniške infrastrukture je bil desetletja tesno povezan s tradicionalno obliko financiranja kapitalno intenzivnih investicij. Do razvoja javno-zasebnega partnerstva, ki zajema različne oblike sodelovanja med državo ali lokalnimi skupnostmi in pravnimi ali fizičnimi osebami zasebnega sektorja, je prišlo šele z vzpostavitvijo takšnega ekonomskega in družbeno-političnega okolja, ki bi zasebnim podjetjem dovoljevalo izvajanje gospodarskih in negospodarskih javnih služb ter zagotavljanje dostopa do javne infrastrukture.

V strokovni literaturi lahko zasledimo različne oblike javno-zasebnega partnerstva, ki jih lahko glede na stopnjo vključitve zasebnega sektorja v izvajanje javnih služb in zagotavljanje javne infrastrukture razdelimo v dve skupini, in sicer: (i) *različne oblike soupravljanja zasebnega sektorja*, pri katerih ostanejo lastninske pravice nad objektom nizke ali visoke gradnje v rokah javnega sektorja, privatizira pa se le izvajanje dejavnosti in (ii) *oblike popolnoma zasebnega izvajanja dejavnosti*, pri katerih preidejo lastninske pravice nad objektom začasno ali trajno na zasebni sektor. Kot navajata Haarmayer in Mody (1997), lahko v prvo skupino uvrstimo pogodbe o izvajanju storitev, pogodbe o vodenju in upravljanju javne infrastrukture, pogodbe o zakupu in klasične koncesijske pogodbe, v drugo skupino pa sodijo oblike delne in popolne privatizacije ter različne oblike projektnega financiranja.

2 Značilnosti projektnega financiranja: ekonomsko-pravni vidik

Projektno financiranje predstavlja izvenbilančno 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 (Mrak idr. 2005). Ker predstavlja denarni tok 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 jih boniteta sponzorjev projekta ne zanima (razen tedaj, kadar za obveznosti koncesionarja jamčijo z vsem svojim premoženjem).

Kot navaja Schmidt (1993), se projektno in podjetniško financiranje med seboj precej razlikuje. Medtem ko je za projektno financiranje značilno, da se servisiranje obveznosti do virov sredstev zagotavlja iz sredstev in denarnega toka projekta, se pri podjetniškem (bilančnem) financiranju servisiranje obveznosti 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 za pogodbeno izločeni infrastrukturni projekt (Trujillo idr. 1998). Pri ugotavljanju ekonomske sprejemljivosti infrastrukturnega projekta se bodo potencialni investitorji za njegovo izvedbo odločili predvsem na osnovi izračuna, ali bo projekt na dolgi rok izkazoval pozitivni čisti denarni tok (Backhaus idr. 1990, Brealey idr. 1996). Če to ne bi

bilo zagotovljeno, bi morala donosnost izvedbe ali izvedbo projekta zagotoviti država ali 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 in Christov 2002). Kot navaja Buckley (1996), ločimo tri osnovne oblike projektnega financiranja, in sicer: (i) *projektno financiranje brez pristopa* (angl. *non-recourse project financing*); (ii) *projektno financiranje z omejenim pristopom ali z omejeno odgovornostjo za plačilo* (angl. *limited-recourse project financing*) in (iii) *projektno financiranje s polnim pristopom ali s polno 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 (angl. *off-balance sheet effect*) na pripoznanje sredstev in obveznosti do virov sredstev (Estache in Strong 2000, Pollio 1999).

Projektno financiranja brez pristopa pa predstavlja brezregresno obliko, pri kateri posojilodajalci in drugi investitorji nimajo neposrednega ali posrednega dostopa do premoženja sponzorjev projekta *ex voto*, saj ti za poplačilo obveznosti ne jamčijo z vsem svojim premoženjem, temveč le do višine vplačanega osnovnega kapitala ali pogodbeno določenega zneska. Zato zahteva bolj tveganj prihodnji denarni tok višji znesek jamstva ali večji obseg lastniškega kapitala, ki predstavlja osnovno jamstvo za poplačilo obveznosti do virov sredstev in osnovo za doseganje pozitivnega finančnega vzvoda (Worenklein 2003). Pri tem pa mora biti finančna konstrukcija investicijskega projekta potencialnim investitorjem znana vnaprej, saj le-ti v nasprotnem primeru ne bodo mogli sprejeti odločitve o tem, ali je projekt zanje ekonomsko sprejemljiv oziroma ali je stopnja donosa na vloženi kapital sorazmerna sprejetemu tveganju, hkrati pa bi bili v negotovih razmerah izpostavljeni tudi prevelikemu tveganju stečaja. Povsem drugače pa je v primeru projektnega financiranja z omejenim pristopom ali omejeno odgovornostjo za plačilo, pri katerem se tveganja med posamezne pogodbenike deli na način, da obstaja omejeno jamstvo sponzorjev projekta za poplačilo obveznosti do virov sredstev, običajno v obliki garancij ali z izločitvijo določenega zneska sponzorjevih sredstev na skrbniški račun (Benoit 1995, Turró 1999). Z garancijo se namreč sponzorji projekta ali po njihovem navodilu tretje osebe zavežejo, da bodo drugi osebi plačali določeni znesek, če sopogodbenuk le-teh ne bi izpolnil svojih obveznosti do roka zapadlosti. Kadar pa se kot oblika jamstva uporabi instrument skrbniškega računa, morajo sponzorji projekta nanj nakazati zadostno količino denarnih sredstev za

morebitno poplačilo neporavnanih obveznosti iz investicijskega projekta.

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 – SPSC; Special Purpose Vehicle – SPV*) 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 (bodisi državo bodisi lokalno skupnostjo), lahko le-ta zaradi zaščite javnega interesa omeji pravno sposobnost zasebnega sopogodbenuka 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. Omejitve aktivnosti projektnega podjetja lahko sicer zniža tveganje pogodbenega oportunitizma, ne more pa ga povsem izločiti. Lahko pa daje takšna omejitev posojilodajalcem in drugim investitorjem večji vpliv na sprejemanje poslovnih odločitev projektnega podjetja, saj lahko pri slabem upravljanju projekta ali ob nasprotovanju uprave njegovi predčasni zaključitvi zahtevajo zamenjavo vodstva (angl. *step-in clauses*). Vendar s tem tvegajo, da bo nova uprava prevzela nedokončan projekt z nizko rezidualno vrednostjo (Merna in Njiru 2002).

