

PROJECT FINANCE

John D. Finnerty

Chương 8

Lập kế hoạch tài trợ dự án

Xây dựng kế hoạch tài trợ dự án nói chung liên quan đến việc đáp ứng sáu mục tiêu chính: (1) bảo đảm có đủ nguồn lực tài chính để hoàn tất dự án; (2) bảo toàn nguồn vốn cần thiết với chi phí hiện thực thấp nhất; (3) hạn chế đến mức tối thiểu liên lụy rủi ro tín dụng của các chủ đầu tư đối với dự án; (4) xây dựng một chính sách cổ tức giúp tối đa hóa suất sinh lợi từ vốn cổ phần của chủ đầu tư dự án, phụ thuộc vào các điều kiện ràng buộc của người cho vay và ngân lưu tạo ra bởi dự án; (5) tối đa hóa giá trị lợi ích thuế của sự sở hữu mà dự án sẽ mang lại; và (6) đạt được cách xử lý có lợi nhất theo luật lệ qui định. Các mục tiêu này không chắc hoàn toàn có thể dung hợp với nhau, trong đó ắt phải có sự đánh đổi. Nói chung, ta sẽ đạt được chi phí sử dụng vốn thấp nhất trong tài trợ dự án khi (1) tỷ lệ phần trăm của nợ trong tổng giá trị vốn hóa được tối đa hóa và (2) lịch trả nợ của dự án tương xứng với ngân lưu của dự án một cách sát sao, phù hợp với sự cho phép của thị trường vốn.

NHỮNG CÂN NHẮC TỔNG QUÁT

Kế hoạch tài trợ dự án bao gồm cả thỏa thuận tài trợ xây dựng và thỏa thuận tài trợ lâu dài. Việc xây dựng một kế hoạch tài trợ cụ thể đòi hỏi ta phải phân tích cẩn thận các nguồn vốn tiềm tàng trong mối quan hệ với các yêu cầu về nguồn vốn hàng năm của dự án, ngân lưu sẵn có, và sự sẵn có các cơ chế hỗ trợ tín dụng để hỗ trợ nợ dự án. Những cân nhắc sau đây là quan trọng trong việc xây dựng một kế hoạch tài trợ dự án.

Giá trị nguồn vốn bên ngoài cần thiết

Việc lập kế hoạch tài trợ bắt đầu bằng việc ước tính tổng nguồn vốn bên ngoài cần thiết. Giá trị nguồn vốn bên ngoài cần thiết bằng tổng của (1) tổng chi phí bằng tiền cần thiết để hoàn thiện phần xây dựng cơ bản cộng với phí và các chi phí tiền mặt trực tiếp (out-of-pocket expenses) phát sinh liên quan đến việc thỏa thuận kế hoạch tài trợ, cộng với (3) đầu tư ban đầu vào vốn lưu động, cộng với (4) tiền mặt để thanh toán lương và các chi phí hoạt động khác trước khi dự án hoàn tất. Giá trị nguồn vốn cần thiết sẽ giảm xuống khi ta có doanh thu tiền mặt được tạo ra bởi hoạt động của một phần dự án trong giai đoạn xây dựng. Doanh thu này có thể hiện thực hóa khi dự án hoàn tất từng giai đoạn và sẽ bắt đầu hoạt động trước khi hoàn tất giai đoạn cuối cùng.

Ta phải bố trí đủ nguồn vốn để tạo ra một biên độ an toàn vượt lên trên tổng giá trị ước lượng này. Cần có biên độ an toàn để tài trợ cho chi phí phát sinh vượt quá dự toán (hay để bù đắp tình trạng thiếu hụt nguồn vốn tạo ra từ nội bộ, nếu dự kiến có tình trạng đó). Độ lớn của biên độ an

toàn này sẽ phụ thuộc vào những yếu tố phát sinh bao gồm trong ước lượng chi phí xây dựng dự án, và niềm tin của những người cho vay vào tính khả thi của kế hoạch xây dựng và tính chính xác của các ước lượng chi phí.

Một yếu tố cân nhắc khác liên quan đến việc nguồn vốn mà một tổ chức cụ thể cung ứng cho dự án này có thể làm giảm sự sẵn lòng cho vay của tổ chức đó đối với một hay nhiều chủ đầu tư của các dự án khác. Khi đạt đến hạn mức cho vay theo luật định, kế hoạch tài trợ nên dự trù các nguồn vốn thay thế khác.

Cam kết trước về nguồn vốn

Các cam kết cung ứng vốn từ người cho vay và các nhà đầu tư vốn sở hữu phải được phối hợp với cam kết của chủ đầu tư dự án với nhà thầu về chi phí xây dựng ban đầu. Ở đây có hai yếu tố cân nhắc có liên quan với nhau. Giá trị nguồn vốn huy động sẽ phụ thuộc vào chi phí xây dựng dự kiến. Việc xây dựng không thể bắt đầu cho đến khi chủ đầu tư đạt được cam kết thanh toán tổng giá trị nguồn vốn cần thiết để hoàn tất dự án. Vì các nhóm người cung ứng vốn khác nhau sẽ có mức độ sẵn lòng tham gia vào các cam kết cho vay tương lai khác nhau, nên chủ đầu tư dự án phải bố trí kế hoạch tài trợ sao cho phù hợp.

Đối với nguồn vốn sở hữu, việc bảo toàn các cam kết tài trợ đòi hỏi phải đạt được các cam kết hợp đồng với các nhà đầu tư có năng lực tài chính để cung ứng nguồn vốn sở hữu cần thiết. Đối với phần nợ trong giá trị vốn hóa dự kiến, ta phải đạt được cam kết từ các tổ chức cho vay hay các ngân hàng cho toàn bộ giá trị yêu cầu, trừ khi ta có thể thu được sự bảo đảm trọn vẹn từ các tổ chức tài chính uy tín rằng nguồn vốn vay cần thiết có thể được huy động trên thị trường vốn đại chúng hay thỏa thuận riêng trong mọi tình huống. Hiếm khi nào ta có thể đạt được sự bảo đảm đó trước khi bắt đầu xây dựng. Sự chậm trễ hay tình trạng chi phí phát sinh vượt quá dự toán ảnh hưởng bất lợi đến tính kinh tế của dự án có thể gây nguy hiểm cho khả năng đạt được các thỏa thuận tài trợ tiếp theo của toàn bộ dự án. Vì thế, việc dự kiến chào bán ra công chúng trong giai đoạn xây dựng bất kể thế nào cũng phải được yểm trợ bằng các cam kết vững chắc từ các tổ chức tài chính uy tín. Các cam kết này thường được tiến hành dưới hình thức vay dự phòng từ các ngân hàng. Các cam kết này buộc ngân hàng phải có nghĩa vụ cung ứng vốn nếu việc chào bán ra công chúng không hoàn hảo như kế hoạch.

Tỷ số nợ/vốn sở hữu khả thi tối đa

Tỷ số nợ/vốn sở hữu phù hợp của dự án phụ thuộc vào (1) khả năng sinh lợi kỳ vọng và rủi ro hoạt động của dự án, (2) sự đầy đủ các thỏa thuận bảo đảm an toàn của dự án, và (3) độ tín nhiệm của các bên liên quan trong các thỏa thuận này. Điều đặc biệt quan trọng là liệu những người mua sản phẩm hay dịch vụ của dự án có sẵn lòng hỗ trợ tín dụng một cách trực tiếp hay gián tiếp thông qua tham gia vào các cam kết mua hàng dài hạn đủ vững chắc hay không. Các cam kết này càng yếu, mức độ hỗ trợ tín dụng của họ càng ít, và tỷ số nợ/vốn sở hữu khả thi tối đa càng thấp. Những người cho vay sẽ có sự đánh giá riêng của họ về các yếu tố này, và dựa vào đó họ sẽ hạn chế mức độ đòn bẩy tài chính của dự án sao cho phù hợp. Trong quá khứ, nhiều dự án đã được tài trợ với giá trị vốn hóa bao gồm 70 phần trăm nợ hay nhiều hơn thế nữa.

Tùy thuộc vào tỷ số nợ/vốn sở hữu khả thi tối đa và khả năng góp vốn sở hữu của chủ đầu tư vào dự án, có thể cần phải thỏa thuận với các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài. Kế hoạch tài trợ phải nhắm đến yêu cầu, tính đáng mong đợi, và danh tính tiềm tàng của các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài đối với dự án. Yêu cầu và tính đáng mong đợi của các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Tính hấp dẫn tiềm ẩn của đề xuất đầu tư vốn sở hữu bên ngoài vào dự án của nhiều nhà cung ứng vốn vay và vốn sở hữu tiềm năng – và mức độ mong muốn tham gia vào các lĩnh vực hoạt động của dự án của các nguồn vốn tiềm tàng này – sẽ ảnh hưởng đến sự sẵn lòng thỏa thuận với các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài của chủ đầu tư. Đôi khi việc dành một phần vốn sở hữu của dự án cho những người cho vay nhất định hay những người tham gia khác cũng có lợi cho chủ đầu tư. Ví dụ, các tổ chức tài chính có thể muốn cho vay nhiều hơn – hay cho vay với các điều khoản và điều kiện ưu việt – đối với dự án nếu họ được tham gia vốn sở hữu kích thích. Ví dụ thứ hai, những người mua sản phẩm của dự án có thể xem việc tham gia vốn sở hữu như một biện pháp thúc họ ký kết các hợp đồng mua hàng dài hạn mang lại sự hỗ trợ tín dụng có ý nghĩa cho dự án.

Thời điểm giải ngân

Một khi việc xây dựng đã bắt đầu, có một số yếu tố ảnh hưởng đến thời điểm giải ngân vốn vay và vốn sở hữu. Nói chung, diễn tiến giải ngân vốn dài hạn nên tương xứng với tiến độ chi phí xây dựng. Sự tương xứng này sẽ hạn chế đến mức tối thiểu sự tích lũy vốn dư thừa và/hoặc nhu cầu tài trợ bắc cầu ngắn hạn.

Người cho vay thường yêu cầu chủ đầu tư (hay các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài) phải đầu tư một giá trị vốn sở hữu nhất định vào dự án trước khi giải ngân nguồn vốn vay. Những người cho vay không đòi hỏi phải đầu tư vốn sở hữu trước thì ít nhất cũng đòi hỏi rằng vốn vay và vốn sở hữu phải được giải ngân theo một tỷ lệ nhất định. Các yêu cầu này bảo đảm với người cho vay rằng các nhà đầu tư vốn sở hữu của dự án có sự cam kết tài chính đáng kể với dự án ngay từ giai đoạn ban đầu.

Cam kết cho vay tối đa mà những người cho vay dài hạn sẵn lòng ký kết mang lại một giới hạn khác về diễn tiến giải ngân. Thời gian cam kết tối đa sẽ khác nhau tùy thuộc vào điều kiện thị trường thịnh hành và thông lệ cho vay của những tổ chức cụ thể được yêu cầu cung ứng vốn cho dự án. Ví dụ, các công ty bảo hiểm nhân thọ thường muốn tham gia vào các cam kết cho vay dài hạn hơn so với hầu hết các tổ chức tài chính khác.

Diễn tiến ngân lưu kỳ vọng của dự án

Diễn tiến ngân lưu kỳ vọng mà dự án tạo ra sẽ ràng buộc giá trị và loại chứng khoán sử dụng trong kế hoạch tài trợ. Nói cụ thể ra, diễn tiến ngân lưu kỳ vọng của dự án sẽ giúp ta xác định lịch hoàn trả nợ khả thi là như thế nào. Do đó, ngân lưu sẽ có ảnh hưởng quan trọng đối với tổ hợp vốn vay ngân hàng và nợ dài hạn có lãi suất cố định.

Như một qui tắc tổng quát, trong kế hoạch tài trợ dự án, ta nên tìm cách ăn khớp giữa thời hạn vốn huy động và khả năng tạo ra tiền mặt của dự án để hoàn trả vốn huy động này. Thời hạn khớp nhau sẽ có xu hướng tối thiểu hóa sự liên lụy rủi ro tái tài trợ dự án. Đồng thời, thông qua

điều phối loại tiền tệ và lịch hoàn trả nợ dự án với doanh thu dự báo phát sinh từ các hợp đồng bán hàng, ta có thể kiểm soát được sự liên lụy rủi ro ngoại hối của dự án.

Loại tiền tệ của doanh thu và chi phí dự án

Khi ta nhận doanh thu hay khi ta trả chi phí bằng các loại tiền tệ khác nhau, ta có thể bố trí việc vay mượn của dự án để phòng ngừa rủi ro ngoại hối. Ví dụ, nếu dự án có doanh thu bằng đồng USD, nhưng chi phí hoạt động được thanh toán bằng dollar Úc, ta nên bố trí một tỷ lệ đáng kể bằng USD trong giá trị vay mượn của dự án. Phần còn lại, bao gồm vốn lưu động của dự án, nên được bố trí vay bằng dollar Úc. Thông thường, các chủ đầu tư dự án thường thỏa thuận những khoản vay hợp nhất nhiều loại tiền tệ, qui định nguồn vốn cụ thể tối đa bằng mỗi loại trong hai hay nhiều loại tiền tệ.

Tuổi thọ kinh tế kỳ vọng của dự án

Thời hạn nợ của dự án không thể dài hơn tuổi thọ kinh tế kỳ vọng của dự án tính từ ngày thỏa thuận tài trợ dự án. Đối với các dự án tài nguyên thiên nhiên, ta có thể nêu rõ qui định hoàn trả nợ nhanh có điều kiện, nếu như trong thời gian hoạt động dự án, tuổi thọ kỳ vọng của trữ lượng tài nguyên thiên nhiên gắn liền với dự án (ở mức sản xuất thông thường) trở nên ngắn hơn thời hạn còn lại của nợ.

Các nguồn cung ứng thiết bị của dự án

Nếu ở một số quốc gia có cơ chế tài trợ xuất khẩu với lãi suất ưu đãi, việc mua thiết bị cho dự án từ các nhà cung ứng ở một trong các nước này có thể giúp giảm chi phí sử dụng vốn của dự án. Thông thường, ta phải chấp nhận sự đánh đổi liên quan đến chất lượng thiết bị và chi phí tài trợ. Lãi suất ưu đãi phải mang lại sự trợ cấp đủ lớn để đền bù cho sự khác biệt về chất lượng nếu thiết bị được hưởng tài trợ xuất khẩu không phải là thiết bị hấp dẫn nhất nhìn từ góc độ kỹ thuật.

TÀI TRỢ XÂY DỰNG

Vay ngân hàng

Có một phương án để tài trợ xây dựng là công ty dự án hay công ty tài chính có mục đích đặc biệt đứng ra phát hành giấy nợ ngắn hạn hay vay vốn xây dựng ngắn hạn trực tiếp từ các ngân hàng thương mại. Nếu ta sử dụng một công ty tài chính có mục đích đặc biệt, thì công ty dự án sẽ vay lại nguồn vốn huy động bởi công ty tài chính có mục đích đặc biệt này theo các điều khoản giống với các điều khoản vay vốn của công ty tài chính. Theo phương án tài trợ xây dựng này, sự bảo đảm đối với các tổ chức cho vay sẽ bao gồm cam kết hoàn tất công trình và các thỏa thuận hợp đồng khác mà những người cho vay dài hạn sẽ dựa vào để đạt được sự bảo đảm gắn liền với việc tài trợ lâu dài. Thông thường, các cam kết cho vay dài hạn được thỏa thuận trước thời điểm việc tài trợ xây dựng được tiến hành. Những người cho vay dài hạn đồng ý “thay thế” những người cho vay xây dựng, miễn là dự án đáp ứng tất cả các kiểm định hoàn tất công trình.

Rủi ro hợp vốn

Khi thỏa thuận tài trợ bằng vốn vay ngân hàng, ta nên tránh rủi ro hợp vốn – rủi ro trong đó các ngân hàng đứng đầu trong nhóm ngân hàng cho vay hợp vốn không thể tập hợp đủ các ngân

hàng khác để cung ứng khoản vay cần thiết. Chủ đầu tư dự án phòng tránh rủi ro này bằng cách yêu cầu các ngân hàng đứng đầu nộp các đề án tài trợ bảo lãnh phát hành toàn bộ (trái với đề án tài trợ bằng nỗ lực tốt nhất, trong đó ngân hàng không bảo lãnh phát hành toàn bộ mà chỉ cam kết nỗ lực hết sức mà thôi). Cam kết cho vay bảo lãnh sẽ buộc ngân hàng đứng đầu phải cung ứng toàn bộ khoản vay, bất kể họ có thể tập hợp đầy đủ các ngân hàng khác để tham gia vào khoản vay hợp vốn hay không.

Việc cho vay hợp vốn được thực hiện như sau. Chủ đầu tư dự án liên hệ với một số ít ngân hàng và yêu cầu họ nộp các đề án cạnh tranh nhau. Sau khi đánh giá các đề án, chủ đầu tư yêu cầu các ngân hàng được chọn thành lập một nhóm và nộp một đề án tài trợ bảo lãnh phát hành toàn bộ. Nhóm ngân hàng này đóng vai trò như “các nhà quản lý dẫn đầu”. Sau đó, các nhà quản lý dẫn đầu sẽ hợp vốn khoản vay dự kiến bằng cách mời các đồng quản lý, người tham gia, và các thành phần khác khi cần thiết.

Các chủ đầu tư trực tiếp đi vay cho công ty dự án

Phương án thứ hai là mỗi chủ đầu tư trực tiếp đi vay phần của mình trong giá trị tài trợ xây dựng cần thiết, trên cơ sở ngắn hạn, từ các ngân hàng thương mại, rồi sau đó cho công ty dự án vay số tiền này. Sau khi hoàn tất công trình dự án, công ty dự án sẽ thỏa thuận tài trợ dài hạn trên cơ sở các cam kết hợp đồng dài hạn để bán sản lượng của dự án, sử dụng các phương tiện sản xuất chế biến của dự án, v.v... Sau đó công ty dự án hoàn trả tiền vay từ chủ đầu tư bằng tiền thu được từ tài trợ dài hạn. Phương án thứ hai này làm cho các chủ đầu tư dự án trực tiếp chịu trách nhiệm trước toàn bộ rủi ro hoàn tất công trình – trừ khi họ có thể thỏa thuận các hợp đồng xây dựng chia khóa trao tay để chuyển giao rủi ro này cho những công ty chịu trách nhiệm xây dựng dự án.

