



Kasnavi, S., Ebrahimi, S.N., & Bagheri, M. (2021). The nature of project finance; Identification of hierarchy in the chain of the contracts and co-ordination and reconsideration of the diverse interests. *Interdisciplinary Studies in the Humanities*, 13(2), 149-176. doi: 10.22035/isih.2021.368

 <http://dx.doi.org/10.22035/isih.2021.368>

URL: [http://www.isih.ir/article\\_368.html](http://www.isih.ir/article_368.html)

2008-4641 / © The Authors. This is an open access article under the [CC BY 4.0 license](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

## The Nature of Project Finance; Identification of Hierarchy in the Chain of the Contracts and Co-ordination and Reconsideration of the Diverse Interests

Shadi Kasnavi<sup>\*1</sup>, Seyed Nasrollah Ebrahimi<sup>2</sup>, Mahmoud Bagheri<sup>3</sup>

Received: Jun. 25, 2020; Accepted: Feb. 3, 2021

### ABSTRACT

Financing sources used in infrastructure project is not merely equity capital, it is rather more debt capital. One of the most practical methods in this regard is project finance. Because of two inherent characteristics of project finance- high leverage and non-recourse - it's necessary to consider special contractual rights for lenders. The existence of these rights and taking control over the project lead to high interdependence and nexuses of contract to the extent that we can assert the existence of contractual network in project finance. Contractual networks as a separate nature consider more flexibility to draft project contracts and can help to absorb more investment.

*Keywords:* Project finance, nexuses of contracts, vertical integration, contractual network

---

1. Department of Law, Faculty of Law and Political Sciences, University of Tehran, Tehran, Iran (Corresponding Author)

✉ [shadikasnavi@ut.ac.ir](mailto:shadikasnavi@ut.ac.ir)

2. Department of Law, Faculty of Law and Political Sciences, University of Tehran, Tehran, Iran

3. Department of Law, Faculty of Law and Political Sciences, University of Tehran, Tehran, Iran



## INTRODUCTION

One of the most practical methods in project financing is project finance. Because of two inherent characteristics of project finance- high leverage and non-recourse - it's necessary to consider special contractual rights for lenders. The existence of these rights and taking control over the project lead to high interdependence and nexuses of contract to the extent that we can assert the existence of contractual network in project finance.

## PURPOSE

The purpose of this essay is the analysis of relation between different participants of project finance and analysis the nature of this relationship to consider more flexibility to draft project contracts and to absorb more investment.

## FINDINGS

To analysis the nature of contractual network in project finance must to say that one of the basic features of project finance is the existence of a complex network of nonfinancial agreements, defined here as contracts that generate cash inflows or outflows that affect the unlevered free cash flows of the project. contractual structure is one of the peculiar features of project finance. It can sometimes be very complex, including as many as 40 or more agreements. Of these agreements, four of them are key contract for the soundness of the venture (Esty, 2002, 72). Construction contracts and engineering, procurement, and construction (EPC) contracts are closed on a turnkey basis to make plant and equipment available to the SPV, usually at predefined prices, times of delivery, and standards of performance. Purchasing agreements guarantee raw material to the SPV at predefined quantities, quality, and prices. The selling agreements, often defined as take-or-pay or other agreement with this function, enable the SPV to sell part or all of its output to a third party that commits itself to buy unconditionally, again at predefined prices and for a given period of time. O&M agreements are designed to provide the SPV with efficient and effective plant maintenance, compliant with predefined service-level agreements. These contracts are signed by a special purpose vehicle (SPV) either with different counterparties or with SPV's own shareholders, which are often called project sponsors.

the presence of nonfinancial contracts, whose primary function is the transfer of risks from the SPV to its counterparties, affects the level of interest rate spreads on project finance loans and the choice of a given capital structure for a project finance transaction. Nonfinancial contracts constitute the basis on which project finance transactions are financed.

We believe that the characteristics of nonfinancial contracts affect not only the pricing of debt contracts in terms of spread and fees, but also the financial structure design: the higher the level of ex ante reduction of risks, the lower the cost of debt funding and the higher the leverage. So, the nature of project finance is to be a nexus of nonfinancial and financial linked contracts (Corielli, Gatti, & Steffanoni, a. 2010, 5)

The main consequence of linked contracts in network contract is to permit a general or global interpretation of all contracts belonging to a contractual network. Therefore, each contract, as a part of a whole, is interpreted in relation to the others. Also, the link between contracts can allow a party to one contract to exercise rights on the ground of another contract. This effect is an exception to the privity of contracts, since a contract produces effects for the benefit of a third party (Fabrizio Cafaggi, 2011, 174-177)

In this regard English lawyers are not generally attracted by notions such as 'Network Contracts'. The core of this explanation lies in part in the traditional attachment to English law's strict doctrine of privity of contract. In other words, the extent to which English law allows a person not party to a contract to enjoy a right to enforce an obligation arising under the contract: that aspect of what is known as privity of contract which prevents parties from imposing obligations on third parties (or 'burdens' as it is often expressed) remains uncontroversial and subject to very few exceptions.

The modern English approach to the way in which the law should analyse the legal relations of parties to networks or groups of contracts is conditioned by a number of elements. There remains a certain lingering doctrinal distrust of the recognition of rights in third parties to contracts (particularly by those scholars who see the doctrine of consideration as central to English law's conception of contract) therefore, English law's vision of privity of contract does indeed recognize the freedom not to contract in members of a network or group of contracts (Fabrizio Cafaggi, 2011, 182-196)

## CONCLUSION

Because of two inherent characteristics of project finance - high leverage and nonrecourse - it's necessary to consider special contractual rights for lenders. The existence of these rights and taking control over the project lead to high interdependence and nexuses of contract to the extent that we can assert the existence of contractual network in project finance. Contractual networks as a



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Abstract

separate nature consider more flexibility to draft project contracts and can help to absorb more investment.

### **NOVELTY**

Legal analysis of relation between project finance documents and assert new and separate nature for project finance.



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Volume 13  
Issue 2  
Spring 2021

## BIBLIOGRAPHY

- All Answers Ltd. (November 2018). *Currie v Misa - Summary*. Retrieved from <https://www.lawteacher.net/cases/currie-v-misa.php?vref=1>
- Amstutz, M., & Teubner, G. (2009). *Networks: legal issues of multilateral co-operation*. Oxford: Hart Publishing.
- Blanc, V.G. (1997), *Clause Compromissoire Et Clause Attributive De Jurisdiction Dans Un Meme Contrat Ou Dans Un Meme Ensemble Contractuel* [http://www.tendancedroit.fr/wp-content/uploads/2019/04/G\\_ACTIONNAIRE\\_ep3.pdf](http://www.tendancedroit.fr/wp-content/uploads/2019/04/G_ACTIONNAIRE_ep3.pdf)
- Brealey, R. A., Cooper, I. A., & Habib, M. A. (1996). Using project finance to fund infrastructure investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 25–39. doi:10.1111/j.1745-6622.1996.tb00296.x
- Brealey, R.A., Cooper, I.A., & Habib, M.A. (1996). Using project finance to find Infrastructure Investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 25-39. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00296.x
- Byoun, S., & Xu, Z. (2014). Contracts, governance, and country risk in project finance: Theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 26, 124–144. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.03.003
- Carole A. De Vincelles (2011). *Linked contracts under French law*. Reterived from 10.4337/9781849809696.00013
- Corielli, F., Gatti, S., & Steffanoni, A. (2010). Risk shifting through nonfinancial contracts: effects on loan spreads and capital structure of project finance deals. *Journal of Money, Credit and Banking* 42(7), 1295–1320. doi:10.1111/j.1538-4616.2010.00342.x
- Dailami, M., & Hauswald, R. (2007). Credit-spread determinants and interlocking contracts: A study of the Ras Gas project. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 248–278. doi:10.1016/j.jfineco.2007.03.001
- David, R. J., & Han, S. K. (2003). A systematic assessment of the empirical support for transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 25(1), 39–58. doi:10.1002/smj.359
- Dehghani, T. (2014). *Investment and affording financial projects of gas and oil*. Tehran, Iran: Institute for International Energy Studies.
- Ebrahimi, S., & Javandel Jananloo, F. (2015). Risk tefcel management in the petroleum upstream contracts drafting. *Journal of Researches Energy Law Studies*, 1(1), 17-36. doi: 10.22059/jrels.2015.54550
- Esty, B. (2002). Returns on project-financed investments: evolution and managerial implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 71–86. doi:10.1111/j.1745-6622.2002.tb00342.x
- Esty, B.C. (2003). *The Economic Motivations for Using Project Finance*. January 2003. Harvard Business School: Mimeo.



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Abstract



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Volume 13  
Issue 2  
Spring 2021

- Fabrizio, C. (2011). *Contractual networks and contract theory: A research Agenda for European contract law*. Edward Elgar Publishing.
- Fabrizio, C. (2011). *Networks, inter-firm cooperation and economic growth contractual*. Edward Elgar Publishing.
- Fama, E. F. (1990). Contract costs and financing decisions. *The Journal of Business*, 63(S1), S71. doi:10.1086/296494
- Farrell, L. (2003). Principal-agency risk in project finance. *International Journal of Project Management*, 21(8), 547–561. doi:10.1016/s0263-7863(02)00086-8
- Gatti, S. (2013). Credit risk in project finance transactions. *Project Finance in Theory and Practice*, 321–369. doi:10.1016/b978-0-12-391946-5.00008-6
- Gatti, S. (2013). Introduction to the theory and practice of project finance. *Project Finance in Theory and Practice*, 1–25. doi:10.1016/b978-0-12-391946-5.00001-3
- Ghamami, M. (2010). Financing BOT Projects. *Comparative Law Review*, 1(2), 101-122. doi: 10.22059/jcl.2010.80797
- Hainz, C., & Kleimeier, S. (2012). Political risk, project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 287–314. doi:10.1016/j.jfi.2011.10.002
- Hatami A., & Karimiyan, E. (1394). *Foreign investment law in light of investment act and contracts*. Tehran, Iran: Tisa.
- Hennart, J.-F. (2010). Transaction cost theory and international business. *Journal of Retailing*, 86(3), 257–269. doi:10.1016/j.jretai.2010.07.009
- Jensen, M. C. (1996). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Bankruptcy*, 11–16. doi:10.1017/cbo9780511609435.005
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1998). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.94043
- John, T. A., & John, K. (1991). Optimality of project financing: Theory and empirical implications in finance and accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1(1), 51–74. doi:10.1007/bf02408406
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. doi:10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x
- Langlois, R.N. (July 20, 2016). *The corporation is not a nexus of contracts. It's an iPhone*. Available at <https://ssrn.com/abstract=2856631> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2856631>
- Lessard, D. R., & Miller, R. (2001). Understanding and managing risks in large engineering projects. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.289260
- Müllner, J. (2016). From uncertainty to risk—A risk management framework for market entry. *Journal of World Business*, 51(5), 800–814. doi:10.1016/j.jwb.2016.07.011

- Müllner, J. (2017). International project finance: review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*, 67(2), 97–133. doi:10.1007/s11301-017-0125-3
- Müllner, J. (2017). International project finance: review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*, 67(2), 97–133. doi:10.1007/s11301-017-0125-3
- Oshkooch, H., & Sobhiyah, H. (1395). *Program governance model, Appropriate with financing approach, case study of upstream oil and gas programs. Financial Management Perspective*, 12, 1-108.
- Poppo, L., & Zenger, T. (2002). Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements? *Strategic Management Journal*, 23(8), 707–725. doi:10.1002/smj.249
- Portalis (1988). Discours Preliminaire Dur Le Code Civil [https://mafr.fr/IMG/pdf/discours\\_1er\\_code\\_civil.pdf](https://mafr.fr/IMG/pdf/discours_1er_code_civil.pdf)
- Rugman, A.M. & Verbeke, A. (2003). Extending the theory of the multinational enterprise: internalization and strategic management perspectives. *Journal of International Business Studies*, 34(2), 125-137.
- Smith, S. (1997). *Contracts for the benefit of third parties: In defence of the third party rule. Oxford Journal of Legal Studies*, 17(4), 643-663. doi: 10.2307/764754
- South Isfahan Power plant (2006). *Contractual approach of South Isfahan Power Plant*. Rederived from <https://www.mapnagroup.com/fa/companies/south-isfahan-power-plant>
- The Law Commission (1996). *Privity of contract contracts for the benefit of third parties*. Report No 242, Rederived from [http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2017/02/lc242\\_privity-of-contract-contracts-for-the-benefit-of-third-parties.pdf](http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2017/02/lc242_privity-of-contract-contracts-for-the-benefit-of-third-parties.pdf)
- Whittaker S. (2011). *Contract networks, freedom of contract and the restructuring of privity of contract*. doi: 10.4337/9781849809696.00014
- Williamson O.E (1988). Corporate Finance And Corporate Governance, American Finance Association. *The Journal of Law & Economics*, 233-261. doi: 10.2307/725118
- Zohdi, M. (2016). *A Guide to professional techniques in affording Finance resources And Investment*. Tehran, Iran: Hezâre-ye Sevom.