Kot navajajo Mrak idr. (2005), je prednost projektnega financiranja predvsem v lažjem dostopu do virov sredstev in znižanju projektnega tveganja na za investitorje sprejemljivo raven.¹ Zato je s projektne 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 država ali lokalna

¹ Pri tem pa potencialni investitorji niso izpostavljeni le zunanjim, temveč tudi notranjim vrstam projektnega tveganja, ki izhajajo iz različnih pogodbenih razmerij (Dewatripont in Legros 2005). Pogodbenuki 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 projektnega in drugega tveganja ključnega pomena za zmanjšanje izpostavljenosti potencialnih investitorjev tveganju informacijske asimetrije in pogodbenega oportunitizma (Grossmann in Hart 1986, Hart in Moore 1990, Hart 1995).

skupnost, medtem ko bodo projekti z večjim tveganjem povpraševanja zanje manj zanimivi (Rhodes in Loschacoff 2005). Manjše zanimanje pa bodo pokazali tudi posojilodajalci, ki bodo od koncudenta 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.

3 Oblika projektnega financiranja BOT

Ker se oblika projektnega financiranja BOT (angl. *Build, Operate, Transfer*) najpogosteje uporablja za financiranje kapitalno intenzivnih čezmejnih investicij, za katere je značilno, da podeli država gostiteljica ali lokalna skupnost (koncudent) zasebnemu projektneemu podjetju ali konzorciju (koncesionar) koncesijo za izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture ali drugih zmogljivosti za opravljanje javnih storitev, koncesionar pa se poleg tega s koncesijsko pogodbo zaveže, da bo priskrbel manjkajoče vire financiranja in po koncu koncesijskega obdobja brez dodatnih transakcijskih stroškov prenesel vse lastninske pravice iz projekta nazaj na koncudenta. Kot navajata Katz in Smith (2003), lahko na ta način država ali lokalna skupnost prenese del odgovornosti za financiranje, izgradnjo in upravljanje javne infrastrukture z javnega na zasebni sektor, zasebni sopogodbениki pa prejmejo možnost, da s povečevanjem učinkovitosti poslovanja maksimirajo stopnjo donosa na vloženi kapital, ki je navzgor neomejena (angl. *unlimited up-side potencial*) in zato najpomembnejši motiv za udeležbo zasebnih investitorjev pri razvoju javne infrastrukture.

Ker je cilj udeležencev projektnega financiranja maksimiranje funkcije lastnega zadovoljstva, morajo vzpostaviti takšno pogodbeno ravnovesje, ki bo predstavljalo *Pareto optimum* pogodbenih razmerij. Za doseg tega pa je treba s pomočjo razvojnega sporazuma pravno urediti razmerja glede: (i) dolžnosti in pravic udeležencev projektnega financiranja; (ii) priskrbe virov financiranja izgradnje in upravljanja javne infrastrukture; (iii) porazdelitve finančnih, tehnično-tehnoloških, operativnih in drugih tveganj; (iv) uporabe garancij za zmanjševanje izpostavljenosti udeležencev projektnega financiranja tveganju neizpolnitve z nasprotni strani; (v) merjenja učinkovitosti poslovanja koncesionarja in kakovosti upravljanja javne infrastrukture v času operativne faze (problem določitve sodil); (vi) načina reambuliranja ali oglobitve zaostankov v izvedbi projekta; (vii) oblik pomoči sopogodbениkov, ko nasprotna stran ne more izpolniti vseh obveznosti; (viii) možnosti dopolnitve ali spremembe pogodbenih določil; (ix) okoliščin in načina razširitve ali odvzema koncesijske pravice in (x) načina rešitve morebitnih sporov med udeleženci koncesijskega razmerja (McCarthy 1999).

Kot navajajo Lu idr. (2000), pomeni oblika projektnega financiranja BOT začasno privatizacijo javne infrastrukture, zato mora država ali lokalna skupnost, preden pristopi k projektneemu financiranju, izvesti štiri analize, in sicer

(Coven 1999): (i) analizo stanja javne infrastrukture in ravni preskrbe prebivalstva z javnimi storitvami in dobrinami; (ii) analizo obstoječih mehanizmov regulacije; (iii) analizo odnosa interesnih skupin do vstopa zasebnega sektorja v opravljanje javne gospodarske službe in (iv) analizo finančnih in drugih možnosti uvedbe javno-zasebnega partnerstva. V nasprotnem primeru bi lahko nesoglasje interesnih skupin k začasni privatizaciji javne infrastrukture ogrozilo finančno zaprtje ali izvedbo investicijskega projekta.

Kot navajajo Mrak idr. (2005), se je oblika projektnega financiranja BOT razvila na temelju razvoja omejenega pristopa k financiranju in sodobne oblike koncesij. V prvem primeru gre za obliko projektnega financiranja, pri kateri posojilodajalci nimajo neposredne regresne pravice do premoženja sponzorjev ali koncudenta, zato se za sofinanciranje investicijskega projekta odločijo le, kadar je projekt sposoben ustvariti dovolj denarnih tokov za servisiranje dolga (angl. *cash flow related lending*), obstaja jamstvena shema in je velikost lastniškega kapitala sorazmerna izpostavljenosti projektneemu podjetju poslovnim tveganjem (pogoj kapitalske ustreznosti) (Wang idr. 2000). V drugem primeru pa gre za razvoj oblike koncesij, ki se od klasičnih razlikujejo po tem, da omogočajo v primeru pravilno strukturiranega projektnega financiranja večjo vlogo javnega sektorja pri sprejemanju investicijskih odločitev (Siegelbaum 2003).