TÀI TRỢ DÀI HẠN

Các nhà đầu tư nói chung không muốn bỏ vốn lâu quá hai năm trước khi đi dự án hoàn tất xây dựng và đi vào hoạt động (takedown). Vì thế, với những dự án có thời gian xây dựng dài, có ít nhiều tình trạng không chắc chắn về việc liệu có thể thỏa thuận được các cam kết tài trợ lâu dài trước khi bắt đầu xây dựng hay không. Thêm vào đó, nhất là đối với những dự án lớn liên quan đến công nghệ chưa qua thử thách, các nhà đầu tư thường không muốn cam kết tài trợ lâu dài nếu không có sự bảo đảm rằng dự án đã có các cam kết tài trợ cần thiết. Trong những tình huống này, ta phải thỏa thuận các cam kết đáp ứng toàn bộ yêu cầu vốn đồng thời cùng một lúc, chứ không phải công ty dự án sẽ tiến hành một loạt các hoạt động huy động vốn trong thời kỳ xây dựng. Tuy nhiên, khi dự án có một công nghệ đã được chứng minh, và chi phí đầu tư tương đối vừa phải, ta thường có thể huy động một phần đáng kể (hoặc có thể toàn bộ) chi phí ngay lúc bắt đầu xây dựng, nếu các chủ đầu tư dự án muốn thế. Ở mức tối thiểu, việc bảo toàn các cam kết tài trợ sẽ đòi hỏi các chủ đầu tư dự án phải ký kết một hợp đồng hoàn tất công trình vững chắc. Khi việc tài trợ tách riêng cho quá trình xây dựng không phù hợp, ta phải thu xếp việc tài trợ lâu dài trước khi bắt đầu xây dựng. Những khoản vay tài trợ lâu dài này thường qui định về những hạng mục chậm thực hiện theo tiến độ hàng quý đối với số tiền vay được chi tiêu trong thời kỳ xây dựng. Người cho vay thường yêu cầu một khoản phí cam kết vào khoảng 0,5 phần trăm một năm trên giá trị cho vay cam kết nhưng chưa giải ngân. Hợp đồng vay sẽ cho công ty dự án được linh

hoạt chọn lựa các lãi suất gốc khác nhau, như lãi suất cơ bản và LIBOR, để tính lãi suất vay. Các khoản vay ngân hàng có lãi suất thả nổi. Khi các khoản vay ngân hàng được sử dụng trong tài trợ dài hạn, chủ đầu tư thường thỏa thuận hoán đổi lãi suất hay giới hạn lãi suất tối đa nhằm hạn chế liên lụy rủi ro lãi suất của toàn bộ dự án. Các công cụ quản lý rủi ro này sẽ được mô tả trong chương 13.

Thỏa thuận huy động vốn riêng

Nợ dài hạn có lãi suất cố định của dự án thường được thỏa thuận riêng với các tổ chức tài chính dày dặn, như các công ty bảo hiểm nhân thọ và quỹ lương hưu. Việc thỏa thuận trực tiếp giúp tránh được qui trình đăng ký chứng khoán phiền phức theo qui định khi chào bán cổ phiếu ra công chúng. Một bản ghi nhớ về việc huy động vốn riêng sẽ được lập để mô tả dự án và các thỏa thuận về chứng khoán. Bản ghi nhớ này cũng có phần mô tả hoạt động kinh doanh và một bộ báo cáo tài chính cho mỗi chủ đầu tư dự án.

Thời hạn nợ dự án phụ thuộc vào tình hình thị trường thịnh hành. Hợp đồng nợ phải qui định việc trích lập quỹ hoàn trái hàng năm (quỹ dùng để hoàn trả nợ trong phạm vi toàn bộ lợi ích kinh tế và ngân lưu của dự án cho phép). Quỹ hoàn trái có thể phải bắt đầu từ năm thứ nhất sau khi hoàn tất dự án. Có thể qui định, nợ không được phép tái tài trợ trong 10 năm thông qua vay mượn với chi phí thấp (nghĩa là không được phát hành nợ mới với lãi suất thấp để thu hồi nợ cũ lãi suất cao). Hợp đồng nợ cũng có thể qui định một quỹ hoàn trái theo thực tế phát sinh. Ví dụ, lịch trả góp nợ có thể được xây dựng sao cho mang lại một giá trị hoàn trả cụ thể nằm trong phạm vi một giá trị tối đa và một giá trị tối thiểu trong mỗi kỳ. Nếu ngân lưu dự án mạnh hơn so với dự kiến của các bên tham gia dự án vào thời điểm ký kết hợp đồng vay, thì quỹ hoàn trái theo thực tế phát sinh sẽ giúp bảo đảm rằng phần lớn ngân lưu dư và thậm chí toàn bộ ngân lưu đó sẽ được dành để hoàn trả nợ dự án. Nếu ngân lưu sẵn có vượt quá giá trị tối đa đã định, thì các chủ đầu tư dự án sẽ được hưởng lợi ích ngân lưu từ dự án (trong những năm đầu tiên) trước khi trả dứt nợ ngân hàng.

Vốn sở hữu kích thích

Việc bao hàm vốn sở hữu kích thích trong một thỏa thuận huy động vốn riêng có thể giúp mở rộng thị trường cho nợ dự án, giảm bớt thành phần vốn vay với lãi suất cố định trong tổng nguồn vốn, và khuyến khích người cho vay chấp nhận các hợp đồng vay đỡ ngặt nghèo hơn và bớt sự hỗ trợ tín dụng đòi hỏi cao. Thực chất, người cho vay được phép tham gia vốn sở hữu để khuyến khích họ chấp nhận thêm rủi ro. Các hình thức khác nhau của vốn sở hữu kích thích bao gồm tham gia vốn sở hữu trực tiếp, được hưởng một tỷ lệ nhất định trong doanh thu ròng hay gộp (có lẽ chỉ trong một thời hạn nhất định), hay được thanh toán theo thực tế phát sinh một lần hay nhiều năm. Đặc điểm của vốn sở hữu kích thích sẽ được thiết kế nhằm tăng suất sinh lợi kỳ vọng của người cho vay tương xứng với rủi ro tăng thêm mà ta yêu cầu họ chấp nhận. Đây cũng là một đặc điểm hữu ích để đền bù cho người cho vay về liên lụy rủi ro người ủy quyền - người thừa hành của họ.

CÁC CÂN NHẮC VỀ KHẤU LƯU THUẾ

Việc khấu lưu thuế có thể ảnh hưởng đến việc xây dựng kế hoạch tài trợ dự án. Các nước thường áp dụng thuế khấu lưu cho thanh toán cổ tức, thanh toán lãi vay, phí quản lý, và thanh toán bản quyền thực hiện cho các đơn vị tổ chức nước ngoài. Thông thường, thuế suất khấu lưu được qui định bởi công ước thuế; người thụ hưởng nước ngoài không chắc phải chịu thuế khấu lưu. Ở những nơi mà công ước thuế mang lại cách đối xử thuế khấu lưu có lợi cho người thụ hưởng ở những địa phận nước ngoài cụ thể nào đó, dự án sẽ có một biện pháp khuyến khích thuế để huy động vốn tại các địa phận này (nếu cần huy động vốn bên ngoài nước chủ nhà).

Trong chừng mực mà các loại thanh toán tiền mặt khác nhau phải chịu vào thuế khấu lưu nhưng một số loại thanh toán khác không bị khấu lưu thuế, chủ đầu tư dự án có động cơ về thuế khuyến khích họ thiết kế cơ cấu vốn của dự án để tối thiểu hóa nghĩa vụ thuế. Ví dụ, việc hoàn trả vốn gốc của khoản vay nói chung không bị khấu lưu thuế (vì đó là trả lại vốn gốc), nhưng cổ tức thường bị khấu lưu thuế. Do đó, các chủ đầu tư dự án thường có động cơ thuế khuyến khích họ xin ứng trước ít nhất một phần giá trị đầu tư dưới hình thức khoản vay phụ. Công ty dự án có thể hoàn trả khoản vay phụ ứng trước này (trước khi trả cổ tức) nhằm tối thiểu hóa thuế khấu lưu trên giá trị phân phối cho chủ đầu tư nước ngoài.

ƯỚC LƯỢNG NĂNG LỰC VAY MƯỢN CỦA DỰ ÁN

Năng lực vay mượn của dự án được định nghĩa là giá trị nợ mà dự án có đủ khả năng hoàn trả lãi và vốn gốc trong thời hạn hoàn trả nợ. Thời hạn này được xác định bởi các yếu tố như chính sách cho vay chung của ngân hàng cho vay, các đặc điểm rủi ro của dự án, và tình hình thị trường đối với các khoản vay ngân hàng, cũng như các yếu tố cân nhắc khác.

Các ngân hàng cho vay dự án thường ước lượng năng lực vay mượn của dự án theo hai cách: (1) họ áp dụng phương pháp ngân lưu ngân lưu chiết khấu và (2) họ kiểm định năng lực đáp ứng các nghĩa vụ nợ (hoàn trả lãi và vốn gốc) của dự án qua từng năm.

Chương này sẽ ước lượng giá trị có thể vay mượn dựa vào các đặc điểm tài chính của dự án và các thông số khoản vay do người cho vay thiết lập. Nói cụ thể ra, người cho vay nhìn chung sẵn lòng cho vay một giá trị không vượt quá một tỷ lệ nhất định nào đó của hiện giá dòng ngân lưu kỳ vọng sẵn có để trả nợ trong thời hạn hoàn trả khoản vay. Họ cũng xây dựng các tỷ số thanh toán tiêu chuẩn nhất định phải thỏa. Ta sẽ thảo luận cả hai phép kiểm định năng lực vay mượn của dự án.

CÁC THÔNG SỐ HOÀN TRẢ KHOẢN VAY

Ngân hàng cho vay trong các dự án độc lập hiếm khi sẵn lòng cho vay trong những thời hạn quá 10 năm từ ngày dự án hoàn tất. Chủ trương này cũng có ngoại lệ; ví dụ, người cho vay trong các dự án cơ sở hạ tầng với tuổi thọ dài, sẽ cho vay với thời hạn dài hơn. Chủ đầu tư của các dự án cơ sở hạ tầng đôi khi có thể thỏa thuận những khoản vay ngân hàng qui định thời gian hoàn trả khoản vay sau cùng lên đến 12 năm kể từ ngày hoàn tất công trình xây dựng.

Như một qui tắc tổng quát, việc tài trợ dự án được cơ cấu sao cho đòn bẩy tài chính của công ty dự án nhất quán với chất lượng tín dụng Baa/BBB. Chênh lệch giữa lãi suất yêu cầu đối với nợ

dài hạn loại Baa/BBB và trái phiếu kho bạc dài hạn thì thay đổi theo mức lãi suất chung. Lãi suất yêu cầu đối với nợ dự án có thể được ước lượng bằng cách cộng thêm một khoản chênh lệch tín dụng thích hợp (giữa lợi suất trái phiếu Baa/BBB và trái phiếu kho bạc) đối với nợ có thời hạn phù hợp. Giả sử chênh lệch tín dụng ước lượng là 100 điểm cơ bản và lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ là 8 phần trăm một năm. Khi đó lãi suất ước lượng đối với nợ dự án là 9 phần trăm một năm. Để thận trọng, và để cho phép lãi suất có thể tăng trước khi đạt được thỏa thuận tài trợ, ta có thể cộng thêm một biên độ an toàn – chẳng hạn như 100 điểm cơ bản. Điều đó cho thấy ta sẽ sử dụng lãi suất 10 phần trăm trong phân tích năng lực vay mượn.

NĂNG LỰC VAY MƯỢN, GIÁ ĐỊNH GIẢI NGÂN TOÀN BỘ NGAY TRƯỚC KHI DỰ ÁN HOÀN TẤT

Ứng với một dự án và các thông số khoản vay cho trước, mô hình năng lực vay mượn xác định giá trị nợ tối đa mà dòng ngân lưu dự án sẽ hỗ trợ. Giá trị cho vay của ngân hàng sẽ bằng một tỷ phần của hiện giá (PV) của dòng ngân lưu sẵn có. Nói cách khác, hiện giá của ngân lưu sẵn có không được nhỏ hơn một bội số nhất định của giá trị cho vay tối đa. Gọi $PV = \alpha D^0$, trong đó PV là ký hiệu hiện giá của dòng ngân lưu sẵn có để trả nợ dự án, α là tỷ số thanh toán ngân lưu mục tiêu, và D^0 là giá trị cho vay tối đa. Khi đó giá trị cho vay tối đa là:

$$D^0 = PV/\alpha. \quad (8.1)$$

PV được tính từ dự báo ngân lưu của dự án. Thông thường, các chủ đầu tư muốn có một giá trị ước lượng sơ bộ về năng lực vay mượn của dự án trước khi có một bộ giá trị dự báo chi tiết. Miễn là chủ đầu tư có thể ước lượng được (1) doanh thu và chi phí trong trọn một năm hoạt động đầu tiên của dự án và (2) tỷ lệ tăng trưởng khả dĩ của doanh thu và chi phí trong thời gian lưu hành nợ dự án, thì ta có thể sử dụng mô hình sau đây để ước lượng năng lực vay mượn của dự án.

Trước tiên, các biến số được định nghĩa là:

- R = Doanh thu tiền mặt trong năm đầu tiên;
- E = Chi phí tiền mặt trong năm đầu tiên;
- C = Chi phí ngoài tiền mặt có thể khấu trừ thuế mỗi năm;
- T = Thuế suất thuế thu nhập;
- g_R = Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của doanh thu tiền mặt;
- g_E = Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của chi phí tiền mặt;
- K = Tổng chi phí đầu tư;
- i = Lãi suất của nợ vay;
- N = Thời hạn lưu hành khoản vay tính từ ngày hoàn tất dự án.

Giá trị doanh thu đạt được vào năm t là $R(1 + g_R)^{t-1}$. Giá trị chi phí ngoài tiền mặt hàng năm được giả định bằng C mỗi năm. Vì thế, giá trị ngân lưu sẵn có để trả nợ vào năm t là:

$$\begin{aligned} & (1 - T)[R(1 + g_R)^{t-1} - E(1 + g_E)^{t-1} - C] + C \\ & = (1 - T)[R(1 + g_R)^{t-1} - E(1 + g_E)^{t-1}] + TC. \end{aligned}$$

Hiện giá của dòng ngân lưu sẵn có trong khoảng thời gian N năm từ lúc hoàn tất dự án đến khoản thanh toán nợ vay sau cùng là:

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{(1-T)[R(1+g_R)^{t-1} - E(1+g_E)^{t-1}] + TC}{[1+i]^t}. \quad (8.2)$$

Ta có thể viết lại phương trình (8.2) thông qua đánh giá các số hạng khác nhau trong tổng:

$$\begin{aligned} PV &= \sum_{t=1}^N \frac{(1-T)R(1+g_R)^{t-1}}{(1+i)^t} - \sum_{t=1}^N \frac{(1-T)E(1+g_E)^{t-1}}{(1+i)^t} \\ &+ \sum_{t=1}^N \frac{TC}{(1+i)^t} = \frac{(1-T)R}{i-g_R} \left[1 - \left(\frac{1+g_R}{1+i} \right)^N \right] \\ &- \frac{(1-T)E}{i-g_E} \left[1 - \left(\frac{1+g_E}{1+i} \right)^N \right] + \frac{TC}{i} \left[1 - \left(\frac{1}{1+i} \right)^N \right]. \quad (8.3) \end{aligned}$$

Ta tìm được giá trị khoản vay tối đa D^0 bằng cách thay α và hiện giá (PV) tính từ phương trình (8.3) vào phương trình (8.1).

Trong phương pháp vừa mô tả, ta tính giá trị nợ D^0 ứng với các giá trị cho trước của doanh thu R và các thông số khác theo định nghĩa trên đây. Một số chủ đầu tư dự án có một cơ cấu vốn mục tiêu, hay cơ cấu vốn mong muốn, và giá trị ước lượng tổng chi phí đầu tư dự án. Nhân hai con số này với nhau ta được mức nợ mục tiêu, hay mức nợ mong muốn. Ký hiệu mức nợ này là D. Ứng với giá trị nợ mong muốn D, ta có thể sử dụng phương trình (8.3) để xác định xem doanh thu năm đầu tiên R phải bằng bao nhiêu để $PV = \alpha D$. Ta được biểu thức tính R là:

$$R = \frac{\alpha D + \frac{(1-T)E}{i-g_E} \left[1 - \left(\frac{1+g_E}{1+i} \right)^N \right] - \frac{TC}{i} \left[1 - \left(\frac{1}{1+i} \right)^N \right]}{\frac{(1-T)}{i-g_R} \left[1 - \left(\frac{1+g_R}{1+i} \right)^N \right]}. \quad (8.4)$$

Phương trình (8.4) giả định rằng, hoặc khoản vay được giải ngân toàn bộ ngay trước khi hoàn tất dự án (hay vào ngày hoàn tất dự án để tất toán khoản vay xây dựng), hoặc công thức năng lực vay mượn được áp dụng vào ngày hoàn tất dự án bất kể việc giải ngân khoản vay diễn ra trên thực tế vào lúc nào.

Ví dụ 1

Giả sử ta có các giá trị thông số như sau:

R = 150 triệu USD
 $\alpha = 1,50$

E = 26 triệu USD
C = 0

$g_R = 5$ phần trăm một năm
 $i = 10$ phần trăm

T = 40 phần trăm

 $g_E = 5$ phần trăm một năm

N = 12 năm

Khi $g_E = g_R$ và $C = 0$, phương trình (8.3) rút gọn thành:

$$PV = \frac{(1 - T)(R - E)}{i - g_R} \left[1 - \left(\frac{1 + g_R}{1 + i} \right)^N \right]. \quad (8.5)$$

Thay các giá trị thông số vào phương trình (8.5), ta có:

$$PV = \underline{636,54 \text{ triệu USD.}}$$

Thay giá trị này vào PV và 1,5 vào α trong phương trình (8.1), ta có:

$$D^0 = PV/\alpha = 636,54/1,50 = 424,36 \text{ triệu USD}$$

Dự án có năng lực hỗ trợ 424,36 triệu USD nợ với lãi suất 10 phần trăm và trả dần trong 12 năm.

Ví dụ 2

Giả sử ta có các giá trị thông số như trong ví dụ 1 với một ngoại lệ. Giả sử chủ đầu tư muốn biết dự án phải tạo ra doanh thu bao nhiêu trong năm hoạt động đầu tiên nếu mức nợ là $D = 350$ triệu USD.

Khi $g_E = g_R$ và $C = 0$, phương trình (8.4) rút gọn thành:

$$R = \frac{\alpha D(i - g_R)}{(1 - T) \left[1 - \left(\frac{1 + g_R}{1 + i} \right)^N \right]} + E. \quad (8.6)$$

Thay các giá trị thông số đã cho vào phương trình (8.6) ta có:

$$R = 102,271 + 26,0 = \underline{128,3 \text{ triệu USD.}}$$

Mức nợ 350 triệu USD, thấp hơn so với 424,36 triệu USD, đòi hỏi ít doanh thu hơn so với doanh thu năm đầu tiên giả định trong ví dụ 1.

