

Bài 03

Tài chính dự án Hợp tác công tư

**Phân tích tài chính
Học kỳ Xuân
MPP23- 2022**

Tham khảo bài giảng Kinh tế học khu vực công và Thẩm định dự án



Nội dung

1-Khái niệm

- Tài chính dự án
- Hợp tác công tư

2. Đặc điểm cơ bản

3. Đặc điểm dự án cơ sở hạ tầng

4. Các loại rủi ro của PPP

5. Huy động vốn cho dự án

6. DSCR – Tỷ lệ an toàn trả nợ

Khái niệm Tài chính dự án

- Tài trợ dự án thâm dụng vốn
- Thành lập đơn vị phục vụ mục đích đặc biệt (Special Purpose Vehicle, SPV), pháp nhân độc lập đảm bảo hoạt động nếu công ty mẹ phá sản;
- SPV phát triển và quản lý dự án với vòng đời có hạn (20-30 năm)
- Dòng tiền do dự án tạo ra được sử dụng để trả nợ, chi phí hoạt động và lợi nhuận cho chủ sở hữu.
- SPV thường có đòn bẩy tài chính cao (nợ ở mức 80-90% tổng vốn)
- Tài trợ dự án bao gồm các thỏa thuận hợp đồng lớn, phức tạp nhằm quản lý rủi ro hiệu quả. Rủi ro được phân bổ cho pháp nhân nào (nhà nước hoặc tư nhân) có khả năng quản lý rủi ro đó tốt nhất.

Khái niệm PSP/PPP

- Nhắc lại các phương thức cung cấp hàng hóa, dịch vụ truyền thống:
 - Hai thái cực: Tư nhân cung cấp hàng hóa tư thuần túy, nhà nước cung cấp hàng hóa công thuần túy [và sửa chữa thất bại của thị trường + giảm bất bình đẳng]
- PSP (Private Sector Participation)/PPP (Public Private Partnership) nằm ở đâu giữa hai thái cực này?

Hợp đồng dịch vụ với tư nhân (service contract)	Thiết kế Xây dựng (DB)	Xây dựng Vận hành Chuyển giao (BOT)	Thiết kế Xây dựng Tài trợ Vận hành (DBFO)	Xây dựng Sở hữu Vận hành (BOO)	Tư nhân hóa (privatize)
					
Trách nhiệm công			Trách nhiệm tư		

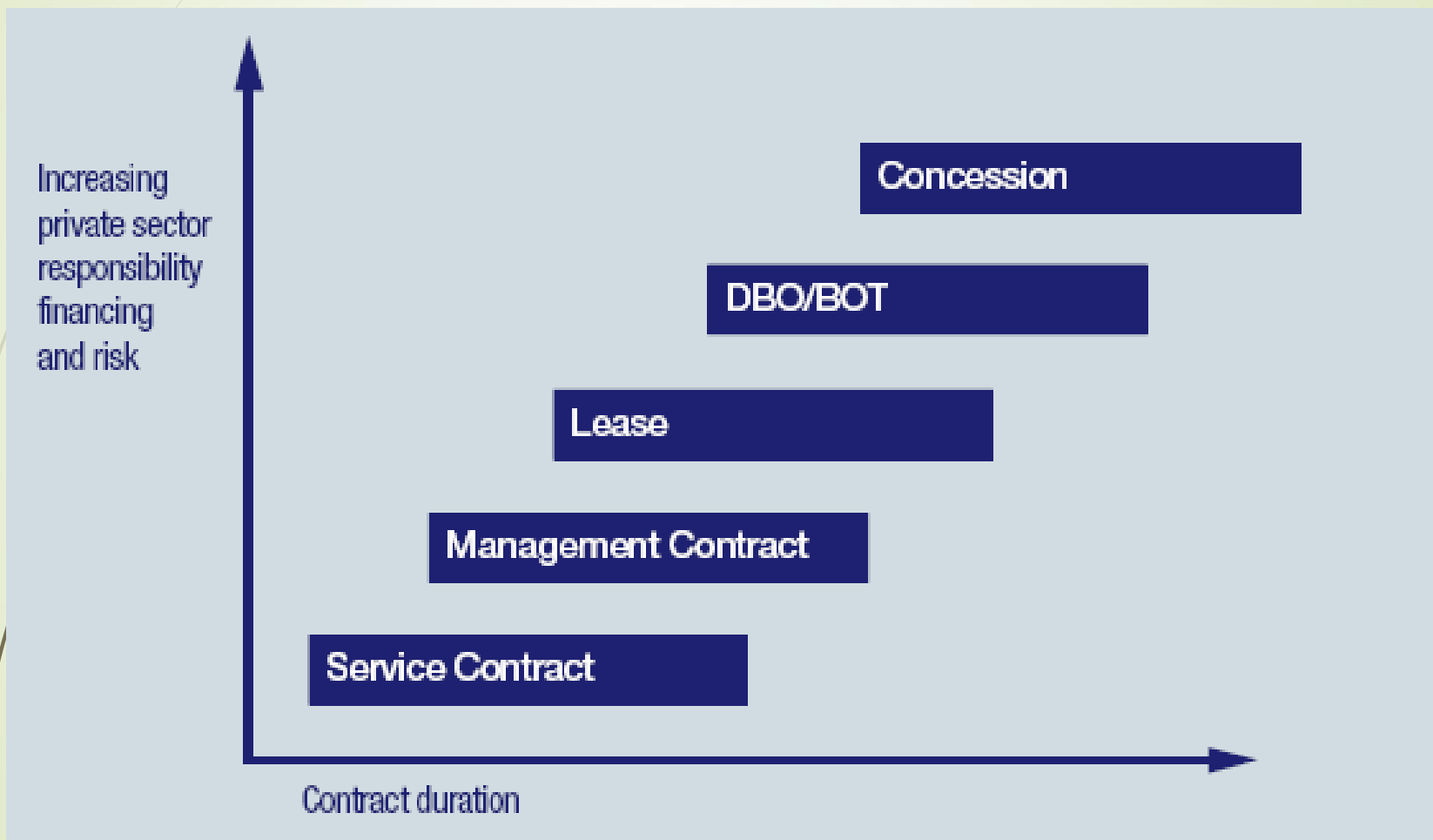
PSP/PPP là gì?

