

## Rozdział 2

# *Project finance* i *corporate finance* jako metody realizacji projektów inwestycyjnych

Marta Postuła

### 2.1. Definicja *project finance*

*Project finance* jest jednym ze szczególnych sposobów finansowania dużych inwestycji zwłaszcza infrastrukturalnych o dużej kapitałochłonności. Do realizacji danej inwestycji powołuje się specjalną spółkę celową (SPV z ang. *Special Purpose Vehicle*), której podstawowym zakresem działania jest zarządzanie inwestycją.

W literaturze angielskiej *project finance* przedstawia się również jako konstrukcję prawną, w ramach której kredytobiorca (lub pożyczkobiorca) nie ponosi osobistej odpowiedzialności za spłatę udzielonych w ramach kredytu środków, a kredytodawca może zaspokoić swoje roszczenia jedynie z ustanowionych na jego rzecz zabezpieczeń<sup>53</sup>. Ustanowione zabezpieczenia w ramach struktury *project finance* mogą pochodzić wyłącznie ze składników majątkowych spółki projektowej, nigdy natomiast nie ustanawia się zabezpieczenia na składnikach spółki macierzystej. Taki rodzaj zabezpieczenia pełni funkcję zapewnienia wierzycielowi możliwości zaspokojenia jego wierzytelności.

Badania empiryczne prowadzone nad tą metodą finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych prowadzą do następujących obserwacji<sup>54</sup>:

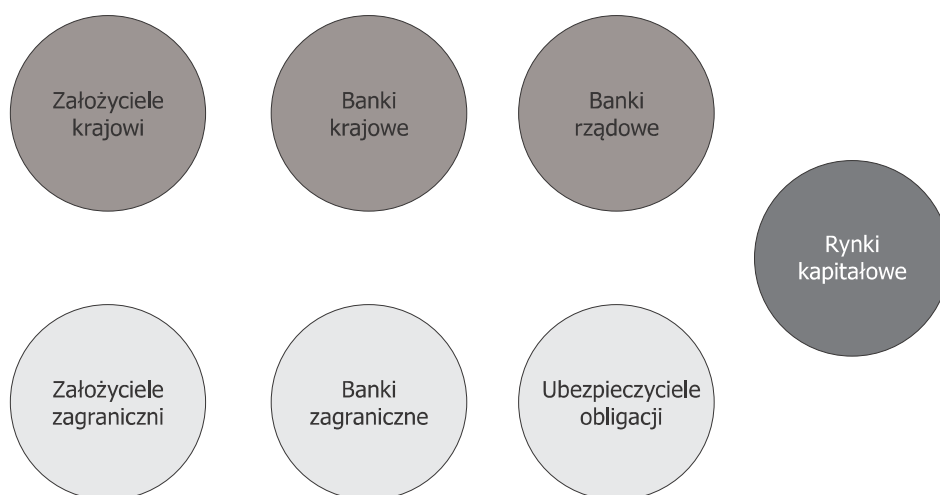
---

<sup>53</sup> Piątek H., *Project finance w prawie polskim i angielskim*, cz. I, Monitor Prawniczy, „Dwutygodnik Prawa Polskiego”, C.H. BECK, nr 16/2001.

<sup>54</sup> Brealy R. A., Cooper I. A., Habib M. A., *Using Project finance to Fund Infrastructure Investments*, „Journal of Applied Corporate finance”, vol. 9 (Fall 1996), s. 25.

- 1) do realizacji przedsięwzięcia powołana zostaje specjalna spółka, zwana project company lub vehicle company – rzadziej special purpose company,
- 2) założycielami (*sponsors*) i posiadaczami udziałów w takiej spółce są m.in. spółki biorące czynny udział w realizacji projektu, np. jako wykonawcy lub podwykonawcy,
- 3) uczestnicy projektu, tacy jak: wykonawcy, zarządzający, kredytodawcy, dostawcy oraz – o ile to możliwe – finalni użytkownicy obiektów składających się na projekt lub produkcji dzięki niemu wytwarzanej, a niejednokrotnie agencje rządowe, tworzą pomiędzy sobą sieć powiązań umownych, mających na celu głównie wyodrębnienie możliwych rodzajów ryzyka i przypisanie konsekwencji ich poniesienia poszczególnym stronom (rys. 3),
- 4) spółka realizująca projekt wykorzystuje wysoką dźwignię finansową, a jednocześnie wierzyciele mają ograniczone możliwości roszczeń (regresu) w stosunku do sponsorów projektu w przypadku jego niepowodzenia (tzw. limited-recourse lub non-recourse financing).

**Rysunek 3.** Główni uczestnicy *project finance*



Źródło: Financing PPPs: *Project finance*, BBVA Global Debt Capital Markets, June 2009, s. 5.

Główne zalety wynikające w sposób bezpośredni z różnic pomiędzy tradycyjnym finansowaniem a finansowaniem typu *project finance* to między innymi to, iż finansowanie to nie jest zależne od wiarygodności kredytowej podmiotu realizującego inwestycje, jak również wyceny zaangażowanego kapitału. W przypadku takiego modelu kredytodawca akceptuje warunki kredytowania na pod-

stawie oceny rentowności przedsięwzięcia. Standardowy *project finance* składa się z czterech faz<sup>55</sup>:

- przedinwestycyjnej, której rezultatem winien być materiał zwany studium wykonalności. Materiał ten między innymi identyfikuje sponsorów oraz jest pierwszą prezentacją projektu podmiotom finansującym,
- realizacyjnej – w zakres której wchodzi głównie założenie przyjęte przez inwestorów spółki celowej do wykonania zdefiniowanego w projekcie konkretnego zadania, przygotowanie dokumentacji, podpisanie niezbędnych kontraktów wykonawczych umów oraz uruchomienie narzędzi finansowania,
- rozruchu, podczas której obiekt udostępniany jest użytkownikowi. Od tego momentu rozpoczyna się spłata zobowiązań z wygenerowanych nadwyżek finansowych,
- operacyjnej obejmującej normalną eksploatację obiektu oraz całkowitą spłatę zobowiązań.

Charakterystyczną cechą dla finansowania w formule *project finance* jest duży udział kapitału obcego (mieszczący się w przedziale 70–90%).

Przedsięwzięcia realizowane z wykorzystaniem metody *project finance* mają najczęściej szczególne znaczenie dla państwa, jednak kapitał lokowany w tych przedsięwzięciach pochodzi najczęściej wyłącznie z sektora prywatnego. Inwestor prywatny przystąpi do realizacji projektu, jeżeli oczekiwana przez niego stopa zwrotu pokryje koszt zaangażowanego kapitału i przyniesie dodatkową premię. Rząd, powierzając realizację przedsięwzięcia o znaczeniu ogólnopństwowym podmiotowi sektora prywatnego, uzyskuje korzyści w postaci zaangażowania prywatnego kapitału, co uniezależnia realizację projektu od kondycji finansowej państwa. Korzysta też z wiedzy, doświadczenia i technik zarządzania wykorzystywanych w sektorze prywatnym. Rząd ma oczywiście inne możliwości uzyskania tych samych korzyści, np. poprzez kontrakty na usługi czy pełną prywatyzację. Każda z tych form przynosi państwu określone korzyści w postaci albo zaangażowania prywatnego kapitału, albo zaangażowania wiedzy i doświadczenia, albo i jednego, i drugiego, co w każdym przypadku skutkuje wzrostem efektywności. Każda z tych form ma też swoje wady<sup>56</sup>.

Rosnącą popularność *project finance* jako metody finansowania inwestycji tłumaczą ogromne zalety jej konstrukcji. Należy podkreślić, że pozwala ona na realizowanie inwestycji wymagających olbrzymich nakładów, przekraczających zwykle możliwości finansowe jednego przedsiębiorstwa czy możliwości udziela-

<sup>55</sup> Czerkas K., *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności deweloperskiej*, Biblioteka Bankowca, Twigger, Warszawa 2001.