Ker je za projektne financiranje značilno servisiranje obveznosti do virov sredstev iz denarnega toka in sredstev investicijskega projekta, se uporablja predvsem v tistih dejavnostih, katerih cene proizvodov ali storitev regulira država in je zato možno prihodnje denarne tokove napovedati z relativno gotovostjo. Kadar pa to ni mogoče, bo morala za stabilnost prihodkov od prodaje jamčiti država ali lokalna skupnost. Temu pa mnogi nasprotujejo, saj menijo, da se s pomočjo različnih oblik jamstev, transferjev in subvencij razvija panoga iskalcev rent in financira X-neučinkovitost koncesionarja. Zato vključitev zasebnega sektorja v javne oskrbne dejavnosti še ne predstavlja jamstva za večjo učinkovitost v oskrbi prebivalstva z javnimi dobrinami (Stiglitz 1988).

4 Prednosti in slabosti oblike projektnega financiranja BOT

Kot navajata Menheere in Pollalis (1996), predstavlja projektne financiranje za državo ali lokalno skupnost najhitrejši, za končne uporabnike pa najdražji način dostopa do javne infrastrukture. To je posledica tega, da želi koncesionar v nasprotju z javnim sektorjem maksimirati stopnjo donosa na lastniški kapital in ne funkcije družbenega zadovoljstva, čeprav naj bi bilo pri zagotavljanju javnih dobrin pridobivanje dobička podrejeno zadovoljevanju javnih potreb. Zato se zastavlja vprašanje, ali bo koncesionar vodil politiko družbeno odgovornega ravnanja in kot cilj upošteval maksimiranje ekonomske stopnje donosa ali pa bo morala v določanje cen poseči država ali lokalna skupnost kot regulator (Osborn 1988, Renzetti 1992). To dilemo pa

Kay in Thomson (1991) zavračata, saj menita, da omogoča javno-zasebno partnerstvo usklajevanje pričakovanj, tako javnega kakor zasebnega sektorja, zato mora biti naloga države ali lokalne skupnosti le, da zagotovi učinkovito izrabo zasebnih sredstev za maksimiranje družbene blaginje.

Med prednostni oblike projektne financiranja BOT lahko navedemo tudi prenos odgovornosti za financiranje, gradnjo in upravljanje javne infrastrukture z javnega na zasebni sektor, s čimer lahko preprečimo negativni vpliv klasične oblike financiranja kapitalno intenzivnih investicijskih projektov na saldo proračuna države ali povečanje državnega ali državno garantiranega dolga. A je slednje prej izjema kot pravilo, saj nastopa država ali lokalna skupnost zelo pogosto v vlogi sponzorja projekta ali poroka. Ker pa je tudi v tem primeru dostop do premoženja države ali lokalne skupnosti pogojen, predstavlja najpomembnejše jamstvo za poplačilo vseh obveznosti do virov sredstev pravica koncesionarja do prihodkov iz trženja javne infrastrukture, ki naj bi po oceni investitorjev zadostovali za servisiranje najetega dolga in izplačilo zahtevanega donosa lastnikom na vloženi kapital (ibid.). Kot navajajo Benoit (1995) ter Katz in Smith (2003), lahko država ali lokalna skupnost na ta način uresniči tudi tiste investicijske projekte, ki zaradi javnofinančnih in drugih omejitev ne bi bili izvedeni. Če pa bi morala njihovo izvedbo zagotoviti država ali lokalna skupnost, bi lahko to ogrozilo dolgoročno vzdržnost javnih financ in izvedbo drugih investicijskih projektov.

Ker je možno s projektne financiranjem infrastrukturne projekte izvesti tudi tedaj, kadar država ali lokalna skupnost ne razpolagata s potrebnimi finančnimi sredstvi, lahko projektne podjetje posamezne investicijske projekte izvede tedaj, kadar so pogoji zadolževanja na trgu kapitala najbolj ugodni. Za projektne financiranje je namreč značilen visok delež dolžniškega kapitala v kapitalski strukturi projektne podjetja, zato je višina obrestne mere zelo pomemben dejavnik za določanje optimalne kapitalne strukture (Logan 2003). Kot navajata Brigham in Gapenski (1996), temelji uporaba finančnega vzvoda na načelu, po katerem lahko tuj kapital uporabljamo le tedaj, kadar s čistimi denarnimi donosi pokrijemo vsaj stroške obresti. Zato je mogoče ob nižji obrestni meri in nespremenjeni donosnosti na celotni kapital angažirati večji obseg dolžniškega kapitala in na ta način skrajšati aktivizacijsko dobo investicij oziroma povprečni čas, ki je potreben, da se povprečno ustvarjena enota investicij aktivira.

Kot navajajo Menheere in Pollalis (1996), lahko med prednostni oblike projektne financiranja BOT omenimo tudi alokacijo finančnega, tehnično-tehnološkega, operativnega in drugega tveganja. Dejstvo je, da sta tako identifikacija kakor alokacija tveganja ključnega pomena za uspešnost izvedbe investicijskega projekta. Zato lahko *Pareto optimum* pogodbenih razmerij udeleženci projektne financiranja dosežejo le tedaj, kadar so tveganja med posameznimi udeleženci porazdeljena tako, da vsak izmed njih prevzame le tista, ki jih je sposoben najbolje obvladovati (Wahdan idr. 1995, Tam 1999). Obvladovanje tveganj je pri

projektne financiranju zelo pomembno, saj predstavljajo prihodnji denarni tokovi poleg sredstev projekta najpomembnejše jamstvo za poplačilo vseh obveznosti do virov sredstev. Zato obstaja nevarnost, da bi koncesionar v primeru neučinkovitosti v obvladovanju tveganj, donosnost na vloženi kapital povečeval na račun kakovosti in ob koncu koncesijskega obdobja javnemu sektorju predal infrastrukturo z nizko rezidualno vrednostjo (Baker 1986, Beidleman idr. 1990).