- **Hợp đồng** giữa khu vực **công** và đối tác **tư nhân** trong việc cung cấp hàng hóa, dịch vụ mà theo truyền thống thuộc trách nhiệm của khu vực công
- Một số đặc điểm quan trọng:
 - Thỏa thuận có tính hợp đồng (thường dài hạn)
 - Tạo khuyến khích giúp nâng cao hiệu quả
 - Chia sẻ rủi ro (nhu cầu, vận hành, đầu tư, tài trợ)
 - Chia sẻ lợi ích
 - Chia sẻ thẩm quyền ra quyết định

PSP/PPP: Các hình thức phổ biến

- Khu vực công thuê khu vực tư phụ trách hoạt động mua hàng hóa và dịch vụ cho mình
- Khu vực công hợp đồng với khu vực tư để vận hành hoạt động quản lý, cung ứng dịch vụ công
- Hợp đồng nhượng quyền khai thác kinh doanh
 - BOT (Build – Operate – Transfer)
 - BOO (Build – Own – Operate)
 - BOOT (Build – Own – Operate – Transfer)
- Liên doanh (tài chính và hiện vật)
- Tư nhân hóa

Rủi ro, trách nhiệm tài chính và kỳ hạn



Sự cung ứng cơ sở hạ tầng của nhà nước và tư nhân

	Dự án nhà nước ←					Dự án tư nhân →
		←		Hợp tác nhà nước-tư nhân		→
Loại hợp đồng	Thu mua của chính phủ	Đặc quyền (Affermage)	Thiết kế-xây dựng-tài trợ-vận hành (DBFO)*	Xây dựng-chuyển giao-vận hành (BTO)**	Xây dựng-vận hành-chuyển giao (BOT)***	Xây dựng-Sở hữu-Vận hành (BOO)
Xây dựng	Nhà nước ⁽²⁾	Nhà nước ⁽²⁾	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân
Vận hành	Nhà nước ⁽³⁾	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân
Sở hữu ⁽¹⁾	Nhà nước ⁽⁴⁾	Nhà nước	Nhà nước	Tư nhân trong quá trình xây dựng, sau đó nhà nước.	Tư nhân trong quá trình hợp đồng, sau đó nhà nước.	Tư nhân
Ai chi trả?	Nhà nước	Người sử dụng	Nhà nước hay người sử dụng	Nhà nước hay người sử dụng	Nhà nước hay người sử dụng	Tư nhân, nhà nước bao tiêu ⁽⁵⁾ , hay người sử dụng.
Chi trả cho ai?		Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân	Tư nhân