<sup>56</sup> Jerwatowski T., *Project finance jako metoda finansowania inwestycji infrastrukturalnych*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, Rok LXIV – zeszyt 1 – 2002.

nia kredytu przez bank i z tego względu znajduje często zastosowanie przy finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych. Mimo określonych wad tej metody, które zostaną zaprezentowane, ma ona szereg zalet powodujących, iż w przypadku dużych inwestycji obarczonych wysokim ryzykiem jest ona odpowiedniejsza niż inne sposoby ich finansowania, takie jak na przykład kredyt konsorcjalny. Na ogół wyróżnia się trzy zasadnicze zalety stosowania *project finance*:

- uzależnienie pożyczki od oczekiwanych przepływów pieniężnych projektu;
- podział ryzyka pomiędzy uczestników projektu;
- pozabilansowy charakter długu związanego z przedsięwzięciem.

Ze względu na to, iż schematy *project finance*, w zależności od sektora gospodarki, różnią się między sobą, trudno jest określić jeden standardowy model tego sposobu finansowania. Istnieją jednak pewne ogólne zasady stanowiące podstawę techniki *project finance*. Poniżej przedstawiono kilka typowych cech charakterystycznych *project finance*<sup>57</sup>:

- wykorzystywane jest do finansowania projektów zamkniętych, a więc rentownych pod względem ekonomicznym oraz prawnym. W tym celu wykorzystuje się formułę podmiotu prawnego o specjalnym przeznaczeniu (spółki celowej), którego podstawowym przedmiotem działalności jest realizacja i eksploatacja projektu;
- zazwyczaj wykorzystuje się tę technikę na potrzeby nowych projektów, a nie wcześniejszej działalności (choćby kredyty w ramach *project finance* mogą być refinansowane);
- występuje w nim stosunkowo wysoka relacja długu do kapitału własnego (dźwignia finansowa);
- w odniesieniu do długu na zasadach *project finance* inwestorzy nie udzielają gwarancji w ramach spółki celowej (finansowanie bez prawa regresu) lub udzielają gwarancji w ograniczonym zakresie (finansowanie z ograniczonym prawem regresu);
- kredytodawcy w ocenie możliwości spłaty kapitału i odsetek (obsługi długu) opierają się raczej na prognozowanych przyszłych przepływach finansowych generowanych przez projekt niż na wartości jego majątku czy historycznych wynikach finansowych;
- podstawowym zabezpieczeniem dla kredytodawców są zawarte przez spółkę celową kontrakty, udzielone jej licencje lub prawa do wydobycia zasobów naturalnych – zakłada się, że wartość majątku trwałego spółki celowej przy ewentualnej sprzedaży w wypadku niedotrzymania zobowiązań finansowych będzie dużo mniejsza niż kwota zadłużenia;

---

<sup>57</sup> Yescombe E. R., *Project finance. Wybrane elementy finansowania strukturalnego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 15.

- projekt eksploatowany jest przez określony czas, który zależy od takich czynników, jak długość kontraktów i licencji czy wielkość dostępnych zasobów naturalnych, dlatego dług zaciągnięty na zasadach *project finance* musi zostać w całości spłacony przed zakończeniem tego okresu.

Technika *project finance* jest odmienna od struktury kredytu bieżącego, który jest udzielany na podstawie aktualnej sytuacji majątkowej, jak również prognoz finansowych tworzonych na podstawie przeszłych przepływów pieniężnych i zysków.

Finansowanie w ramach *project finance* obejmuje składowe, takie jak:

- 1) kapitał własny zagwarantowany przez inwestorów oraz
- 2) kredyt na zasadach *project finance*, udzielany przez jedną lub kilka grup kredytodawców.

Nadwyżka wygenerowana w projektach realizowanych na zasadach *project finance* w pierwszej kolejności przeznaczana jest na pokrycie długu, dlatego zwrot zainwestowanych środków zależny jest w dużej mierze od powodzenia przedsięwzięcia.

Kontrakty zawierane przez spółkę celową są ogromnym atutem metody *project finance* ze względu na to, iż ryzyko przenoszone jest ze spółki celowej na inne strony tych kontraktów, kontrakty stanowią również część zabezpieczenia kredytodawców. Spółka celowa zawiera kontrakty w ramach projektów w postaci umowy projektu, która może być kontraktem na odbiór bądź umową koncesyjną. Spółka celowa może również otrzymać licencję na prowadzenie działalności na podstawie ogólnych przepisów w danym sektorze gospodarki.

Poniżej (rys. 4) przedstawiono strukturę finansowania w formule *project finance*.

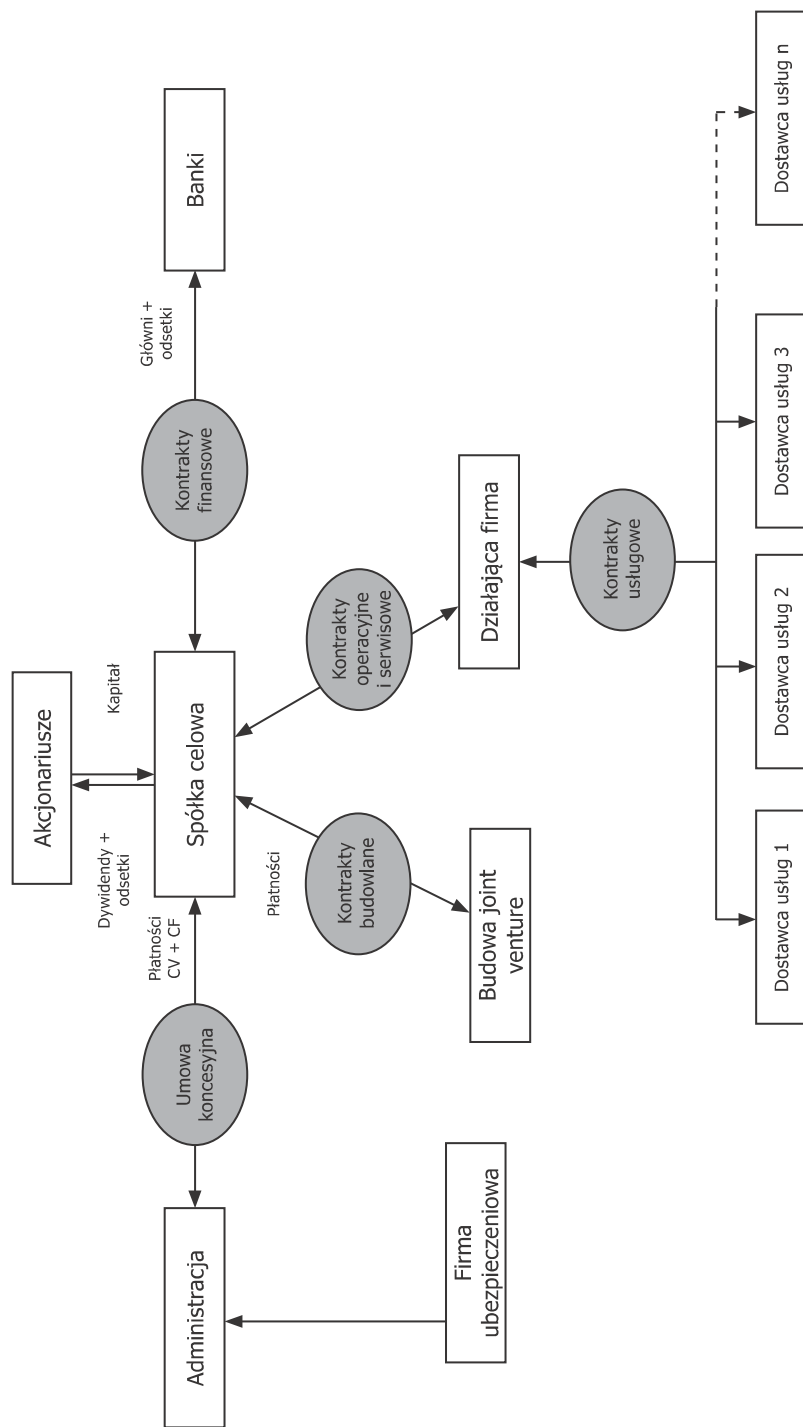
W praktyce stosowane są również inne rodzaje kontraktów, takie jak<sup>58</sup>:

- kontrakt na inwestycję pod klucz typu GRI (Generalna Realizacja Inwestycji), na podstawie którego obiekt zostanie zaprojektowany i wybudowany za ustaloną stałą cenę i ukończony w ustalonym terminie;
- kontrakt na dostawę materiałów produkcyjnych, na podstawie którego paliwo i inne surowce potrzebne do realizacji projektu zostaną dostarczone w ustalonej ilości i na podstawie długoterminowej kalkulacji ceny;
- kontrakt na zarządzanie (kontrakt na eksploatację i remonty), na podstawie którego za eksploatację obiektu po jego wybudowaniu będzie odpowiedzialna strona trzecia;
- umowa o pomocy rządowej (zwykle stosowana w krajach rozwijających się), która może zapewnić różne rodzaje wsparcia, takie jak gwarancje dla odbiorcy czy ulgi podatkowe dla inwestorów.

---

<sup>58</sup> Yescombe E. R., *Project finance. Wybrane elementy finansowania strukturalnego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007, s. 18

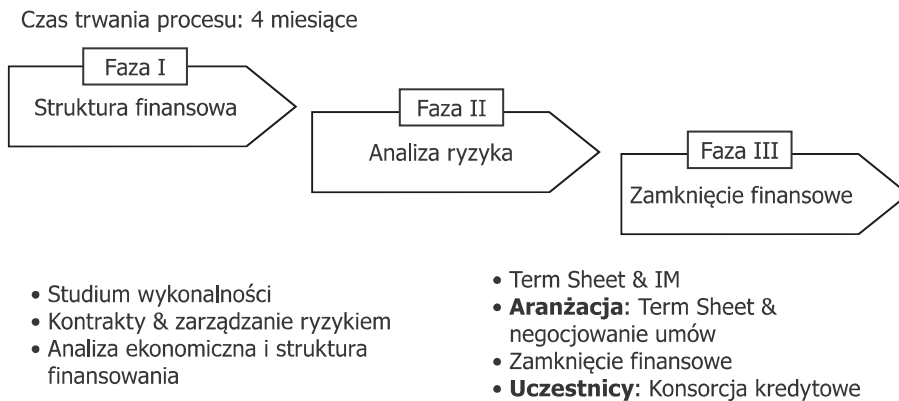
Rysunek 4. Struktura finansowania



Źródło: *Financing PPPs: Project finance*, BBVA Global Debt Capital Markets, June 2009, s. 6.

Poniżej przedstawiono również kalendarz zdarzeń w procesie finansowania w formule *project finance*.

**Rysunek 5.** Kalendarz procesu finansowania w formule *Project finance*



**Doradca finansowy: Banki**

Źródło: *Financing PPPs: Project finance*, BBVA Global Debt Capital Markets, June 2009, s. 7.

## 2.2. Obszary zastosowania *project finance*

Zgodnie z regułami metodyki zarządzania projektami, przed podjęciem decyzji dotyczącej sposobu finansowania danego przedsięwzięcia niezbędne jest szczegółowe przeanalizowanie dostępnych wariantów, w tym np. sensowności zastosowania *project finance*. Należy bowiem zaznaczyć, że sama możliwość sfinansowania inwestycji z wykorzystaniem tej metody wcale nie musi oznaczać, że takie rozwiązanie będzie najlepsze.

W przypadku finansowania metodą *project finance* mamy do czynienia z dużym poziomem złożoności, spowodowanym zarówno znaczną liczbą uczestników zaangażowanych w proces i związaną z tym koniecznością przeprowadzenia negocjacji kontraktów z poszczególnymi podmiotami (oraz prawdopodobieństwem zaistnienia konfliktów pomiędzy uczestnikami), czasochłonnością fazy przygotowawczej, wymagającej nie tylko szeregu analiz: opłacalności, aspektów podatkowych i prawnych, lecz także wysokim kosztem kapitału zaangażowanego do finansowania danego projektu. Co więcej, z uwagi na wyższy poziom ryzyka względem tradycyjnego kredytu udzielanego w przypadku zastosowania *corporate finance*, kredytodawcy nastawiają się na odpowiednio wyższy poziom zwrotu z zainwestowanego kapitału. W konsekwencji kredyty typu

*project finance* są o 50 do 100 punktów bazowych wyżej oprocentowane niż w przypadku klasycznego finansowania<sup>59</sup>. Ponadto trzeba też uwzględnić koszty ubezpieczeń, wyższe prowizje i opłaty powiązane z premią za ryzyko. Z drugiej zaś strony mamy do dyspozycji ocenę zdolności kredytowej dokonywaną na podstawie analizy oczekiwanych przepływów pieniężnych (w tym zdolność do generowania nadwyżek finansowych w przyszłości), a zatem występującą w tym przypadku możliwość udzielenia długookresowego kredytu podmiotowi nieposiadającemu historii kredytowej, z niskim poziomem kapitałów własnych, który praktycznie pozbawiony jest dostępu do klasycznego kredytu. W tym kontekście na uwagę zasługuje również elastyczność warunków finansowania, tj. możliwość indywidualnego dopasowania do potrzeb klienta okresu spłaty zobowiązania, wysokości rat, a także zastosowania karencji spłaty kapitału i odsetek. Innym elementem przemawiającym za zastosowaniem *project finance* jest dopuszczalny i powszechnie akceptowalny wysoki udział długu w finansowaniu przedsięwzięcia (sięgający 80% nakładów na projekt) oraz podział ryzyka pomiędzy uczestników projektu.

Na podstawie powyższych zależności rysuje się zakres wykorzystania *project finance*. Przede wszystkim z zastosowaniem tej metody finansowane są duże, kapitałochłonne, wieloletnie inwestycje, najczęściej przekraczające możliwości jednego przedsiębiorstwa/ podmiotu, obciążone wysokim poziomem ryzyka oraz często przy braku możliwości udzielenia tradycyjnego kredytu przez bank. Rozwój tej techniki finansowania we współczesnym świecie nastąpił w szczególności poprzez globalne procesy deregulacji usług komunalnych, prywatyzację inwestycji sektora publicznego i realizację zadań publicznych w modelu partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Zachodziły one zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Innym czynnikiem sprzyjającym temu procesowi była internacjonalizacja dużych inwestycji. *Project finance* umożliwia bowiem efektywne finansowanie infrastruktury publicznej z wykorzystaniem środków pochodzących ze źródeł prywatnych, a co za tym idzie – służy poprawie jakości i efektywności usług tego sektora. Warto również uwypuklić, iż zaangażowanie prywatnych źródeł finansowania w rozwój infrastruktury publicznej jest ważnym celem polityki wspólnotowej UE.

Udział kapitału prywatnego przy finansowaniu publicznych projektów infrastrukturalnych został zapoczątkowany już w XVIII wieku i w początkach XIX w. – w ramach projektu odnowienia angielskiej sieci dróg przy zastosowaniu finansowania z sektora prywatnego, opartego na dochodach z myta<sup>60</sup>. W tym cza-

---

<sup>59</sup> Por. Finnerty, J.D., *Project Financing. Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, New York 1996, s. 32.

<sup>60</sup> Por. *Principles of Project finance*.



sie także, dzięki inwestycjom sektora prywatnego, rozwinęły się takie sektory gospodarki, jak: wodny, kolejowy, elektroenergetyczny, gazowniczy czy telekomunikacyjny. Wśród przykładów zastosowania PF można wymienić: budowę Eurotunelu, Euro Disneylandu, linii kolejowych w USA, lotniska w Atenach, metra w Londynie, a także innych inwestycji infrastrukturalnych realizowanych w formule PPP, np. budowa płatnych odcinków autostrad, elektrowni, szpitali itd.