Ker je eden izmed ciljev sponzorjev projekta maksimiranje stopnje donosa na lastniški kapital, se bodo potencialni zasebni investitorji v primeru projektne financiranja odločali le za izvedbo tistih infrastrukturnih projektov, ki so tržno najbolj zanimivi, medtem ko bo morala projekte z nižjo pričakovano stopnjo donosnosti izvesti država ali lokalna skupnost. Kot navaja Pahlman (1996), je to predvsem posledica racionalnega obnašanja ekonomskih subjektov in tržno vodene tendence (angl. *market-driven tendency*) potencialnih investitorjev k doseganju višje donosnosti. Vendar pa to z vidika učinkovitosti porabe javnih sredstev ni slabo, saj bi v primeru klasičnega financiranja tržno zanimivih infrastrukturnih projektov nastala oportunitetna izguba blaginje v vrednosti nedobavljenih javnih dobrin (Klein 1996). Zato predstavlja eno izmed prednosti oblike projektne financiranja BOT tudi alokacija odgovornosti za zagotovitev javnih dobrin.

Kot navajata Vinter in Price (2005), predstavlja pri projektne financiranju osrednje pravno dejanje podelitve koncesije za gradnjo in upravljanje javne infrastrukture subjektu zasebnega prava (koncesionarju), ki je najpogosteje izbran preko javnega razpisa. Pri tem pa obstaja nevarnost, da se bo le-ta pri kasnejših pogajanjih, ki potekajo v odsotnosti konkurence za vstop na trg (angl. *for-the-market competition*), izkazal kot neprimeren in bo morala država ali lokalna skupnost postopek podelitve koncesije ponoviti. To pa bi povzročilo podražitev in zamik izgradnje javne infrastrukture, zato je ustrezna pravna ureditev tega področja zelo pomembna (Rees 1998). Quiggin (1998) pa izpostavlja še eno slabost koncesijskih modelov, in sicer problem slabih dogovorov (angl. *bad arrangements*), ki se kaže tedaj, kadar koncesionar ni sposoben ali voljan izpolniti vseh pogodbenih obveznosti. Zato lahko med slabostmi oblike projektne financiranja BOT omenimo tudi visoke agencijske stroške, ki predstavljajo po mnenju Shugharta idr. (1994) seštevek stroškov nadziranja, stroškov vezanja lastnih sredstev in principalove rezidualne izgube.

5 Model financiranja investicij v javno železniško infrastrukturo

Razvoj javne železniške infrastrukture je za Slovenijo, ki leži na stičišču V. in X. vseevropskega transportnega koridorja, izjemno pomemben za nadaljnji razvoj in povečanje učinkovitosti narodnega gospodarstva, ki se v zadnjih letih sooča z naraščajočim cestnim prometom ter vse ostrejšimi zahtevami glede varovanja okolja in prostora, ki postavljajo nove zahteve in priložnosti pri oblikovanju

Tabela 1: Letne vrednosti investicij in njihova sestava

	Nadgradnje		Novogradnje		Gradnje prog za visoke hitrosti		Vodenje projektov ter priprava projektne in investicijske dokumentacije		Skupaj	
	v mio. €	v %	v mio. €	v %	v mio. €	v %	v mio. €	v %	v mio. €	v %
2005	33	2,3	2	0,1	0	0,0	3	0,5	38	0,6
2006	46	3,1	6	0,3	0	0,0	4	0,7	56	0,9
2007	150	10,3	21	1,1	0	0,0	27	4,6	198	3,2
2008	180	12,3	66	3,5	0	0,0	39	6,7	285	4,6
2009	180	12,3	135	7,2	0	0,0	50	8,6	365	5,9
2010	129	8,8	142	7,6	0	0,0	46	7,9	317	5,1
2011	103	7,0	171	9,1	230	10,0	55	9,4	559	9,0
2012	99	6,8	154	8,2	230	10,0	51	8,7	534	8,6
2013	77	5,3	153	8,1	230	10,0	49	8,4	509	8,2
2014	83	5,7	213	11,3	230	10,0	50	8,6	576	9,3
2015	47	3,2	222	11,8	230	10,0	47	8,0	546	8,8
2016	80	5,5	127	6,8	230	10,0	35	6,0	472	7,6
2017	80	5,5	154	8,2	230	10,0	40	6,8	504	8,1
2018	64	4,4	149	7,9	230	10,0	37	6,3	480	7,7
2019	64	4,4	110	5,9	230	10,0	31	5,3	435	7,0
2020	48	3,3	54	2,9	230	10,0	20	3,4	352	5,7
Skupaj	1463	100,0 (23,5)	1879	100,0 (30,2)	2300	100,0 (36,9)	584	100,0 (9,4)	6226	100,0 (100,0)

Vir podatkov: Ministrstvo za promet (2005).

Resolucije o Nacionalnem programu razvoja javne železniške infrastrukture (v nadaljevanju: ReNPRJŽI). Upoštevajoč predlog le-te, lahko investicijski program, katerega izvedba je bila planirana za obdobje 2005–2020, razdelimo na dve področji, in sicer: (i) *razvojni del*, ki vključuje investicije v nadgradnjo in razširitev nacionalne železniške infrastrukture ter (ii) *redni del*, ki se nanaša na izvajanje gospodarske javne službe (tj. vodenje železniškega prometa) ter vzdrževanje in obnovo obstoječe železniške infrastrukture.² Ker se bo redni del tudi v prihodnje tekoče financiral iz sredstev državnega proračuna, smo se v študiji osredotočili le na financiranje tistih infrastrukturnih projektov, ki sodijo v t. i. razvojni del predloga ReNPRJŽI in predvidevajo znaten dvig kakovosti železniškega omrežja in transportnih storitev.

Ocenjena vrednost investicij razvojnega dela predloga ReNPRJŽI znaša (ob upoštevanju stalnih cen iz leta 2005) 6,22 milijarde evrov, pri čemer lahko investicije razvrstimo v štiri osnovne skupine, in sicer (Ministrstvo za promet 2005):

- nadgradnje obstoječe železniške infrastrukture,
- novogradnje,
- gradnje prog za visoke hitrosti,
- vodenje projektov ter priprava projektne in investicijske dokumentacije.