Interdisciplinary  
Studies in the Humanities

Abstract



## تحلیل ماهیت حقوقی-اقتصادی تأمین مالی پروژه محور؛ تعیین سلسله‌مراتب بین زنجیره قراردادهای و چالش تعارض و هماهنگی بین آنها

شادی کسنوی<sup>۱\*</sup>، سیدنصرالله ابراهیمی<sup>۲</sup>، محمود باقری<sup>۳</sup>

دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۰۵؛ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۱۵

### چکیده

تأمین مالی پروژه محور به‌عنوان یکی از شیوه‌های استقراض بلندمدت، از خصوصیات ویژه‌ای برخوردار است که لازمه آن، اعطاء حق نظارت، دخالت و کنترل وام‌دهنده بر اسناد پروژه است. نقش پررنگ وام‌دهنده در مدیریت ریسک‌های قراردادی، اسباب ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد مالی و اسناد پروژه را فراهم می‌سازد. حقوق امتیازی وام‌دهنده و تعارض آن با اصول حقوق قراردادهای - به‌ویژه اصل نسبی بودن قراردادها - و ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد، شکل جدیدی برای ماهیت تأمین مالی پروژه محور قائل می‌شود. این ماهیت جدید، که ارتباطات زنجیره‌ای آن از لحاظ اقتصادی تأیید و کارایی اقتصادی آن توجیه شده است، نگارندگان را به سمت شبکه قراردادی به‌عنوان ماهیت این نوع از تأمین مالی، منفک از تئوری‌های حقوقی سنتی سوق می‌دهد. شناسایی شبکه قراردادی، که در هر دو نظام حقوقی سیویل لا و کامن لا راهکارهایی برای استفاده از آن ارائه شده است، به جهت قابلیت انعطاف بیشتری که نسبت به حقوق قراردادهای دارد، عامل مهمی در تهیه و تنظیم اسناد تأمین مالی و رضایت وام‌دهنده برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌بر صنعت محسوب می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی پروژه محور، ارتباط زنجیره‌ای اسناد مالی و اسناد پروژه، سلسله‌مراتب اسناد پروژه، شبکه قراردادی

این مقاله مستخرج از رساله دکتری با عنوان «تحلیل حقوقی ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد در تأمین مالی پروژه محور با تمرکز بر صنعت نفت و گاز» در حقوق نفت و گاز دانشگاه تهران است.

۱. گروه حقوق، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

shadikasnavi@ut.ac.ir ✉

۲. گروه حقوق، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۳. گروه حقوق، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، تهران، ایران



## ۱. مقدمه

تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه یکی از اصلی‌ترین عوامل اجرای موفق پروژه است و عدم دستیابی به منابع مالی مورد نیاز، ادامه حیات پروژه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بخش عمده منابع مالی مورد نیاز پروژه از منابع خارج از سازمان کارفرمایی و به طرق مختلف از جمله تأمین مالی پروژه محور صورت می‌پذیرد. (اشکوه، ۱۳۹۴، ۸۲) تأمین مالی پروژه محور گونه ای از تأمین مالی استقراضی است که به جهت وجود سازوکارهای خاص از ماهیت ویژه‌ای برخوردار است. «اهرم مالی بالای تأمین مالی پروژه محور<sup>۱</sup>» یا به عبارتی سهم حداکثری وام دهنده در تأمین سرمایه از یک طرف و «عدم حق رجوع وام‌دهنده<sup>۲</sup>» به دارایی بانیان و سهامداران پروژه برای بازپرداخت اصل و بهره وام (یا در واقع حق رجوع محدود) از سوی دیگر، منجر به محوریت و تسلط وام‌دهنده بر اسناد تأمین مالی می‌شود؛ به نحوی که طراحی اسناد تأمین مالی و تعهدات وام‌گیرنده، حول خواسته‌های وام‌دهنده و شروط مندرج در قرارداد وام طراحی و تنظیم می‌شود. ضمن اینکه وجود این دو ویژگی بحث تخصیص صحیح ریسک را در تأمین مالی پروژه محور بیش از سایر شیوه‌های تأمین مالی پروژه پررنگ می‌سازد. تخصیص صحیح ریسک، یعنی شناسایی و ارزیابی و مدیریت همه عناصر نه‌گانه ریسک‌های شناخته‌شده در قراردادهای زنجیره‌ای بر اساس مدل تفلس<sup>۳</sup>، به نحوی که ریسک پیش‌بینی نشده‌ای متوجه وام‌دهنده نشود. این نحوه از تخصیص ریسک مستلزم ارتباط زنجیره‌ای بین قراردادهای پروژه و به تبع آن، بین بازیگران تأمین مالی پروژه محور می‌شود. بنابراین، تأمین مالی پروژه محور متشکل از یک سری قراردادهای مرتبط با هم است. ضمن اینکه وجود این دو ویژگی منجر به ایجاد حق کنترل و نظارت وام‌دهنده



### 1. High leverage

۲. ویژگی عدم حق رجوع یا non-recourse از ویژگی‌های اصلی تأمین مالی پروژه محور به معنای عدم حق رجوع وام‌دهنده به دارایی بانیان پروژه برای بازپرداخت اصل و بهره وام است که در ادامه مقاله صرفاً به عدم حق رجوع اشاره می‌شود.

۳. مطابق مدل جامع تفلس (TEFCEL) که به مدیریت جامع قراردادی نسبت به عوامل پیچیده با درجه عدم قطعیت و نامعلومی در حد بالا می‌پردازد، لازم است ضمن شناسایی جامع خطرات مطروحه در موضوعات حقوقی و قراردادی، آنها را ارزیابی کرده و روش‌های مدیریت جامع، یکپارچه، میان‌رشته‌ای و استراتژیک را در یک زنجیره صفر تا صد واکاوی و اعمال نماید. مدل تفلس متشکل از ۹ عنصر است که عبارت‌اند از: عنصر فنی؛ عنصر فناوری، عنصر اقتصادی، عنصر مالی، عنصر مالیاتی، عنصر بازرگانی، عنصر قراردادی، عنصر محیطی و عنصر حقوقی است. برای مطالعه مدل تفلس به منابع منتشر شده دکتر سیدنصرالله ابراهیمی مراجعه شود.

به عنوان ثالث بر قراردادهای منعقد در تأمین مالی پروژه محور است؛ به نحوی که وام دهنده به عنوان ثالث قراردادهای پروژه، تحت تأثیر این قراردادها است؛ همان چیزی که اصل نسبی بودن قراردادها را به عنوان سنگ بنای حقوق قراردادها - به ویژه در حقوق کامن-لا - با چالش روبه رو می کند.

مواردی که به آن اشاره شد نگارندگان را به سمت ماهیت حقوقی تأمین مالی پروژه محور جلب کرده است. ماهیت حقوقی تأمین مالی پروژه محور در پروژه های سرمایه بر می تواند هم از جانب وام دهنده و هم از جانب دولت میزبان حائز اهمیت باشد. از جانب وام دهنده از این لحاظ مهم است که بر حقوق و تعهدات وام دهنده به عنوان ثالث قراردادهای پروژه تأثیر می گذارد. این مسئله خود ارتباط مستقیمی با انگیزه وام دهنده برای ورود به این شیوه از تأمین مالی دارد. اهمیت این شیوه از تأمین مالی برای دولت میزبان از این جهت است که به دلیل عدم حق رجوع وام دهنده به بانیان پروژه (که غالباً به صورت حق رجوع محدود می باشد) و عدم تضمین بازپرداخت وام از سوی بانیان و دولت میزبان، فاکتور مهمی در تأمین مالی پروژه های زیرساختی برای دولت میزبان محسوب می شود.

بر این اساس، نگارندگان معتقد به وجود شبکه قراردادی در بین اسناد تأمین مالی پروژه محور هستند. شبکه ای از قراردادها که حاصل ارتباط زنجیره ای بین اسناد پروژه (که نتیجه اش وجود قراردادهای مرتبط) و بین اسناد مالی و اسناد پروژه<sup>۱</sup> (که نتیجه اش تأثیر و تأثیر پذیری وام دهنده از اسناد پروژه و مدیریت چالش اصل نسبی بودن قراردادها) است. بنابراین، در این مقاله ضمن بررسی ویژگی های تأمین مالی پروژه محور، ارتباط زنجیره ای بین اسناد مالی و اسناد پروژه تحلیل اقتصادی شده و تنوری های اقتصادی که مؤید کارایی اقتصادی رابطه زنجیره ای بین اسناد در تأمین مالی پروژه محور هستند، بررسی می شوند. بعد از اثبات وجود ارتباط زنجیره ای و کارایی اقتصادی این رابطه، ماهیت شبکه قراردادی مزبور مورد بررسی و شناسایی حقوقی قرار می گیرد. در این راستا دلایلی را که نشان می دهند که ماهیت شبکه قراردادی منفک از بحث حقوق قراردادها و حقوق شرکت هاست، مطرح

۱. اسناد تأمین مالی پروژه محور به دو طبقه اسناد مالی financial documents و اسناد پروژه project documents تفکیک می شوند.



گردیده و پس از اثبات این مسئله که شبکه قراردادی در تئوری‌های حقوقی موجود نمی‌گنجد، دیدگاه دو نظام حقوقی کامن‌لا و سیویل‌لا نسبت به این ماهیت جدید مورد بررسی قرار می‌گیرند. در انتها این مقاله به این جمع‌بندی می‌رسد که در صورت پذیرش شبکه قراردادی از سوی نظام‌های حقوقی، می‌توان با رویکرد منعطف‌تری قراردادهای تأمین مالی پروژه محور و زنجیره ارتباطی بین اسناد در این شیوه از تأمین مالی را طراحی کرد، به نحوی که در نهایت بتوان وام‌دهندگان را متقاعد نمود تا به پروژه‌های زیرساختی بر اساس روش تأمین مالی پروژه محور ورود پیدا کنند.