Ví dụ 3

Giả sử ta có các giá trị thông số như trong ví dụ 1 với một ngoại lệ. Giả sử tỷ lệ tăng trưởng dài hạn kỳ vọng của doanh thu là 3 phần trăm chứ không phải 5 phần trăm một năm. Thay vào phương trình (8.4), ta có:

$$\begin{aligned} R &= \frac{(1.50)(350) + 133.469}{4.678} \\ &= \underline{140,8 \text{ triệu USD.}} \end{aligned}$$

Tỷ lệ tăng trưởng cao hơn của chi phí hoạt động đòi hỏi phải có mức doanh thu ban đầu cao hơn để duy trì tỷ số thanh toán nợ mục tiêu 1,50.

NĂNG LỰC VAY MƯỢN, GIẢ ĐỊNH GIẢI NGÂN KHOẢN VAY ĐỊNH KỲ

Giả sử sau M năm tính bình quân từ ngày khoản vay được giải ngân lần đầu thì dự án mới bắt đầu có doanh thu và chi phí hoạt động. Tình huống này phát sinh khi khoản vay được giải ngân trong thời kỳ xây dựng, là thời kỳ mà dự án thường không tạo ra khoản doanh thu nào. Trong trường hợp đó:

$$PV^{\circ} = PV \div (1 + i)^M$$

Trong đó PV được cho bởi phương trình (8.3). Đồng thời, như trên đây, tỷ số thanh toán nợ mục tiêu α phải được duy trì:

$$PV^{\circ} = \alpha D^{\circ}$$

Và vì thế,

$$PV = (1 + i)^M \alpha D^{\circ}. \quad (8.7)$$

Ứng với một hiện giá cụ thể PV , thời gian chậm trễ M làm giảm giá trị có thể vay mượn, ứng với một tỷ số thanh toán nợ mục tiêu mong muốn cụ thể α .

Giá trị vay tối đa D° trong trường hợp này là:

$$D^{\circ} = PV / [\alpha(1 + i)^M]. \quad (8.8)$$

Trong đó PV được cho bởi phương trình (8.3). Phương trình (8.3) cho ta năng lực vay mượn tối đa vào ngày giải ngân khoản vay ban đầu.

Thay $(1 + i)^M \alpha D$ cho αD trong phương trình (8.4), ta được biểu thức sau đây để tính giá trị doanh thu mà dự án phải đạt được trong năm hoạt động đầu tiên để thỏa phép kiểm định tỷ số thanh toán ngân lưu:

$$R = \frac{(1 + i)^M \alpha D + \frac{(1 - T)E}{i - g_E} \left[1 - \left(\frac{1 + g_E}{1 + i} \right)^N \right] - \frac{TC}{i} \left[1 - \left(\frac{1}{1 + i} \right)^N \right]}{\frac{(1 - T)}{i - g_R} \left[1 - \left(\frac{1 + g_R}{1 + i} \right)^N \right]}. \quad (8.9)$$

Ví dụ 4

Giả sử ta có các giá trị thông số như trong ví dụ 1. Ngoài ra, giả sử thời gian chậm trễ là hai năm. Áp dụng phương trình (8.8), giá trị vay tối đa là:

$$D^* = 636.54 / [1.50(1.1)^2]$$

$$= \underline{350,71 \text{ triệu USD.}}$$

Ví dụ 5

Giả sử ta có các giá trị thông số như trong ví dụ 1. Ngoài ra, giả sử thời gian chậm trễ $M = 3$ năm. Áp dụng phương trình (8.9), giá trị doanh thu cần thiết trong năm hoạt động đầu tiên là:

$$R = \frac{(1.1)^3(1.50)(350) + 133.469}{4.678}$$

$$= \underline{177,9 \text{ triệu USD.}}$$

ÁP DỤNG CHO MỘT DỰ ÁN ĐƯỜNG SẮT CAO TỐC GIẢ ĐỊNH

Ta hãy xem xét một dự án đường sắt cao tốc đòi hỏi phải có sự tài trợ đáng kể từ ngân sách chính phủ Hoa Kỳ và từ chính quyền tiểu bang nơi xây dựng đường sắt. Nguồn vốn tư nhân, bao gồm vốn vay ngân hàng, sẽ cung ứng phần còn lại của nguồn vốn cần thiết.

Năng lực vay mượn của dự án sẽ phụ thuộc vào thời điểm giải ngân khoản vay. Vốn sở hữu và tài trợ của chính phủ có thể phải được góp vào dự án trước khi giải ngân khoản vay ngân hàng tư nhân. Với giả định này, thời hạn bình quân của khoản vay ngân hàng trước khi hoàn tất xây dựng được tính như trong bảng 8.1.

Bảng 8.1 Thời hạn bình quân của lịch giải ngân nợ vay (triệu USD)

Năm	% chi phí đầu tư phát sinh	Thời gian cho đến lúc hoàn tất ^a	Phần vốn đầu tư đi vay (triệu USD)	Tỷ phần của khoản vay đã giải ngân	Thời hạn của khoản giải ngân ^b	Thời hạn tính toán bình quân ^c
1	0%	4,5 năm	--	--	--	--
2	25	3,5	--	--	--	--
3	25	2,5	30	0,086	2,5 năm	0,215 năm
4	25	1,5	200	0,571	1,5	0,857
5	15	0,5	120	0,343	0,5	0,172
Tổng			350		Thời hạn bình quân	1,244 năm

^a Giả định giải ngân đều trong cả năm.

^b Bảng thời gian cho đến lúc hoàn tất.

^c Bảng tỷ phần của khoản vay đã giải ngân nhân cho thời hạn của khoản giải ngân.

Ví dụ 6

Giả sử ta có các giá trị thông số như sau:

$$D = 350 \text{ triệu USD} \quad E = 26 \text{ triệu USD}$$

$$g_R = 5 \text{ phần trăm một năm} \quad M = 1,244 \text{ năm}$$

$\alpha = 1,50$ $C = 0$ $i = 8$ phần trăm
 $T = 40$ phần trăm $g_E = 5$ phần trăm một năm $N = 12$ năm

Khi $g_E = g_R$ và $C = 0$, phương trình (8.9) rút gọn thành:

$$R = \frac{(1+i)^M \alpha D (i - g_R)}{(1-T) \left[1 - \left(\frac{1+g_R}{1+i} \right)^N \right]} + E. \quad (8.10)$$

Thay các thông số đã cho vào phương trình (8.10), ta có:

$$R = 67,528 + 26,0 = \underline{93,5 \text{ triệu USD.}}$$

Ví dụ 7

Thay vì thế, giả sử doanh thu dự kiến chỉ tăng trưởng ở mức 3 phần trăm một năm. Trong trường hợp đó, áp dụng phương trình (8.9), doanh thu năm đầu tiên cần thiết phải tăng lên đến $R = 139,6$ triệu USD. Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu thấp hơn làm tăng mức doanh thu cần thiết trong năm hoạt động đầu tiên để đáp ứng tỷ số thanh toán ngân lưu mục tiêu.

Ví dụ 8

Giả sử người ta lo lắng về khả năng lãi suất sẽ tăng mạnh. Để tính đến khả năng này, ta cho $i = 10$ phần trăm. Nếu ta giả định rằng cả doanh thu và chi phí hoạt động đều tăng với tỷ lệ 5 phần trăm một năm, thì:

$$R = 115,145 + 26,0 = \underline{141,1 \text{ triệu USD.}}$$

Nếu ta giả định rằng doanh thu tăng trưởng với tỷ lệ 3 phần trăm một năm trong khi chi phí hoạt động tăng trưởng 5 phần trăm một năm, thì:

$$R = \underline{154,9 \text{ triệu USD.}}$$

KIỂM ĐỊNH KHẢ NĂNG THANH TOÁN HÀNG NĂM

Có ba tỷ số tài chính được sử dụng phổ biến để xác định khả năng trả nợ của dự án: (1) tỷ số thanh toán lãi vay, (2) tỷ số thanh toán chi phí cố định, và (3) tỷ số thanh toán nợ.

Tỷ số thanh toán lãi vay, được biểu thị bằng:

$$\text{Tỷ số thanh toán lãi vay} = \text{EBIT} / \text{Lãi vay} \quad (8.11)$$

Tỷ số này đo lường khả năng thanh toán chi phí lãi vay của dự án. Nó bằng thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) chia cho chi phí lãi vay, hay số tiền sẵn có để trả lãi chia cho chi phí lãi. Chi phí lãi là chi phí phải trả bằng tiền mặt, bất kể có được vốn hóa vì mục đích hạch toán hay không.

Tỷ số thanh toán lãi vay thấp hơn 1,00 cho ta thấy rằng dự án không thể thanh toán được chi phí lãi vay bằng thu nhập hoạt động. Tỷ số thanh toán lãi vay thấp hơn 1,00 trong vài năm hoạt động đầu tiên của dự án cho thấy rằng dự án sẽ không thể hỗ trợ mức vay mượn như kế hoạch dự trù. Do tình trạng không chắc chắn về thu nhập tương lai và ngân lưu, người cho vay thường ấn định một ngưỡng lớn hơn 1,00. Ví dụ, họ có thể yêu cầu rằng tỷ số thanh toán lãi vay không bao giờ thấp hơn 1,25.

Có thể có những hợp đồng thuê không thể hiện trên bảng cân đối kế toán của công ty dự án. Tiền thuê bao gồm một cấu phần lãi vay. Ủy ban Chứng khoán và Thị trường (SEC) cho phép các công ty hạch toán một phần ba tiền thuê là cấu phần lãi vay. *Tỷ số thanh toán chi phí cố định* xem xét đến những loại “chi phí lãi vay” khác này:

$$\text{Tỷ số thanh toán chi phí cố định} = (\text{EBIT} + 1/3 \text{ tiền thuê}) / (\text{Lãi vay} + 1/3 \text{ tiền thuê}) \quad (8.12)$$

Trong đó 1/3 tiền thuê nghĩa là một phần ba chi phí thuê hàng năm.

Tỷ số thanh toán chi phí cố định được lý giải tương tự như tỷ số thanh toán lãi vay. Tỷ số này thấp hơn 1,00 là dấu hiệu cảnh báo rằng mức nợ (bao gồm các hợp đồng thuê) dự toán trong kế hoạch là quá cao. Khi công ty dự án đi thuê một phần đáng kể các thiết bị cần thiết để vận hành dự án, điều quan trọng là ta phải tính tỷ số thanh toán chi phí cố định cũng như tỷ số thanh toán lãi vay dự kiến nhằm đánh giá đúng đắn khả năng vay mượn của dự án.

Việc trả nợ bao gồm trả lãi và vốn gốc. Không như các khoản thanh toán lãi vay và tiền thuê, việc thanh toán vốn gốc không được khấu trừ thuế. Đồng thời, nếu một phần ba chi phí thuê được xem là chi phí lãi, thì hai phần ba còn lại tiêu biểu cho cấu phần vốn gốc (được khấu trừ thuế khi nó là một phần của tiền thuê). Để phù hợp với tính chất không được khấu trừ thuế của các khoản thanh toán vốn gốc của các khoản vay, trái phiếu trung hạn, và khế ước nợ, các khoản thanh toán này được chia cho 1 trừ thuế suất thu nhập; nghĩa là các khoản thanh toán này được lấy từ thu nhập sau khi đã đóng thuế. Thêm vào đó, chi phí khấu hao (tài sản cố định) và khấu giảm (thương hiệu uy tín) tiêu biểu cho các khoản chi phí không bằng tiền mặt; các khoản này có sẵn để hoàn trả vốn gốc. *Tỷ số thanh toán nợ* tính đến tất cả các nghĩa vụ thanh toán nợ:

$$\text{Tỷ số thanh toán nợ} = \frac{\text{EBITDA} + \text{Tiền thuê}}{\text{Lãi vay} + \text{Tiền thuê} + \frac{\text{Thanh toán vốn gốc}}{1 - \text{Thuế suất}}} \quad (8.13)$$

Trong đó EBITDA là ký hiệu của thu nhập trước thuế, lãi vay, khấu hao và khấu giảm.

Tỷ số thanh toán nợ được diễn giải tương tự như hai tỷ số thanh toán kia. Đó là số đo toàn diện nhất trong ba tỷ số. Khi tỷ số thanh toán nợ thấp hơn 1,00, dự án không thể trả nợ bằng ngân lưu dự án và sẽ phải vay mượn hay tìm cách góp vốn sở hữu để bù đắp chỗ thiếu hụt. Tỷ số thanh toán nợ đặc biệt bổ ích khi xây dựng lịch trả nợ dự án. Ví dụ, việc đòi hỏi tỷ số thanh toán nợ không bao giờ thấp hơn 1,10 chẳng hạn, sẽ cho thấy ngân lưu sẵn có là bao nhiêu sau khi thanh toán lãi vay (và tiền thuê) để trả trước vốn gốc.

KẾT LUẬN

Các chủ đầu tư dự án sẽ quyết định tài trợ dự án trên cơ sở tài trợ dự án độc lập, chứ không phải dựa vào tín dụng chung của họ, khi việc tài trợ dự án tiêu biểu cho một phương án có chi phí thấp. Việc tài trợ dự án hóa ra có phải là một phương án chi phí thấp hay không, điều đó phần lớn phụ thuộc vào việc kế hoạch tài trợ được xây dựng tốt đến mức nào và được thực hiện hữu hiệu ra sao. Khi lên kế hoạch tài trợ dự án, chủ đầu tư dự án và các cố vấn tài chính cần xem xét cẩn thận mọi nguồn vốn tiềm năng nhằm xác định gói tài trợ có thể đạt được chi phí sử dụng vốn thấp nhất, phù hợp với qui định và các điều kiện ràng buộc khác của từng dự án cụ thể.

Người cho vay sử dụng tỷ số thanh toán lãi vay, tỷ số thanh toán chi phí cố định, và tỷ số thanh toán nợ để đánh giá khả năng trả nợ của dự án trên cơ sở từng năm. Các số đo hàng năm này có thể được sử dụng kết hợp với mô hình năng lực vay mượn ngân lưu chiết khấu trong chương này để xem xét khả năng trả nợ của dự án như thế nào và lịch trả nợ nên được xây dựng ra sao. Sự chịu đựng rủi ro và thị hiếu cho vay của người vay thay đổi theo thời gian. Mô hình năng lực vay mượn đủ khái quát để phù hợp với các điều kiện ràng buộc do người cho vay áp đặt thông qua thay đổi các thông số của mô hình một cách thích hợp.

PROJECT FINANCE

John D. Finnerty

Chương 12

Các nguồn vốn của dự án

Các chủ đầu tư dự án thường cung ứng phần lớn nhất trong vốn chủ sở hữu (CSH) ban đầu của dự án. Thông thường, người mua sản phẩm của dự án cũng được yêu cầu góp vốn CSH vào dự án. Các nhà đầu tư vốn CSH bên ngoài, thường là các tổ chức tài chính, cũng có thể được mời chào cơ hội đầu tư vốn CSH vào dự án.

Theo truyền thống, các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm nhân thọ là nguồn cung ứng vốn vay chính của các dự án lớn. Trong cơ cấu tài trợ điển hình, các ngân hàng thương mại sẽ cung ứng khoản vay xây dựng trên cơ sở lãi suất thả nổi, và các công ty bảo hiểm nhân thọ sau đó sẽ “tài trợ lâu dài” trên cơ sở lãi suất cố định thông qua tái tài trợ các khoản vay ngân hàng sau khi hoàn tất việc xây dựng dự án. Sự phát triển thị trường hoán đổi lãi suất đã mang lại cho người vay tính linh hoạt để thay đổi các khoản vay lãi suất thả nổi thành các nghĩa vụ nợ với lãi suất cố định. Đồng thời, trong thập niên 80, các ngân hàng thương mại trở nên sẵn lòng chấp nhận những thời hạn vay dài hơn. Do những diễn tiến phát triển này, các khoản vay ngân hàng thương mại được sử dụng ngày càng nhiều trong thập niên 80 và trở thành nguồn vốn vay dài hạn chính trong tài trợ dự án.

Các qui định nghiêm ngặt hơn về vốn ngân hàng vào năm 1989 đã buộc nhiều ngân hàng phải cắt giảm các cam kết cho vay của họ, qua đó giảm bớt tài trợ của ngân hàng cho các dự án lớn. Tuy nhiên, các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán nợ đại chúng và bán đại chúng lại sẵn lòng đầu tư vào một số loại dự án có rủi ro tương đối thấp. Sự phát triển của các thị trường chứng khoán nợ dự án này chỉ bù đắp được phần nào ảnh hưởng giảm sút cho vay của ngân hàng.

Từ thập niên 90, các dự án cơ sở hạ tầng trở nên được ưu tiên. Các dự án dầu khí và điện đã thu hút những lượng vốn lớn. Các ngân hàng thương mại, sau khi điều chỉnh thích nghi với các tiêu chuẩn vốn chặt chẽ hơn, đã mở rộng vai trò trong tài trợ dự án. Họ tư vấn dự án đồng thời cũng cho vay dự án. Như đã thảo luận trong chương 4, các thị trường nợ đại chúng và bán đại chúng trở nên ngày càng chấp nhận những chứng khoán nợ dự án được cơ cấu một cách thích hợp, kể cả nợ không được xếp hạng tín nhiệm ở mức có chất lượng đầu tư. Những chứng khoán nợ được xếp hạng chất lượng đầu tư có thị trường rộng nhất. Sau cùng, các cơ quan đa phương như Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Phát triển Liên Mỹ đã phát huy nỗ lực kết hợp các nguồn vốn tư nhân và nhà nước để tài trợ các dự án cơ sở hạ tầng. Có lẽ hơn bao giờ hết, giờ đây gói tài trợ dự án đã có thể dựa vào nhiều nguồn vốn để điều chỉnh thích ứng với nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư và chủ dự án.

Chương này sẽ tìm hiểu tổng quan về các nguồn tài trợ này.

VỐN CHỦ SỞ HỮU

Khi đánh giá tính hấp dẫn của việc đầu tư vào dự án, các nhà đầu tư vốn CSH tiềm năng sẽ đánh giá lợi ích kỳ vọng đạt được từ hoạt động của dự án. Ở mức tối thiểu, những lợi ích này bao gồm việc được hưởng một suất sinh lợi có thể chấp nhận từ vốn đầu tư. Lợi ích còn có thể là đạt được một nguồn cung ứng bảo đảm thông qua việc mua một phần sản lượng của dự án, hay bảo toàn được một thị trường đảm bảo cho đầu ra riêng của họ thông qua bán nguyên vật liệu hay cung ứng dịch vụ cho dự án. Những lợi ích kỳ vọng phải cân xứng với rủi ro của dự án đối với nhà đầu tư vốn CSH, nhằm đảm bảo được sự cam kết của nhà đầu tư vốn CSH bỏ vốn vào dự án.