Izhajajoč iz porazdelitve finančnega bremena posameznih skupin investicij (gl. tabelo 1), bi bilo z vidika izvedbe celotnega investicijskega programa finančno najzahtevnejše obdobje 2011–2017, ko sta predvideni najintenzivnejši investicijski fazi na področju novogradenj in gradenj prog za visoke hitrosti.

5.1 Organizacijski vidik modela

Model financiranja investicij v javno železniško infrastrukturo smo upoštevaje stanje in dolgoročno strateška izhodišča Ministrstva za promet (2005) zasnovali kot obliko projektnega financiranja BOT, za katero je značilna izločitev investicijskega projekta v *ad hoc* ustanovljeno projektno podjetje, ki mu kasneje država ali lokalna skupnost podeli koncesijo za izvedbo in upravljanje posameznega projekta ali celotnega investicijskega programa. Po Dawatripontu in Legrosu (2005) je ustanovitev projektnega podjetja smiselna predvsem zaradi alokacije projektne tveganja, ki bi lahko ogrozilo finančno zaprtje investicijskega projekta. Kritiki modela pa ustanovitvi projektnega podjetja nasprotujejo, saj menijo, da se na ta način povečuje tveganje informacijske asimetrije in pogodbenega oportunitizma, ki je najpogosteje posledica nepopolnih pogodb (gl. Grossmann in Hart 1986, Hart in Moore 1990, Hart 1995) ali pogodbenih razmerij na osnovi specifičnosti premoženja (Williamson 1985, Destais 1999, Lissovska 2001).

Kot navaja Winkelmann (2000), je ustanovitev projektnega podjetja smiselna predvsem tedaj, kadar se z njegovo ustanovitvijo poveča zadolžitveni potencial in možnost izvedbe investicijskega projekta. To je bil tudi eden izmed razlogov, da smo pri razvoju modela predvideli ustanovitev posebnega investicijskega podjetja (angl. *special investment purpose vehicle – SIPV*), katerega ustanovitelji bi preko mednarodnega razpisa konkurirali za pridobitev koncesionirane dejavnosti, tj. izvedbe in upravljanja posameznega infrastrukturnega projekta ali celotnega investicijskega programa. Z izbranim koncesionarjem, bodisi zasebnim konzorcijem bodisi zasebnim podjetjem, bi potem država kot koncedent in urejevalec trga podpisala koncesijsko pogodbo, s katero bi se koncesionar zavezal, da bo izvedel posamezni projekta ali celotni investicijski program in priskrbel manjkajoča finančna sredstva. V tem

² Ob upoštevanju stalnih cen iz leta 2005 bi znašala skupna vrednost investicij po predlogu ReNPRJŽI 9,19 milijarde evrov.

Tabela 2: Projekcija sestave virov sredstev posebnega finančnega sklada za izplačilo koncesijskih plačil

	Sredstva iz državnega proračuna	Viri križnega financiranja*	Ekološke takse	Uporabnina	Drugi prih. iz trženja	Drugi viri**	Skupaj
Skupaj (v mio. €)	1910	1590	660	2180	143	165	6649
Sestava virov (v %)	28,7	23,9	9,9	32,8	2,2	2,5	100,0

Opomba: *Trošarine, ekološke dajatve, kordornine, parkirnine idr. **Oddajanje telekomunikacijskih zmogljivosti idr.

delu koncesijskega razmerja je vloga posebnega investicijskega podjetja zelo pomembna, saj omogoča prenos zasebnih finančnih sredstev v finančno strukturo izvedbe projekta BOT (Weight in Morgan 1992). Zaradi zmanjšanja projektnega tveganja pa je pogosto zaželeno, da se investicijsko podjetje oblikuje kot lastniška oblika skupnega vlaganja (angl. *equity joint-venture*), ki mora imeti pravico do sklenitve pogodbe o zunanjem izvajanju (angl. *outsourcing contract*) (Elliot 1992, Nevit in Fabozzi 1998). Prednost ustanovitve zasebnega investicijskega podjetja je predvsem v prenosu tveganj operativne izvedbe infrastrukturnega projekta z javnega na zasebni sektor, saj prevzame slednji odgovornost za operativno izvedbo projekta in zagotovitev primerne kakovosti javne infrastrukture po vnaprej dogovorjeni ceni.

Poleg ustanovitve posebnega investicijskega podjetja smo v okviru študije predlagali tudi ustanovitev posebnega finančnega sklada (angl. *special financial purpose vehicle – SFPV*), ki bi skrbel za upravljanje vanj stekajočih se sredstev in izplačilo letnih nadomestil za razpoložljivost koncesionarju. Kot navajajo Trujillo idr. (1998), je ustanovitev posebnega finančnega sklada smiselna predvsem zaradi zmanjšanja tveganja popogodbenege oportunitizma, ki bi lahko ogrozilo finančno konstrukcijo in izvedbo investicijskega projekta. Po Dewatripontu in Legrosu (2005) pa je prednost ustanovitve posebnega finančnega sklada tudi ta, da ima država kot ustanoviteljica dostop do vseh pomembnejših informacij o poslovanju sklada in nadzor nad alokacijo finančnih sredstev, kar lahko zmanjša tveganje informacijske asimetrije in neustrezne porabe projektnih sredstev. Sklad bi bil namreč odgovoren tudi za preverjanje upravičenosti koncesionarja do prejema letnega nadomestila in pravilno porabo projektnih sredstev, kar je po Büschengenu in Ergenzingerju (1993) ključno za uspešno izvedbo planiranih investicij. Glede na to, da smo v okviru študije predvideli različne vire sredstev za izplačilo koncesijskih plačil, kot so: prihodki iz naslova uporabnin, viri križnega financiranja, sredstva iz državnega proračuna idr. (gl. tabela 2), bi bila ustanovitev posebnega finančnega sklada pomembna tudi z vidika usklajevanja obveznosti potencialnih investitorjev, medtem ko bi se lahko koncesionar osredotočil predvsem na operativno izvedbo infrastrukturnih projektov (gl. Steward-Smith 1995, Affuso idr. 2003).