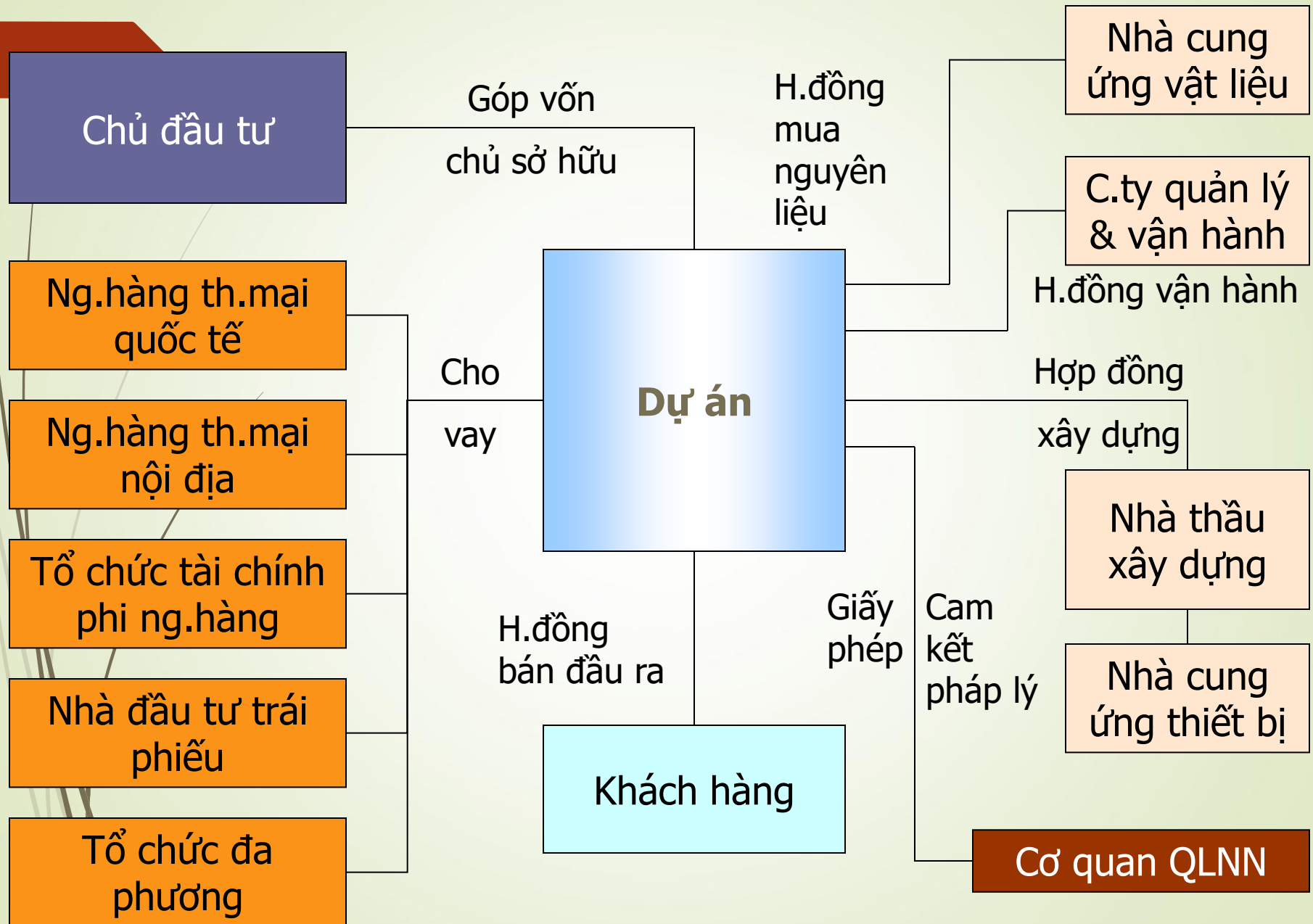
Mục tiêu của PSP/PPP

- Huy động vốn từ khu vực tư nhân
 - Đẩy mạnh đầu tư dịch vụ có thu phí
- Góp phần ổn định ngân sách
 - Giảm chi đầu tư và thường xuyên cho khu vực công
 - Cho phép tăng chi tiêu công cho các lĩnh vực xã hội
 - Tăng thu ngân sách (qua nguồn thu thuế, thu phí)
- Cải thiện kết quả
 - Cắt giảm chi phí, tăng hiệu quả nhờ cạnh tranh
 - Cải thiện chất lượng và khả năng tiếp cận dịch vụ
 - Góp phần tăng trưởng kinh tế
- Cải thiện hoạt động quản trị và quản lý
 - Chuyển rủi ro cho bên có khả năng quản lý tốt hơn
 - Tăng tính minh bạch và trách nhiệm giải trình
 - Giảm tham nhũng