## ۲. مبانی نظری

تأمین مالی پروژه محور، شیوه‌ای از تأمین مالی است که در قالب ساختار پروژه‌ای تعریف و اجرا می‌شود (دهقانی، ۱۳۹۳، ۴۰-۳۹). این شیوه از تأمین مالی، به جای تکیه بر اعتبار و توانمندی ضامن یا ضامن‌های پروژه (یعنی بانیان پروژه یا دولت میزبان)، اساساً تابعی از قابلیت و توانایی پروژه در برگرداندن بدهی قراردادی، با نرخ متناسب با ریسک‌های ذاتی آن فعالیت اقتصادی می‌باشد (زهدی، ۱۳۹۵، ۸۴).

با وجود متعارف بودن اصطلاح واژه تأمین مالی پروژه محور در مبانی نظری تأمین مالی، تعریف صریح و قانونی هماهنگ با همه ارکان در رابطه با این اصطلاح وجود ندارد. از دلایل عمده این امر، فقدان مرزبندی دقیق و مشخص بین سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و تأمین مالی پروژه محور از یک سو، و از سوی دیگر، خلط بین دو واژه «تأمین مالی پروژه»<sup>۱</sup> و «تأمین مالی پروژه محور»<sup>۲</sup> است. در حالی که تأمین مالی پروژه هر ساختاری از تأمین مالی جهت جذب منابع مالی برای توسعه پروژه را پوشش می‌دهد، تأمین مالی پروژه محور اشاره به جذب بدهی بدون حق رجوع (یا با حق رجوع محدود) به بانیان پروژه جهت اجرای پروژه‌ای مشخص دارد (اشکوه و صبحیه، ۱۳۹۴، ۸۳). این روش که اصولاً به منظور تأمین مالی طرح‌های زیربنایی از آن بهره گرفته می‌شود، بر پایه استقراض بلندمدت بوده و از



1. project financing  
2. Project finance

آنجا که تضمین بازپرداخت اصل و بهره وام بر پایه جریان درآمدی ناشی از اجرای یک پروژه خاص بنا شده، مستلزم ارزیابی دقیقی از ریسک‌های تفلسی موجود در فرایند اجرای مراحل ساخت، بهره‌برداری و تولید درآمد و جریان نقدینگی و همچنین نحوه تخصیص این ریسک‌ها بین بانیان پروژه، وام‌دهندگان و سایر بخش‌های مرتبط با آن پروژه خاص — از طریق شروط قراردادی — می‌باشد (غمامی، ۱۳۸۶، ۲۳۰). به‌طور خلاصه، در شرح ویژگی‌های تأمین مالی پروژه محور می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

الف) تیم یا کنسرسیومی از شرکت‌های خصوصی به‌عنوان بانیان پروژه، شرکت تک منظوره با شخصیت حقوقی مستقل (SPV) را به‌عنوان شرکت پروژه صرفاً برای اجرا و مدیریت پروژه بنا نهاده و با پرداخت سهم آورده خود، سرمایه شرکت پروژه را تأمین می‌نمایند (شرکت نیروگاه جنوب اصفهان، ۱۳۸۵، ۶۸)؛

ب) رابطه شرکت پروژه با بازیگران پروژه (از جمله وام‌دهنده، پیمانکار ساخت، تأمین‌کننده مواد اولیه، خریدار محصول و دولت میزبان) از طریق زنجیره قراردادهای مفصل الزام‌آور تعریف شده و رسمیت می‌یابد؛

ج) شرکت پروژه با اهرم مالی بالایی<sup>۱</sup> تأمین مالی می‌شود (سگتی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷، ۲۲).

د) وام‌دهندگان پروژه بر اموال و دارایی بانیان پروژه و ترازنامه آن حق رجوع ندارند (یا حق رجوع محدود دارند) و برای بازپرداخت بدهی تنها به عملکرد و دارایی پروژه وابسته هستند. (کوپر و حبیب<sup>۳</sup>، ۱۹۹۶، ۲۵-۳۹).

همانطور که اشاره شد در تأمین مالی پروژه محور برای وام‌دهنده در ازاء سرمایه‌ای که به پروژه وارد می‌کند، حق عینی در مقابل وام‌گیرنده و یا حق رجوعی به سهام‌داران و بانیان شرکت پروژه، برای بازپرداخت وام وجود ندارد؛ به عبارت دقیق‌تر، این حق رجوع محدود به موارد خاص است (گتی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳، ۳۱۰-۳۱۱)؛ بنابراین، تکیه وام‌دهنده برای بازپرداخت

۱. درخصوص عوامل مؤثر بر نسبت وام به آورده به کتاب حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو قانون و قراردادهای سرمایه‌گذاری به قلم علی حاتمی و اسماعیل کریمیان صفحه ۱۰۵۴ (۱۳۹۴) مراجعه شود.

2. Cegtti

3. Cooper & Habib

4. Gatti





وام صرفاً به جریان نقدینگی حاصل از اجرای صحیح پروژه و تولید محصول و خدمات و البته حقوق قراردادی مترتب بر آنها معطوف است. تولید محصول و متعاقباً تولید درآمد، مستلزم انعقاد قراردادهایی از پروژه است که معمولاً اعضاء اصلی این زنجیره عمودی<sup>۱</sup> را قراردادهای زیر تشکیل می‌دهند: ۱) قرارداد ساخت و تجهیزات (معمولاً بر مبنای یک قرارداد EPC قیمت مقطوع و کلید در دست)؛ ۲) قرارداد بلندمدت تأمین مواد اولیه؛ ۳) قرارداد بلندمدت فروش محصول؛ و ۴) قرارداد حفظ و نگهداری (استی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲، ۷۲).

همان‌طور که اشاره شد، در تأمین مالی پروژه محور برای وام‌دهنده حق رجوعی به دارایی سهامداران وجود ندارد؛ ضمن اینکه به جهت عدم پتانسیل مالی شرکت پروژه، دارایی قبلی هم وجود ندارد که وثیقه وام‌دهنده قرار گیرد. پس در واقع وثیقه و پشتوانه اصلی وام‌دهنده، اجرای صحیح قراردادهای اخیرالذکر و قراردادهای فرعی آنها به عنوان قراردادهای پروژه است. از این رو، به جهت اهمیت اجرای صحیح قراردادها برای وام‌دهنده، لازم است تا وام‌دهنده بر روند انعقاد این قراردادها، نحوه اجرای آنها و مشخصه اجرایی که لازم است بر اساس آنها قرارداد اجرایی شود، کنترل و نظارت و دخالت داشته باشد، تا از تخصیص صحیح ریسک بین بازیگران اطمینان داشته و در نهایت ریسکی بر عهده وام‌دهنده باقی نماند. به این ترتیب، مهمترین ابزار یک وام‌دهنده در تأمین مالی پروژه محور کنترل بر قرارداد هاست. لازمه این کنترل، وجود قرارداد وام در نقش محور است تا سایر قراردادهای تأمین مالی تحت تأثیر و به تبعیت از شروط این قرارداد نافذ شوند. به این ترتیب قرارداد وام در محوریت قراردادهای تأمین مالی، مبنای طراحی و انعقاد سایر اسناد تأمین مالی می‌باشد. برای این منظور شروطی در قرارداد وام درج می‌شود تا سلطه و کنترل وام‌دهنده بر سایر اسناد تأمین مالی را تضمین کند. از جمله این شروط، شروط محدود کننده اختیارات شرکت پروژه نسبت به اسناد تأمین مالی می‌باشد<sup>۳</sup> که زمینه تعارض ماهیت تأمین مالی پروژه محور با حقوق قراردادها و اصل نسبی بودن در قراردادها را ایجاد می‌کند. دیدگاه غالبی که

1. Vertical chain  
2. Esty, B. C.  
3. reserved discretion



درخصوص تأمین مالی پروژه محور وجود دارد این است که در این شیوه از تأمین مالی، شبکه‌ای از قراردادهای<sup>۱</sup> ایجاد می‌شود که ریسک‌ها را قبل از آغاز پروژه شناسایی می‌کنند (کرلی و گتی و استفانی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰، ۱۲۹۵-۱۳۲۰). در شرایطی که عدم تقارن اطلاعات وجود دارد قراردادهایی با ذی‌نفعان مختلفی از جمله تأمین‌کننده، دولت میزبان، بانک‌ها، خریداران، پیمانکار ساخت و بهره‌بردار منعقد می‌شود (بایون و اکسو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴، ۱۲۴-۱۴۴) و هر کدام از این قراردادها به‌نحوی طراحی می‌شود که ریسک‌ها به بازیگری که بیشترین قابلیت مدیریت ریسک را دارد منتقل شود. به این ترتیب در تأمین مالی پروژه محور به جای مدیریت ریسک سهام - که پاسخگوی عدم قطعیت‌های پروژه نیست - مدیریت ریسک قراردادی - از طریق تحلیل ارتباط زنجیره‌ای قراردادها - در مرکز توجه قرار می‌گیرد. (مولنر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶، ۵). این ویژگی نقطه تمایز تأمین مالی پروژه محور از سایر شیوه‌های تأمین مالی و فلسفه اصلی گره خوردن و ام‌دهنده با قراردادهای پروژه و در نهایت ارتباط اسناد مالی و اسناد پروژه است. به‌نحوی که انگیزه و ام‌دهنده برای ورود به پروژه و مباحث مالی قرارداد و اسناد تضمین را تحت تأثیر قرار می‌دهد (پوپو و زنگر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۲، ۷۲۵-۷۰۷). این ارتباط بین اسناد مالی و اسناد پروژه تا حدی است که اسناد پروژه نه تنها بر هزینه‌های گرفتن وام (از لحاظ هزینه و حاشیه سود<sup>۶</sup>) بلکه در طراحی ساختار مالی پروژه، کاهش سطح ریسک‌های قابل پیش‌بینی، کاهش هزینه تأمین مالی و افزایش اهرم مالی شرکت (افزایش نسبت بدهی به دارایی) نقش به‌سزایی ایفاء می‌کنند (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۵). خلاصه اینکه ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد پروژه (به لحاظ تخصیص صحیح ریسک) و بین اسناد مالی و اسناد پروژه (به جهت تأثیری که قراردادهای پروژه بر ساختار سرمایه دارند) مؤید تشکیل شبکه قراردادهای در تأمین مالی پروژه محور به‌عنوان ویژگی خاص این نوع از تأمین مالی هستند.

1. nexus of contracts
2. Corielli, Gatti, & Steffanoni
3. Byoun & Xu
4. Mullner
5. Poppo & Zenger
6. Spread



### ۳. تحلیل اقتصادی شبکه قراردادی در تأمین مالی پروژه محور

رابطه زنجیره‌ای بین اسناد، به‌ویژه رابطه زنجیره‌ای بین اسناد مالی و اسناد پروژه، که خاص این تکنیک از تأمین مالی است، حاکی از شناسایی شبکه‌ای از قراردادهای و سلسله مراتب بین آنها از سوی اقتصاددانان در تأمین مالی پروژه محور است. بنابراین، وجود شبکه قراردادی بیش از آن‌که ریشه حقوقی داشته باشد، ریشه در اقتصاد دارد. در واقع نیاز اقتصادی منجر به ابداع این تکنیک از تأمین مالی شده است. در این بخش از مقاله در ابتدا وجود شبکه قراردادی از بعد اقتصادی و از طریق فرضیه‌ها و تئوری‌های اقتصادی بررسی شده و با لحاظ این مسئله که تحقق شبکه قراردادی در تأمین مالی پروژه محور مورد تأیید اقتصاد به‌عنوان منشاء ظهور این تکنیک از تأمین مالی است، آنگاه در بخش بعدی به بحث حقوقی شبکه قراردادی به‌عنوان ماهیت تأمین مالی پروژه محور پرداخته می‌شود.