5.2 Finančni vidik modela

V nadaljevanju predstavljena simulacija denarnih tokov modela financiranja investicij razvojnega dela predloga ReNPRJŽI temelji na izhodiščih preliminarne študije o možnih modelih financiranja javne železniške infrastrukture v Republiki Sloveniji (gl. Rhodes in Loschacoff 2005

Oplotnik, Križanič in Romih 2005) in dolgoročnih strateških izhodišč Ministrstva za promet (2005). Upoštevajoč predpostavke in omejitve pri financiranju železniške infrastrukture, ocenjeno vrednost investicij ter njihovo aktivizacijsko dobo smo v okviru simulacije denarnih tokov predvideli šestintridesetletno koncesijsko obdobje (angl. *concession period*), ki bi v obdobju 2008–2040 sovpadalo z obdobjem koncesijskih plačil (angl. *concession payment period*), le-te bi koncesionarju letno nakazoval posebni finančni sklad. Kot navajata Büschgen in Ergenzinger (1993), je izplačilo koncesijskih plačil zelo pogosto povezano s prenosom dolgoročne koncesijske pravice do uporabe železniške infrastrukture nazaj na koncendenta, vendar pa to v primeru oblike projektnega financiranja BOT najpogosteje ne drži, saj prihaja do prenosa lastninskih pravic šele po koncu koncesijskega obdobja, razen v primerih, ko ima principal pravico do izplačila koncesionarja pred koncem koncesijskega obdobja (angl. *early buy-back*) ali ko se za odvezo oba sporazumno dogovorita (angl. *early termination by negotiation*) (McCarthy in Perry 1989, Dias in Ioannou 1995). Čas prenosa lastninskih pravic je namreč pri projektnem financiranju zelo pomemben, saj izgubi tedaj koncesionar pravico do nadzora sredstev, ki ustvarjajo denarne tokove (Gorton in Souleles 2005).

Upoštevajoč letne ocenjene vrednosti investicij, razvidne iz programskih dokumentov Ministrstva za promet (2005), projekcijo denarnih tokov idr., bi moral posebni finančni sklad v obdobju 2008–2040 posebnemu investicijskemu podjetju nakazati za 6,65 milijarde evrov koncesijskih plačil, ki bi bila potrebna za poplačilo njegovih obveznosti in realizacijo 4,8-odstotne stopnje donosnosti projekta, kar bi upoštevalje sedanje razmere na slovenskem finančnem trgu zadostovalo za udeležbo zasebnih investitorjev v finančni strukturi projekta.³ Vendar morajo potencialni investitorji, kot navajata Button in Rietveld (1993), pri tej obliki projektnega financiranja veliko pozornosti nameniti zagotavljanju učinkovitosti pri porabi prejetih koncesijskih plačil, saj lahko v nasprotnem primeru tvegajo prezadolženost projektnega podjetja. Zato bi bil nadzor nad porabo finančnih sredstev zelo pomembna naloga posebnega finančnega sklada, ki bi moral poleg zagotavljanja in upravljanja finančnih sredstev skrbeti tudi za preglednost in učinkovitost porabe v sklad se stekajočih sredstev. Kot navajajo Trujillo idr. (1998), je naloga posebnega finančnega

³ Kot navajata Short in Kopp (2005), veže razvoj železniške infrastrukture nase veliko kapitala, ki se ob relativno nizki stopnji donosnosti in visokih stroških upravljanja lahko povrne šele na dolgi rok.

Tabela 3: Projekcija denarnih tokov posebne investicijskega podjetja (v milijonih evrov)

	Vrednost investicij (1)	Koncesijska plačila (2)	Sredstva EU (3)	Razlika (2)+(3)-(1)
Skupaj (2005–2020)	6223	2554	1538	-2131
Skupaj (2005–2040)	6223	6694	1538	2009

Vir podatkov: Ministrstvo za promet (2005) in projekcija avtorjev.

sklada tudi zagotavljanje stabilnosti projektnega financiranja, ki se kaže v tem, da je sklad sposoben nadomestiti izpad katerega koli izmed virov, ne da bi to vplivalo na izpolnjevanje pogodbenih obveznosti do koncesionarja (gl. tudi Fishbein in Babbar 1996). V nasprotnem primeru bi lahko izpad enega izmed virov ogrozil finančno stabilnost izvedbe investicij, ki jo predpostavljamo v projekciji denarnih tokov in po kateri bi morale posebno investicijsko podjetje za premostitev rokovnega neskladja med viri in obveznostmi v obdobju 2005–2020 dodatno zagotoviti 2,13 milijarde evrov (gl. tabelo 3). Podjetje pa bi se moralo skupaj z državo potegovati tudi za črpanje sredstev iz skladov Evropske unije v višini 1,54 milijarde evrov.

Upoštevač projekcijo denarnih tokov bi bilo za posebno investicijsko podjetje finančno najzahtevnejše obdobje v obdobju 2014–2020, ko bi morale le-to v celoti kriti razliko med vrednostjo investicij in prihodkov iz koncesijskih plačil, saj smo črpanje evropskih sredstev predvideli le za obdobje naslednje finančne perspektive, izjema je le leto 2006. Ker je za uspešno izvedbo projektnega financiranja treba zagotoviti tudi sredstva za servisiranje obveznosti do virov sredstev in realizacijo donosa na vloženi kapital zasebnih investorjev (Winkelmann 2000), smo pri simulaciji modela predvideli, da bi posebno investicijsko podjetje koncesijska plačila prejelo vse do konca koncesijskega obdobja (tj. do leta 2040), ko bi skupaj s posebnim finančnim skladom prenehalo poslovati.

6 Vpliv investicij v železniško infrastrukturo na slovensko gospodarstvo

Ker imajo investicije v razvoj transportne infrastrukture zelo velik vpliv na narodno gospodarstvo, smo z uporabo ekonometričnega investicijskega modela slovenskega gospodarstva preučili vpliv investicij razvojnega dela predloga ReNPRJŽI na slovensko gospodarstvo v obdobju naslednje finančne perspektive EU (gl. tabelo 4).