Đặc điểm của dự án cơ sở hạ tầng

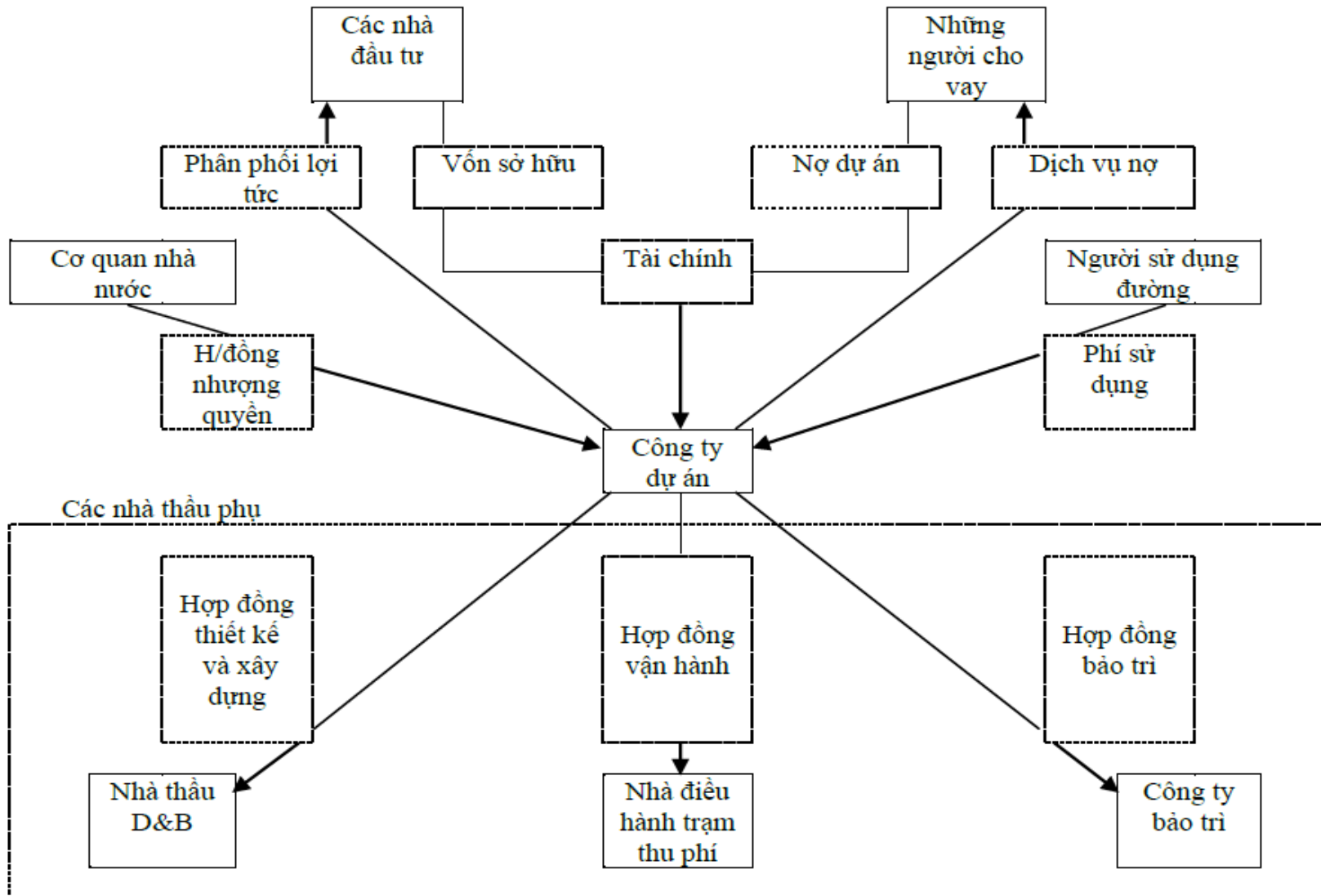
- Độc quyền
- Cầu không co giãn
- Lợi nhuận tiền mặt ổn định
- Thời gian dài
- Phòng ngừa lạm phát
- Tài sản hỗn hợp

Những thành phần cơ bản của một dự án PPP



Tài chính dự án đối với một Hợp đồng nhượng quyền làm đường

12



Các loại rủi ro gắn với PPP

13

Rủi ro trong giai đoạn tiền thi công xây dựng: Rủi ro liên quan đến dự án trước khi bắt đầu giai đoạn xây dựng.

- **Sự chậm trễ trong việc thu hồi đất:** Rủi ro khi địa điểm dự án chưa sẵn sàng được cung cấp trong thời gian cần thiết, hay trong chi phí được dự tính. Việc thu hồi đất có thể dẫn đến những khoản nợ không thể dự báo trước do những trở ngại đang tồn tại;
- **Tiếp cận địa điểm dự án:** Rủi ro về việc không có sự tiếp cận và kết nối kịp thời đến địa điểm dự án, từ đó có thể ảnh hưởng đến việc khởi công xây dựng và tiến độ phát triển chung của dự án;
- **Rủi ro tài chính:** Đây là những rủi ro liên quan đến sự chậm trễ trong việc hoàn thành thu xếp tài chính do không có đủ nguồn tài chính với mức chi phí và điều khoản dự tính.