#### ۱-۳. فروض اقتصادی، مؤید شبکه‌ای بودن قراردادهای تأمین مالی پروژه محور

در تأمین مالی پروژه محور وجود قراردادهای پروژه (قراردادهای غیر مالی) که کارکرد اصلی آنها انتقال ریسک از بازیگران به شرکت پروژه است، مباحث مالی پروژه (از جمله نرخ سود، مباحث مربوط به وام پروژه و ساختار سرمایه شرکت) را تحت تأثیر قرار می‌دهند و به این ترتیب اسناد پروژه، برخلاف سایر تکنیک‌های تأمین مالی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تأمین مالی پروژه محور داشته و پایه و مبنای معاملات را در این نوع از تأمین مالی تشکیل می‌دهند؛ به‌حدی که در تأمین مالی پروژه محور این اعتقاد وجود دارد که اسناد پروژه نه تنها بر هزینه‌های گرفتن وام (از لحاظ هزینه و حاشیه سود)، بلکه بر طراحی ساختار مالی پروژه، کاهش سطح ریسک‌های قابل پیش‌بینی، کاهش هزینه تأمین مالی و افزایش اهرم مالی شرکت (افزایش نسبت بدهی به دارایی) نقش به‌سزایی دارد (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۵).

حقوق و تعهدات اسناد پروژه تعیین‌کننده رفتار آتی جریان نقدینگی پروژه است و هر چقدر انعقاد قراردادهای بلندمدت پروژه (قراردادهای غیر مالی) به ثبات تولید جریان نقدینگی کمک کند، این شبکه غیر مالی می‌تواند تأثیری بیشتری روی شروط قراردادهای مالی پروژه داشته باشد، خصوصاً در شرایطی که این قراردادها به‌درستی اجرا شده و با عدم نقض خود، تفاوت بین جریان نقدینگی واقعی و جریان نقدینگی پیش‌بینی شده را به



حداقل برسانند، چراکه به کاهش ریسک‌های وام‌دهنده و در نهایت ریسک‌های بانیان پروژه می‌انجامد (لیزارد و میلر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). به این ترتیب وجود اسناد پروژه، که تعیین‌کننده حقوق و تعهدات قراردادهای تأمین مالی پروژه‌محور هستند، به طرز چشم‌گیری ریسک وام‌دهنده را کاهش داده و منجر به کاهش نرخ بهره و افزایش اهرم مالی (یا به عبارتی نسبت بدهی به دارایی پروژه) می‌شود (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۹).

همچنین تحقیقات آماری که تاکنون انجام شده نیز تأییدی بر این مدعا هستند که ثبات جریان نقدینگی و کاهش ناپایداری در سطح تولید جریان نقدینگی می‌تواند به موفقیت مذاکره برای نسبت بالاتری از بدهی به حقوق سهامداران کمک کند. این عبارت نشان می‌دهد که طراحی درست قراردادهای پروژه و تحلیل و تخصیص درست ریسک‌های تفلسی به بانیان پروژه، این توانایی را ایجاد می‌کند تا شرکت پروژه با هزینه کمتری پروژه را جلو برده و دلواپسی‌ها و ریسک‌های وام‌دهنده را کاهش دهد. به این ترتیب، تأمین مالی پروژه‌محور چیزی نیست جز شبکه بین قراردادهای مالی و قراردادهای پروژه (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۸-۶).

در تحلیل اقتصادی روابط بین ابعاد مختلف تأمین مالی پروژه‌محور می‌توان به مفروضات زیر استناد کرد:

الف) فرضیه اول این است که با تخصیص مناسب ریسک در قراردادهای غیرمالی و تنظیم دقیق این قراردادها، از عدم ثبات و تزلزل جریان نقدینگی کاسته شده و باعث کاهش گسترش و تطویل وام<sup>۲</sup> می‌شود. در واقع براساس تئوری هزینه معاملات در اقتصاد می‌توان با تنظیم قراردادهای دوجانبه‌ای که جزئیات در آنها به روشنی مشخص شده و با تخصیص مناسب ریسک‌های قابل پیش‌بینی، از بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه بازیگران جلوگیری کرد. ضمن اینکه از آنجاکه معمولاً طرفین قراردادهای کلیدی، خود بانیان پروژه نیز هستند، همین امر انگیزه کافی برای حمایت از قرارداد را ایجاد می‌کند، و چون جریان نقدینگی کمتر در معرض رفتارهای فرصت‌طلبانه است، خود باعث اجرای صحیح پروژه و کاهش سطح

1. Lessard & Miller  
2. loan spread





ناپایداری سودی است که به سهامداران تعلق می‌گیرد. همچنین طراحی صحیح قراردادهای و اعمال شروط<sup>۱</sup> دقیق در قرارداد وام می‌توانند از طریق محدود کردن اختیارات مدیریتی و بحث جایگزین‌داری، باعث کاهش هزینه نمایندگی بین بانیان پروژه و وام‌دهندگان شوند (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۱۱-۱۰). به این ترتیب وجود شروط مناسب و صحیح و طراحی دقیق قرارداد وام، با تعهداتی که ایجاد می‌کند احتمال اینکه وام‌دهنده در معرض ریسک قرار گیرد را کاهش می‌دهد (برکویچ و کیم<sup>۲</sup>، ۱۹۹۰، ۷۹۴-۷۶۵). ضمن اینکه در عمل ثابت شده که هر چقدر قراردادهایی با ریسک کمتر منعقد شوند، کاهش حاشیه سود و متقابلاً کاهش هزینه‌های وام را به همراه خواهند داشت (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۱۱-۱۰).

ب) فرضیه دوم، که خود ارتباط زنجیره تأمین مالی پروژه محور را قوت می‌بخشد، این است که اگر طرف‌های قراردادهای پروژه به واسطه برخورداری از سهم در شرکت پروژه بانی پروژه نیز باشند، به واسطه کاهش گسترش و یا تطویل وام، هزینه نمایندگی نیز کاهش می‌یابد. در واقع، داشتن حقوق و اختیارات نسبت به باقیمانده جریان نقدینگی و کنترل قراردادی بر دارایی از سوی بازیگران کلیدی تأمین مالی پروژه محور، انگیزه‌ای می‌شود تا منافع سهامداران و اطراف‌های قراردادهای هم‌سو و هم‌جهت گردد.

ج) فرضیه سوم آنکه ارتباط قراردادهای غیرمالی با مباحث مالی پروژه مربوط به تأثیری است که تسهیم صحیح ریسک در قراردادهای غیرمالی از طریق کاهش سطح ناپایداری جریان نقدینگی بر ساختار سرمایه پروژه می‌گذارد. به عبارت دیگر، هر چقدر ثبات جریان نقدینگی و ضریب اطمینان وام‌دهنده بیشتر باشد، تمایل به افزایش نسبت بدهی به حقوق سهامداران شرکت پروژه (بانیان) بیشتر شده و به همان نسبت از سهم آورده سهام بانیان و سهامداران پروژه کاسته می‌شود. در تحقیقی که در سال ۱۹۹۰ میلادی انجام شده به تفصیل به این موضوع پرداخته شده (فاما<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰، ۷۲) و اثبات شد در جایی که پروژه از درآمد ناپایداری برخوردار است، بانیان پروژه مجبور هستند تا آورده سهام را در ساختار سرمایه افزایش دهند. همچنین تحقیق به عمل آمده در سال ۱۹۹۱ میلادی نشان داد که

1. covenant  
2. Berkovitch & Kim  
3. Fama



مقدار وامی که به پروژه اختصاص داده می‌شود، ارتباط مستقیمی با مشخصه دارایی‌های تأمین مالی (چه اموال مادی و چه اموال معنوی)، سطح اختیارات مدیریتی و تکنولوژی در پروژه دارد (جان‌تی و جان‌کی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱، ۵۲). از همین‌رو در قراردادهای تأمین مالی پروژه محور تلاش می‌شود تا از طریق کاهش اختیارات مدیریتی و به تبع آن، کاهش ناپایداری سطح درآمد و هزینه‌ها، به ثبات جریان نقدینگی رسید (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۱۳). کاهش سطح ناپایداری در تأمین مالی پروژه محور از طراحی درست اسناد پروژه صورت می‌پذیرد. این امر محقق نمی‌شود مگر از طریق انعقاد قرارداد ساخت یا EPC (مهندسی، تأمین و ساخت) به صورت کلید در دست<sup>۲</sup> به نحوی که قیمت از قبل مشخص شده و در آن پیمانکار ساخت متعهد به تحویل در زمان معلوم و در سطح اجرایی که استانداردهایش از قبل مشخص شده، می‌باشد. همچنین انعقاد قرارداد تأمین مواد اولیه‌ای که مشخصه‌های مواد اولیه تحویلی به لحاظ کمی و کیفی، از قبل مشخص شده و ضمانت شده‌اند و در نهایت انعقاد قرارداد فروش محصول در قالب‌هایی مانند برداشت یا پرداخت<sup>۳</sup>، تا شرکت پروژه و وام‌دهنده را نسبت به فروش همه یا بخشی از محصول، بدون قید و شرط و با قیمتی که از قبل مشخص شده، در یک بازه زمانی مشخص آسوده خاطر سازد. (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۶). بنابراین، عدم وجود قراردادهای کلیدی پروژه منجر به پایین آمدن نسبت بدهی به حقوق سهامداران شده و این فرضیه ثابت می‌شود که به دلیل وجود قراردادهای بلندمدت پروژه و نسبت بدهی به حقوق سهامداران، رابطه مستقیمی بین نحوه طراحی قراردادهای کلیدی پروژه و کاهش سطح ناپایدار جریان نقدینگی پروژه وجود دارد (کرلی و گتی و استفانی، ۲۰۱۰، ۳۰-۳۱).