Kot lahko vidimo iz tabele 4, bi izvedba investicij razvojnega dela predloga ReNPRJŽI v obdobju 2007–2013 v povprečju zvišala vrednost domačih gradbenih del za 22 odstotkov, hkrati pa bi se za 7,4 odstotka zvišala tudi vrednost agregatnih investicij. Bruto domači proizvod bi se v opazovanem obdobju v povprečju zvišal za 0,9 odstotka, najbolj med letoma 2011 in 2012, ko bi vrednost investicij znašala med 1,4 in 1,5 odstotka vrednosti bruto domačega proizvoda. Za 0,2 odstotka bi se v povprečju zvišala vrednost industrijske proizvodnje, vrednost končne potrošnje pa za 1,2 odstotka. Skoraj zanemarljiv pa bi bil učinek investicij na stopnjo rasti cen, saj bi se le-te v povprečju zvišale za 0,1 odstotka.

7 Sklep

V prispevku predstavljeni model financiranja investicij razvojnega dela predloga ReNPRJŽI, temelji na takšni organizacijski strukturi, ki omogoča optimalnejšo porazdelitev finančnih, tehnično-tehnoloških, operativnih in drugih tveganj, ki bi lahko ogrozila finančno zaprtje in izvedbo investicijskega programa. Zanj je značilno, da vključuje tri ključne udeležence, in sicer: (i) državo kot koncudenta; (ii) posebno investicijsko podjetje, katerega zasebni ustanovitelji bi preko mednarodnega razpisa konkurirali za izvedbo in upravljanje celotnega investicijskega programa in (iii) posebni finančni sklad, ki bi v času koncesijskega obdobja skrbel za upravljanje v sklad stekajočih se sredstev (iz državnega proračuna, virov križnega financiranja, ekoloških taks, uporabnine in drugih virov) ter izplačilo letnih nadomestil za razpoložljivost koncesionarju, s katerimi bi le-ta refinanciral obveznosti do virov sredstev, vključujoč izplačilo zahtevane stopnje donosa na vloženi lastniški kapital zasebnih investorjev.

Tabela 4: Vpliv investicij na narodno gospodarstvo v obdobju naslednje finančne perspektive EU

	INV % BDP	sGRD v %	sINV v %	sBDP v %	sQB1 v %	sINFL v %	sCBS v %
2007	0,4	9,3	3,1	0,4	0,1	0,0	0,5
2008	0,7	15,8	5,3	0,6	0,2	0,0	0,9
2009	1,0	21,7	7,3	0,9	0,2	0,1	1,2
2010	0,8	18,6	6,2	0,7	0,2	0,1	1,0
2011	1,5	32,6	10,9	1,3	0,3	0,1	1,8
2012	1,4	29,9	10,0	1,2	0,3	0,1	1,6
2013	1,3	27,0	9,1	1,1	0,3	0,1	1,5
Ø (povp.)	1,0	22,1	7,4	0,9	0,2	0,1	1,2

Opombe: (INV) vrednost investicij, (sGRD) sprememba vrednosti gradbenih del, (sINV) sprememba vrednosti agregatnih investicij, (sBDP) sprememba vrednosti bruto domačega proizvoda, (sQB1) sprememba vrednosti industrijske proizvodnje, (sINFL) sprememba stopnje rasti cen, (sCBS) sprememba vrednosti končne potrošnje.

Literatura

1. Affuso, L., J. Masson in D. M. G. Newbery (2003). Comparing investments in new transport infrastructure. *Fiscal Studies* 24(3): 275–315.
2. Amos, P. (2004). *Public and Privat Sector Roles in the Supply of Transport Infrastructure and Services*. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development.
3. Backhaus, K., O. Sandrock in J. Schill (1990). Die Bedeutung der Projektfinanzierung vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Entwicklung. V: *Projektfinanzierung: Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte*, ur. Klaus Backhaus. Darmstad: Technische Universität Darmstad.
4. Beidleman, C. R., D. Fletcher and D. Veshosky (1990). On allocating risk: the essences of project finance. *Sloan Management Review* 1(31): 47–55.
5. Benuit, P. (1995). Project Finance at the World Bank: An Overview of Policies and Instruments. *World Bank Technical Paper No. 312*.
6. Brealey, R. A., I. A. Cooper in M. A. Habib (1996). Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments. *Journal of Applied Corporate Finance* 9(3): 25–38.
7. Brigham, E. F. in L. C. Gapenski (1996). *Financial management: theory and practice, 8th edition*. Fort Worth: The Dryden Press.
8. Buckley, A. (1996). Project Finance. V: *International Capital Budgeting*, ur. A. Buckley. London: Prentice Hall.
9. Büschgen, H.-E. in T. Ergenzinger (1993). *Privatwirtschaftliche Finanzierung und Erstellung von Verkehrsinfrastruktur-Investitionen, unter besonderer Berücksichtigung des Leasings*. Frankfurt: Knapp Fritz.
10. Button, K. in P. Rietveld (1993). Financing urban transport projects in Europe. *Transporta* 20(3): 251–256.
11. Chapman, C.B. (1990). A risk engineering approach to project risk management. *International Journal of Project Management* 8(1): 5–16.
12. Cowen, B. P. J. (1999). The Privat Sector in Water and Sanitation – How to Get Started. V: *The Privat Sector in Water: Competition and Regulation*, ur. V. Gourane. Stocholm: Global Water Partnership.
13. Destais, C. (1999). *Transaction Costs Theory, Asset Specificity and Risk Appraisal. An Analysis Based on The Example of Limited Recourse Project Finance*. 3rd Annual Conference of International Society of New Institutional Economics.
14. Dewatripont, M. in P. Legros (2005). Public-private partnerships: contract design and risk transfer. *EIB Paper* 10(1): 120–145.
15. Dias, A. Jr. and G. Ioannou (1995). Debt Capacity and Optimal Capital Structure for Privately Finance Infrastructure Projects. *Journal of Construction Engineering and Management* 121(4): 404–414.
16. Elliot, C. (1992). Transportation infrastructure: recent experience and lessons for the future. V: *Project Lending*, ur. T.H. Donaldson. London: Prentice Hall.
17. Estache, A. in J. Strong (2000). *The rise, the fall and emerging recovery of project finance in transport*. Washington: The World Bank.
18. Fishbein, G. in S. Babbar (1996). Private Financing of Toll Roads. *RCM Discussion Paper Series No. 117*.
19. Gorton, G. in N. S. Souleles (2005). Special Purpose Vehicles and Securitization. *NBER Working Paper No. 11190*.
20. Grimsey, D. in M. K. Lewis (2002). Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects. *International Journal of Project Management* 20(2): 107–118.
21. Grossman, S. in O. Hart (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of verical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94(4): 691–719.
22. Haarmeyer, D. in A. Mody (1999). Financing and Sanitation Projects: The Unique Risks. V: *The Privat Sector in Water: Competition in Regulation*, ur. V. Gourane. Stocholm: Global Water Partnership.
23. Hart, O. (1995). *Firms, contracts and financial structure*. Oxford: Oxford University Press.
24. Hart, O. in J. Moore (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy* 98(6): 1119–1158.
25. Katz, G. I., S. W. Smith (2003). Build-operate-transfer: The future of public construction? *Journal of Construction Accounting & Taxation* 13(2), 36–48.
26. Kay, J. and D. Thomson (1991). Regulatory reform in transport in the United Kingdom. V: *Transport in a Free Market Economy*, ur. D. Banister in K. Button. London: Macmillan.
27. Klein, M. (1996). Economic Regulation of Water Companies. *Policy Research Working Paper No. 1649*.
28. Laffont, J. J. in J. Torole (1993). *A theory of incentives in procurement and regulation*. Cambridge: MIT Press.
29. Lam, P. T. I. (1999). A Sectoral Review of Risks Associated with Major Infrastructure Projects. *International Journal of Project Management* 17(2): 77–87.
30. Lissowska, M. (2001). *Credit contracts in transition countries: contractual problems and different solutions*. 5th Annual Conference of International Society of New Institutional Economics.
31. Logan, T.-M. (2003). Optimal debt capacity for BOT projects in emerging markets. *Journal of Structured and Project Finance* 9(3): 71–75.
32. Lu, Y. S. Wu, D. Chen in Y. Lin (2000). BOT Projects in Taiwan: Financial Modeling Risk, Term Structure of Net Cash Flows, and Project at Risk Analysis. *Journal of project Finance* 5(4): 53–63.
33. McCarthy, S. C., and R. K. Tiong (1991). Financial and Contractual Aspects of Build-Operate-Transfer Projects. *International Journal of Project Management* 9(4): 222–227.
34. Menheere, S. C. N. in S. N. Pollalis (1996). *Case Studies on Build Operate Transfer*. Delft: Delft University of Technology.