W poniższej tabeli zaprezentowano realizację projektów w formule *Project finance* według obszarów geograficznych na przestrzeni lat 2001–2013.

**Tabela 1.** *Project finance* według obszarów geograficznych w mln USD latach 2011–2013

	2011			2012			2013		
	Ilość	Liczba	% kwoty całkowitej	Ilość	Liczba	% kwoty całkowitej	Ilość	Liczba	% kwoty całkowitej
Ameryka Środkowa	1 879,20	9	0,9	7 890,00	20	4,0	2 406,00	9	1,2
Ameryka Południowa	11 680,60	27	5,4	9 379,80	27	4,7	11 198,50	32	5,5
Karaiby	1 156,00	3	0,5	25,00	1	0,0	52,50	1	0,0
Ameryka Północna	23 589,40	78	11,0	22 102,70	80	11,2	37 711,10	97	18,5
Ameryka (łącznie)	38 305,20	117	17,9	39 397,50	128	19,9	51 368,10	139	25,2
Afryka i Bliski Wschód	16 870,50	29	7,9	20 717,50	42	10,5	29 335,10	53	14,4
Afryka Północna	0,00	0	0,0	4 488,80	3	2,3	0,00	0	0,0
Afryka Subsaharyjska	5 786,00	15	2,7	9 403,60	25	4,8	11 032,30	35	5,4
Bliski Wschód	11 084,50	14	5,2	6 825,10	14	3,5	18 302,80	18	9,0
Europa	67 443,80	211	31,4	46 298,40	176	23,4	52 715,20	189	25,8
Europa Wschodnia	15 302,00	21	7,1	9 030,50	21	4,6	13 609,70	27	6,7
Europa Zachodnia	52 141,80	190	24,3	37 267,90	155	18,9	39 105,50	162	19,2
Azja	570,00	2	0,3	2 914,00	2	1,5	7 960,00	5	3,9
Cała EMEA	84 884,30	242	39,6	69 929,90	220	35,4	90 010,30	247	44,1
Australasia	23 382,00	52	10,9	42 566,50	34	21,5	21 614,10	46	10,6
Azja Południowo-Wschodnia	14 035,90	41	6,5	13 530,30	31	6,8	13 709,90	53	6,7
Azja Północna	6 449,60	21	3,0	8 093,30	34	4,1	8 984,00	20	4,4
Azja Południowa	45 925,70	124	21,4	21 643,60	83	11,0	14 916,60	48	7,3
Japonia	1 524,10	16	0,7	2 365,50	11	1,2	3 537,80	28	1,7
Azja i wyspy Pacyfiku	91 317,30	254	42,6	88 199,20	193	44,7	62 762,40	195	30,7
Łączny światowy Project Finance	214 506,80	613	100,0	197 526,60	541	100,0	204 140,80	581	100,0

Źródło: *Financing infrastructure – International trends by Raffaele Della Croce and Stefano Gatti*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2014/1, s. 129.

W tabeli 2 przedstawiono zobowiązania z tytułu pożyczek udzielonych przez sektor prywatny na projekty realizowane w ramach *project finance* – w podziale na poszczególne gałęzie przemysłu w latach 2000–2012.

**Tabela 2.** Zaangażowanie kredytodawców prywatnych w finansowanie projektów realizowanych w formule *project finance*

(w mln. USD)	2000	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Energetyka	56 512	76 518	90 236	57 642	78 177	85 947	73 416
Zasoby naturalne/ wydobycie, w tym:	16 518	56 432	67 859	38 005	50 589	59 756	75 485
Górnictwo	629	4 607	11 486	4 071	10 858	11 158	4 745
Wydobycie ropy i gazu	12 552	34 311	42 960	31 137	28 425	43 983	66 139
Produkty petrochemiczne	3 337	17 519	13 413	2 797	11 306	4 615	4 601
Infrastruktura, w tym:	16 755	67 620	65 212	40 233	64 998	56 676	65 610
Transport		44 027	54 789	25 451	52 315	43 607	40 467
Inna infrastruktura		16 423	6 940	8 890	9 838	11 348	21 060
Gospodarka odpadami i recykling		2 989	550	1 194	1 267	724	842
Zaopatrywanie w wodę i odprowadzanie ścieków		4 181	2 933	4 699	1 578	997	3 241
Zakłady przemysłowe	3 538	17 473	11 979	3 454	6 306	12 155	6 833
Nieruchomości	1 638	22 759	20 836		14 424	15 439	
Telekomunikacja	36 735	5 556	6 260	8 118	13 383	5 314	1 529
Rolnictwo		452	61		86	479	
Razem	131 696	246 809	262 442	147 452	227 964	235 766	222 873

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych w „*Project finance International*”, wydanie 185 (26 styczeń 2000), 353 (9 styczeń 2008), 400 (9 styczeń 2009), 424 (10 styczeń 2010), 448 (13 styczeń 2011), 472 (12 styczeń 2012), 496 (16 styczeń 2013). Dane odnoszą się do pożyczek udzielonych przez banki komercyjne i obligacji.

Dane ujęte w tabeli obrazują z jednej strony widoczny po roku 2008 efekt światowego kryzysu finansowego, z drugiej zaś relatywnie silną tendencję wzrostową, począwszy od roku 2010. Najważniejszym sektorem z punktu widzenia projektów PF konsekwentnie pozostaje wytwarzanie energii. Znaczący wzrost względem poziomu z roku 2000 odnotowany został w projektach infrastrukturalnych (zwłaszcza transportowych) – z 16,7 do 65,6 mld USD oraz w przemyśle wydobywczym (z 16,5 do blisko 75,5 mld USD). Z kolei z odwrotnym trendem

mamy do czynienia w przypadku telekomunikacji, gdzie po okresie boomu przypadającego na rok 2000 zanotowano drastyczny spadek w udziale finansowania inwestycji w tej formule (z 36,7 do ledwie 1,5 mld USD). Warto w tym miejscu zaznaczyć, że przytoczone dane nie uwzględniają pożyczek bezpośrednich udzielanych przez prywatne instytucje pozabankowe, finansowania projektów przez sektor publiczny oraz agencje kredytów eksportowych (export-credit agencies – ECA). W przypadku uwzględnienia tychże źródeł, łączny dług z tytułu projektów realizowanych w formule *project finance* wzrósł w roku 2012 do poziomu przekraczającego 300 mld USD. Przyjmując założenie, że udział długu w finansowaniu inwestycji PF wynosi przeciętnie 80% kosztów projektu, łączna wartość nowych inwestycji na świecie finansowanych lub refinansowanych z wykorzystaniem tej metody wyniosła w 2012 roku ok. 375 mld USD. Warto w tym miejscu również zaznaczyć, że z uwagi na fakt, iż dyskusyjną kwestię stanowi, czy pewne strukturyzowane pożyczki należy rozpatrywać w kategorii *project finance*, czy też nie, a z drugiej strony granica pomiędzy *project finance* a finansowaniem projektów nie zawsze jest przejrzysta, statystyki rynkowe opracowywane na bazie różnych źródeł mogą się znacząco różnić. Przykładowo, wartość inwestycji realizowanych w formule *project finance* ujęta w bazie danych Dealogic wyniosła 358 mld USD w roku 2011 i 406 mld USD w roku 2012. Niemniej jednak przytoczone kwoty wprost wskazują, jak ważne miejsce w finansowaniu inwestycji zajmuje obecnie metodologia *project finance*.