### ۳-۲. تئوری‌های اقتصادی، معرف شبکه قراردادی در تأمین مالی پروژه محور

ویلیامسون<sup>۴</sup> در مقاله‌ای که در سال ۱۹۸۸ میلادی منتشر کرد به لزوم یکپارچگی و همبستگی بین حاکمیت شرکتی و تئوری مالی پرداخته و از طریق تئوری هزینه معاملات،

1. John T. & John K.
2. Turn key
3. Take or pay
4. Williamson



با ورود به بحثی میان‌رشته‌ای، پلی ارتباطی بین تأمین مالی پروژه محور و مباحث مدیریت پروژه ایجاد کرد. او معتقد است که تأمین مالی شرکتی مدرن (تأمین مالی پروژه محور برگرفته از تأمین مالی شرکتی مدرن است) و حاکمیت شرکتی هم‌راستا بوده و از این رو لازم است تا بین آنها یکپارچگی وجود داشته باشد (مولنر، ۲۰۱۷، ۱۱۴-۱۰۷). در همین راستا تئوری نمایندگی منعکس‌کننده دو جنبه مالی و مدیریتی تأمین مالی پروژه محور می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶؛ جنسن و مک‌کلینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶) و ماهیت چند بازیگری نیز این تکنیک را در معرض مباحث چندلایه‌ای تئوری نمایندگی قرار می‌دهد (فارل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳، ۵۴۷-۵۶۱). در واقع در تأمین مالی پروژه محور بحث هزینه نمایندگی در چندین لایه محقق می‌شود: در رابطه بانیان پروژه با یکدیگر، رابطه وام‌دهندگان پروژه با یکدیگر، رابطه بین بانیان پروژه و وام‌دهندگان و همچنین در رابطه بین شرکت پروژه و ذی‌نفعان داخل شرکت. از جنبه مالی به جهت ویژگی ذاتی و خاص تأمین مالی پروژه محور در جداسازی پروژه و انگیزه مالی که به دنبال این مسئله ایجاد می‌شود، دید مثبتی به این نوع از تأمین مالی وجود دارد. به طوری که دلیل اصلی رشد تأمین مالی پروژه محور در ساختار سرمایه‌گذاری شفافیتی است که نسبت به مسئله نمایندگی وجود دارد، در حالی که در دیگر اشکال سرمایه‌گذاری این نوع از شفافیت وجود ندارد (بریلی، کوپر و حیب<sup>۳</sup>، ۱۹۹۶، ۲۷). در این راستا تئوری هزینه نمایندگی متمرکز بر ساختارسازی هست که قبل از آغاز پروژه انجام می‌شود، بدون اینکه دانش زیادی یا تحلیلی نسبت به آنچه بعد از سرمایه‌گذاری بین نمایندگان یا نهادها اتفاق می‌افتد، داشته باشد (مولنر، ۲۰۱۷، ۱۱۳) چراکه تأمین مالی پروژه محور نیز به دنبال این است که از ابتدا چاره‌ای برای کاهش ریسک بازیگران پروژه ارائه دهد.

تئوری هزینه معاملاتی در بین تئوری‌های رایج، منطق بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاری را توجیه می‌کند (ویلیامسن، ۱۹۷۹، ۲۶۳-۲۳۳). ویلیامسون اولین محققی است که تئوری هزینه معاملاتی را به ساختار مالی و تأمین مالی پروژه محور ارتباط داد. او

1. Jensen & Meckling
2. Farrell M.
3. Brealey, Cooper & Habib

معتقد است که شرکت‌ها با ایجاد ساختار حاکمیتی از معاملات در برابر رفتار فرصت طلبانه دولت میزبان حمایت می‌کنند<sup>۱</sup> (ویلیامسون، ۱۹۸۸، ۵۶۹). اصولاً اعمال تئوری هزینه معاملاتی نسبت به سایر تئوری‌ها رواج بیشتری دارد، چراکه تکیه شرکت‌ها بر معاملاتی است که در بازار انجام می‌دهند (مانند صادرات، لیسانس‌ها و ...) (هنارت<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰، ۲۵۸). با این وجود فلسفه تأمین مالی پروژه محور از منطق کاهش هزینه معاملاتی پیروی نمی‌کند و بانیان پروژه خود را درگیر حداقل سازی هزینه‌های معاملاتی نمی‌کنند. در واقع در این تکنیک بانیان نرخ بالای هزینه معاملاتی - که از پیچیدگی قراردادها منتج می‌شود - و نرخ بالای سود را پذیرفته‌اند و در ازاء آن، فایده تأمین مالی پروژه محور را در کاهش ریسک این تکنیک می‌بینند. نکته مثبت این تکنیک در کنترل گسترده‌ای است که از سوی وام‌دهنده نسبت به پروژه‌های پرریسک اعمال می‌شود (دیوید و هان<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴، ۴۲). از این رو هماهنگی که در مدیریت ریسک تأمین مالی پروژه محور از سه طریق توزیع ظرفیت‌ها<sup>۴</sup>، قراردادها و شیوه اقتصادی-اجتماعی<sup>۵</sup> انجام می‌شود، نیازهای کنترل ریسک را برآورده می‌کند<sup>۶</sup> (مولنر، ۲۰۱۶، ۸۱۴-۸۰۰) و جایگزین بحث اعتبارسنجی می‌شود که در سرمایه‌گذاری‌های خارجی پرریسک وجود دارد (مولنر، ۲۰۱۶، ۱۲۳).



#### ۴. تحلیل حقوقی شبکه قراردادی تأمین مالی پروژه محور

آنچه تاکنون به آن پرداخته شد، نتیجه را به این سمت می‌برد که تأمین مالی پروژه محور چیزی نیست جز شبکه‌ای از قراردادها؛ شبکه قراردادی که در آن همه قراردادها، از اسناد مالی گرفته تا اسناد پروژه به هم مرتبط، رابطه زنجیرواری را ایجاد می‌کنند. تعریف شبکه قراردادی و تحلیل ماهیت حقوقی تأمین مالی پروژه محور به عنوان شبکه قراردادی،

۱. برای شرح بیشتر در این خصوص به مقاله حسین اشکوه مراجعه شود.

2. Hennart  
3. David & Han  
4. diversification capabilities  
5. socio-economic

۶. برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به:

Mullner J., From uncertainty to risk- a risk management framework for market entry



نگارندگان مقاله را به این استنتاج رهنمون ساخت که لازم است تا ماهیت جدیدی در حقوق برای شبکه قراردادی تأمین مالی پروژه محور به طور مستقل و منفک از بحث حقوق قراردادهای و حقوق شرکت‌ها تعریف و شناسایی کرد. بنابراین، با این باور که شبکه قراردادی در تئوری‌های حقوقی نمی‌گنجد، دیدگاه دو نظام حقوقی کامن‌لا و سیویل‌لا را نسبت به این ماهیت جدید مطرح کرده‌اند.

#### ۱-۴. جایگاه شبکه قراردادی در بین تئوری‌های حقوقی

شبکه قراردادی<sup>۱</sup> در قراردادهای تأمین مالی پروژه محور را می‌توان از طریق بیان مشخصه آن اینگونه تعریف کرد: شبکه قراردادی منتج از همیاری و همکاری بین افراد و بازیگران متعدد قراردادی که از لحاظ حقوقی مستقل از یکدیگر بوده و برای رسیدن به یک هدف مشترک گام برمی‌دارند. این شبکه‌ها وقتی به وجود می‌آیند که عدم قطعیت پروژه و حجم سرمایه‌گذاری در آن بالا بوده و به نتیجه حاصل از روابط قراردادی، به‌تنهایی و به صورت انفرادی قابلیت دسترسی وجود نداشته باشد. در این حالت با تضمین نظارت و کنترلی همسان و گسترده بر کل شبکه، به حل مسائل اجرایی قرارداد پرداخته می‌شود. در شبکه‌های قراردادی بیشتر تمایل به سمت یک فعالیت خاص می‌باشد. مکانیزم شبکه قراردادی بایستی به نحوی طراحی شود که اعضاء اعتماد کافی برای ارائه دانش و اطلاعات به شبکه و سهم‌شدن در ریسک‌های تفلسی را داشته باشند و بتواند ارتباط و درهم‌تنیدگی مالی و فنی شبکه را به همراه داشته باشد. هرچه این درهم‌تنیدگی بیشتر شود، ارتباط زنجیره‌ای بین اعضاء محکم‌تر، خروج آنها از شبکه پرهزینه‌تر و فرصت برای بروز رفتار فرصت طلبانه کمتر می‌شود. ارتباط و درهم‌تنیدگی بین اجزاء، نیاز به حمایت در برابر بخش‌هایی از فعالیت پروژه که به همیاری و اجرای سایر اعضا تکیه می‌شود را پررنگ‌تر ساخته و نیاز به اصلاح ساختاری را که در آن به انتخاب بین اجرا یا نقض پرداخته می‌شود را افزایش می‌دهد؛ همان چیزی که ماهیت شبکه قراردادی را برای قرارگرفتن در حوزه حقوق قراردادهای و تئوری نسبی بودن قراردادی به چالش دعوت می‌کند (کفگی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱، ۲).

1. contractual network

2. Cafaggi

در پاسخ به این سؤال که آیا شبکه قراردادی می‌تواند در حوزه حقوق قراردادهای و یا حقوق شرکت‌ها قرار گیرد، استنباط می‌شود از آنجا که اصولاً مرز بین حقوق قراردادهای و حقوق شرکت‌ها روشن است، بنابراین، شبکه قراردادی در یک منطقه خاکستری قرار دارد که تداخلی از حقوق قراردادهای و حقوق شرکت‌ها است. چالش شبکه قراردادی در این است که هم از ویژگی‌های حقوق قراردادهای و هم از ویژگی‌های حقوق شرکت‌ها بهره می‌برد. شبکه قراردادی مستلزم استفاده از ابزار مدیریتی جامع، یکپارچه و منسجم تفسلی است که منعکس‌کننده سطح بالاتری از پیچیدگی نسبت به قراردادهای دوجانبه هستند. شبکه قراردادی تداخل قراردادهایی است که تا حدودی اصل نسبی بودن در آنها رعایت نشده و برای ثالث ایجاد حق شده است. شبکه قراردادی مبتنی بر قراردادهای دوجانبه‌ای است که زنجیروار به هم مرتبط بوده (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۰) و در آن برای ثالث مسئولیتی فراتر از حقوق سنتی قراردادهای و آنچه در قراردادهای معمول دوجانبه وجود دارد، در نظر گرفته می‌شود.

به این ترتیب اولین چالش، به نظریه سلسله‌مراتبی قراردادهای و به تعارضی مربوط می‌شود که بین این نظریه و اصل نسبی بودن قراردادهای رخ می‌دهد. در تأمین مالی پروژه محور زنجیره عمودی بین اسناد پروژه به نحوی است که این قراردادهای کاملاً از هم تأثیر می‌گیرند به نحوی که نافذ شدن هر یک از قراردادهای تحت تأثیر عملکرد سایر قراردادهای پروژه می‌باشد. به این ترتیب، قراردادهای درهم تنیده در شبکه قراردادی برخلاف اصل نسبی بودن در حقوق قراردادهای - که در آن نسبت به تأثیر و تأثر هر قرارداد نسبت به سایر قراردادهای و ثالث، محدودیت وجود دارد - عمل می‌کنند. در حقوق شرکت‌ها نیز با اینکه مرزهای شرکت انعطاف بیشتری دارد و این انعطاف با افزایش کارایی شرکت همراه است، اما تحقق یک شرکت مستلزم چارچوبی حقوقی است؛ تولید کالا و خدمات غالباً نیازمند آورده چندین عضو است؛ اجرای این اعضا از هم مستقل بوده و همه به سمت یک هدف مشترک می‌روند. این ویژگی تلویحاً نشان می‌دهد که تخصیص ریسکی که در اینجا رواج دارد پاسخگوی تخصیص ریسکی که هدف شبکه است، نمی‌باشد. در شبکه قراردادی نقض هر یک از اعضا، امکان‌پذیری اجرای پروژه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، لازم است تا تخصیص ریسک مورد توافق اعضایی باشد که چه بسا به طور مستقیم طرف قرارداد





محسوب نمی‌شوند. همانطور که در تأمین مالی پروژه محور به‌عنوان یک شبکه قراردادی تخصیص ریسک اسناد پروژه مستلزم تأیید وام‌دهنده به‌عنوان فرد ثالثی است که طرف قراردادهای پروژه نمی‌باشد. به این ترتیب، حوزه و دامنه ریسک مشترک در شبکه قراردادی فراتر از مرز روابط قراردادی است. (کفگی، ۲۰۱۱، ۶۸).