Có một vài yếu tố mà người góp vốn CSH vào dự án phải chấp nhận. Ngoài các rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính thông thường mà nhà đầu tư vốn CSH thường phải chịu, các chủ đầu tư dự án thường chịu trách nhiệm trong một số trường hợp phát sinh như chi phí phát sinh vượt quá dự toán hay dự án thất bại. Việc dự án thất bại là sự kiện thường châm ngòi cho việc phải trả nợ mặc dù chưa đến hạn. Nếu dự án đòi hỏi phải có thời gian xây dựng dài, các nhà đầu tư vốn CSH sẽ phải chấp nhận nhận cổ tức chậm. Dự án không thể chi trả cổ tức trước khi bắt đầu hoạt động, và người cho vay thường hạn chế việc chi trả cổ tức trong những năm hoạt động đầu tiên, cho đến khi nợ đã được hoàn trả một lượng đáng kể. Lẽ tự nhiên, người cho vay thích toàn bộ ngân lưu tự do của dự án trước tiên phải được dùng để trả nợ dự án.

Các nhà đầu tư vốn CSH của dự án thường là những bên sẽ hưởng lợi trực tiếp từ hoạt động của dự án: người mua đầu ra của dự án, chủ sở hữu tài nguyên thiên nhiên mà dự án sẽ khai thác và những nhà cung ứng sản phẩm và dịch vụ chính cho dự án, trong đó có các công ty xây dựng và kỹ thuật. Dự án thường không thể chào bán cổ phần phổ thông cho các nhà đầu tư đại chúng vào thời điểm khởi sự dự án. Sau khi đã chứng tỏ có khả năng sinh lợi và khi thời gian cho đến khi bắt đầu chia cổ tức tiền không còn lâu, thì cổ phần phổ thông hay các dạng chứng khoán kém ưu tiên chi trả hơn so với nợ mới có thể được bán cho công chúng và các nhà đầu tư thụ động khác.

Ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khác chỉ cung cấp vốn CSH vì lý do thuế. Họ cũng là một nguồn tài trợ tạm thời cho dự án, và thường sẵn lòng chấp nhận rủi ro hoàn tất công trình nhiều hơn, hay rủi ro luật nhiều hơn so với những người cho vay tiềm năng khác.

Thiết lập cơ cấu đầu tư vốn CSH

Cơ cấu đầu tư vốn CSH trong một dự án liên quan đến bốn lĩnh vực quan tâm chính: (1) làm thế nào tổ chức và vốn hóa dự án, (2) làm thế nào quản lý và kiểm soát dự án, (3) làm thế nào giải quyết tranh chấp giữa chủ đầu tư/các nhà đầu tư khác và (4) làm thế nào kết thúc dự án. Các vấn đề về tổ chức được trình bày trong chương 7. Vốn hóa – đặc biệt là xác định xem dự án có thể huy động bao nhiêu nợ - được thảo luận trong chương 8.

Các qui trình quản lý và kiểm soát, giải quyết tranh chấp và kết thúc dự án là những vấn đề phải được xác định trong hợp đồng, mà các chủ đầu tư/ nhà đầu tư vốn CSH là một bên tham gia. Trước tiên, ta hãy xem xét vấn đề quản lý và kiểm soát. Các quyết định quan trọng, như thay đổi lịch đầu tư hay vay nợ bổ sung, có thể đòi hỏi phải có sự phê duyệt trên cơ sở đồng thuận. Các

thỏa thuận quản lý trở nên đặc biệt nhạy cảm khi hợp tác nhà nước và tư nhân được hình thành để tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng. (Cơ chế này được thảo luận trong chương 14.)

Thứ hai, các qui trình giải quyết tranh chấp phải được thiết lập để xử lý tình trạng bất đồng. Các chủ đầu tư có thể bất đồng với nhau về cách lý giải các điều khoản hợp đồng khác nhau. Có thể cần có trọng tài để tháo gỡ bế tắc. Tuy nhiên, những khác biệt liên quan đến các vấn đề kinh doanh cơ bản hay sự vi phạm các điều khoản quan trọng của hợp đồng giữa các bên, không chắc phù hợp để giải quyết bằng trọng tài. Một thỏa thuận mua - bán hay thỏa thuận quyền chọn mua - quyền chọn bán có thể có tác dụng tốt hơn. Theo một *thỏa thuận mua- bán*, một bên có thể đề nghị mua đứt quyền lợi sở hữu của bên kia. Bên được đề nghị có thể chấp thuận đề nghị đó và bán cho người đề nghị với mức giá chào cụ thể. Trong một *thỏa thuận quyền chọn mua- quyền chọn bán*, bên giữ quyền có quyền bán quyền lợi sở hữu của mình cho bên kia, hay mua quyền sở hữu của bên kia. Trong bất luận trường hợp nào, thỏa thuận ban đầu giữa các bên nên qui định rằng giá mua- bán hay giá quyền chọn mua- quyền chọn bán dựa vào *giá trị thị trường công bằng* của quyền lợi sở hữu, được xác định bởi các chuyên gia độc lập.

Các quỹ đầu tư cam kết

Các nhà quản lý quỹ đã thành lập các *quỹ đầu tư cam kết* để đầu tư vốn CSH vào một số dự án nhất định. Các chủ đầu tư của quỹ ra tất cả các quyết định đầu tư. Một ví dụ là Quỹ Điện lực châu Mỹ Latin Scudder (“Latin Power”), được thành lập để đầu tư vốn CSH vào các dự án điện độc lập ở châu Mỹ Latin và vùng Caribe. Có bốn nhà đầu tư đứng đầu; mỗi nhà đầu tư cam kết 25 triệu USD. Họ đóng vai trò như một ủy ban xem xét dự án, để đánh giá việc đầu tư vào những dự án mà đơn vị tư vấn đầu tư của quỹ (Scudder, Steven & Clark) đã phân tích và đề xuất.

Các quỹ cam kết giúp các nhà đầu tư tinh vi sành sỏi tập hợp nguồn lực của họ. Họ gặt hái lợi ích từ đa dạng hóa, và họ hưởng lợi nhờ kinh nghiệm và tài chuyên môn của đơn vị tư vấn đầu tư trong việc đánh giá các dự án theo từng loại cụ thể. Khi có hơn một chủ đầu tư/nhà đầu tư tham gia, họ đạt được lợi thế kinh tế từ việc tập hợp thông tin và chia sẻ trách nhiệm giám sát các dự án liên kết. Những lợi ích này làm cho việc đầu tư liên kết trở nên rẻ hơn so với đầu tư riêng biệt của các chủ đầu tư/nhà đầu tư. Trên các thị trường mới nổi, những lợi ích này có thể lớn hơn so với trên các thị trường phát triển vì trên các thị trường mới nổi, thông tin có xu hướng khó thu thập và tốn kém hơn.

Công ty đầu tư vốn CSH kết hợp

Công ty đầu tư vốn CSH kết hợp (pooled equity vehicle) là một công ty riêng biệt được thành lập bởi một công ty đang hoạt động hiện tại nhằm sở hữu và quản lý các loại dự án nhất định. Một ví dụ là Enron Global Power & Pipelines L.L.C. (EGP&P). EGP&P có cơ cấu như một công ty trách nhiệm hữu hạn. Công ty Enron sở hữu 52% EGP&P, còn EGP&P thì sở hữu và quản lý các đường ống dẫn khí thiên nhiên của Enron và các nhà máy điện nằm bên ngoài nước Mỹ, Canada và Tây Âu. Thoạt đầu, tài sản của EGP&P bao gồm hai nhà máy điện ở Philippines, một nhà máy điện ở Guatemala, và một hệ thống đường ống dẫn khí thiên nhiên 4.069 dặm ở Argentina. Enron cho EGP&P quyền từ chối mua đầu tiên đối với mọi quyền lợi sở hữu trong bất kỳ dự án nhà máy điện hay đường ống dẫn khí nào mà Enron xây dựng hay tiếp quản (bên ngoài Hoa Kỳ,

Canada và Tây Âu) và bắt đầu hoạt động thương mại trước năm 2005. Enron có kế hoạch quản lý tất cả các dự án.

Công ty đầu tư vốn CSH kết hợp mang lại cho các nhà đầu tư sự đa dạng về mặt địa lý và cơ hội đầu tư vào những dự án thuộc một loại nhất định cùng với một nhà điều hành đầy kinh nghiệm. EGP&P giúp các nhà đầu tư hưởng lợi từ kinh nghiệm của Enron trong việc chọn lọc các dự án nhà máy điện và đường ống dẫn khí để phát triển và hưởng lợi từ khả năng chuyên môn của Enron trong việc điều hành những dự án này. Các công ty đầu tư vốn CSH kết hợp có thể huy động vốn đại chúng (như EGP&P đã làm), giúp họ khai thông thị trường vốn của các nhà đầu tư lẻ. Các công ty đầu tư vốn CSH kết hợp, cũng như các quỹ đầu tư cam kết, phản ánh vai trò ngày càng tăng của các tổ chức trung gian trong tài chính dự án. Các quỹ đầu tư kết hợp là một phương tiện đầu tư hiệu quả trong một nhóm dự án mục tiêu, nhất là khi các dự án riêng lẻ tương đối nhỏ còn chi phí thu thập thông tin, đánh giá dự án, giám sát xây dựng và hoạt động thì cao.

THỊ TRƯỜNG NỢ DÀI HẠN

Hoa Kỳ, châu Âu và Nhật Bản có thị trường rộng lớn để tài trợ dự án bằng nợ dài hạn. Những tổ chức tài chính như công ty bảo hiểm nhân thọ và các quỹ lương hưu cung ứng nguồn vốn với lãi suất cố định, và các ngân hàng thương mại cung ứng nguồn vốn với lãi suất thả nổi. Đối với hầu hết hoạt động tài chính dự án, việc cung ứng khoản vay xây dựng của ngân hàng thương mại hay các thỏa thuận tài trợ riêng trước khi hoàn tất xây dựng dự án với các tổ chức cho vay tạo thành giai đoạn ban đầu của kế hoạch tài trợ. Có ba yếu tố cơ bản góp phần cho sự chi phối của các tổ chức này trong giai đoạn ban đầu:

1. Qui mô và thời hạn của các cam kết ban đầu để bảo đảm sẽ có đủ vốn hoàn tất dự án.
2. Mức độ tinh vi sành sỏi cần thiết để hiểu được các thỏa thuận chứng khoán phức tạp trong tài trợ dự án.
3. Mức độ khó khăn và thời gian kéo dài liên quan đến việc đăng ký chứng khoán với ủy ban chứng khoán (SEC) để tài trợ dự án, và lợi ích của việc đạt được tín nhiệm ở hạng đầu tư nhằm bảo đảm khả năng chứng khoán có thể được mua bán rộng rãi giữa những người mua chứng khoán nợ được chào bán đại chúng.

Có một số yếu tố ảnh hưởng đến bề rộng của thị trường nợ dài hạn quốc tế để tài trợ dự án. Những yếu tố này bao gồm:

1. *Khả năng sinh lợi của dự án.* Như một qui tắc tổng quát, người cho vay sẽ không cung ứng vốn cho một dự án trừ khi họ kỳ vọng dự án sẽ có lời theo ý nghĩa là suất sinh lợi kỳ vọng từ tài sản sẽ đủ để thanh toán các yêu cầu trả nợ và mang lại một suất sinh lợi có thể chấp nhận cho các nhà đầu tư vốn CSH của dự án.
2. *Đòn bẩy tài chính của dự án.* Người cho vay sẽ không cho vay một dự án trừ khi họ tin tưởng rằng dự án có thể hoàn trả nợ đúng hạn. Nói cách khác, họ sẽ yêu cầu các chủ đầu tư dự án phải cam kết đủ vốn CSH để làm cho dự án trở nên đáng tin cậy.

3. *Sự đánh giá rủi ro dự án của người cho vay.* Người cho vay sẽ nhất quyết phải được đền bù đầy đủ cho những rủi ro mà họ được yêu cầu phải chấp nhận. Do đó, đánh giá của họ về các loại rủi ro khác nhau gắn liền với dự án và nhận định của họ về độ liên lụy với từng loại rủi ro sẽ ảnh hưởng đến lãi suất họ muốn nhận trước khi bỏ vốn vào dự án.
4. *Thứ hạng tín dụng của công ty dự án.* Thứ hạng tín dụng của trái phiếu dự án là một yếu tố quan trọng xác định lượng vốn mà dự án có thể huy động được từ mọi loại người cho vay. Đòn bẩy tài chính của dự án là một yếu tố đóng góp chính. Khả năng cam kết của các nhà đầu tư sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp của thứ hạng chứng khoán nợ của dự án theo đánh giá của các cơ quan xếp hạng lớn (như Moody's và S&P). Là một vấn đề qui định hay chính sách, nhiều quỹ lương hưu đại chúng nhất quyết chọn thứ hạng A hay tốt hơn, như một điều kiện để mua trái phiếu công ty.
5. *Lãi suất của nợ dự án.* Lãi suất phải đủ cao để thu hút sự cam kết đáng kể cần thiết nhằm hoàn tất việc tài trợ. Nói cụ thể ra, lãi suất phải đủ cao để bù đắp cho người cho vay về rủi ro vỡ nợ và rủi ro thanh khoản mà họ phải gánh chịu. Trái phiếu không có mức tín nhiệm ở hạng đầu tư phải có lãi suất cao hơn trái phiếu thứ hạng đầu tư.
6. *Tình thanh khoản của chứng khoán nợ của dự án.* Thị trường nợ dài hạn ban đầu của dự án thường chỉ giới hạn trong phạm vi các tổ chức đầu tư, những người sẵn lòng mua chứng khoán không đăng ký với ủy ban chứng khoán. Tình trạng thiếu thanh khoản của việc mua chứng khoán thỏa thuận riêng này làm giảm đáng kể sức hấp dẫn của nó đối với một số nhà đầu tư và đòi hỏi phải có lãi suất cao hơn. Tuy nhiên sau khi hoàn tất xây dựng, nhiều dự án có thể tái tài trợ nợ ngân hàng hay chứng khoán thỏa thuận riêng bằng cách chào bán trái phiếu ra công chúng. Các dự án điện là một ví dụ điển hình về trình tự tài trợ này.

Các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến sự sẵn có nguồn vốn cho dự án bao gồm mức độ cạnh tranh vốn từ các dự án khác đang được cơ cấu và tài trợ, tỷ lệ lạm phát, và thái độ chung giữa các tổ chức đầu tư đối với việc đầu tư vào các dự án cùng loại và đầu tư vào địa phương của dự án được tài trợ. Các công ty bảo hiểm nhân thọ có truyền thống là nguồn vốn vay quan trọng đối với các dự án công nghiệp và tiện ích công cộng. Họ có thể tiếp tục là nguồn vốn vay quan trọng của dự án trong tương lai.

Bảng 12.1 tóm tắt qui mô tương đối của các phân đoạn khác nhau trên thị trường nợ dài hạn tính đến ngày 31-12-2005.

Bảng 12.1 Các nguồn vốn dài hạn^a

Phân đoạn	Tổng tài sản (tỷ USD)	Giá trị nắm giữ trái phiếu công ty và trái phiếu nước ngoài	
		Giá trị (tỷ USD)	Phần trăm trong tổng tài sản
Công ty bảo hiểm nhân thọ	4349,0	1842,8	42,4%
Công ty bảo hiểm khác	1251,8	276,4	22,1
Quỹ hưu trí của chính quyền bang và địa phương	2691,5	203,0	7,5
Quỹ lương hưu tư nhân	4785,2	268,8	5,6
Ngân hàng thương mại	9343,0	686,2	7,3
Cá nhân	34498,8	837,9	2,4
Tiết kiệm	1789,4	80,0	4,5
Quỹ đầu tư chung	8326,3	962,8	11,6
Công ty tài chính	1325,4	819,9	61,9

^a Số liệu tính đến ngày 31-12-2005.Nguồn: Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings*, 8 tháng 6 năm 2006

VAY NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

Các ngân hàng thương mại đóng một vai trò tích cực trong tài chính dự án từ thập niên 30, khi một ngân hàng ở Dallas tiến hành cho vay *sản xuất* không truy đòi ra ngoài phạm vi tài sản dự án để phát triển bất động sản dầu khí (xem nghiên cứu của Forrester, 1995). Các ngân hàng thương mại đã chứng tỏ khả năng đánh giá các hoạt động tín dụng dự án phức tạp và đôi khi là sự sẵn lòng chấp nhận rủi ro hoàn tất dự án cũng như những rủi ro phi tín dụng khác mà các tổ chức cho vay khác thường tránh né.

Có bốn loại phương tiện tín dụng ngân hàng mà ta có thể thỏa thuận để tài trợ dự án.

1. *Tín dụng quay vòng*: Các ngân hàng thương mại thường tài trợ xây dựng dưới hình thức tín dụng quay vòng. Chủ đầu tư có thể rút dần từ khoản tín dụng khi cần vốn, phụ thuộc vào nguồn vốn tối đa sẵn có.
2. *Vay kỳ hạn*: Chủ đầu tư có thể giải ngân từ một khoản vay kỳ hạn trong giai đoạn xây dựng. Giá trị vay thường lên đến đỉnh điểm vào thời điểm hoàn tất xây dựng cơ bản. Các khoản vay kỳ hạn có lịch trả nợ gốc gắn với ngân lưu dự kiến từ dự án. Kỳ hạn vay thường không vượt quá 10 năm sau khi hoàn tất xây dựng cơ bản, nhưng cũng có thể đạt được kỳ hạn hoàn trả dài hơn khi tính kinh tế của dự án đủ hấp dẫn hay dự án có tuổi thọ rất dài (ví dụ như dự án cơ sở hạ tầng). Nếu ngân lưu dự án không đủ để trả đầy đủ nợ gốc của khoản vay trong giai đoạn này, chủ đầu tư phải chịu rủi ro tái tài trợ khoản vay (huy động khoản vay mới để trả khoản vay cũ). Kỳ hạn cụ thể có thể đạt được trong tương lai sẽ phụ thuộc vào môi trường kinh tế và tiền tệ vào lúc đó.