Nguồn: Bộ Giao thông vận tải (2016), *Sổ tay quy trình quản lý và tài liệu hướng dẫn cách thực hiện các dự án PPP (EY tư vấn)*

Các loại rủi ro (tiếp)

Rủi ro trong giai đoạn xây dựng: Rủi ro liên quan đến dự án trong giai đoạn xây dựng.

- **Rủi ro thiết kế:** Rủi ro mà trong đó thiết kế được đề xuất không có khả năng đáp ứng yêu cầu về hiệu quả hoạt động và dịch vụ của các thông số kỹ thuật đầu ra. Điều này có thể dẫn đến những chi phí phát sinh cho việc sửa đổi và thiết kế lại;
- **Rủi ro phê duyệt:** Rủi ro liên quan đến sự chậm trễ trong phê duyệt dự án trong giai đoạn thi công, dẫn đến làm chậm tiến độ xây dựng, khiến chi phí phát sinh vượt mức;
- **Rủi ro xây dựng:** Rủi ro mà trong đó việc xây dựng các tài sản được yêu cầu trong dự án sẽ không được hoàn thành đúng thời hạn, theo đúng ngân sách hoặc theo đúng các thông số kỹ thuật. Điều này có thể sẽ dẫn đến chi phí phát sinh vượt mức.

Các loại rủi ro (tiếp)

Rủi ro trong giai đoạn vận hành: Rủi ro sau giai đoạn xây dựng và trong giai đoạn vận hành của dự án.

- **Rủi ro vận hành và bảo trì:** Rủi ro gắn liền với nhu cầu gia tăng việc bảo trì, bảo dưỡng tài sản trong thời hạn dự án để đáp ứng yêu cầu về hiệu quả hoạt động;
- **Rủi ro lưu lượng giao thông** (rủi ro về doanh thu): Rủi ro mà trong đó lưu lượng giao thông thực tế rất khác với lưu lượng dự tính khiến cho dự án không khả thi về tài chính;
- **Rủi ro bàn giao:** Rủi ro mà doanh nghiệp dự án không bàn giao lại tài sản vào thời điểm kết thúc vòng đời của dự án, hoặc không đáp ứng các yêu cầu tối thiểu về chất lượng hay giá trị có thể thực hiện của tài sản khi bàn giao lại cho Cơ quan thực hiện.

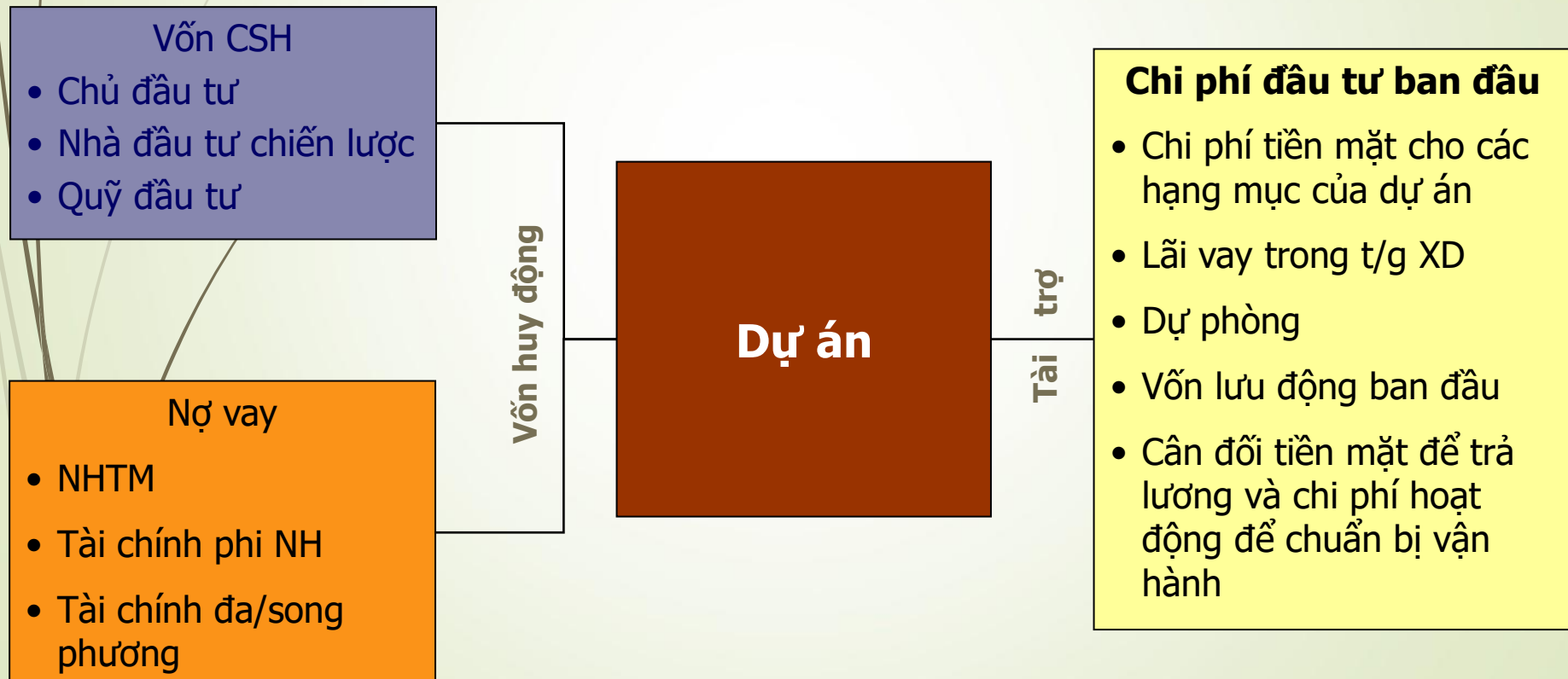
Các loại rủi ro (tiếp)