تعارض بعدی شبکه قراردادی به لزوم وجود قراردادهای ناقص<sup>۱</sup> مربوط می‌شود. در تأمین مالی پروژه محور ارتباط بین ابعاد مالی و مدیریتی مستلزم وجود قراردادهای مالی ناقص است (مولنر، ۲۰۱۷، ۱۲۲) به نحوی که ویلیامسون لازمه مدیریت تأمین مالی پروژه محور را در وجود اختیارات فرصت طلبانه، قراردادهای ناقص و هزینه‌های معاملاتی می‌داند که از قبل صورت گرفته است (مولنر، ۲۰۱۷، ۱۰۷) به اعتقاد فاما در تأمین مالی پروژه محور ترتیبات مالی را نمی‌توان منفک از سایر ارتباطات زنجیره‌ای دانست. از طرفی چون اغلب طرفین نمی‌توانند همه احتمالات آینده را پیش‌بینی کنند و ممکن است ابزار مناسب هجینگ یا پوشش‌دهی ریسک نیز وجود نداشته باشد، قراردادهای ناقص از این قابلیت برخوردار هستند که ریسک را بین ذی‌نفعان تقسیم کنند (فاما، ۱۹۹۰، ۷۵)؛ در حقیقت با وجود ارتباط تنگاتنگ بین قرارداد وام و تضامین بازپرداخت با قرارداد تحویل (آف‌تیک)، وجود قراردادهای ناقص در زنجیره اسناد تأمین مالی پروژه محور منجر به روابط ساختاری بین گسترش و تطویل وام<sup>۲</sup> و عوامل ریسک می‌شود، تا جایی که ریسک‌های باقی‌مانده را بین سهامداران و وام‌دهندگان تقسیم کند (دیلمی و هاسوالد<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵، ۱۵-۱۶). به این ترتیب، چالش بعدی در پاسخ به وجود قراردادهای ناقص در شبکه قراردادی می‌باشد. معمولاً این قراردادها در جایی به کار می‌روند که چاره‌ای در برابر عدم قطعیت‌ها وجود نداشته و جلوگیری از بروز رفتارهای فرصت طلبانه‌ای که ناشی از عدم تقارن اطلاعات است، از دغدغه‌های اجرا محسوب می‌شود؛ درحالی‌که قرار گرفتن در قالب شرکتی نیز به‌عنوان یک گزینه ارزان و کارا، اصولاً بیش از حد بوروکراسی و دارای مقررات زائد و دست‌وپاگیر می‌باشد. از این رو شبکه‌ها به‌وجود آمدند تا پروسه تولید را

1. incomplete contract  
2. credit spread  
3. Deilami & Hauswald

درجایی که رقابت در بازار انعطاف بالایی را می‌طلبد و به توانایی بالایی برای تطابق با شوک‌ها و تغییرات بیرونی احتیاج است، پاسخگو باشند (کفگی، ۲۰۱۱، ۴).

علاوه بر موارد فوق، به طور معمول ماهیت قراردادهای این ترتیب است که هر یک از طرفین به دنبال حداکثرسازی منافع خویش است؛ در حالی که در شرکت هدف مشترکی بین طرفین شرکت‌کننده دنبال می‌شود. بنابراین، مرز بین قرارداد و شرکت، در تفاوت رقابت (قرارداد) و همکاری (شرکت) است (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۰). یک نگاه دقیق به قراردادهای نشان می‌دهد که روابط قراردادی در بردارنده دو بعد همیاری و رقابت هستند؛ در حالی که، وجود اهداف و سود مشترک خارج از بحث قراردادی و به حقوق شرکت‌ها مربوط می‌شود. با این وجود، برای مواقعی که بحث شبکه‌های قراردادی با سطح بالایی از عدم قطعیت‌ها همراه است، شرکت‌ها گزینه مناسبی محسوب نمی‌شوند و قابلیت استناد چندانی ندارد. در این مواقع ترجیح به سمت استفاده از سیستم قراردادی است که برای همکاری و توسعه یک پروژه مشترک در قالب شبکه تشکیل شده باشد (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۰). شبکه‌های قراردادی تجمع یک سری از افراد برای رسیدن به یک هدف مشترک است؛ پس نتیجه گرفته می‌شود که وجود هدف مشترک لزوماً به معنای استفاده از مدل شرکتی نیست و این هدف می‌تواند از طریق شبکه‌ای از حقوق و تعهدات که در آن شکل گرفته‌اند، در روابط خاص شبکه با اعضایش تخصیص یابد.

با توجه به آنچه بیان شد، از یک سو حقوق قراردادهای به جهت تمرکز روی اصل نسبی بودن، اثرات خارجی قراردادهای دوجانبه بر افراد ثالث را توجیه نمی‌کند. از سوی دیگر، حقوق شرکت‌ها نمی‌تواند تحلیل درستی از شبکه‌های قراردادی ارائه دهد، چراکه از انعطاف کافی، آن‌طور که لازمه منعطف بودن ترتیبات شبکه‌های قراردادی است، برخوردار نیست (آمستوز و تیونبر، ۲۰۰۹، ix). در نتیجه، شبکه قراردادی به‌طور مستقیم در هیچ یک از تئوری‌های حقوقی نمی‌گنجد و ضرورت دارد تا ماهیت جدیدی در حقوق برای آن تعریف شود. در حالی که با ورود بحث شبکه‌ها به دکتترین حقوقی، این امکان وجود دارد که سؤالات بی‌جوابی که در سالیان متمادی برای دادگاه و دکتترین حقوقی، به جهت تأکید بر نسبی بودن





قراردادها در دکتترین به وجود آمده، جواب داده شود؛ به ویژه سؤال بی جوابی که در خصوص اثرات خارجی یک قرارداد دوجانبه بر ثالث به وجود می آید (آمستوز و تیوبنر، ۲۰۰۹، xii).

## ۵. مطالعه تطبیقی جایگاه و روابط شبکه‌های قراردادی در دو نظام حقوقی

### سیویل لا و کامن لا

#### ۵-۱. نظام حقوقی فرانسه

در نظام حقوقی فرانسه از اصطلاح *Groups de contracts* یا *Ensemble contractual* برای معرفی قراردادهای مرتبط استفاده می‌شود که به معنای یکپارچگی قراردادی است. با این وجود، در این نظام حقوقی ساختار قراردادهای مرتبط لحاظ نشده و چون به قرارداد به عنوان یک ساختار واحد نگریسته می‌شود، شناسایی شبکه قراردادی مستلزم یک سری بازنگری‌ها است (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۶۳). از نگاه دکتترین حقوق فرانسه، قراردادهای مرتبط و در هم تنیده، با آثار حقوقی همراه هستند که در ادامه تحت دو عنوان: اثر حقوقی قراردادهای مرتبط بر همدیگر و اثر حقوقی قراردادهای مرتبط بر طرفین قراردادهای، بررسی می‌شوند.

**الف) اثر حقوقی قراردادهای مرتبط بر همدیگر:** در رابطه با آثار حقوقی قراردادهای مرتبط بر سایر قراردادهای پروژه، مهمترین اثر حقوقی بحث تفسیر این قراردادهاست که لازم است هر قرارداد به عنوان بخشی از کل، در راستای سایر قراردادهای شبکه تفسیر می‌شود تا در نهایت قراردادها به سمت یک هدف مشترک سوق پیدا می‌کند. برای این منظور لازم است تا اثر حقوقی این دیدگاه در دو مورد ارزیابی قراردادهای و فسخ قراردادهای به تفکیک تحلیل شود.

۱. **ارزیابی قراردادهای.** در رابطه با ارزیابی قراردادهای، استفاده از قراردادهای مرتبط منجر به این می‌شود که تحلیل شروط قراردادی یک قرارداد بر اساس سایر قراردادهای شبکه صورت گیرد. به عنوان مثال، در تحلیل اعتبار یک قرارداد در شبکه، برای اینکه حتی الامکان از بطلان قرارداد جلوگیری شود، قراردادهای مرتبط بر مبنای سایر قراردادهای تحلیل می‌شود. به این ترتیب، قراردادی که ممکن است بر اساس شروط مندرج در خود قرارداد غیرنافذ محسوب شود، می‌تواند بر اساس سایر قراردادهای شبکه نافذ باشد. در این خصوص





می‌توان به بحث پایین‌بودن قیمت قرارداد اشاره کرد. به موجب حقوق فرانسه، برای اینکه قرارداد فروش نافذ باشد، بایستی از قیمت معقولی برخوردار باشد. حال ممکن است چنین قراردادی که به موجب عدم وجود چنین شرطی قابل بطلان است، وقتی در یک شبکه قراردادی قرار می‌گیرد، نافذ باقی بماند؛ صرفاً به این دلیل که قرارداد فروش بخشی از شبکه قراردادی است که در آن سبب تعهدات فروشنده مشخص است (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۷۴). در تأمین مالی پروژه محور این اثر حقوقی می‌تواند نقش پررنگی در حمایت از وام‌دهنده در راستای اطمینان از عدم فسخ قراردادهای پروژه، که نقش وثیقه برای بازپرداخت وام وام‌دهنده را ایفا می‌کنند، داشته باشد. همین رویکرد در شروط قراردادی نیز به کار می‌رود؛ به این ترتیب که یک شرط قراردادی می‌تواند قابل اعمال بر قرارداد دیگری باشد که در آن قرارداد به این شرط اشاره نشده است. این موقعیت صرفاً در جایی قابل اعمال است که قراردادها با هم لینک بوده و یک کل را تشکیل دهند. همچنین از مثال‌های رایج در این خصوص شرط داوری است که در یکی از قراردادهای شبکه مقرر شده، حال این شرط قابلیت اعمال بر سایر قراردادهای مرتبط را نیز دارد (بلنک<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷، ۷۰۷).

۲. فسخ قراردادها. دکتین حقوقی فرانسه در قراردادهای مرتبط با هم معتقد به سرایت فسخ از قراردادی به سایر قراردادهای شبکه هستند. در واقع تا مدت‌ها نظام حقوقی فرانسه نسبت به قابلیت فسخ قراردادها در پی یک قرارداد، با چالش روبه‌رو بود تا اینکه در سال ۲۰۰۶ در این خصوص به اجماع رسیدند. با این مضمون که در یک شبکه قراردادی بطلان یا فسخ یک قرارداد منجر به «caducite» در سایر قراردادها می‌شود.<sup>۲</sup> این اصطلاح ترجمه دقیقی ندارد. نوعی از ابطال محسوب شده و در جایی قابلیت اعمال دارد که عنصری که لازمه اعتبار یک قرارداد است به دلیل خاصی اثر خود را در طول اجرای قرارداد از دست داده است. دلیل خاص در اینجا وجود و اجرای قراردادهایی هستند که لازمه وجود شبکه قراردادی محسوب می‌شوند (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۷۴) و اثر حقوقی به واسطه ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد در تأمین مالی پروژه محور محقق می‌شود؛ به نحوی که به جهت پیش‌نرفتن

1. Blanc

۲. برای اطلاعات بیشتر رجوع شود به: کفگی، ۲۰۰۱، ب، ۱۷۴.

زنجیره عمودی قراردادهای پروژه طبق برنامه از قبل تعیین شده، بقیه قراردادهای قابلیت اجرایی خود را از دست می دهند.