Na podstawie zaprezentowanej tabeli możliwe jest wyróżnienie głównych obszarów, dla których zastosowanie metody *project finance* jest w ostatnim czasie najbardziej skuteczne:

a) energetyka

Wytwarzanie energii, jak już wspomniano, nieprzerwanie zajmuje najważniejszą pozycję wśród obszarów zastosowania PF. Należy przy tym zaznaczyć, że finansowanie niezależnych projektów w elektroenergetyce zapoczątkowane zostało w 1978 roku – wprowadzeniem w USA ustawy *Public Utility Regulatory Policies Act*, która nakłada na amerykańskie zakłady energetyczne obowiązek nabywania energii od niezależnych producentów. Konsekwencją wprowadzenia ustawy było tworzenie wyodrębnionych pod względem organizacyjnym i prawnym producentów energii, finansowanych w znacznym zakresie długiem zabezpieczonym zawieranych równocześnie długoterminowymi umowami na dostawę energii do zakładów energetycznych;

b) infrastruktura publiczna (drogi, budynki użyteczności publicznej, transport)

Finansowanie inwestycji w tym obszarze zostało zapoczątkowane w Wielkiej Brytanii – dzięki utworzeniu w 1992 roku agencji rządowej *Private Finance Initiative* (inicjatywa finansowania prywatnego). Zadaniem tego podmiotu było zawieranie z przedsiębiorstwami prywatnymi kontraktów polegających

głównie na finansowaniu, budowie i zarządzaniu projektami infrastrukturalnymi w dziedzinie transportu. Pierwotnie dotyczyło to transportu kolejowego. Z upływem czasu zakres działań rozszerzono na płatne drogi, budowę i eksploatację systemów kontroli ruchu, szpitali, a także więzień.

Obecnie tego rodzaju przedsięwzięcia realizowane są w formule partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP);

c) przemysł wydobywczy

Finansowanie eksploatacji zasobów naturalnych (górnictwa, wydobycia ropy naftowej i gazu) – zapoczątkowane jeszcze w latach 30. XX w. w Teksasie (eksploatacja pól naftowych), a następnie rozwijane w latach 70. w ramach eksploatacji złóż ropy naftowej na Morzu Północnym.

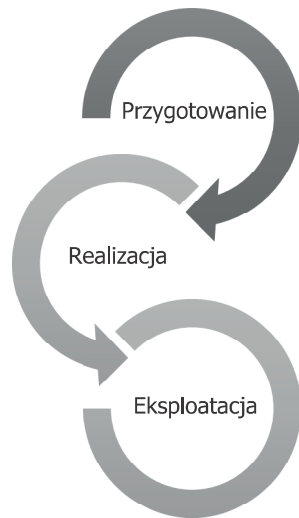
W warunkach polskich większe obecnie zainteresowanie *project finance* jest odpowiedzią na możliwość wykorzystania tej metody finansowania inwestycji w projektach realizowanych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. Doświadczenia innych krajów świadczą niezbicie o popularności *project finance* na świecie m.in. dzięki wykorzystaniu jej w PPP. Niezależnie od prognozowanego rozwoju tej metody w najbliższych latach, należy zaznaczyć, że dotychczas zgromadzone przykłady realizacji projektów *project finance* w Polsce dotyczą tylko projektów komercyjnych: centrów handlowych i logistycznych, biurowców i hoteli, farm wiatrowych i autostrad.

W obecnych uwarunkowaniach gospodarczych, społecznych i politycznych istotnym problemem jest niwelowanie luki infrastrukturalnej pojawiającej się na skutek rosnących i zmieniających się zarówno pod względem technicznym, jak i technologicznym potrzeb infrastrukturalnych. Z jednej strony odnosi się to do nowoczesnych, dostosowanych do obecnych wymagań sieci i obiektów infrastrukturalnych, z drugiej uwzględnia konieczność utrzymywania (remontowania i modernizacji) już istniejących aktywów. Mając na względzie fakt, iż prognozowane do 2030 roku potrzeby inwestycyjne w zakresie samej infrastruktury transportu w Polsce określono na poziomie 350–400 mld zł, należy zaznaczyć, że ich wypełnienie będzie ogromnym wyzwaniem, ponieważ wywoła obciążenie sektora finansów publicznych w wielkości ok. 2% PKB rocznie bez uwzględnienia potrzeb w zakresie finansowania utrzymania i remontów istniejącej w kraju infrastruktury transportu. Należy także zwrócić uwagę, że wielkość nakładów na infrastrukturę transportową w Polsce (ze wszystkich źródeł: publicznych państwowych, samorządowych, niepublicznych, kredytów) wyniosła w 2009 roku około 23 mld zł przy 92% udziale środków publicznych. Wielkość nakładów na infrastrukturę drogową w 2011 roku wyniosła 33 mld zł. W tym kontekście niewątpliwie szansą na sfinansowanie nakładów na projekty infrastrukturalne będzie zaangażowanie sektora prywatnego w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego – z uwzględnieniem finansowania w ramach *project finance*.

### 2.3. Zarządzanie projektem w formule *project finance*

W przypadku każdego rodzaju projektu zarządzanie jest procesem, który łączy w sobie planowanie, budżetowanie, aspekty rachunkowości i sprawozdawczości, kontrolę i audyt oraz fizyczne prowadzenie projektu, w celu prawidłowego wykorzystania zasobów i osiągnięcia jego zamierzeń. Podobnie, dużą dozą uniwersalizmu charakteryzuje się cykl życia projektu, który zaprezentowano na rysunku 6.

**Rysunek 6.** Cykl życia projektu



Źródło: Opracowanie własne.

Przy zastosowaniu *project finance* na etapie przygotowania mamy do czynienia z opracowywaniem szczegółów projektu. Punkt wyjścia stanowi identyfikacja odpowiedniej struktury organizacyjnej i finansowej – pamiętając, że np. ze względu na rodzaj uczestników możemy mieć do czynienia z projektem publicznym, prywatnym lub publiczno-prywatnym. Specyfika projektu będzie zatem determinowała rodzaj podmiotów, które zostaną w niego zaangażowane. Na tym etapie opracowywane jest studium wykonalności projektu, negocjowane i zawierane są kontrakty, powoływana jest SPV, a także następuje przygotowanie pełnej dokumentacji bankowej i technicznej oraz modelowanie finansowe. Faza przygotowawcza kończy się datą uruchomienia kredytu. Etap realizacji stanowi z kolei okres wykorzystywania uzyskanego finansowania i fizycznej realizacji projektu (np. budowa autostrady). Okres eksploatacji to czas, w którym projekt

generuje przepływy pieniężne, dzięki którym spłacane jest zadłużenie (kapitał i odsetki), a także które zapewniają inwestorom odpowiedni zwrot z inwestycji.

Specyfikę zarządzania PF najlepiej obrazują role poszczególnych uczestników tego procesu, tj.: sponsorów, inwestorów/ kapitałodawców, wykonawców, odbiorców, doradców, ubezpieczyciela, operatora czy rządu/ sektora publicznego.

Sponsor jest podmiotem inaugurującym realizację projektu inwestycyjnego. Jego zadaniem jest przeprowadzenie negocjacji ze stronami potencjalnie zainteresowanymi uczestnictwem w projekcie. Przygotowuje on koncepcję struktury finansowania oraz prowadzi promocję projektu, a jego działania prowadzą (na etapie przygotowania) do zamknięcia finansowego inwestycji i utworzenia spółki SPV. Sponsor wnosi do spółki kapitał własny, a także doświadczenie niezbędne do zrealizowania przedsięwzięcia. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w danym projekcie może uczestniczyć więcej niż jeden sponsor, a także spotykane są sytuacje, w których jeden sponsor uczestniczy w kilku przedsięwzięciach projektowych jednocześnie. Sponsor może być przedstawicielem zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego. Działania sponsora ukierunkowane są na pełne wykorzystanie zalet *project finance* dla zysku – m.in. poprzez podział ryzyka i wygenerowanie z projektu odpowiedniego poziomu nadwyżki. Jednym z głównych – z punktu widzenia inwestorów, czynników przesądzających o podjęciu decyzji dotyczącej zaangażowania się w projekt jest wiarygodność sponsora. Dlatego też niezwykle istotne jest, by sponsor był podmiotem doświadczonym w branży, w której realizowane jest dane przedsięwzięcie, o ugruntowanej pozycji na rynku i nieskazitelnej reputacji. Najczęściej funkcję sponsora pełnią:

- spółki dążące do zwiększenia zwrotu na kapitale własnym bądź chcące rozłożyć ryzyko na większy portfel inwestycyjny w konkretnej branży;
- spółki z branż regulowanych;
- wykonawcy – kierujący się możliwością zagwarantowania robót i możliwością rozłożenia ryzyka inwestycyjnego;
- dostawcy;
- operatorzy;
- odbiorcy produktów projektu;
- inwestorzy kapitałowi (angażują się w projekt ze względu na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji);
- agendy państwowe;
- samorządy lokalne;
- organizacje międzynarodowe.