► **Các rủi ro khác:**

- ► **Thay đổi về luật pháp:** Rủi ro mà cơ chế pháp lý hoặc quy định hiện tại sẽ thay đổi, dẫn đến những tác động tiêu cực nghiêm trọng cho dự án;
- ► **Bất khả kháng:** Những rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát của Chính phủ hay doanh nghiệp dự án như lũ lụt, động đất, đình công.

Huy động vốn cho dự án

- ◆ Dự án cần được huy động vốn để đủ trang trải cho chi phí đầu tư cũng như một số chi phí ban đầu trước khi đi vào hoạt động



Các nhà tài trợ vốn cho dự án

- Các nhà tài trợ vốn cho dự án được chia thành hai loại:
 - Đầu tư vốn chủ sở hữu (CSH)
 - Chủ đầu tư bỏ vốn vào dự án và là người hưởng lợi sau cùng của dự án (dưới dạng cổ tức) sau khi đã thực hiện các nghĩa vụ trả nợ vay
 - Cho vay
 - Chủ nợ cho dự án vay với cam kết sẽ nhận lại vốn gốc và lãi theo một công thức và lịch thời gian nhất định
- Các đối tượng có quyền lợi trong dự án đều có thể tham gia tài trợ vốn cho dự án dưới vai trò nhà đầu tư vốn CSH hay cho vay.

Đầu tư vốn chủ sở hữu

Các nhà đầu tư vốn CSH mong đợi nhận được một suất sinh lợi hợp lý trên vốn đã đầu tư:

- Ngân lưu ra: đầu tư vốn CSH ban đầu
- Ngân lưu vào: cổ tức thu về trong quá trình dự án hoạt động.
- Các loại nhà đầu tư vốn CSH:
 - Chủ đầu tư (sáng lập) dự án (project investors/sponsors)
 - Người khởi xướng, thiết lập cơ cấu và dàn xếp các hợp đồng then chốt của dự án
 - Có thể hiểu tương tự như cổ đông sáng lập của doanh nghiệp
 - Thường là đối tượng bỏ vốn với tỷ trọng lớn nhất trong tổng vốn CSH của dự án
 - Nhà nước
 - Đầu tư vốn ngân sách
 - Đầu tư vốn CSH dưới hình thức liên doanh hay cổ đông thiểu số
 - Góp vốn phi tiền mặt (đất, chính sách ưu đãi)
 - Các nhà đầu tư chiến lược (strategic partners)
 - Quỹ đầu tư và thị trường vốn

Đầu tư vốn chủ sở hữu (tiếp)

- Chủ đầu tư dự án:
 - Kiểm soát
 - Chịu rủi ro cao nhất và mong đợi lợi nhuận kỳ vọng cao nhất
 - Tăng suất sinh lợi bằng cách dựa vào vốn cổ phần của các nhà đầu tư chiến lược và các nhà đầu tư thụ động.
- Các nhà đầu tư/đối tác chiến lược
 - Đầu tư vốn cổ phần
 - Có thể tham gia xây dựng, vận hành.
 - Có thể thuộc lĩnh vực liên quan (ví dụ, đối tác dầu khí trong dự án điện, đối tác điện trong dự án xi-măng)
- Quỹ đầu tư/thị trường vốn
 - Đầu tư vốn cổ phần một cách thụ động (không tham gia quản lý).