3. *Thư tín dụng dự phòng*: Thư tín dụng dự phòng mang lại cho người vay sự linh hoạt để thỏa thuận thư tín dụng hỗ trợ cho việc phát hành giấy nợ ngắn hạn. Tiền rút ra theo tín dụng thư được dùng để trả cho người giữ giấy nợ ngắn hạn nếu người phát hành không thể trả (ví dụ như do họ không thể thay giấy nợ đến hạn bằng cách phát hành một giấy nợ khác).
4. *Vay bắc cầu*: Khoản vay bắc cầu giúp lấp chỗ trống giữa thời điểm chi đầu tư và giải ngân theo lịch của nguồn vốn dài hạn. Vay bắc cầu được hỗ trợ bởi các cam kết chắc chắn giải ngân của những người cho vay dài hạn hay nhà đầu tư vốn CSH. Chi phí sử dụng vốn của khoản vay bắc cầu phản ánh rủi ro mà người cung ứng khoản vay này phải chịu. Rủi ro này phản ánh hạng mức tín nhiệm của tổ chức cho vay dài hạn hay của nhà đầu tư vốn CSH đã cam kết giải ngân. Trong nhiều trường hợp, cơ cấu của khoản vay bắc cầu dành cho dự án thậm chí còn cho phép không phải trả dần nợ gốc và có kỳ hạn tới 4 năm.

Trong mỗi trường hợp, các phương tiện tín dụng sẽ qui định lãi suất cơ bản làm căn cứ như (1) lãi suất cho vay cơ bản ở Hoa Kỳ, (2) LIBOR (một hay nhiều chọn lựa cụ thể), và (3) lãi suất chứng chỉ tiền gửi của người cho vay (một hay nhiều chọn lựa cụ thể).

Tín dụng toàn diện

Thay vì cứ mỗi loại hình cho vay lại đàm phán một cam kết riêng, các ngân hàng thương mại có thể đề xuất thỏa thuận cung ứng tín dụng toàn diện, bao trùm mọi yêu cầu cho vay của dự án. Điều này thường gắn với một khoản tín dụng quay vòng trong thời kỳ xây dựng, một phần khoản tín dụng này được chuyển thành cho vay kỳ hạn khi hoàn tất xây dựng. Tín dụng quay vòng cũng có thể cho phép một phần trong đó sẵn sàng được sử dụng như một thư tín dụng dự phòng. Đối với các dự án lớn, tín dụng sẽ được một hợp danh ngân hàng cho vay hợp vốn. Tín dụng toàn diện thường mang lại sự linh hoạt tài chính nhiều hơn đối với các ngân hàng cũng như dự án.

Hạn mức cho vay pháp định

Các qui định ràng buộc đối với các ngân hàng về hạn mức cho vay đối với một người vay riêng lẻ có thể hạn chế sự sẵn có tín dụng ngân hàng đối với một dự án rất lớn. Đối với các ngân hàng quốc gia, hạn mức pháp định dành cho đầu tư trong các nghĩa vụ nợ của một đơn vị phát hành nợ riêng lẻ là 10% vốn và lợi nhuận không chia của ngân hàng. Ngoài hạn mức cho vay pháp định, các ngân hàng thường có các qui chế chính sách nội bộ, giới hạn khả năng cung ứng vốn cho một người vay riêng lẻ. Các qui chế nội bộ này xác định giá trị mà ngân hàng có thể cho vay dựa vào (1) sức mạnh tín dụng của người vay, (2) tình hình thị trường tiền tệ hiện tại, (3) loại phương tiện tín dụng yêu cầu (thời hạn ngắn được ưa chuộng hơn các khoản vay dài hạn), (4) lãi suất cần thiết ứng với đòn bẩy tài chính, rủi ro kinh doanh và các rủi ro khác của dự án, và (5) khả năng sinh lợi kỳ vọng chung của mối quan hệ giữa ngân hàng với các chủ đầu tư dự án, mà điều này phụ thuộc vào các mức phí và doanh thu khác mà ngân hàng kỳ vọng nhận được từ khoản vay, việc quản lý tiền mặt, và các dịch vụ khác được ngân hàng cung ứng cho chủ đầu tư và dự án.

Thời hạn của các khoản vay ngân hàng

Các chủ đầu tư dự án thường tìm kiếm sự cam kết từ các ngân hàng thương mại để tài trợ xây dựng và tài trợ lâu dài. Cam kết tài trợ xây dựng phụ thuộc vào độ dài của thời gian xây dựng; thời gian cam kết 2 hay 3 năm là phổ biến đối với nhiều dự án. Như minh họa trong bảng 3.2, phần lớn dự án có thời gian xây dựng thường không đến ba năm. Việc tài trợ lâu dài có thời hạn dài hơn. Thời hạn tài trợ lên đến 15 năm từ ngày hoàn tất xây dựng cũng thường thấy trong các dự án cơ sở hạ tầng. Nhưng thời hạn của một dự án tài nguyên thiên nhiên chẳng hạn, sẽ bị khống chế bởi độ lớn của trữ lượng tài nguyên và thời gian phải mất để khai thác hết trữ lượng đó. Việc thuyết phục các ngân hàng cho vay với thời hạn vượt quá một nửa tuổi thọ kỳ vọng của trữ lượng quặng thường là khó khăn vì các ngân hàng muốn có một biên độ an toàn để bảo vệ trước sự ước lượng sai trữ lượng tài nguyên.

Các khoản vay ngân hàng thường có lãi suất thả nổi, được biểu thị bằng một mức *chênh lệch* so với một lãi suất tham chiếu cụ thể, như lãi suất cho vay cơ bản hay một trong các lãi suất LIBOR. Các khoản vay lâu dài thường qui định việc tăng mức chênh lệch sau một vài năm nhất định. Sự gia tăng này được thiết kế nhằm khuyến khích các chủ đầu tư dự án tái tài trợ nợ ngân hàng (huy động nợ mới để trả dứt nợ cũ) trước khi kết thúc thời hạn. Hầu hết các chủ đầu tư sẽ tái tài trợ nợ ngân hàng trên một trong các thị trường nợ có lãi suất cố định như sẽ được mô tả sau trong chương này.

Các ngân hàng thương mại quốc tế

Các ngân hàng thương mại quốc tế lớn có hội sở ở Hoa Kỳ và Canada; các ngân hàng thanh toán bù trừ lớn có hội sở ở Anh; các ngân hàng thương mại và đang lớn có trụ sở ở Pháp, Đức, Nhật Bản và Thụy Sĩ; và với mức độ ít hơn, các tổ hợp ngân hàng ở Luân Đôn có thể tham gia cung ứng vốn cho một dự án lớn. Các ngân hàng này có thể cho vay dự án bằng cách tham gia vào một hay nhiều hợp danh ngân hàng, hay như trong trường hợp các ngân hàng châu Âu hay Nhật Bản lớn, họ có thể tạo thuận lợi cho việc tài trợ dự án thông qua phát hành trái phiếu cho các nhà đầu tư tổ chức. Bảng 12.2 liệt kê 10 ngân hàng cung ứng tín dụng hàng đầu trong những năm 2001-2005, và bảng 12.3 trình bày 15 hợp danh ngân hàng cho vay hợp vốn lớn nhất năm 2005 (để tài trợ dự án cũng như các mục đích khác).

Thị trường ngân hàng quốc tế đã phát triển thành một trong những thị trường tài chính năng động nhất trên thế giới. Vì không phụ thuộc vào các qui định quốc gia, nên thị trường này tự do hoạt động trên cơ sở linh hoạt với vai trò trung gian tài chính giữa người gửi tiền và người vay từ các nước khác nhau. Gần như tất cả các ngân hàng lớn ở Hoa Kỳ, Canada, Anh, châu Âu và Nhật Bản đều tham gia sôi động. USD và EUR là những đồng tiền chiếm đa số. Các loại tiền tệ quan trọng khác là bảng Anh và franc Thụy Sĩ. Sự tăng trưởng đáng kể xảy ra vào thập niên 70, với dòng tiền gửi chảy vào từ các nước sản xuất dầu Trung Đông, và từ thập niên 80, khi Hoa Kỳ tiếp tục thâm hụt cán cân thanh toán nặng nề.

Bảng 12.2 Các tổ chức thu xếp tín dụng ngân hàng cho dự án, 2001-2005 (triệu USD)

Xếp hạng	Ngân hàng	Giá trị (triệu USD)
1	Citigroup	32.909
2	BNP Paribas	21.336
3	West LB	14.360
4	Société Generale	13.417
5	RBS	12.676
6	ABN AMRO	12.655
7	CSFB	11.509
8	SMBC	9.778
9	Calyon	9.271
10	HSBC	9.204

Nguồn: Thomson Project Finance International.

Bảng 12.3 Các hợp danh ngân hàng lớn nhất, năm 2005 (triệu USD)

Xếp hạng ^a	Ngân hàng	Số khoản vay	Giá trị ^b
1	JP Morgan Chase	204	109.974
2	Citigroup	137	93.395
3	BofA Securities	236	76.090
4	Deutsche Bank	50	50.860
5	Barclays Capital	49	36.601
6	Royal Bank of Scotland	65	34.664
7	BNP Paribas	66	28.717
8	Mizuho Financial Group	283	25.063
9	Goldman Sachs	22	22.668
10	HSBC Holdings	51	21.889

^a Dựa vào giá trị.

^b Dựa vào khoản tín dụng toàn bộ với các ngân hàng đồng tài trợ.

Nguồn: *Investment Dealers' Digest* (1/1/2006 – 31/3/2006).

Các tiêu chuẩn vốn thắt chặt ban hành cho các ngân hàng thương mại bắt đầu vào năm 1989 làm họ khó thỏa thuận khoản vay hợp vốn lớn cho các dự án lớn. Nhìn chung, các ngân hàng giảm độ lớn của những cam kết bảo lãnh phát hành mà họ sẵn lòng thực hiện. Chênh lệch lãi suất huy động và lãi suất cho vay mở rộng, thời hạn vay rút ngắn, các tiêu chuẩn tín dụng trở nên gắt gao hơn, và phí ngân hàng gia tăng. Tuy nhiên, vốn vay ngân hàng vẫn sẵn có với những dự án có các yếu tố căn bản vững chắc. Trong những năm gần đây, tình hình thị trường vốn vay ngân hàng đã cải thiện khi các ngân hàng thích nghi với các tiêu chuẩn vốn mới. Các ngân hàng đã mở rộng vai trò trong tài trợ dự án thông qua hoạt động tích cực trên cương vị tư vấn và người cho vay.

THỊ TRƯỜNG NỢ CÓ LÃI SUẤT CỐ ĐỊNH

Về mặt lịch sử, các công ty bảo hiểm nhân thọ vẫn là nguồn vốn cho vay dài hạn với lãi suất cố định đối với dự án lớn, và các quỹ lương hưu đóng vai trò như một nguồn vốn cho vay và vốn CSH quan trọng đối với doanh nghiệp. Những tổ chức tài chính khác cung ứng nợ dài hạn cho các dự án bao gồm: quỹ đầu tư tín thác mở và đóng, quỹ đầu tư của các trường đại học, các tổ chức từ thiện, các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn, và các tổ chức tư vấn đầu tư chuyên

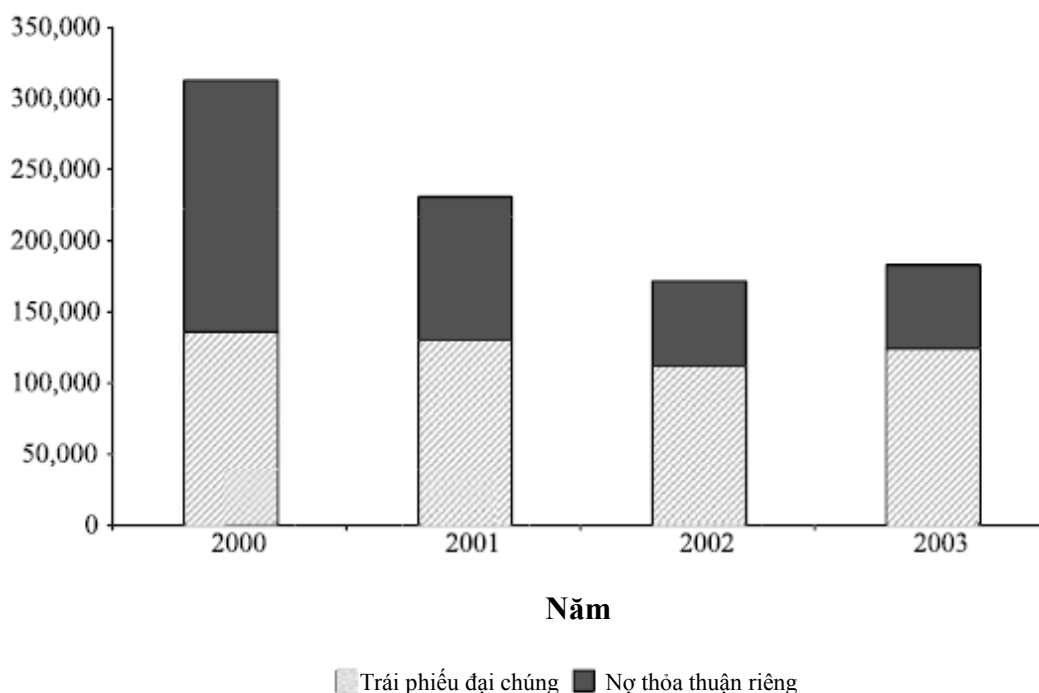
ng nghiệp. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn cũng cho vay dự án nhưng thường là vì lý do thuế nhiều hơn so với các công ty bảo hiểm nhân thọ.

So với các thị trường chứng khoán đại chúng, thị trường chứng khoán thỏa thuận riêng nói chung dễ phù hợp hơn với tài trợ nợ dự án. Trong quá khứ, các dự án chỉ có thể tiếp cận thị trường chứng khoán đại chúng sau khi đã hoàn tất ít nhất vài năm hoạt động có lãi. Tính phức tạp của các thỏa thuận chứng khoán thường khiến các cơ quan xếp hạng khó đánh giá được rủi ro tín dụng thực sự và khó xếp hạng tín nhiệm cho nợ. Tình hình này bắt đầu thay đổi vào đầu thập niên 90. Các cơ quan xếp hạng tín nhiệm đã trở nên tinh vi hơn trong phân tích tín dụng. Đồng thời, kinh nghiệm trong việc xếp hạng nợ bảo đảm bằng các khoản phải thu cũng như nợ bảo đảm bằng hợp đồng thể chấp đã giúp họ nâng cao năng lực đánh giá các cơ cấu chứng khoán nợ phức tạp. Vì thế, thị trường đại chúng của trái phiếu dự án đã tăng trưởng ngoạn mục từ năm 1995 như đã thảo luận trong chương 4.

Hình 12.1 minh họa việc phát hành trái phiếu trên các thị trường đại chúng và thị trường thỏa thuận riêng từ năm 2000 đến 2003. Lưu ý rằng giá trị nợ thỏa thuận riêng vượt lên trên giá trị bán ra công chúng vào năm 2000, nhưng từ năm 2001 đến năm 2003, khối lượng chào bán trên hai thị trường này đã đảo ngược. Khối lượng chào bán ra công chúng vẫn ổn định nhưng nợ thỏa thuận riêng giảm mạnh chỉ còn khoảng 60 tỷ USD năm 2003.

Hình 12.1 Tổng giá trị phát hành trái phiếu của các công ty phi tài chính nội địa trên thị trường đại chúng và thị trường thỏa thuận riêng, 2000-2003

Triệu USD



Nguồn: Federal Reserve Board, Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin (1/2004 và 7/2006).

Thị trường nợ thỏa thuận riêng do các công ty bảo hiểm nhân thọ thống lĩnh. Carey và những người khác (1993) đã nghiên cứu một mẫu gồm 351 doanh vụ nợ thỏa thuận riêng. Các công ty bảo hiểm nhân thọ mua 83% giá trị phát hành này, tính theo tổng giá trị bằng USD. Bảng 12.4 trình bày thị phần của các thành phần tham gia khác trên thị trường này.

Hình 12.2 so sánh các đặc điểm của các thị trường vốn vay ngân hàng, thị trường nợ thỏa thuận riêng, và thị trường trái phiếu đại chúng. Thị trường vốn vay ngân hàng có xu hướng ưa chuộng các khoản vay ngắn hạn lãi suất thả nổi với các điều khoản giao kèo giới hạn tương đối nghiêm ngặt. Thị trường trái phiếu đại chúng nhìn chung sẵn lòng chấp nhận các thời hạn dài hơn và giá trị phát hành lớn hơn với các giao kèo tương đối không hạn chế lắm. Thị trường nợ thỏa thuận riêng nằm ở khoảng giữa hai thị trường này về người vay bình quân và qui mô khoản vay, các điều khoản giao kèo, yêu cầu thế chấp, và cường độ giám sát. Tuy nhiên, tên tuổi người cho vay là quan trọng nhất trên thị trường nợ thỏa thuận riêng. Người cho vay trên thị trường này nhận thấy rằng họ có nguồn vốn thanh danh lớn khi đưa ra quyết định về việc cho vay dự án. Vì thế, các tiêu chuẩn cho vay họ áp dụng có xu hướng nghiêm ngặt.

Bảng 12.4 Thị phần cho vay trên thị trường nợ thỏa thuận riêng truyền thống

Loại hình tổ chức cho vay	Thị phần trong tổng giá trị bằng USD
Công ty bảo hiểm nhân thọ	82,6%
Ngân hàng nước ngoài	3,6
Ngân hàng thương mại Hoa Kỳ	3,3
Quỹ lương hưu, quỹ đầu tư và quỹ tín thác	1,7
Công ty tài chính	1,4
Công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn	1,4
Quỹ đầu tư chung	0,7
Tổ chức tiết kiệm	0,7
Tổ chức khác	4,6
Tổng	100,0%

Nguồn: Carey, Prowse, Rea, và Udell (1993b), trang 27.

Công ty bảo hiểm nhân thọ

Các công ty bảo hiểm nhân thọ lớn đã đạt được một trình độ hết sức tinh xảo về đầu tư. Khả năng phân tích của họ cho phép họ tự phán đoán về rủi ro tín dụng và các rủi ro khác trong những thương vụ phức tạp như tài trợ dự án. Những công ty bảo hiểm nhân thọ nhỏ hơn không có năng lực này. Vì thế, theo truyền thống trong các cam kết của họ, họ chịu ảnh hưởng của sự tham gia của các công ty bảo hiểm nhân thọ lớn và của thứ hạng tín nhiệm nợ, nếu có, theo đánh giá của các công ty xếp hạng tín nhiệm lớn.