A zatem podmioty, które pełnią funkcje sponsorów, mogą być też w różny sposób już związane z projektem.

Kolejną grupę uczestników projektu realizowanego w *project finance* stanowią inwestorzy (kapitałodawcy). Ich zadaniem jest dostarczenie kapitałów

niezbędnych do sfinansowania inwestycji (tj. kapitałów właścicielskich, kredytów i pożyczek). Do tej grupy zaliczane są przede wszystkim banki, ale także nabywcy obligacji wyemitowanych przez SPV, fundusze inwestycyjne, towarzystwa leasingowe, międzynarodowe instytucje finansowe (np. Międzynarodowa Korporacja Finansowa) oraz rządy, agencje rządowe bądź inne podmioty publiczne. Inwestorzy oczekują zwrotu zaangażowanych środków przez uzyskanie przychodu ze strumienia pieniężnego generowanego przez projekt lub przez wzrost wartości nabytych instrumentów finansowych i ich sprzedaż. Inwestorzy dążą do zrównoważenia oczekiwanego zwrotu z inwestycji z ponoszonym ryzykiem. Należy bowiem pamiętać, że inwestorzy przejmują część ryzyka związanego z projektem.

Z kolei wykonawcami są podmioty uczestniczące w planowaniu, budowie i dostarczaniu majątku trwałego niezbędnego do rozpoczęcia działalności operacyjnej projektu. Wykonawcy działają w formie konsorcjum lub w formie oddelegowania przez sponsorów. Zadaniem wykonawców jest zazwyczaj nadzór nad rozruchem obiektów projektu, a także przeprowadzenie szkoleń dla pracowników obsługujących obiekty. W ramach systemu zleceńowego SPV może zawierać umowy jednostkowe, kompleksowe (dotyczące więcej niż jednej czynności) i kompleksy umów (obejmujące kilka umów, które stanowią całość). Ponadto, w systemie zleceńowym można wyróżnić wykonawstwo częściowe, gdzie poszczególne roboty zostają powierzone wyspecjalizowanym jednostkom, wykonawstwo generalne, w którym wykonawca generalny wykonuje roboty budowlane i ewentualnie instalacyjne, a pozostałe obowiązki spoczywają na inwestorze, oraz generalną realizację inwestycji – wówczas następuje zawarcie umowy z generalnym wykonawcą, który zobowiąże się do uzyskania dokumentacji projektowej oraz do zorganizowania i przeprowadzenia procesu inwestycyjnego, aż do oddania inwestycji.

Rola odbiorców jest niezwykle istotna z punktu widzenia zagwarantowania popytu na odpowiednim poziomie. Przekłada się to przede wszystkim na konieczność zapewnienia odpowiedniego poziomu przepływów pieniężnych, a w konsekwencji na powodzenie samego projektu. W tym kontekście ważne jest, by odbiorcy produktów byli wiarygodni tak dla sponsorów, jak i inwestorów. Umowy zawierane z dużymi odbiorcami o ustabilizowanym, wysokim popycie zapewniają zatem generowanie dużych zysków i stanowią zabezpieczenie spłaty zobowiązań wobec wierzycieli.

Wśród grupy doradców można wymienić zarówno podmioty specjalizujące się w kwestiach inżynieryjno-technicznych i zarządzania oraz organizacji projektu, jak również: banki komercyjne, agencje specjalizujące się w ryzyku danego kraju, analityków finansowych, firmy rachunkowe, firmy prawnicze, brokerów, dostawców sprzętu i usług. Zatrudnienie prawników na wglądnie wczesnym

etapie procesu inwestycyjnego może umożliwić uniknięcie problemów i ułatwić identyfikację odpowiedniej struktury organizacyjnej i finansowej. Dokumentacja *project finance* wymaga bowiem specjalistycznej wiedzy prawniczej i ekonomicznej oraz zrozumienia sposobu, w jaki ryzyko dzielone jest i alokowane pomiędzy uczestników projektu za pośrednictwem różnych dokumentów. Znaczenie doradców rośnie zwłaszcza w dużych, złożonych projektach. Główne cele doradców to nawiązanie dobrych relacji ze zleceniodawcą, przy czym możliwa jest także bezpośrednia inwestycja doradców w SPV.

Z uwagi na znaczny poziom ryzyka, *project finance* zwykle wymaga zatrudnienia brokera lub agencji ubezpieczeniowej. Jednocześnie gwarantem może być każdy uczestnik PF (np. sponsor, wykonawca), jak też osoba trzecia. Pakiety ubezpieczeniowe podczas realizacji i eksploatacji inwestycji (np. ubezpieczenie od opóźnienia w rozruchu inwestycji, ubezpieczenia od przerw w działaniu) wymagają analizy pod kątem kosztów i organizacji ubezpieczenia. Z usług ubezpieczyciela korzysta zarówno sponsor, jak i kredytodawca. Charakterystyczną cechą tej grupy jest aktywny udział jej uczestników w minimalizowaniu lub też alokacji ryzyka.

Operator to podmiot, który zarządza aktywami wytworzonymi w wyniku realizacji projektu. Zadania operatora wiążą się z bezpośrednim świadczeniem usług na rzecz sponsora. Operator prowadzi działalność zgodnie z wytyczonymi przez sponsora celami. Natomiast z punktu widzenia inwestorów zadania operatora to bieżące regulowanie zobowiązań i zabezpieczenia ich spłaty w przyszłości przez odpowiednią politykę finansową oraz zarządzanie w celu wzrostu wartości spółki. Operator może być podmiotem powiązaniem ze sponsorem projektu – może być to spółka zależna od sponsora. Taka sytuacja zapewnia najpełniejszą kontrolę sponsora nad realizacją projektu i gwarantuje pełną zgodność działań operatora z wytyczonymi celami sponsora. Natomiast operator – spółka związana z udziałem inwestorów – równoważy wpływ sponsora na działania operatora. Możliwe jest również rozwiązanie, w którym operator prowadzi działalność na udostępnionych mu aktywach na zasadzie kontraktowej. W takiej sytuacji operator jest najczęściej wyłaniany w drodze przetargu ogłaszanego i rozstrzyganego przez sponsora lub zostaje wyłoniony w toku negocjacji z inwestorami projektu. Operator może być również podmiotem kapitałowo niezależnym od sponsora i spółki będącej właścicielem aktywów i wykonującym zadania wobec sponsora na podstawie umów cywilno-prawnych.

Bezpośrednio w projekcie może również uczestniczyć państwo (jako sponsor czy inwestor). Jego udział jest też możliwy w formie pośredniej – np. poprzez udzielenie koncesji. Zakres wsparcia państwa dla projektu powinien zależeć od jego oceny w szerokim, nie tylko finansowym ujęciu. Może też uczestniczyć w projekcie za pośrednictwem podatków, kontraktów dotyczących wymiany



zagranicznej czy gwarancji finansowych. Określone inwestycje determinowane są konkretnymi przepisami, również międzynarodowymi, które mogą wymagać uczestnictwa państwa. Celem państwa jest rozwój narodowy i regionalny, przejęcie części ryzyka od sektora prywatnego, by inwestycja została zrealizowana, z zachowaniem przy tym odpowiedniego poziomu długu publicznego. Charakterystyczne dla państwa jako uczestnika projektu jest to, iż to właśnie państwo wytwarza prawno-gospodarcze otoczenie projektu, od którego może zależeć opłacalność i powodzenie przedsięwzięcia. W rezultacie, przy założeniu, że sektor prywatny dostarczy inwestycję szybciej i efektywniej, rolą państwa jest stymulowanie sektora prywatnego do udziału w takich projektach inwestycyjnych, stosowanie zachęt podatkowych, jak również zachęcanie inwestorów zagranicznych do uczestniczenia w krajowych inwestycjach.