35. Merna, T. in C. Njiru (2002). *Financing Infrastructure Projects. Construction Management Series*. London: Thomas Telfort Publishing.
36. Ministrstvo za promet (2005). *Programski dokumenti Ministrstva za promet o ReNPRJŽI*. Ljubljana: Ministrstvo za promet.
37. Mrak, M., M. Gazvoda in M. Mrak (2005). *Projektno financiranje: alternativna oblika financiranja infrastrukturnih objektov*. Ljubljana: Služba vlade Republike Slovenije za lokalno samoupravo in regionalno politiko.
38. Nevitt, P. K. (1980). *Project Financing*. London: Euromoney Publications Limited.
39. Oplotnik, Ž., F. Križanič in D. Romih (2005). *Model financiranja investicij v javno železniško infrastrukturo v okviru Resolucije o Nacionalnem programu razvoja javne železniške infrastrukture (ReNPRJŽI) v Republiki Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomski inštitut Pravne fakultete (EIPF).
40. Pollio, G. (1999). *International Project Analysis and Financing*. The University of Michigan Press.
41. Rees, J. A. (1998). *Regulation and Privat Participation in the Water and sanitation Sector*. Stocholm: Global Water Partnership.
42. Renzetti, S. (1992). Evaluating the Welfare Effects of Reforming Municipal Water Prices. *Journal of Environmental Economics & Management* 22(2): 147–163.
43. Rhodes, J. in D. Loschacoff (2005). *Assessment Report on Funding Options for the Divača - Koper Second Rail Track Investment – Prepared as Part of the Twinning Project SI/03/1B/TR/01*.
44. Schmidt, F. O. (1993). Privates Kapital für den öffentlichen Verkehr. *Die Bank* 9: 524–529.
45. Shah, S. and A. V. Thakor (1987). Optimal Capital Structure and Project Financing. *Journal of Economic Theory* 42(2): 207–243.
46. Short, J. in A. Kopp (2005). Transport infrastructure: Investment and planning. Policy and research aspects. *Transport Policy* 12(4): 360–367.
47. Siegelbaum, P. (2003). *Private Participation in Infrastructure in Development Countries*. Washington: The World Bank.
48. Steward-Smith, M. (1995). Private Financing and Infrastructure Provision in Emerging Markets. *Law & Policy in International Business* 26(4): 35–49.
49. Stiglitz, J. E. (1988). *Economics of the Public sector, 2nd Edition*. New York: W. W. Norton & Co.
50. Trujillo, J. A., R. Cohen, X. Freixas in R. Sheehy (1998). Infrastructure financing with unbundled mechanisms. *Financier* 5(4): 10–27.
51. Turró, M. (1999). *Going Trans-European: Planning and Financing Transport Networks for Europe*. Oxford: Elsevier Science.
52. Vinter, G. in G. Price (2005). *Practical Project Finance, 3rd edition*. London: Sweet & Maxwell.
53. Wahdan, M. Y., A. D. Russell in D. Ferguson (1995). *Public Private Partnerships and Transportation Infrastructure*. Annual Conference of the Transportation Association of Canada. Victoria: The Transportation Association of Canada.
54. Williamson, O.E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
55. Winkelmann, C. (2000). *Privatisierung vom Verkersinfrastrukturen – Triebkräfte und Finanzierungsprobleme*. Darmstad: Technische Universität Darmstad.