Do bản chất công việc kinh doanh của họ, các công ty bảo hiểm nhân thọ có ngân lưu hàng năm tương đối bảo đảm, mà họ sẵn sàng cam kết trong những tình huống nhất định, cho những dự án mà sau vài năm trong tương lai mới bắt đầu hoạt động. Một khi họ đã hài lòng với uy tín tín dụng của một dự án và sự bảo đảm đầy đủ cho khoản vay, quyết định đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ chủ yếu chịu ảnh hưởng của tính hấp dẫn về suất sinh lợi mà dự án mang lại so với suất sinh lợi của các phương án đầu tư cạnh tranh. Dự án cũng cần phải đưa ra một mức phí cam kết

có thể chấp nhận dành cho tổ chức cho vay khi yêu cầu họ bỏ vốn trước ngày dự án bắt đầu hoạt động.

Hình 12.2 So sánh các đặc điểm của các thị trường vốn vay ngân hàng, nợ thỏa thuận riêng và trái phiếu đại chúng

Đặc điểm	Thị trường nợ		
	Vay ngân hàng	Nợ thỏa thuận riêng	Trái phiếu đại chúng
Thời hạn	Ngắn hạn	Trung đến dài hạn	Dài hạn
Lãi suất	Thả nổi	Cố định	Cố định
Tính nghiêm trọng về thông tin từ phía người vay b/q	Cao	Trung bình	Thấp
Qui mô khoản vay bình quân	Nhỏ	Trung bình đến lớn	Lớn
Qui mô người vay bình quân	Nhỏ	Trung bình	Lớn
Mức độ rủi ro bình quân quan sát được	Cao	Trung bình	Thấp nhất
Khế ước vay nợ	Nhiều, nghiêm ngặt	Ít hơn, lỏng hơn	Ít nhất
Thế chấp	Thường xuyên	Ít thường xuyên hơn	Hiếm khi
Tái đàm phán	Thường xuyên	Ít thường xuyên hơn	Không thường xuyên
Giám sát của người cho vay	Mạnh	Đáng kể	Tối thiểu
Thanh khoản của khoản vay	Thấp	Thấp	Cao
Người cho vay	Trung gian tài chính	Trung gian tài chính	Khác nhau
Người cho vay chính	Ngân hàng	Công ty bảo hiểm nhân thọ	Khác nhau
Tầm quan trọng về uy tín của người cho vay	Tương đối quan trọng	Quan trọng nhất	Không quan trọng

Nguồn: Carey, Prowse, Rea, và Udell (1993b), trang 33.

Nợ dự án thường được bán cho các công ty bảo hiểm nhân thọ thông qua các thỏa thuận giao dịch riêng. Chứng khoán thỏa thuận riêng không được đăng ký với ủy ban chứng khoán. Nói chung, các chứng khoán nợ này có thời hạn ngắn hơn so với chứng khoán nợ giao dịch đại chúng tương thích. Một vài tổ chức có thể chấp nhận thời hạn 20 năm, nhưng thời hạn 15 năm được ưa chuộng hơn. Sự tăng trưởng của hoạt động quản lý tiền tệ và bảo lãnh hợp đồng đầu tư đã làm cho các công ty bảo hiểm nhân thọ trở thành những người mua nhiệt tình đối với nợ trung hạn (thời hạn từ 5 đến 10 năm).

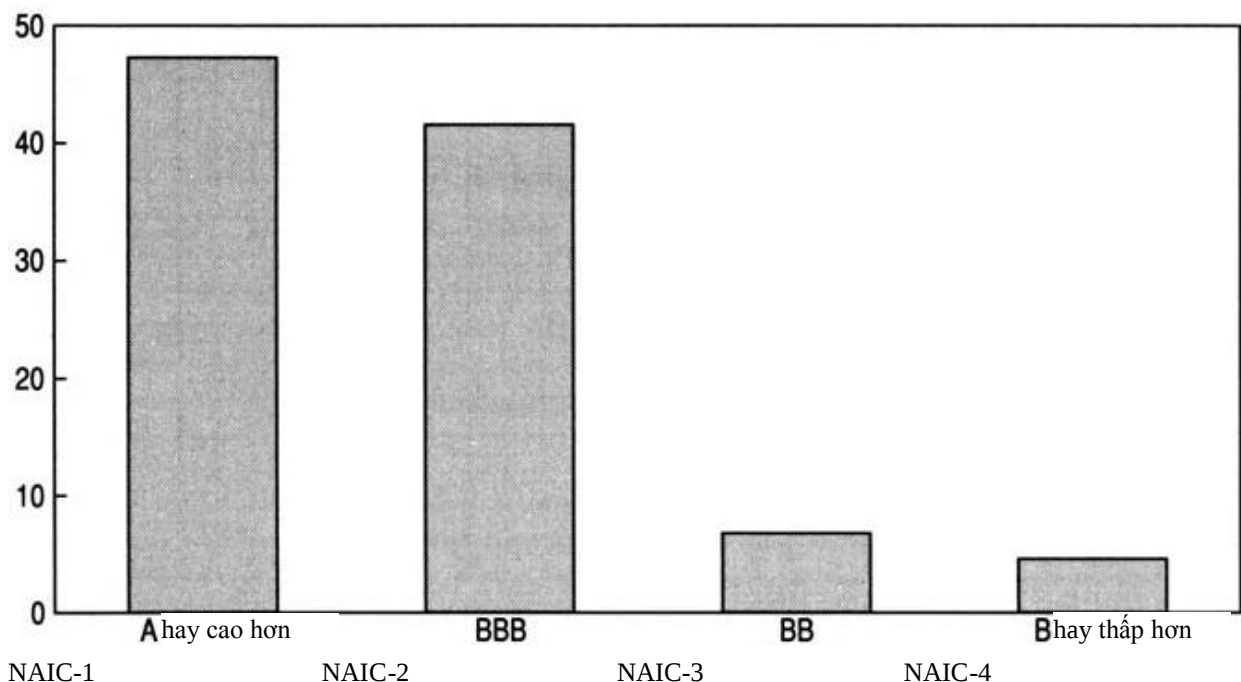
Các thỏa thuận chứng khoán và các điều khoản giao kèo giới hạn có xu hướng là những vấn đề quan trọng trong các cuộc đàm phán nợ thỏa thuận riêng. Thị trường chứng khoán đại chúng nói chung chấp nhận những thỏa thuận đỡ phiền phức hơn. Các thỏa thuận cho vay dự án thường bao gồm các qui định giới hạn về số tiền nợ, quyền nắm giữ tài sản thế chấp, phân phối tiền mặt và áp đặt các kiểm định về tính thanh khoản/vốn lưu động.

Đôi khi việc có được thứ hạng tín dụng từ một trong các cơ quan xếp hạng tín dụng lớn cũng có lợi. Vấn đề thứ hạng tín dụng liên quan đến sự đánh đổi giữa một mặt là các yêu cầu tín dụng và chứng khoán nghiêm ngặt hơn phải có để đạt được thứ hạng thuận lợi và một mặt là sự tiếp cận thị trường rộng lớn hơn.

Các công ty bảo hiểm nhân thọ rất nhạy cảm trước uy tín tín dụng của các chứng khoán nợ dự án. Hiệp hội ủy viên hội đồng bảo hiểm quốc gia (NAIC) đã xây dựng một hệ thống hạng mức tín nhiệm cho nợ thỏa thuận riêng, và mức dự trữ mà các công ty bảo hiểm nhân thọ phải đạt được so với các giá trị nợ họ nắm giữ trong các danh mục đầu tư thì phụ thuộc vào hạng mức NAIC. Do qui định dự trữ bắt buộc này, các công ty bảo hiểm nhân thọ tỏ ra ưa chuộng những chứng khoán nợ mà ít nhất cũng phải có hạng mức tín nhiệm đầu tư (NAIC-2). Hình 12.3 trình bày phân phối hạng mức tín nhiệm cho nợ thỏa thuận riêng nắm giữ trên tài khoản chung của các công ty bảo hiểm nhân thọ.

Hình 12.3 Phân phối hạng mức tín nhiệm của nợ thỏa thuận riêng nắm giữ trong tài khoản chung của các công ty bảo hiểm nhân thọ

Phần trăm



Nguồn: ACL Data, sưu tập bởi R. Rubrich ở Actuarial Research.

Standard & Poor's có một hệ thống riêng để xếp hạng nợ thỏa thuận riêng. Nói chung, các hệ thống xếp hạng nợ thỏa thuận riêng có tính chất khoan hòa hơn so với hệ thống hạng mức nợ đại chúng tương ứng vì hạng mức nợ thỏa thuận riêng biểu thị một tầm nhìn về khả năng hoàn trả sau cùng. Hạng mức nợ đại chúng nhấn mạnh vào *tính đúng hạn* của việc hoàn trả.

Ngành bảo hiểm nhân thọ có đặc điểm là tập trung nguồn vốn có thể đầu tư trong những công ty lớn nhất. Bảng 12.5 liệt kê 18 tổ chức mua nợ thỏa thuận riêng lớn nhất ở Hoa Kỳ. Nhìn từ góc

độ người vay, sự tập trung này có thể có ý nghĩa quan trọng. Thông thường, nhu cầu tiếp cận chỉ một vài tổ chức nhằm bảo đảm sự cam kết toàn bộ lượng vốn tài trợ mong muốn giúp làm giảm chi phí và thời gian cần thiết để thu xếp việc tài trợ dự án.

Cho dù không luôn luôn ở vào trạng thái mạnh mẽ nhất, thị trường nợ thỏa thuận riêng vẫn là nguồn vốn đáng kể cho hoạt động tài trợ dự án phức tạp hay cho một phần của giá trị tài trợ dự án chung – ví dụ như tài trợ thiết bị, thanh toán sản xuất, hay các nguồn vốn chuyên biệt khác.

Bảng 12.5 Những tổ chức mua chứng khoán nợ có ưu tiên chi trả cao và được thỏa thuận riêng lớn nhất ở Hoa Kỳ, 2003 (triệu USD)

Thứ tự	Ngân hàng	Giá trị
1	TIAA-CREF	7.429
2	MetLife	6.099
3	Prudential Financial	5.624
4	New York Life Investment Management LLC	5.368
5	AIG Global Investment Group	3.012
6	CIGNA Investment Management	2.790
7	Citigroup Global Investments (bây giờ là Travelers Insurance Investments)	2.576
8	Principal Global Investors	1.987
9	Nationalwide Insurance Companies	1.804
10	Hartford Investment Management Group	1.461
11	Delaware Investments	970
12	Sun Life Assurance Co. of Canada	919
13	Jefferson Pilot Financial	789
14	Adantus Capital Management	663
15	Mutual of Omaha	615
16	AmerUS Capital Management	516
17	American Express Financial Advisors Inc.	378
18	American United Life Insurance Company	225

Nguồn: Private Placement Letter: Senior Debt Investments (2003).

Thị trường nợ bán đại chúng theo qui định 144A

Vào tháng 4-1990, SEC ban hành qui định 144A, văn bản dưới luật của bộ luật chứng khoán 1933. Qui định 144A nói lỏng các giới hạn từng tồn tại trong giao dịch chứng khoán nợ và cổ phần không đăng ký. Trước khi ban hành qui định 144A, luật chứng khoán Hoa Kỳ áp đặt các qui định hạn chế đáng kể về việc bán lại chứng khoán không đăng ký. Các qui định hạn chế này làm cho chứng khoán không đăng ký trở nên không thanh khoản, khiến những người mua theo thỏa thuận riêng đòi hỏi một *mức bù thanh khoản* (nghĩa là lãi suất cao hơn). Như một hệ quả của việc ban hành qui định 144A, các tổ chức tài chính lớn, tỉnh lẻ và hội đủ tiêu chuẩn (qualified institutional buyers, gọi tắt là QIB) có thể mua bán chứng khoán nợ và cổ phần không đăng ký với nhau mà không bị phụ thuộc vào các hạn chế về thỏa thuận riêng áp dụng cho chứng khoán không đăng ký. Vì thế, chứng khoán nợ và cổ phần phát hành theo qui định 144A được xem là chứng khoán mang tính “bán đại chúng” vì không phụ thuộc vào những qui định hạn chế áp dụng cho các chứng khoán không đăng ký khác. Thị trường chứng khoán nợ theo qui định 144A hoạt động nở rộ từ năm 1992.

Chứng khoán thỏa thuận riêng theo qui định 144A có thể được bảo lãnh phát hành. Đơn vị phát hành có thể bán chứng khoán cho một hay nhiều ngân hàng đầu tư (dựa vào việc được miễn đăng ký chứng khoán với SEC theo luật chứng khoán 1993, áp dụng cho doanh vụ thỏa thuận riêng). Sau đó, các ngân hàng đầu tư có thể bán lại chứng khoán này cho các QIB. Phương pháp phát hành này rất tương tự như lộ trình bảo lãnh phát hành chứng khoán ra công chúng, nhưng không cần công bố tài liệu thông tin ra công chúng như trong trường hợp chào bán ra công chúng.

Chứng khoán phát hành theo qui định 144A nói chung có thể được thỏa thuận nhanh hơn so với chào bán ra công chúng vì đơn vị phát hành không cần phải đăng ký với SEC. Các khế ước của chứng khoán nói chung đỡ hạn chế hơn so với khế ước của thỏa thuận riêng. Việc không còn hạn chế giao dịch thỏa thuận riêng làm cho chứng khoán phát hành theo qui định 144A trở nên thanh khoản hơn so với chứng khoán thỏa thuận riêng thông thường, và tính thanh khoản có thể giúp giảm lãi suất.

Những người mua chính của chứng khoán nợ phát hành theo qui định 144A (gọi tắt là chứng khoán nợ 144A) là các công ty bảo hiểm nhân thọ lớn. Họ đón nhận chứng khoán 144A có thứ hạng tín nhiệm ở mức đầu tư (nghĩa là hạng Baa 3 trở lên theo xếp hạng của Moody's hay BBB trở lên theo xếp hạng của Standard & Poor's). Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm lớn áp dụng những tiêu chí xếp hạng cho chứng khoán nợ 144A giống như họ áp dụng cho chứng khoán nợ đại chúng. Các cơ quan này trình bày rõ ràng rằng chỉ có một nhóm chọn lọc các dự án đã hoàn tất xây dựng, hoạt động thành công mới xứng đáng đạt được thứ hạng đầu tư. Thật vậy, hiếm khi có dự án nào được xếp hạng đầu tư trước khi xây dựng (ngoại trừ khi có sự cam đoan hoàn tất chặt chẽ từ một khoản tín dụng có thứ hạng đầu tư mạnh). Yêu cầu thứ hạng nợ trên thực chất làm hạn chế thị trường nợ 144A, cũng như thị trường nợ đại chúng, trong phạm vi cung ứng các khoản vay xây dựng cho những dự án có rủi ro đã được đánh giá rõ ràng và được quản lý dễ dàng.

Dưới đây là hai ví dụ về việc tài trợ dự án lớn thỏa thuận trên thị trường nợ 144A:

1. COSO Funding Corporation, một công ty có mục đích đặc biệt, được do Công ty Năng lượng California thành lập, huy động 560,2 triệu USD vào tháng 12/1992, trên cơ sở Công ty Năng lượng California chỉ có trách nhiệm hữu hạn đối với dự án, để tái tài trợ nợ ngân hàng và tài trợ đầu tư bổ sung cho ba nhà máy địa nhiệt điện. Nợ này được Moody's xếp hạng Baa 3 và được Standard & Poor's xếp hạng BBB.
2. Vào tháng 1/1993, Sithe/Independence Funding Corporation huy động 717,2 triệu USD để tài trợ cho một dự án điện độc lập. Khoản nợ này được xếp hạng Baa3 theo Moody's và hạng BBB theo Standard & Poor's.

Thị trường nợ phát hành theo qui định 144A đã đạt đến quy mô đủ lớn để phát triển bền vững. Khối lượng gia tăng, tính thanh khoản cải thiện và lợi suất tiền gần đến lợi suất trên thị trường nợ đại chúng. Thị trường nợ 144A vì thế trở nên tương đối hấp dẫn để tài trợ dự án, nhất là đối với những dự án cơ sở hạ tầng mà người ta thường mong muốn sử dụng nợ dài hạn có lãi suất cố định.

Quỹ lương hưu nhà nước

Quỹ lương hưu nhà nước chủ yếu bao gồm các quỹ lương hưu của người lao động thuộc chính quyền bang và địa phương. Vì nhìn chung các quỹ này duy trì một tỷ lệ cao các chứng khoán thu nhập cố định trong danh mục đầu tư, nên chúng là một nguồn vốn dài hạn tiềm năng quan trọng đối với tài chính dự án.

Các đặc điểm ra quyết định của quỹ lương hưu nhà nước thường khác với các công ty bảo hiểm nhân thọ. Dòng vốn chảy vào các quỹ lương hưu bang và chính quyền đô thị phụ thuộc vào luật pháp hiện hành, mức lương của người lao động bang và đô thị, và trong một số trường hợp, phụ thuộc vào các yêu cầu quản lý tiền mặt của bang hay chính quyền đô thị. Do những điểm không chắc chắn này, cũng như do không muốn cố gắng dự đoán tình hình thị trường tương lai, các quỹ lương hưu nhà nước, không giống như các công ty bảo hiểm nhân thọ, có xu hướng không muốn cam kết cho vay trước trong một thời gian dài.

Hầu hết các quỹ lương hưu nhà nước là những tổ chức mua chứng khoán nhạy cảm với chất lượng, hoặc do sở thích riêng hoặc do luật qui định. Luật hay chính sách đầu tư vào chứng khoán buộc nhiều quỹ lương hưu này phải đầu tư vào những chứng khoán xếp hạng A hay cao hơn. Nhiều quỹ cũng bị cấm không được mua chứng khoán của các công ty vay nợ của nước ngoài. Các qui định đầu tư pháp lý khác, như thời gian hoạt động tối thiểu của công ty hay mức thanh toán tối thiểu các khoản phí cố định, có thể làm cho các quỹ lương hưu nhà nước không được mua chứng khoán nợ của một dự án nhất định.

Quỹ lương hưu tư nhân

Các quỹ lương hưu tư nhân chủ yếu bao gồm quỹ lương hưu doanh nghiệp. Về mặt lịch sử, các quỹ này là nguồn cung vốn quan trọng cho các doanh nghiệp vay nợ. Trước giữa thập niên 60, các quỹ lương hưu tư nhân đầu tư chủ yếu vào chứng khoán trả lãi cố định. Với sự chú trọng ngày càng tăng vào kết quả hoạt động từ giữa thập niên 60, các quỹ này bắt đầu gia tăng mạnh các cam kết đầu tư cổ phần; tuy nhiên, họ tiếp tục đầu tư phần đáng kể nguồn vốn sẵn có vào chứng khoán trả lãi cố định. Các quỹ lương hưu tư nhân có thể đóng vai trò như một nguồn vốn quan trọng đối với một dự án lớn nếu suất sinh lợi mời chào hấp dẫn với họ. Tính thanh khoản cũng là một cân nhắc quan trọng đối với các nhà đầu tư này.