Uy tín vay nợ của dự án

- Cơ cấu và điều kiện cấp vốn dưới hình thức tài chính dự án phụ thuộc vào uy tín vay nợ (creditworthiness) của dự án.
- Uy tín vay nợ của dự án phụ thuộc vào:
 - Sự vững mạnh về mặt tài chính của dự án: NPV/IRR
 - Uy tín vay nợ của các chủ đầu tư vào dự án
 - Số vốn cổ phần do các chủ đầu tư dự án đóng góp so với tổng vốn đầu tư.
 - Các rủi ro dự án và khả năng thiết kế, thực hiện các hợp đồng chia sẻ rủi ro.
- Hai hình thức vay nợ
 - Chủ đầu tư đứng tên vay nợ rồi dùng vốn huy động được để tài trợ cho dự án (corporate financing)
 - Chủ đầu tư thành lập công ty dự án với trách nhiệm hữu hạn; công ty dự án đứng tên vay nợ: đây là hình thức “tài trợ dự án” (project financing)

Tài trợ dự án bằng nợ vay tổ chức tài chính phi ngân hàng/nhà đầu tư có tổ chức

- Tổ chức tài chính phi ngân hàng/các nhà đầu tư có tổ chức
 - Công ty tài chính
 - Công ty bảo hiểm nhân thọ
 - Quỹ lương hưu (chưa có ở Việt Nam)
 - Quỹ đầu tư
- Hình thức cho vay
 - Cho vay (và mua trái phiếu) dự án (nội tệ lẫn ngoại tệ)
 - Cung cấp vốn dài hạn hơn so với vay ngân hàng thương mại (20-25 năm).
 - Tập trung cấp vốn cho các dự án có hạng mức tín nhiệm cao (investment grade).

Tài trợ dự án bằng vay nợ các tổ chức tài chính đa phương/song phương

- Các tổ chức tài chính đa phương/song phương
 - Ngân hàng thế giới (WB)
 - IFC (tổ chức cho vay thương mại của WB)
 - Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB)
 - Cơ quan viện trợ/ngân hàng phát triển/tín dụng xuất khẩu của nước ngoài.
- Hình cho vay
 - Cho vay ODA với lãi suất ưu đãi dành cho các nền kinh tế thu nhập thấp
 - Cho vay OCR với lãi suất gần bằng mức thị trường (nhưng vẫn thấp hơn) đối với các nền kinh tế thu nhập trung bình
 - Bảo lãnh

Tài trợ dự án bằng trái phiếu

- Trái phiếu doanh nghiệp
 - Chủ đầu tư đứng tên phát hành trái phiếu rồi dùng vốn huy động từ trái phiếu để tài trợ cho dự án
- Trái phiếu dự án (hay trái phiếu công trình)
 - Chủ đầu tư thành lập công ty dự án với trách nhiệm hữu hạn
 - Công ty dự án đứng tên phát hành trái phiếu

Tỷ lệ nợ/vốn CSH khả thi tối đa

- Lợi ích của việc tăng đòn bẩy nợ:
 - Tăng suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (do suất sinh lợi trên tổng vốn đầu tư lớn hơn lãi vay)
 - Tăng lợi ích từ lá chắn thuế của nợ vay
- Chi phí của việc tăng đòn bẩy nợ:
 - Tăng rủi ro tài chính của dự án (dẫn tới tăng chi phí nợ vay cũng như chi phí vốn chủ sở hữu)
 - Tăng chi phí kỳ vọng liên quan đến phá sản
- Tỷ lệ nợ/vốn CSH thực tế của dự án phụ thuộc vào:
 - Khả năng sinh lợi của dự án
 - Kiểu hình ngân lưu tự do của dự án
 - Các loại rủi ro và cơ chế chia sẻ, quản lý rủi ro
 - Uy tín vay nợ của chủ đầu tư và mức độ bảo lãnh rủi ro của chủ đầu tư đối với dự án

Các lưu ý khác trong huy động vốn

- Lịch giải ngân
 - Lịch giải ngân vốn huy động cần khớp với lịch chi đầu tư để giảm chi phí lãi vay và phí cam kết
 - Chủ nợ thường yêu cầu chủ đầu tư phải giải ngân vốn CSH trước khi cho phép giải ngân nợ vay
- Kiểu hình ngân lưu tự do của dự án
 - Ngân lưu tự do của dự án là nguồn căn bản và chính yếu để trả lãi và nợ gốc khi dự án đi vào hoạt động.
 - Kiểu hình cụ thể của ngân lưu sẽ quyết định lịch trả lãi và nợ gốc