ب) اثر حقوقی قراردادهای مرتبط بر طرفین قراردادها. درهم پیچیدگی و ارتباط بین قراردادهای این اختیار را برای ثالث قرارداد ایجاد می کند که به استناد قرارداد دیگری، حقی را به اجرا بگذارد. به این ترتیب، یک قرارداد منجر به ایجاد آثاری برای شخص ثالث می شود و این امر استثنایی بر اصل نسبی بودن قراردادهای می باشد. در تأمین مالی پروژه محور نیز وام دهنده به عنوان ثالث قراردادهای پروژه از حقوقی نسبت به قراردادهای پروژه برخوردار باشد. دو نوع حق برای وام دهنده به عنوان ثالث قرارداد می تواند ایجاد شود: حق ادعای خسارت و حق مستقیم جبران خسارت.

۱. حق ادعای خسارت. در خصوص حقی که برای ثالث نسبت به ادعای خسارت به وجود می آید، لازم به توضیح است که این اتفاق در جایی محقق می شود که ثالث از عدم انجام تعهد و اجرای قرارداد خسارت ببیند و در حالی خواهان جبران خسارت باشد که هیچ گونه قراردادی بین خسارت دیده و خسارت زنده وجود ندارد. مسئله این است که آیا فرد خسارت دیده در نبود رابطه قراردادی می تواند بابت نقض قرارداد بین دو طرف دیگر، ادعای خسارت کند؟ پاسخ این سؤال به این بستگی دارد که آیا قرارداد مطروحه و ثالث زیان دیده در رابطه یک شبکه قراردادی قرار دارند یا خیر؟. شبکه قراردادی این حق را برای طرفین به وجود می آورد که بر علیه طرف قراردادی که موجب خسارت شده، ادعای خسارت کنند؛ در حالی که، در حالت معمول صرفاً می توان از طریق حقوق مسئولیت مدنی ادعای خسارت کرد. دادگاه های فرانسه چنین اثر حقوقی را برای قراردادهای مرتبط قائل هستند و هدف از شناسایی این حق، ایجاد تسهیلات جبران خسارت از طریق ادعای خسارت مستقیم نسبت به شخص مسئول و ایجاد تسهیلات برای اثبات نقض است. به این ترتیب لازمه ایجاد حق برای ثالث در روابط قراردادی وجود زنجیره قراردادی می باشد (کرل<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱، ۱۳). این مسئله در تأمین مالی پروژه محور که از ویژگی عدم حق ارجاع برخوردار است، می تواند انگیزه قابل تاملی برای ورود وام دهنده به پروژه باشد.





۲. حق مستقیم جبران خسارت. حق مستقیم جبران خسارت و یا به عبارتی «action directe» به این معنا که حق مستقلاً برای ثالثی که مدعی ذی نفع بودن در قرارداد است ایجاد می‌شود (فابریزو کفگی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱، ۱۷۷). در تأمین مالی پروژه محور از طریق تعهدات وام گیرنده در قراردادهای بیمه‌ای که منعقد می‌شود این حق برای وام‌دهنده تأمین مالی پروژه محور در نظر گرفته می‌شود. همچنین وام‌دهنده نسبت به بازیگران پروژه و دولت میزبان، از طریق انعقاد قرارداد مستقیم<sup>۲</sup> این خواسته را عملی می‌سازد؛ در حالی که، اگر معتقد به تحقق شبکه در تأمین مالی پروژه محور باشیم نیاز به انعقاد قراردادهای مستقیم کم‌رنگ‌تر می‌شود.

از آنچه نسبت به نظام حقوقی فرانسه بیان شد می‌توان استنباط کرد که یک رژیم واحد جوابگوی شبکه قراردادی نیست. البته که باید به قطعیت‌های حقوقی برای حل مسائل شبکه‌ها رسید، اما شبکه‌های قراردادی مستلزم ابزار و راه‌حلی منعطف هستند، و این به جهت پیچیدگی و تنوع و چندگانگی است که در شبکه‌های قراردادی وجود دارد. بنابراین، مقرر کردن یک راه‌حل ثابت و غیر منعطف حقوقی جوابگوی چالش‌های شبکه‌ها نیست. ضمن اینکه مقررات‌گذاری‌ها می‌توانند نتیجه معکوس داشته و منجر به تشویق بازیگران شبکه به ایجاد ساختارهای جدید برای فرار از انعطاف‌ناپذیری‌های حقوقی شود. اگر چارچوبی برای طراحی یک شبکه قراردادی در نظر گرفته می‌شود، مهم است که منعطف باشد. در همین راستا پدر علم حقوق فرانسه معتقد است که گاهی لازم است تا در وضع قوانین خساست به خرج داد (پرتالیز<sup>۳</sup>، ۱۹۸۸).

## ۲-۵. نظام حقوقی انگلیس

تحلیل حقوقی موضوعی که وجودش در نظام حقوقی به رسمیت شناخته نشده، امری دشوار است. در حقوق انگلیس هم شبکه‌های قراردادی چه تحت این نام، چه تحت نام‌های دیگر به رسمیت شناخته نشده‌اند و به تبع آن قانونی در این زمینه وضع نشده است. اینکه چرا برخلاف سایر نظام‌های حقوقی، نظام حقوق انگلیس کمتر به این پدیده جدید

1. Fabrizio Cafaggi  
2. direct agreement  
3. portalis



تن داده، ریشه در تعصبی دارد که دکتترین حقوق انگلیس نسبت به اصل نسبی بودن قراردادهای قائل هستند. در حقوق انگلیس ریشه اصل نسبی بودن قراردادهای به اصل حاکمیت اراده (آزادی قراردادی) برمی‌گردد. حال سؤالی که مطرح می‌شود این است که رویکرد حقوق انگلیس نسبت به اصل نسبی بودن قراردادهای و حق بازنگری مجدد نسبت به روابط بازیگران شبکه قراردادی که اصولاً فراتر از اصل نسبی بودن اعمال می‌شود، چیست؟ چرا حقوق انگلیس تمایلی به ایجاد حقوق قراردادی فراتر از اصل نسبی بودن ندارد و این رویکرد چه تأثیری بر مسئولیت مدنی مبتنی بر تقصیر، فراتر از اصل نسبی بودن دارد؟ (ویتاکر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱، ۲). اینکه حقوق انگلیس تا چه حد معتقد به ترتب آثار حقوقی قرارداد بر ثالث می‌باشد، و اینکه آیا این نظام حقوقی، ثالث قرارداد را محق لازم‌الاجرا شدن تعهدات قراردادی می‌داند، همان چیز است که تحت اصل نسبی بودن قراردادهای از تحمیل تعهدات از سوی ثالث جلوگیری می‌کند. در این خصوص لازم به توضیح است که حقوق انگلیس نگاه بسیار مضیقی به بحث شناسایی حق برای ثالث قراردادی دارد و این منطق را به واسطه ارتباط تنگاتنگ دکتترین اصل نسبی بودن قراردادهای با دکتترین عوضین توجیه می‌کند. به این معنا که عدم شناسایی حق برای ثالث قرارداد از این مسئله نشأت می‌گیرد که ثالث، عوضی در برابر آنچه دریافت می‌کند پرداخت نکرده است (اسمیت<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷، ۱۷). در خصوص دکتترین عوضین لازم به توضیح است که این دکتترین در نظام حقوق انگلیس هسته اصلی مفاهیم قراردادی را تشکیل می‌دهد. دکتترین عوضین معتقد است که قرارداد صرفاً موافقت‌نامه‌ای نیست که در آن تراضی طرفین منجر به ایجاد تعهد شده باشد، بلکه برخلاف آنچه در بسیاری از نظام‌های حقوقی رواج دارد، وجود قصد طرفین شرط کافی برای ایجاد تعهد نمی‌باشد. از نگاه این دکتترین، قرارداد نوعی چانه‌زنی است که با لفظ عوضین معنای حقوقی یافته است (رای صادره در پرونده کری علیه میسا<sup>۳</sup>، ۱۸۷۵، ۱۶۲). اثر حقوقی این دیدگاه نسبت به قرارداد، اصل نسبی بودن قراردادهای است که به استناد آن یک فرد صرفاً در صورتی از قرارداد سود می‌برد که در ازاء آن عوضی پرداخت کرده باشد.

1. Whittaker  
2. Smith  
3. Currie CF, v Misa

بنابراین، ثالثی که عوضی در ازاء قرارداد پرداخت نکرده، استحقاقی نسبت به منافع قرارداد ندارد (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۸۱). با این اوصاف این سؤال باقی می ماند که چرا در حقوق کامن لا مواردی پیش بینی نشده که به طرفین قرارداد اجازه دهد که خودخواسته در قرارداد برای ثالث حقی قائل شوند. در واقعیت در این رابطه چالش هایی نیز به وجود آمده و پرونده های متعددی مطرح شدند.<sup>۱</sup> در نهایت این ضرورت احساس شد که بین اصل نسبی بودن و عوضین و قصد طرفین برای قائل شدن حقی برای ثالث تعادل ایجاد شود. به این ترتیب که فرم سنتی قرارداد به همان ترتیب سابق باقی بماند و صرفاً در قراردادهای خاصی، ساختار قراردادی نسبت به اصل نسبی بودن قراردادها، ساختارسازی مجدد شود. برای این منظور یک سری از قراردادها متمایز شدند، به این نحو که در روابط طرفین ترتیبات قراردادی چندطرفه (این مورد شامل روابط شبکه قراردادی نیز می شود) به شیوه خود مقررات گذاری اطراف قرارداد در کنار قوانین و مقررات، ساختارسازی مجدد شود. حال دکتین حقوق انگلیس برای شناسایی حقوق قراردادی فراتر از اصل نسبی بودن دو مکانیزم پیشنهاد دادند که از طریق آنها طرفین قرارداد وجود حق برای ثالث را به رسمیت بشناسند. راه حل سنتی، انعقاد قرارداد مستقیم می باشد و این استدلال که اگر این قرارداد منعقد نشود به این معناست که طبق اصل آزادی قراردادی طرفین قصدی برای ایجاد روابط قراردادی نداشته اند. راه حل دوم، انعقاد قرارداد به نحوی است که در آن برای ثالث وجود حق پیش بینی شده باشد (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۸۴-۱۸۳). به موجب قانونی که در سال ۱۹۹۹ میلادی در انگلیس تصویب شد، این قانون به طرفین این اختیار را می دهد که در قرارداد منعقد بین خود، حقی برای ثالث قائل شوند. بنابراین، سرایت اثر حقوقی به ثالث در نتیجه قصد طرفین و تلویحاً با محدود کردن اثر دکتین عوضین امکان پذیر است. البته لازم به ذکر است که این قانون حتی در جایی که قرارداد منافی برای ثالث قائل می شود نیز در تضاد با دکتین عوضین نیست، چراکه همچنان قرارداد بین طرفین در ازاء عوضین منعقد می شود ولی نیازی نیست که ثالث در ازاء سودی که می برد، عوضی پرداخت کند. به موجب قانون مذکور، ثالث از حقوقی نسبت به قرارداد برخوردار است؛ چه به این امر

۱. برای بررسی بیشتر این دسته از پرونده ها رجوع کنید به: کفگی، ۲۰۱۱، ۱۸۲.