## **2.4. Project finance a partnerstwo publiczno-prywatne**

Partnerstwo publiczno-prywatne (PPP) jest od wielu lat powszechnie stosowaną na świecie metodą współpracy administracji publicznej, zarówno centralnej, jak i samorządowej, z partnerami prywatnymi.

Partnerstwo publiczno-prywatne polega na przekazaniu podmiotowi prywatnemu realizacji zadania o charakterze publicznym. Wykonanie przez partnera prywatnego takiego zadania wiąże się z budową lub remontem niezbędnej infrastruktury, a następnie jej utrzymaniem i zarządzaniem. Z tego względu PPP należy traktować jako z jednej strony narzędzie wspomagające rozwój infrastruktury, z drugiej natomiast, jako sposób dostarczania obywatelom określonych usług. Partnerstwo publiczno-prywatne w szerokim rozumieniu w Wytocznych Komisji Europejskiej z 2003 roku dotyczących PPP (Komisja Europejska, Bruksela 2003, EC 2003) zdefiniowano jako partnerstwo sektora publicznego i prywatnego mające na celu realizację przedsięwzięć lub świadczenie usług tradycyjnie dostarczanych przez sektor publiczny.

Partnerstwo publiczno-prywatne w Polsce reguluje ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Zgodnie z jej brzmieniem przedmiotem PPP jest wspólna realizacja przedsięwzięcia oparta na podziale zadań i ryzyka pomiędzy podmiotem publicznym i partnerem prywatnym. Zawierając umowę o partnerstwie publiczno-prywatnym, partner prywatny zobowiązuje się do realizacji przedsięwzięcia za wynagrodzeniem oraz do poniesienia w całości albo w części wydatków na jego realizację. Podmiot publiczny zobowiązuje się natomiast do współdziałania w osiągnięciu celu tego przedsięwzięcia. Podkreślenia wymaga fakt, że PPP nie stanowi przekazania obowiązków organów administracji sektorowi prywatnemu. Obowiązki te nadal spoczywają na administracji,

która uzyskuje możliwość wykonywania ich przy pomocy wiedzy i doświadczenia partnerów prywatnych. Realizacja tych obowiązków z wykorzystaniem PPP pozwala na uzyskanie korzyści w postaci zwiększenia jakości usług dostarczanych obywatelom przez podmioty publiczne oraz zaspokojenia rosnących wymagań społeczeństwa. Z kolei podmioty działające w sektorze prywatnym uzyskują dostęp do nowych rynków zbytu oraz stabilne źródła spłaty zaangażowanego kapitału. Zgodnie z art. 3 wspomnianej ustawy minister gospodarki odpowiada za rozpowszechnianie i promowanie partnerstwa publiczno-prywatnego, a także dokonywanie analiz i ocen funkcjonowania partnerstwa publiczno-prywatnego oraz perspektyw finansowego zaangażowania sektora prywatnego.

PPP to przedsięwzięcia realizowane na podstawie umowy długoterminowej zawartej pomiędzy podmiotem publicznym a podmiotem prywatnym, której celem jest stworzenie składników infrastruktury umożliwiającej świadczenie usług o charakterze publicznym. W literaturze, jako element charakterystyczny dla PPP, wymieniana jest dość często długoterminowość kontraktów. Nierzadko umowy typu PPP zawierane są na 30 lat bądź dłużej (jeden z pierwszych tego typu kontraktów w Polsce zawarto na 70 lat). PPP w swej formule jest podobne do sposobu finansowania inwestycji w formule *project finance*. Fundamentem powyższej definicji jest więc wspólnota działań sektora publicznego i prywatnego – stworzona po to, by obaj partnerzy mogli jak najlepiej realizować cele, do których zostali powołani. Zadaniem partnera publicznego jest bowiem świadczenie usług publicznych, do czego obliguje go prawo, natomiast partner prywatny ma prowadzić działalność gospodarczą i osiągać zyski. Dzięki podziałowi zadań, odpowiedzialności i ryzyka w ramach PPP osiąga się najbardziej efektywny ekonomicznie sposób tworzenia infrastruktury i dostarczania usług publicznych. Wobec powyższego, wśród kluczowych elementów współpracy w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego wymienić należy:

- współpracę sektora publicznego z sektorem prywatnym;
- umowny charakter (w ramach stosunku cywilnoprawnego);
- charakter celowy: realizacja przedsięwzięć (budowa infrastruktury, dostarczanie usług) tradycyjnie wykonywanych przez stronę publiczną;
- optymalny podział zadań;
- podział ryzyka;
- obustronną korzyść.

PPP nie jest więc prywatyzacją działań władzy publicznej. Nie zwalnia władzy publicznej z obowiązku świadczenia usług o charakterze publicznym. PPP zastępuje proces prywatyzacji. Oddzieleniu od siebie ulega domena działań gospodarczych oraz domena odpowiedzialności polityczno-prawnej. Sprywatyzowana zostaje jedynie działalność gospodarcza: budowa, finansowanie, eksploatacja i zarządzanie przedsięwzięciem inwestycyjnym. Dostępność usług oraz

ich jakość pozostaje nadal w obszarze odpowiedzialności władzy publicznej. PPP jest więc połączeniem działań władzy publicznej oraz prywatnego kapitału na rzecz realizacji zadań, które pozostawały dotychczas w domenie działalności władzy publicznej. Podział kompetencji przy realizacji zadań publicznych na kompetencje gospodarcze i polityczne oraz przypisanie ich odpowiednio partnerom prywatnym i władzom publicznym polega na przydzieleniu właściwych obu stronom umiejętności, dając tym samym szansę (przy podobnych, a czasem mniejszych nakładach) na zwiększenie wolumenu świadczonych usług publicznych oraz zwiększenie efektywności ich wytwarzania.

Rodzaje umów (formy współpracy) realizowanych w ramach PPP:

- eksploatacja i utrzymanie,
- projektowanie i budowa,
- projektowanie, budowa i eksploatacja,
- rozbudowa „wokół bazy”,
- dzierżawa i sprzedaż,
- okresowa prywatyzacja,
- dzierżawa (sprzedaż), modernizacja i eksploatacja,
- budowa, eksploatacja i przekazanie,
- budowa, przekazanie i eksploatacja,
- projektowanie, budowa, finansowanie i eksploatacja.

Pod względem formalnoprawnym nie ma ograniczeń branżowych dotyczących formuły PPP, niemal wszystkie zadania publiczne, szczególnie z zakresu usług użyteczności publicznej, mogą być przedmiotem współpracy. W Wielkiej Brytanii PPP nawiązywane jest między innymi w zakresie budowy nowych szkół (ponad 800 w ciągu dziesięciu lat), szpitali (ponad 44 od roku 1997), a nawet infrastruktury więziennej (13). W formule PPP budowane są drogi, linie kolejowe, metro, a także budynki rządowe. Liczne są projekty z obszaru ochrony środowiska.

Partnerstwo publiczno-prywatne stosowane jest na całym świecie. Koncesje są uznanym instrumentem realizacji zadań publicznych (infrastruktury i usług) szczególnie w Hiszpanii i we Francji. Regulacje dotyczące PPP ustanowiono właśnie w Rosji i na Ukrainie.