Các lưu ý khác trong huy động vốn

- Đơn vị tiền tệ
 - Xét về nội tệ/ngoại tệ, cơ cấu vốn huy động cần tương thích với cơ cấu chi phí đầu tư và/hay cơ cấu ngân lưu tự do để giảm thiểu và quản lý rủi ro tỷ giá
- Tài trợ trong thời gian xây dựng và tài trợ dài hạn
 - Các tổ chức tài chính có thể không sẵn sàng cam kết cho vay dài hạn khi dự án chưa khởi công và có thời gian xây dựng lâu dài.
 - Chủ đầu tư phải đi vay ngắn/trung hạn (hay vay “bắc cầu”) trong quá trình xây dựng rồi tái tài trợ bằng vay dài hạn khi dự án được xây dựng xong.
 - Nhu cầu tái tài trợ khi hoàn thành xây dựng cũng xuất hiện khi dự án có thể vay mới với lãi suất thấp hơn trước khi rủi ro xây dựng đã không còn.

Ước tính khả năng vay nợ của dự án

- Nợ của dự án phải ở mức sao cho ngân lưu tự do của dự án đủ để thực hiện các nghĩa vụ trả lãi và nợ gốc. Từ đó, ta có thể suy ra rằng nợ được xác định trên cơ sở ước tính ngân lưu tự do của dự án.
- Tuy nhiên, để tính ngân lưu tự do của dự án, ta lại phải biết cơ cấu vốn vì lãi vay được khấu trừ thuế.
- Để giải quyết vấn đề này, ta sử dụng mô hình chiết khấu ngân lưu đơn giản mà không cần xác định cơ cấu vốn ngay từ đầu để tính giá trị hiện tại (PV) của ngân lưu sẵn có để trả nợ, rồi ước tính khả năng vay nợ tối đa bằng cách chia giá trị hiện tại này cho hệ số vay nợ dựa vào ngân lưu. *(Tham khảo công thức tính trong bài đọc, Finnerty, Chương 8)*
- Với khả năng vay nợ tối đa được xác định, ta lập mô hình chi tiết để xác định ngân lưu tự do của dự án. Sau đó, khả năng trả nợ từng năm của dự án được đánh giá dựa trên hệ số an toàn trả nợ. Nếu hệ số an toàn trả nợ hàng năm quá thấp, thì mức nợ vay (và các điều khoản khác như kỳ hạn, lãi suất) phải được điều chỉnh.

Tỷ lệ an toàn trả nợ

Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

- Ngân lưu tự do (hay ròng) của dự án chính là ngân lưu sẵn có để trả nợ (cash flow available for debt service – CFADS).
- Ngân lưu trả nợ bằng nợ gốc phải trả cộng lãi vay phải trả.
- Hệ số an toàn trả nợ (DSCR) hàng năm được định nghĩa bằng tiền mặt sẵn có để trả nợ chia cho ngân lưu trả nợ của năm đó.
- DSCR nhỏ hơn 1 có nghĩa là dự án không tạo đủ ngân lưu để trả nợ (lãi vay và nợ gốc)
- Để đảm bảo an toàn trả nợ, các tổ chức tài chính cho vay thường yêu cầu DSCR trung bình trong suốt kỳ hạn của khoản vay phải lớn hơn một mức nhất định (ví dụ 1,2-1,3) và DSCR hàng năm không được xuống thấp hơn từ một mức tối thiểu (ví dụ 1,1-1,2).

Tài khoản dự phòng trả nợ

(Debt service reserve account)

- Các tổ chức cho vay thường yêu cầu dự án phải thiết lập một tài khoản dự phòng trả nợ để đảm bảo một lượng tiền mặt nhất định được duy trì trong một khoảng thời gian nhất định trước mỗi thời điểm đến hạn trả lãi vay và nợ gốc.
- Việc thiết lập tài khoản dự phòng, do vậy, tạo ra thêm lợi ích cho chủ nợ do làm tăng tính an toàn của khoản vay.
- Ngược lại, tài khoản dự phòng làm tăng chi phí cho chủ đầu tư. Chủ đầu tư phải bỏ thêm vốn để duy trì tài khoản này. Tiền mặt dự phòng trong tài khoản chỉ hưởng lãi suất tiền gửi, mà thường thì thấp hơn chi phí vốn của chủ đầu tư.
- Tài khoản dự phòng trả nợ có hai thông số quan trọng:
 - Mức tiền mặt duy trì trong tài khoản (thường bằng 100% giá trị lãi vay và nợ gốc sẽ phải trả vào lần thanh toán kế tiếp)
 - Thời gian duy trì trước mỗi thời điểm trả nợ (thường bằng đúng thời gian của kỳ trả nợ).