مستقیماً در قرارداد اشاره شده باشد یا شرطی در قرارداد باشد که برخورداری از یک سری منافع از سوی ثالث را تأیید کرده باشد. این حق برای ثالث در نظر گرفته می‌شود مگر اینکه قرینه‌ای در قرارداد دال بر عدم قصد طرفین برای لازم‌الاجرا شدن حقوق ثالث وجود داشته باشد. به این ترتیب، رویکرد انگلیس در خصوص تحلیلی که دکترین حقوقی نسبت به روابط حقوقی طرفین در شبکه‌های قراردادی ارائه می‌دهند، به قانون ۱۹۹۹ برمی‌گردد. این قانون با بازنگری که در برخورد با اصل نسبی بودن قراردادها ارائه داد، استثنائی بر این اصل قائل شده که این استثناء به مواردی که طرفین قصد خود به ایجاد حق برای ثالث را اظهار کرده‌اند - یا حداقل قصد خود بر قائل نشدن حق برای ثالث را اظهار نکرده باشند - محدود می‌شود (کفگی، ۲۰۱۱، ۱۹۶).

## ۶. نتیجه

تأمین مالی پروژه محور به جهت دو ویژگی اهرم مالی بالا یا به عبارتی سهم حداکثری وام دهنده در تأمین سرمایه از یک سو و عدم حق رجوع برای بازپرداخت وام از سوی دیگر، مستلزم حق نظارت و کنترل وام‌دهنده بر اسناد تأمین مالی می‌باشد. ضرورت شناسایی این حق به دلیل تکیه وام‌دهنده بر جریان نقدینگی است که نتیجه اجرای صحیح اسناد پروژه می‌باشد. دامنه این حق تا حدی است که سایر اسناد تأمین مالی کاملاً تحت تأثیر و تأثر وام دهنده به‌عنوان ثالث قراردادی می‌باشند. این ویژگی نقطه تمایز تأمین مالی پروژه محور از سایر شیوه‌های تأمین مالی و فلسفه اصلی ارتباط زنجیره‌ای بین اسناد مالی و اسناد پروژه می‌باشد. تأمین مالی پروژه محور لازمه همسویی و نیل به هدف واحد را از مدیریت ریسک سهام در سایر شیوه‌های تأمین مالی به سمت مدیریت ریسک‌های قراردادی هدایت می‌کند. مدیریت ریسک مستلزم تخصیص صحیح ریسک و وجود رابطه زنجیره‌ای عمودی بین اسناد پروژه است؛ به نحوی که عملکرد هر قرارداد تحت تأثیر عملکرد سایر قراردادهای پروژه قرار می‌گیرد. این رابطه زنجیره‌ای که تحقق آن در بررسی‌های میدانی، مورد تأیید اقتصاددانان واقع شده و کارایی اقتصادی آن اثبات و توجیه شده، ماهیت تأمین مالی را به سمت شبکه قراردادی سوق می‌دهد. ماهیتی که در آن برای شخص ثالث حقوقی فراتر از



حقوق سنتی قراردادهای به رسمیت شناخته می‌شود و تا حدودی با اصل نسبی بودن قراردادهای در تعارض است. این ماهیت جدید (شبکه قراردادی) که طی شرایطی از سوی دو نظام کامن‌لا و سیویل‌لا مورد شناسایی قرار گرفته، می‌تواند نقش به‌سزایی در تهیه و تنظیم اسناد تأمین مالی داشته باشد به طوری که در نهایت با وجود عدم حق رجوع محدود دارایی بانیان پروژه، وام‌دهنده از آسودگی خاطر بیشتری نسبت به کنترل و نظارت بر قراردادهای پروژه به‌عنوان اصلی‌ترین وثیقه بازپرداخت وام برخوردار باشد؛ انگیزه‌ای که می‌تواند کمک شایانی برای جذب منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌بر صنعت محسوب شود.





## منابع

- ابراهیمی، سیدنصرالله؛ جواندل جانانلو، فرخ (۱۳۹۴). مدیریت تفسلی ریسک در تنظیم قراردادهای بین‌المللی نفتی. مطالعات حقوق انرژی، (۱۱)، ۳۶-۱۷. doi: 10.22059/jrels.2015.54550
- اشکوه، حسین؛ و صبیحه، محمدحسین (۱۳۹۴). روش تأمین مالی پروژه محور و شرکتی از منظر حاکمیت پروژه موردکاوی: پروژه‌های بالادستی پارس جنوبی در ایران و قطر. چشم انداز مدیریت مالی، ۱۲، ۸۱-۱۰۸.
- حاتمی، علی؛ و کریمیان، اسماعیل (۱۳۹۴). حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو قانون و قراردادهای سرمایه‌گذاری. تهران: تیسرا.
- دهقانی، تورج (۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پروژه‌های نفت و گاز. تهران: مؤسسه مطالعات بین‌المللی انرژی.
- زهدی، مسعود (۱۳۹۵). آموزش گام‌به‌گام فنون حرفه‌ای در تأمین منابع مالی و سرمایه‌گذاری. تهران: هزاره سوم.
- شرکت نیروگاه جنوب اصفهان (۱۳۸۵). رویکرد قراردادی نیروگاه جنوب اصفهان. برگرفته از <https://www.mapnagroup.com/fa/companies/south-isfahan-power-plant>
- غمامی، مجید (۱۳۸۶). تأمین مالی پروژه‌های ساخت، بهره‌برداری و انتقال. مجله حقوق تطبیقی، (۲)، ۱۲۲-۱۰۱. doi: 10.22059/JCL.2010.80797
- Amstutz, M., & Teubner, G. (2009). *Networks: legal issues of multilateral co-operation*. Oxford: Hart Publishing.
- All Answers Ltd. (November 2018). *Currie v Misa - Summary*. Retrieved from <https://www.lawteacher.net/cases/currie-v-misa.php?vref=1>
- Blanc, V.G. (1997), *Clause Compromissoire Et Clause Attributive De Jurisdiction Dans Un Meme Contrat Ou Dans Un Meme Ensemble Contractuel* [http://www.tendancedroit.fr/wp-content/uploads/2019/04/G\\_ACTIONNAIRE\\_ep3.pdf](http://www.tendancedroit.fr/wp-content/uploads/2019/04/G_ACTIONNAIRE_ep3.pdf)
- Brealey, R. A., Cooper, I. A., & Habib, M. A. (1996). Using project finance to fund infrastructure investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 25-39. doi:10.1111/j.1745-6622.1996.tb00296.x
- Brealey, R.A., Cooper, I.A., & Habib, M.A. (1996). Using project finance to find Infrastructure Investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 25-39. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00296.x
- Byoun, S., & Xu, Z. (2014). Contracts, governance, and country risk in project finance: Theory and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 26, 124-144. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.03.003



مطالعات میان‌رشته‌ای در علوم انسانی

۱۷۴

دوره ۱۳، شماره ۲  
بهار ۱۴۰۰  
پیاپی ۵۰



- Carole A. De Vincelles (2011). *Linked contracts under French law*. Reterived from 10.4337/9781849809696.00013
- Corielli, F., Gatti, S., & Steffanoni, A. (2010). Risk shifting through nonfinancial contracts: effects on loan spreads and capital structure of project finance deals. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(7), 1295–1320. doi:10.1111/j.1538-4616.2010.00342.x
- Dailami, M., & Hauswald, R. (2007). Credit-spread determinants and interlocking contracts: A study of the Ras Gas project. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 248–278. doi:10.1016/j.jfineco.2007.03.001
- David, R. J., & Han, S. K. (2003). A systematic assessment of the empirical support for transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 25(1), 39–58. doi:10.1002/smj.359
- Esty, B. (2002). Returns on project-financed investments: evolution and managerial implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 71–86. doi:10.1111/j.1745-6622.2002.tb00342.x
- Esty, B.C. (2003). *The Economic Motivations for Using Project Finance*. January 2003. Harvard Business School: Mimeo.
- Fabrizio, C. (2011). *Contractual networks and contract theory: A research Agenda for European contract law*. Edward Elgar Publishing.
- Fabrizio, C. (2011). *Networks, inter-firm cooperation and economic growth contractual*. Edward Elgar Publishing.
- Fama, E. F. (1990). Contract costs and financing decisions. *The Journal of Business*, 63(S1), S71. doi:10.1086/296494
- Farrell, L. (2003). Principal-agency risk in project finance. *International Journal of Project Management*, 21(8), 547–561. doi:10.1016/s0263-7863(02)00086-8
- Gatti, S. (2013). Credit risk in project finance transactions. *Project Finance in Theory and Practice*, 321–369. doi:10.1016/b978-0-12-391946-5.00008-6
- Gatti, S. (2013). Introduction to the theory and practice of project finance. *Project Finance in Theory and Practice*, 1–25. doi:10.1016/b978-0-12-391946-5.00001-3
- Hainz, C., & Kleimeier, S. (2012). Political risk, project finance, and the participation of development banks in syndicated lending. *Journal of Financial Intermediation*, 21(2), 287–314. doi:10.1016/j.jfi.2011.10.002
- Hennart, J.-F. (2010). Transaction cost theory and international business. *Journal of Retailing*, 86(3), 257–269. doi:10.1016/j.jretai.2010.07.009
- Jensen, M. C. (1996). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Bankruptcy*, 11–16. doi:10.1017/cbo9780511609435.005
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1998). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.94043

- John, T. A., & John, K. (1991). Optimality of project financing: Theory and empirical implications in finance and accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1(1), 51–74. doi:10.1007/bf02408406
- Kraus, A., & Litzengerger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. doi:10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x
- Langlois, R.N. (July 20, 2016). *The corporation is not a nexus of contracts. It's an iPhone*. Available at <https://ssrn.com/abstract=2856631> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2856631>
- Lessard, D. R., & Miller, R. (2001). Understanding and managing risks in large engineering projects. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.289260
- Müllner, J. (2016). From uncertainty to risk—A risk management framework for market entry. *Journal of World Business*, 51(5), 800–814. doi:10.1016/j.jwb.2016.07.011
- Müllner, J. (2017). International project finance: review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*, 67(2), 97–133. doi:10.1007/s11301-017-0125-3
- Müllner, J. (2017). International project finance: review and implications for international finance and international business. *Management Review Quarterly*, 67(2), 97–133. doi:10.1007/s11301-017-0125-3
- Poppo, L., & Zenger, T. (2002). Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements? *Strategic Management Journal*, 23(8), 707–725. doi:10.1002/smj.249
- Portalis (1988). Discours *Preliminaire Dur Le Code Civil*  
[https://mafr.fr/IMG/pdf/discours\\_1er\\_code\\_civil.pdf](https://mafr.fr/IMG/pdf/discours_1er_code_civil.pdf)
- Rugman, A.M. & Verbeke, A. (2003). Extending the theory of the multinational enterprise: internalization and strategic management perspectives. *Journal of International Business Studies*, 34(2), 125-137.
- Smith, S. (1997). *Contracts for the benefit of third parties: In defence of the third party rule*. *Oxford Journal of Legal Studies*, 17(4), 643-663. doi: 10.2307/764754
- The Law Commission (1996). *Privity of contract contracts for the benefit of third parties*. Report No 242, Rederived from [http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2017/02/lc242\\_privity-of-contract-contracts-for-the-benefit-of-third-parties.pdf](http://www.lawcom.gov.uk/wp-content/uploads/2017/02/lc242_privity-of-contract-contracts-for-the-benefit-of-third-parties.pdf)
- Whittaker S. (2011). *Contract networks, freedom of contract and the restructuring of privity of contract*. doi: 10.4337/9781849809696.00014
- Williamson O.E (1988). Corporate Finance And Corporate Governance, American Finance Association. *The Journal of Law & Economics*, 233-261. doi: 10.2307/725118