Nhiều công ty lớn tự quản lý các quỹ lương hưu của họ. Tuy nhiên, hầu hết các quỹ lương hưu được quản lý hoặc bởi bộ phận tín thác của các ngân hàng thương mại hoặc bởi các công ty quản lý đầu tư tư nhân. Cũng như với các công ty bảo hiểm nhân thọ, một tỷ lệ phần trăm lớn các tài sản có thể đầu tư được quản lý bởi một số tương đối ít các tổ chức.

Các quỹ lương hưu tư nhân thường không bị hạn chế về chất lượng tín dụng của chứng khoán họ mua. Do đó, hạng mức tín nhiệm trái phiếu của dự án là một cân nhắc kém quan trọng hơn so với trong trường hợp quỹ lương hưu nhà nước. Thêm vào đó, quỹ lương hưu tư nhân thường có ít qui định hạn chế hơn – ngoài các yêu cầu của ERISA – về khả năng mua chứng khoán do các công ty nước ngoài phát hành.

Các tổ chức tài chính khác

Các loại tổ chức tài chính khác, khi được xem xét theo từng nhóm riêng rẽ, có xu hướng là những người mua trái phiếu dự án tương đối kém quan trọng hơn. Tuy nhiên, tính gộp cả lại thì họ là những tổ chức đầu tư đáng kể. Các tổ chức này có chính sách đầu tư đa dạng, vì thế khó mà khái quát hóa về các mục tiêu đầu tư của cả nhóm. Thông thường, họ sẽ nhìn vào trái phiếu dự án như một phương án đầu tư thay cho trái phiếu công ty và cổ phiếu phổ thông (cũng giống như các quỹ lương hưu tư nhân vẫn làm). Vì thế, suất sinh lợi của chứng khoán dự án là yếu tố quan trọng nhất để có được sự tham gia của các tổ chức tài chính này.

So sánh thị trường

Bảng 12.6 so sánh các điều khoản vay vì mục đích tài trợ dự án trên thị trường nợ Hoa Kỳ vào giữa năm 2006. Các điều khoản vay sẵn có vào bất kỳ thời điểm nào trong một phân đoạn thị trường có thể thay đổi do các yếu tố kinh tế, luật và các yếu tố khác.

THỊ TRƯỜNG VỐN QUỐC TẾ

Theo định nghĩa rộng, thị trường vốn quốc tế là thị trường chứng khoán trung hạn và dài hạn vận hành bên ngoài thị trường vốn quốc gia. Sự tồn tại của thị trường vốn quốc tế phản ánh: (1) sự tích lũy lượng USD và ngoại tệ của các nhà đầu tư nước ngoài (2) các nhà đầu tư này sẵn lòng mua chứng khoán của các đơn vị phát hành nằm ngoài quốc gia phát hành đồng tiền. Các thị trường quốc tế này thường được gọi là thị trường ngoại biên (ví dụ như thị trường USD ngoại biên hay thị trường đồng bảng ngoại biên, v.v...).

Sự nhạy cảm với hạng mức tín nhiệm

Cho dù các nhà đầu tư quốc tế rất ý thức trước chất lượng chứng khoán, về mặt lịch sử họ không kiểm tra rủi ro tín dụng kỹ lưỡng như thị trường nợ Hoa Kỳ. Tình hình này đang thay đổi vì người ta ngày càng dựa vào hạng mức tín nhiệm nhiều hơn để định giá trái phiếu trên các thị trường ngoại biên. Tuy nhiên, như một qui tắc tổng quát, một người vay lớn và nổi tiếng sẽ có thể vay mượn rẻ hơn so với một người vay tương đương nhưng ít tên tuổi hơn. Các cam kết của các tổ chức cho vay lớn của Hoa Kỳ hay các ngân hàng quốc tế lớn cũng mang lại sự bảo đảm mạnh mẽ cho người vay trên thị trường vốn quốc tế.

Một số công ty hiện chưa hoạt động vào thời điểm tài trợ ban đầu vẫn có thể thỏa thuận tài trợ trên thị trường vốn quốc tế. Để được tài trợ dự án như vậy ít nhất cũng đòi hỏi phải chứng tỏ được khả năng tồn tại về mặt kinh tế của dự án vượt qua sự hoài nghi hợp lý. Điều quan trọng không kém là những công ty nổi tiếng, kỳ cựu và có uy tín tín dụng sẽ là nguồn hỗ trợ tín dụng bổ sung cho dự án đang yêu cầu tài trợ.

Bảng 12.6 Phân tích so sánh các phương án vay tài trợ dự án

Nhóm người vay	Thị trường ngân hàng thương mại	Thị trường nợ thỏa thuận riêng	Thị trường nợ bán đại chúng theo qui định 144A	Thị trường đại chúng
Thời hạn Bề rộng thị trường	Lên đến 15 năm. Thị trường tiềm năng tương đối lớn đối với nợ của các dự án lớn.	Lên đến 20 năm. Thị trường hạn chế đối với nợ của các dự án lớn.	Lên đến 30 năm. Thị trường tiềm năng tương đối lớn đối với nợ của các dự án lớn.	Lên đến 30 năm. Thị trường hạn chế đối với nợ của các dự án lớn.
Lãi suất	Rủi ro lãi suất thả nổi có thể được loại trừ thông qua hoán đổi lãi suất.	Lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi.	Lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi.	Lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi.
Thanh toán trước hạn	Được phép, phụ thuộc vào việc soạn thảo hợp đồng hoán đổi lãi suất, nếu có.	Yêu cầu đền bù để bù đắp cho thu nhập lãi tương lai mất đi đối với người cho vay (nghĩa là điều khoản thanh toán nợ trước hạn).	Thường cho phép tính linh hoạt trong việc tái tài trợ nhiều hơn so với thị trường nợ thỏa thuận riêng.	Thường cho phép tính linh hoạt trong việc tái tài trợ nhiều hơn so với thị trường nợ thỏa thuận riêng.
Các điều khoản giao kèo	Tập hợp các điều khoản giao kèo toàn diện.	Tập hợp các điều khoản giao kèo toàn diện.	Các điều khoản giao kèo thường đỡ hạn chế hơn so với trên thị trường ngân hàng thương mại và nợ thỏa thuận riêng.	Các điều khoản giao kèo thường đỡ hạn chế hơn so với trên thị trường ngân hàng thương mại và nợ thỏa thuận riêng.
Thời gian cho đến lúc thỏa thuận	15 đến 25 tuần.	10 đến 20 tuần.	10 đến 15 tuần.	10 đến 15 tuần.
Yêu cầu về hạng mức tín nhiệm của nợ	Không.	Nói chung đòi hỏi ít nhất nợ phải được xếp hạng NAIC-2.	Nói chung đòi hỏi ít nhất nợ phải được xếp hạng B. Trái phiếu xếp hạng đầu tư có thị trường rộng lớn hơn.	Nói chung đòi hỏi ít nhất nợ phải được xếp hạng B. Trái phiếu xếp hạng đầu tư có thị trường rộng lớn hơn.

Chọn lựa thời hạn

Ngay cả trong tình hình thị trường hết sức thuận lợi, các nhà đầu tư trên thị trường vốn quốc tế nhìn chung cũng không sẵn lòng chấp nhận thời hạn nợ dài như ở Hoa Kỳ. Thời hạn tiêu biểu của nợ dài hạn trên thị trường vốn quốc tế không quá 10 năm, cho dù cũng đã có những chứng khoán thời hạn dài hơn. Trong tình hình thị trường yếu kém, thời hạn phổ biến nằm trong khoảng từ 5 đến 7 năm.

Cân nhắc về loại tiền tệ

Dòng tiền trên thị trường vốn quốc tế thường biến động vì nhiều lý do. Hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường này cũng đầu tư vào các thị trường vốn nội địa của họ, cũng như các thị trường quốc gia khác. Gần như không có nhà đầu tư nào bỏ vốn trên cơ sở thường xuyên chuyên biệt cho thị trường vốn quốc tế. Thay vì thế, các nhà đầu tư lưu chuyển nguồn vốn từ thị trường này sang thị trường khác – chủ yếu trên cơ sở các cân nhắc ngắn hạn. Tầm nhìn ngắn hạn về độ mạnh của loại tiền tệ mà họ đầu tư là một trong những yếu tố xem xét chính. Có đôi lúc, sự thay đổi kỳ vọng về tiền tệ dẫn đến chi phí vay mượn thấp hơn so với chi phí vay mượn trên một thị trường vốn quốc gia nhất định. Tình huống này thường xảy ra khi một loại tiền tệ xem ra đặc biệt hấp dẫn. Ứng với tình huống hoàn toàn ngược lại, kỳ vọng giảm sút dẫn đến gần như đóng cửa một hay nhiều phân khúc trên thị trường vốn quốc tế khi loại tiền tệ liên quan xem ra đặc biệt kém hấp dẫn.

Lạm phát có tác động đáng kể lên thị trường vốn quốc tế. Nói chung, khi một nước có tỷ lệ lạm phát cao hơn so với các nước khác, đồng tiền nước đó kém hấp dẫn hơn đối với những người cho vay quốc tế. Ở mức độ tối thiểu, lãi suất sẽ phải đủ cao để bù đắp cho tỷ lệ lạm phát cao. Khi tất cả các nước đều gánh chịu tình trạng tỷ lệ lạm phát rất cao, các nhà đầu tư có xu hướng tránh né các nghĩa vụ nợ dài hạn có lãi suất cố định. Ngoài ra, nhận định của nhà đầu tư về sự ổn định của thể giới, ổn định kinh tế và chính trị của các nước sẽ ảnh hưởng đến thị trường vốn quốc tế. Đầu tư vốn bên ngoài thị trường nội địa trên cơ sở trung hay dài hạn đòi hỏi nhà đầu tư phải hết sức chú ý đến các biến cố chính trị có thể làm thay đổi giá trị đầu tư của họ.

Các loại nhà đầu tư

Nhà đầu tư trên thị trường vốn quốc tế nhìn chung rơi vào hai loại. Về mặt lịch sử, nhóm lớn nhất, chiếm tỷ trọng lớn trong nguồn vốn đầu tư, bao gồm các cá nhân mua cho tài khoản riêng của họ thông qua các ngân hàng. Khách hàng của các ngân hàng Thụy Sĩ và các ngân hàng khác, nơi danh tính khách hàng được bảo mật, là đối tượng nổi bật trong nhóm này. Không phải mọi tài khoản này đều được sử dụng tùy định; tuy nhiên, thái độ của các ngân hàng liên quan có thể quan trọng. Nhóm nhà đầu tư thứ hai vốn đã trở nên lớn hơn nhóm thứ nhất và đang tiếp tục gia tăng tầm quan trọng, bao gồm các tổ chức tại một vài nước, mua chứng khoán quốc tế trên tài khoản riêng của họ. Các tổ chức đầu tư này, bao gồm các ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ lương hưu, quỹ đầu tư tín thác và các cơ quan chính phủ, mua chứng khoán thỏa thuận riêng cũng như chứng khoán đại chúng.

Các nhà đầu tư đánh giá tính hấp dẫn của suất sinh lợi kỳ vọng của một chứng khoán quốc tế cụ thể trong mối quan hệ với suất sinh lợi kỳ vọng của các chứng khoán nội địa tương thích. Do đó,

các nhà đầu tư trên thị trường vốn quốc tế thường đòi hỏi rằng tiền lãi phải không bị khấu lưu thuế. Thuế khấu lưu là thuế thu nhập thu trên các khoản cổ tức và lãi vay trả cho các nhà đầu tư ở bên ngoài đất nước của người vay. Thuế được thiết lập để bù đắp cho sự khó khăn mà cơ quan thuế gặp phải khi cố gắng thu thuế thu nhập từ những người không cư trú tại nước mình. Ở những nước có thuế khấu lưu, người ta thành lập các chi nhánh tài chính hải ngoại tại những địa phận không có thuế khấu lưu (hay chỉ ít có thuế khấu lưu thấp) để tránh phải thu thuế khấu lưu. Các hợp đồng tín dụng thường qui định rằng đơn vị phát hành nợ sẽ thanh toán lãi gộp đủ để cho phép người cho vay nhận được lãi suất thỏa thuận ban đầu trong trường hợp phải trả thuế khấu lưu (hay tăng thuế suất) trong tương lai.

TÍN DỤNG CỦA NHÀ CUNG ỨNG

Các chủ đầu tư dự án thường thỏa thuận tín dụng từ nhà cung ứng để tài trợ cho việc mua thiết bị. Các khoản tín dụng này thường đóng vai trò như một phương tiện tài trợ thiết bị hấp dẫn mà không phải là một phần của cơ cấu lâu dài của dự án, nhưng cần thiết trong thời kỳ xây dựng. Tín dụng của nhà cung ứng để thanh toán cho thiết bị sử dụng trong hoạt động dự án có thể kéo dài từ 7 đến 10 năm. Các thỏa thuận về tín dụng của nhà cung ứng phải được kết hợp vào các thỏa thuận chứng khoán tương ứng để tài trợ dài hạn cho dự án. Cũng như vốn vay ngân hàng, tín dụng của nhà cung ứng nói chung đòi hỏi một khoản phí cam kết trên số dư không được giải ngân.

Cơ cấu và các điều khoản tín dụng của nhà cung ứng có thể khác nhau tùy theo quốc gia liên quan. Trong những tình huống nhất định, chủ yếu phụ thuộc vào nơi tọa lạc dự án, dự án có thể hưởng tín dụng xuất khẩu của chính phủ với các điều khoản ưu đãi. Dự án cũng có thể được bảo hiểm hay bảo lãnh trực tiếp. Tuy nhiên, thông thường hơn, chủ đầu tư dự án thường thỏa thuận với một hợp danh ngân hàng tại một nước để cung ứng tín dụng thương mại cho phần lớn giá trị thiết bị mua tại nước đó.

HỖ TRỢ CỦA CHÍNH PHỦ

Dự án có thể đủ tiêu chuẩn nhận được một hình thức hỗ trợ nào đó từ chính phủ, hay từ một cơ quan ngoài quốc gia để tài trợ dự án. Bao gồm trong sự hỗ trợ của chính phủ là tín dụng xuất khẩu và bảo lãnh vay vốn. Nằm trong loại hỗ trợ thứ hai là các khoản vay từ Ngân hàng Thế giới và từ bất kỳ ngân hàng phát triển khu vực nào.

Tài trợ bằng tín dụng xuất khẩu

Mỗi nước phát triển lớn đều thành lập một ngân hàng xuất nhập khẩu. Các tổ chức này ra đời nhằm thúc đẩy xuất khẩu thiết bị sản xuất tại nước đó. Tài trợ tín dụng xuất khẩu là một đề tài tranh cãi quan trọng giữa các nước công nghiệp trong những năm gần đây. Nói chung, xem ra xu hướng là giảm mức độ trợ giá từng áp dụng trong quá khứ. Các điều khoản và điều kiện mà các cơ quan tài trợ tín dụng xuất khẩu đặt ra được quản lý bởi “Cơ chế tín dụng xuất khẩu hỗ trợ chính thức” (hay gọi kín đáo hơn là “Đồng thuận”) được đàm phán bởi các nước thuộc Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD). Phụ lục X về Đồng thuận này trình bày các điều khoản và điều kiện có thể áp dụng cho các giao dịch tài trợ dự án. Đồng thuận này không có tính chất ràng

buộc pháp lý. Thông thường vẫn có sự khác biệt đáng kể về các điều khoản và điều kiện sẵn có từ các nước khác nhau, tùy thuộc vào các tình huống cụ thể.

Tín dụng xuất khẩu có thể có hình thức “tín dụng người mua” hay “tín dụng nhà cung ứng”. Nói chung, các cơ quan tín dụng xuất khẩu không muốn gánh chịu rủi ro tín dụng gắn liền với một dự án mới khởi sự mà không có một hình thức hỗ trợ tín dụng xác định nào. Hình 12.4 trình bày các điều khoản cho vay tiêu chuẩn nhất quán với “Đồng thuận” vào giữa năm 2006.

Hình 12.4 Các điều khoản vay tiêu chuẩn căn cứ theo “Đồng thuận”

Tỷ lệ phần trăm tối đa được tài trợ trong giá trị hợp đồng xuất khẩu	85% ^a
Thời hạn tối đa:	
Các nước nhóm I ^b	5 năm ^c
Các nước nhóm II	10 năm
Hoàn trả vốn gốc	Các khoản trả góp bán niên đều bắt đầu 6 tháng sau ngày hoàn tất hồ sơ cho vay.
Thanh toán lãi vay	Các khoản thanh toán bán niên bắt đầu 6 tháng sau ngày hoàn tất hồ sơ cho vay.
Lãi suất	Lãi suất thương mại tham chiếu (CIRR) đối với loại tiền tệ của khoản vay cộng với một mức chênh lệch tối thiểu thích hợp (MPR) ứng với từng quốc gia và rủi ro tín dụng của quốc gia đó.
Lãi suất gốc CIRR	(a) Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 3 năm đối với thời hạn khoản vay lên đến 5 năm; lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm đối với thời hạn khoản vay từ trên 5 năm đến 8,5 năm; và lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 7 năm đối với thời hạn khoản vay trên 8,5 năm; hay (b) Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm cho tất cả các thời hạn
Mức chênh lệch CIRR MPR	Cộng với: 100 điểm cơ bản Mức bù rủi ro tín dụng căn cứ theo rủi ro quốc gia có thể áp dụng. ^d Rủi ro quốc gia được xếp thành 8 loại từ loại 0 (không cần MPR) cho đến loại 7. Đối với các loại rủi ro quốc gia từ 1 đến 7, MPR được tính dựa vào một công thức có 6 phần.

Các điều khoản đặc biệt cho các giao dịch tài chính dự án:^e

Định nghĩa	Giao dịch tài chính dự án là việc tài trợ cho một đơn vị kinh tế trong đó người cho vay bằng lòng xem ngân lưu và thu nhập của đơn vị kinh tế đó là nguồn tiền để hoàn trả khoản vay và xem tài sản của đơn vị kinh tế đó là tài sản thế chấp cho khoản vay.
Thời hạn tối đa	(a) 10 năm nếu dự án thuộc một nước OECD thu nhập cao và khoản tín dụng xuất khẩu cung ứng hơn 35% nợ của dự án. Những trường hợp khác: (b) 14 năm.
Hoàn trả vốn gốc: Thanh toán lần đầu:	Phải bắt đầu không muộn hơn 24 tháng từ ngày hoàn tất hồ sơ vay.
Vòng đời bình quân trọng số tối đa	(a) 5,25 năm nếu dự án thuộc một nước OECD thu nhập cao và khoản tín dụng xuất khẩu cung ứng hơn 35% nợ dự án. Những trường hợp khác: (b) 7,25 năm
Thanh toán lãi vay	Lãi phải được trả định kỳ hàng năm hoặc thường xuyên hơn, và khoản thanh toán lãi đầu tiên phải được thực hiện không muộn hơn 6 tháng từ ngày hoàn tất hồ sơ vay.
Lãi suất	(a) CIRR nếu thời gian đến khi đáo hạn không quá 12 năm. Những trường hợp khác: (b) CIRR cộng với 20 điểm cơ bản.

^a Không kể giá trị nội địa, mà có thể được tài trợ lên đến giá trị của khoản trả trước.

^b Những nước trong “Graduation List” của Ngân hàng Thế giới. Tất cả các nước khác thuộc nhóm II.

^c Thời hạn có thể tăng lên đến 8,5 năm trong những tình huống nhất định. Các khoản vay cho các nhà máy điện hạt nhân có thể có thời hạn lên đến 12 năm.

^d Phân loại rủi ro của mỗi nước phản ánh khả năng hoàn trả nợ nước ngoài (vốn gốc và lãi) của nước đó.

^e Nguồn: Phụ lục X.

Nguồn: “Cơ chế tín dụng hỗ trợ xuất khẩu chính thức,” Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế, TD/PG(2005)38/FINAL, 5/12/2005.

Ngân hàng xuất nhập khẩu Hoa Kỳ (“Eximbank”) là ví dụ về một cơ quan tín dụng xuất khẩu lớn. Eximbank cung ứng các chương trình cho vay trực tiếp và bảo lãnh cho vay để tài trợ cho dự án ngoài Hoa Kỳ mua sản phẩm sản xuất tại Hoa Kỳ. Một khoản vay của Eximbank thường thanh toán cho 30 đến 55% chi phí thiết bị. Tính sẵn có và giá trị khoản vay thay đổi tùy theo loại thiết bị cụ thể và sự sẵn có tài trợ nước ngoài cho các thiết bị cạnh tranh của nước ngoài. Eximbank tính phí ½%/năm như một khoản phí cam kết trên số dư không giải ngân của các khoản vay trực tiếp. Khi dự án nằm ở một nước OECD thu nhập cao và khoản vay Eximbank cung ứng hơn 35% tài trợ nợ cho dự án thì kỳ hạn vay tối đa là 10 năm. Trong các trường hợp còn lại, thời hạn vay tối đa là 14 năm.

Nhóm tài chính dự án của Eximbank rất tích cực trong việc xúc tiến dịch vụ của mình cho các chủ đầu tư dự án. Ngân hàng cũng đơn giản hóa các yêu cầu hồ sơ vay và thủ tục xét duyệt.

Eximbank có thể bảo lãnh cho một khoản vay bổ sung chiếm một phần giá mua thiết bị do các ngân hàng thương mại cung ứng với lãi suất ngân hàng thương mại. Giá trị bảo lãnh, có thể được vay bên ngoài nước Mỹ, thường được cung ứng với lãi suất thả nổi. Phí bảo lãnh của Eximbank từ ¼ đến 1½% một năm, tùy thuộc vào quốc gia có dự án. Eximbank không thể cung ứng các khoản vay và bảo lãnh vượt quá 90% chi phí của một thiết bị. Phần còn lại của chi phí thiết bị được xem là khoản trả trước của giao dịch và thường được tài trợ từ các nguồn ngoài nước Mỹ.

Trong trường hợp Eximbank không cung ứng khoản vay, ngân hàng có thể bảo lãnh lên đến 85% chi phí phương tiện của dự án. Phí bảo lãnh loại này cũng từ ¼ đến 1½% dư nợ hiện hành. Ngoài ra, Eximbank cũng tính phí cam kết 1/8 của 1% giá trị bảo lãnh.

Eximbank được thành lập để thúc đẩy xuất khẩu, nhưng ngân hàng không khinh suất trong việc chấp nhận rủi ro tín dụng. Trong những trường hợp đặc biệt, Eximbank yêu cầu phải có bảo lãnh từ một ngân hàng có uy tín tín dụng hay từ chính phủ nước sở tại. Việc bảo lãnh làm tăng chi phí tài trợ thêm một khoản bằng khoản phí bảo lãnh.

Bảo hiểm và vay trực tiếp của cơ quan liên bang

Công ty Đầu tư Tư nhân Hải ngoại (OPIC) là một cơ quan của chính phủ Hoa Kỳ hoạt động vì lợi nhuận, ra đời năm 1971 nhằm khuyến khích đầu tư tư nhân dài hạn của Mỹ tại các thị trường mới nổi và các nước đang phát triển. Sứ mệnh của công ty gồm ba phần: (1) đẩy mạnh sức cạnh tranh của Mỹ và lợi ích kinh tế nội địa, (2) thúc đẩy phát triển kinh tế của các quốc gia mới nổi, và (3) đạt được các mục tiêu chính sách đối ngoại. Hỗ trợ tài chính của OPIC chỉ dành cho những dự án có các biện pháp bảo vệ môi trường địa phương và quyền của người lao động. Cũng như Eximbank, OPIC có một nhóm tài chính dự án. Công ty đã tăng cường các nỗ lực tài trợ dự án trong những năm gần đây. Công ty thường cung ứng từ 100.000 USD đến 250 triệu USD hỗ trợ các dự án riêng lẻ, nhưng có thể lên đến 400 triệu trong những trường hợp đặc biệt. Tuy nhiên, OPIC nói chung không hỗ trợ hơn 75% tổng giá trị đầu tư của dự án.

Đối với các công ty Hoa Kỳ hay các nhà đầu tư tư nhân đang xem xét đầu tư vào một dự án nước ngoài, OPIC có thể hỗ trợ chủ yếu bằng bốn cách. OPIC có thể (1) cung ứng khoản vay trực tiếp cho các dự án nhỏ; (2) bảo lãnh vay vốn lên đến 200 triệu USD; (3) bảo hiểm dự án đầu tư nước ngoài trước các loại rủi ro chính trị, bao gồm rủi ro đồng tiền không thể chuyển đổi, rủi ro sung công, và bạo động chính trị lên đến 200 triệu USD; và (4) hướng dẫn về tình hình kinh tế, kinh doanh, chính trị, cũng như các đối tác kinh doanh địa phương khả dĩ trong các địa phận chính trị mà chủ đầu tư dự án đang xem xét. Tất cả các nghĩa vụ bảo lãnh và bảo hiểm của OPIC đều được bảo đảm bằng toàn bộ uy tín và tín dụng của chính phủ Hoa Kỳ. OPIC hoạt động tích cực tại hơn 150 quốc gia.

Từ năm 1991, các cam kết tài trợ của OPIC đã lên đến xấp xỉ 3 tỷ USD cung ứng cho hơn 30 quỹ đầu tư tư nhân. Các quỹ này đầu tư vào 390 công ty thuộc sở hữu tư nhân tại 53 quốc gia đang phát triển. Năm 2005, các doanh nghiệp nhỏ Hoa Kỳ nhận được 558 triệu USD tiền vay OPIC, bảo lãnh vay hay bảo hiểm cho 81 dự án.

Bảo lãnh khoản vay

Nhiều chương trình bảo lãnh khác của chính phủ cũng có sẵn, tùy thuộc vào loại dự án. Ví dụ, Cơ quan Hàng hải Hoa Kỳ (MARAD) hỗ trợ tài chính cho những dự án liên quan đến xây dựng, tái thiết, hay tân trang các con tàu được xây dựng tại các hãng đóng tàu Hoa Kỳ. Để đạt tiêu chuẩn hỗ trợ, con tàu phải được sở hữu và vận hành bởi công dân Hoa Kỳ và phải được đăng ký tại Hoa Kỳ.

Chương trình Title XI là chương trình nổi tiếng nhất trong các chương trình của MARAD. Theo chương trình này, trái phiếu trung hạn hay dài hạn được bảo lãnh bởi chính phủ Hoa Kỳ có thể được phát hành lên đến 87,5% chi phí thực tế của con tàu hội đủ điều kiện. Tỷ phần bảo lãnh phụ thuộc vào một vài yếu tố. Một trong những yếu tố quan trọng nhất là liệu việc giao dịch có liên quan đến một khoản trợ cấp xây dựng hay không. Để đổi lấy việc bảo lãnh, MARAD nhận cầm cố con tàu và một khoản phí bảo lãnh hàng năm (ít nhất $\frac{1}{2}$ của 1%, nhưng không hơn 1% của giá trị trái phiếu bảo lãnh). Trái phiếu Title XI cũng có thể được phát hành để tài trợ phần nợ dài hạn trong một hợp đồng thuê đôn bẫy tài chính liên quan đến con tàu.

Các chương trình bảo lãnh vay vốn khác của chính phủ Hoa Kỳ cho các dự án bao gồm những chương trình do OPIC và Hiệp hội Nghiên cứu và Phát triển Năng lượng (ERDA) bảo trợ. Như đã lưu ý, OPIC được thành lập để tạo điều kiện thuận lợi cho sự tham gia của nguồn vốn và các kỹ năng của nước Mỹ vào sự phát triển kinh tế và xã hội của các nước kém phát triển. ERDA hỗ trợ các chủ đầu tư trong việc chứng tỏ tính khả thi thương mại của các dự án năng lượng và thúc đẩy sự phát triển các dự án này bằng nhiều cách.

VAY NGÂN HÀNG THẾ GIỚI

Nhóm Ngân hàng Thế giới bao gồm ba tổ chức đóng một vai trò trong tài chính dự án quốc tế:

1. Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế (IBRD) cung ứng các khoản vay theo lãi suất thị trường, thường lên đến hơn 15 tỷ USD một năm. Ngân hàng cũng tổ chức đào tạo và hỗ trợ kỹ thuật để giúp các nước quản lý phát triển. Các khoản vay IBRD thường chỉ tiêu biểu cho một phần trong tài trợ dự án; thông thường, các cơ quan đa phương khác như Ngân hàng Phát triển châu Á hay Ngân hàng Phát triển châu Âu, đồng tài trợ một dự án cùng với IBRD. Các khoản vay IBRD nhằm đẩy mạnh phát triển kinh tế chứ không phải phát triển thương mại. Các khoản vay IBRD có thể được thỏa thuận để tài trợ một phần chi phí phát triển cơ sở hạ tầng cho một dự án tại một nước kém phát triển. Năm 2005, IBRD cho vay 13,6 tỷ USD trong 118 dự án tại 37 quốc gia.
2. Công ty Tài chính Quốc tế (IFC) giúp huy động vốn cho những dự án thương mại mạo hiểm nhiều hứa hẹn nhưng thiếu vốn. Năm 2005, IFC phê duyệt các khoản vay trực tiếp và đầu tư vốn CSH tổng cộng là 5,4 tỷ USD cho 236 dự án tại 67 nước. Các dự án đầu tư này đã thu hút thêm vốn đủ để tài trợ cho tổng giá trị đầu tư hơn 10 tỷ USD. IFC tìm cách kích thích tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển thông qua hỗ trợ đầu tư khu vực tư nhân. Công ty cung ứng các khoản vay, đầu tư vốn CSH, và thỏa thuận tài trợ thêm với bên thứ ba. Các khoản vay của IFC nói chung có lãi suất thả nổi, dựa vào chi phí vay mượn riêng của công ty. Các khoản vay sẵn có gần như bằng bất kỳ loại tiền tệ

quan trọng nào. IFC cũng cung ứng nhiều dịch vụ tư vấn. Hoạt động như một ngân hàng thương mại qui mô quốc tế, IFC đã cung ứng hơn 24 tỷ USD tài trợ trực tiếp cho hơn 3000 công ty ở hơn 140 quốc gia đang phát triển.

3. Cơ quan Bảo lãnh Đầu tư Đa phương (MIGA) được thành lập để bảo hiểm vốn đầu tư tại các nước đang phát triển trước các rủi ro chính trị như vi phạm hợp đồng, bạo loạn dân sự, sung công hay chiến tranh.

IBRD, IFC, và MIGA thường hợp tác để cung ứng một gói tài trợ cho một dự án. Căn cứ theo Ngân hàng Thế giới, cứ 3 dự án mà Ngân hàng Thế giới tài trợ thì có hai dự án bao gồm sự hỗ trợ nhất định cho phát triển khu vực tư nhân. Nhiều dự án khác liên quan đến tài trợ nhà nước cho phát triển cơ sở hạ tầng hay các dự án khác quan trọng đối với phát triển khu vực tư nhân.

IFC đã thành lập một bộ phận chuyên về cơ sở hạ tầng. Công ty cũng làm chủ đầu tư và đầu tư vào một số quỹ cơ sở hạ tầng. IFC cũng tham gia nhiều khoản vay hợp vốn, cũng hết như các hợp danh ngân hàng thương mại khác.

NGÂN HÀNG PHÁT TRIỂN LIÊN MỸ

Ngân hàng Phát triển Liên Mỹ (IDB) là một cơ quan đa phương nhằm thúc đẩy phát triển tại châu Mỹ Latin và vùng Caribe. Ban thống đốc ngân hàng cho phép IDB mở rộng tài trợ cho các dự án do tư nhân sở hữu và vận hành trong khu vực này. Ví dụ, IDB đồng ý cho vay 10 triệu USD để đổi mới, hiện đại hóa, và vận hành một cảng lớn ở Buenos Aires. Khoản vay này tài trợ cho khoảng 20% tổng chi phí dự án.

IDB sẵn lòng cho vay trực tiếp với khu vực tư nhân. Các khoản vay hỗ trợ các dự án cơ sở hạ tầng khu vực tư nhân nói chung được giới hạn trong phạm vi 5% tổng danh mục cho vay của IDB. Sự tham gia của IDB trong bất kỳ một dự án riêng lẻ nào cũng không được vượt quá giá trị thấp hơn trong hai giá trị sau: (1) 25% của tổng chi phí dự án, và (2) 200 triệu USD. IDB sẽ cố gắng thu hút thêm vốn từ các nguồn khác cho các dự án cơ sở hạ tầng mà ngân hàng đã tham gia.

IDB, cũng như Ngân hàng Thế giới và nhiều cơ quan chính phủ và cơ quan đa phương khác, tiêu biểu cho một nguồn vốn dài hạn hấp dẫn đối với các dự án cơ sở hạ tầng.

CÁC NGUỒN VỐN ĐỊA PHƯƠNG

Việc vay vốn hay huy động vốn CSH trên thị trường vốn địa phương thường là một phương thức tốt để giảm rủi ro chính trị. Bất kỳ biến cố nào có hại cho khả năng sinh lợi của dự án đều sẽ ảnh hưởng đến những người cho vay và các nhà đầu tư địa phương. Triển vọng này có xu hướng làm cho chính quyền địa phương không muốn có những hành động bất lợi. Sức mạnh của xu hướng này phụ thuộc vào việc các nhà đầu tư địa phương và người cho vay địa phương đặt cược bao nhiêu vào dự án.

Thị trường vốn tại các nước đang phát triển có tiềm năng là một nguồn tài trợ tốt. Tuy nhiên, trên nhiều thị trường này, sự sẵn có nguồn vốn thì có hạn và thời hạn thường ngắn. Tính đến cuối năm 2006, Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, Malaysia, Mexico, Hàn Quốc, Nam Phi và Trinidad và Tobago đều có các thị trường nợ công ty sống động. Brazil gần đây đã tiến hành một

số biện pháp để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường trái phiếu địa phương, bao gồm việc miễn thuế khấu trừ trên thu nhập lãi. Ở Mexico, thời hạn dài nhất sẵn có cho nợ công ty là 30 năm. Ví dụ, Southern Copper Corporation bán 200 triệu USD trái phiếu kỳ hạn 10 năm và 600 triệu trái phiếu kỳ hạn 30 năm ở Mexico vào năm 2005 (Ngân hàng Thế giới, 2006). Ở Trinidad và Tobago, thời hạn nợ có thể lên đến 25 năm và 15 năm lần lượt trên thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường trái phiếu công ty. Các thỏa thuận vốn CSH cũng có thể được tiến hành. Hơn 5,5 tỷ USD đã được huy động trên thị trường vốn CSH địa phương vào năm 2005 ở châu Mỹ Latin (Ngân hàng Thế giới, 2006).

Khi nền kinh tế trên các thị trường mới nổi phát triển, thị trường vốn địa phương cũng phát triển. Ở những nơi đã có các thị trường này, chủ đầu tư dự án nên cẩn thận xem xét việc huy động ít nhất một phần nguồn vốn họ cần trên các thị trường này.

KẾT LUẬN

Chương này xem xét các nguồn vốn chính để tài trợ dự án. Điều quan trọng cần lưu ý là các thị trường vốn thế giới đã trở nên hội nhập liên lạc hơn trong hai thập niên gần đây. Đồng thời, thị trường vốn ngoại biên đã trở thành một thị trường vốn quốc tế thật sự.

Vào những thời điểm khác nhau, các thị trường vốn khác nhau có thể cung ứng nguồn vốn theo các điều khoản hấp dẫn nhất. Đồng thời, các công cụ tài chính mới như hợp đồng hoán đổi lãi suất và hoán đổi tiền tệ giúp làm tăng danh mục các phương án tài trợ sẵn có đối với dự án. Dự án có thể vay mượn trên một thị trường vốn, sử dụng công cụ này để chuyển đổi các đặc điểm của khoản vay, và có thể đạt được chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với mức có thể đạt được từ một trong các nguồn vốn vay truyền thống dành cho dự án. Các công cụ mới này mang lại cơ hội để điều chỉnh lãi suất nghĩa vụ nợ hay các đặc điểm tiền tệ. Vì thế, các công cụ này đã giúp mở rộng danh mục các phương án tài trợ sẵn có đối với dự án.

Các cơ quan đa phương như Ngân hàng Thế giới và IDB, và các cơ quan chính phủ khác như Exibank và OPIC, đã tăng cường tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng tư nhân. Các thị trường vốn địa phương là nguồn vốn bổ ích trên nhiều thị trường mới nổi. Huy động vốn địa phương có thể giúp giảm liên lụy rủi ro chính trị của dự án. Việc thiết kế tài chính dự án đòi hỏi ta phải xem xét huy động các nguồn vốn vay và vốn CSH khả dĩ, chứ không chỉ là các nguồn truyền thống, để xem thử thị trường nào có thể mang lại nguồn vốn cần thiết với các điều khoản có thể chấp nhận và chi phí khả dĩ thấp nhất.