Przedsięwzięcie będące przedmiotem PPP może polegać na wzniesieniu obiektu budowlanego, świadczeniu usług, wykonaniu dzieła lub innych świadczeniach. Zawsze będzie musiało być jednak połączone z utrzymaniem lub zarządzaniem składnikiem majątkowym (np. przedsiębiorstwem, nieruchomością). Choć zakres świadczeń stron w ramach PPP może przybrać różne kształty, najczęściej partner prywatny zobowiązany będzie sfinansować i zrealizować przedsięwzięcie (z jego dalszym utrzymaniem lub zarządzaniem), a podmiot publiczny zobowiązany będzie do wniesienia wkładu własnego. Wkładem własnym będzie

świadczenie podmiotu publicznego lub partnera prywatnego polegające w szczególności na:

- poniesieniu części wydatków na realizację przedsięwzięcia, w tym sfinansowaniu dopłat do usług świadczonych przez partnera prywatnego w ramach przedsięwzięcia
- wniesieniu składnika majątkowego.

Wniesienie wkładu własnego w postaci składnika majątkowego może nastąpić w szczególności w drodze sprzedaży, użyczenia, użytkowania, najmu albo dzierżawy.

Za wykonanie przedsięwzięcia partnerowi prywatnemu przysługuje wynagrodzenie, które może pochodzić zarówno z prowadzonej przez partnera prywatnego działalności gospodarczej, jak i z zapłaty sumy pieniężnej przez podmiot publiczny. Możliwe będą również sytuacje, że całe wynagrodzenie partnera prywatnego płatne będzie z budżetu podmiotu publicznego (szczególnie w przypadku inwestycji z założenia nierentownych, jak np. budynki administracji publicznej, szkoły, obiekty kultury, drogi publiczne). Wynagrodzenie partnera prywatnego zależeć będzie albo od rzeczywistego wykorzystania infrastruktury (np. pobranych opłat za przejazd drogą, sprzedanych biletów na stadion) lub jej faktycznej dostępności (czyli faktycznej i nieprzerwanej dostępności infrastruktury w stanie zgodnym z umową).

Różnice pomiędzy charakterem umów zawieranych na podstawie Ustawy o Koncesjach i Ustawy o PPP obrazuje poniższe zestawienie:

Różnice między koncesją a PPP		
	Ustawa o Koncesjach	Ustawa o PPP
Wynagrodzenie strony prywatnej za wykonanie przedmiotu zamówienia.	Wynagrodzenie koncesjonariusza, co do zasady, pochodzi z opłat od użytkowników przedmiotu umowy.	Wynagrodzenie partnera prywatnego może w całości pochodzić z budżetu publicznego.
Ryzyko związane z realizacją przedsięwzięcia.	Zasadnicza część ryzyka ekonomicznego realizacji przedsięwzięcia spoczywać musi po stronie koncesjonariusza.	Strony mogą dowolnie rozłożyć różne kategorie ryzyka.
Zakres zadań i zobowiązań przejętych przez poszczególnych kontrahentów.	Zobowiązanie koncesjonariusza obejmuje: zaprojektowanie, wybudowanie, finansowanie i eksploatację (koncesja na roboty budowlane) lub tylko finansowanie i eksploatację (koncesja na usługi) przedmiotu koncesji.	Zobowiązania stron umowy PPP podlegają względnie szerokiej swobodzie umów, partner prywatny zawsze współfinansuje realizację przedsięwzięcia.

Różnice między koncesją a PPP		
	Ustawa o Koncesjach	Ustawa o PPP
Własność składników majątkowych zaangażowanych w przedsięwzięcia.	Środki majątkowe przeznaczone przez koncesjodawcę do dyspozycji koncesjonariusza (poza wynagrodzeniem), a także wniesione przez niego nakłady na przedmiot koncesji w trakcie umowy i po jej rozwiązaniu pozostają własnością koncesjodawcy (koncesjonariusz jedynie „eksploatuje” przedmiot koncesji).	Po wygaśnięciu umowy składnik majątkowy, który był wykorzystywany do realizacji przedsięwzięcia (niezależnie od tego, kto był jego pierwotnym dysponentem), co do zasady, przekazywany jest podmiotowi publicznemu. Partner prywatny zachowuje prawo do zwrotu równowartości wniesionego składnika majątkowego, dysponuje również prawem pierwokupu nieruchomości będącej wkładem własnym do umowy, a także prawem odkupu (w przypadku nieruchomości). Umowa o PPP może jednak przewidywać inaczej (np. przekazanie składnika majątkowego innemu podmiotowi publicznemu lub partnerowi prywatnemu).
Możliwość utworzenia spółki celowej o kapitale mieszanym.	Strony umowy nie zawiązują umowy spółki.	W celu wykonania umowy strony mogą zawiązać spółkę o kapitale mieszanym.
Maksymalny czas trwania umowy.	Umowa na czas określony, co do zasady, nie dłuższy niż: 30 lat – w przypadku koncesji budowlanej, nie dłuższy niż: 15 lat – w przypadku koncesji na usługi.	Maksymalny czas trwania kontraktu nie jest określony. Zgodnie jednak z zasadą konkurencyjności w dostępie do rynku zamówień publicznych czas trwania kontraktu nie powinien być nadmiernie długi (por. orzeczenie ETS w sprawie Komisja Wspólnot Europejskich v. Królestwo Hiszpanii C-323/03, wyrok z dnia 9.03.2006 r., pkt. 44)
Konieczność uzyskania zgody organów trzecich na zawarcie umowy.	Zawarcie umowy koncesji nie wymaga dodatkowej zgody ministra właściwego ds. finansów publicznych lub innych organów administracji rządowej.	Zawarcie umowy o PPP w przypadku, gdy umowa będzie współfinansowana ze środków budżetu państwa w wysokości co najmniej 100 mln zł, wymaga uzyskania zgody ministra właściwego ds. finansów publicznych.

## 2.5. Porównanie formuły *project finance* z *corporate finance*

Przez pryzmat poszczególnych cech charakterystycznych dla *project finance* (szerzej opisanych we wcześniejszej części niniejszego opracowania), a także jej zalet i wad, rysują się konkretne obszary, wskazujące na odmienność tej metody finansowania. Główne różnice pomiędzy *project finance*, a *corporate finance* zaprezentowano na rysunku 7.

**Rysunek 7.** Różnice pomiędzy *project finance* a *corporate finance*



Źródło: Opracowanie własne.

Przede wszystkim *corporate finance* polega na realizowaniu przedsięwzięcia w ramach już istniejącego przedsiębiorstwa, posiadającego określoną historię, majątek i strukturę źródeł finansowania. W przypadku natomiast *project finance*, w celu realizacji inwestycji i prowadzenia działalności operacyjnej powoływany jest odrębny podmiot – spółka celowa (ang. Special Purpose Vehicle; Project Company). Zadaniem tego podmiotu jest realizacja projektu inwestycyjnego, gdzie podstawowym zabezpieczeniem zewnętrznych środków finansowych są nadwyżki gotówki generowane przez projekt, a rzeczowe zabezpieczenia prawne pełnią funkcje uzupełniającą oraz występujący regres ma ograniczone znaczenie. Spółka jest podmiotem niezależnym prawnie, organizacyjnie i majątkowo. Najczęściej na potrzeby *project finance* wykorzystywane są spółki kapitałowe. Spółka celowa tworzona jest przez wielu uczestników: sponsor/promotor, inwestorzy/kredytodawcy, doradcy finansowi, eksperci, agencje międzynarodowe, prawnicy, rządy i inni. Konsekwencją tego jest każdorazowo niepowtarzalna struktura organizacyjno-finansowa i wysoki stopień prawnej złożoności, czyli szczegółowa dokumentacja, tworzenie specjalnych instytucji, pertraktacje między uczestnikami.

Poprzez powołanie SPV następuje wydzielenie ryzyka poza podstawową działalność danego przedsiębiorstwa. W odniesieniu do mniejszych projektów (realizowanych przez jednego inwestora), na etapie gromadzenia funduszy zazwyczaj nie jest dostarczana gwarancja spłaty długu, dlatego ryzyko inwestora jest ograniczone do ilości zaangażowanego kapitału własnego. Z kolei w sytuacji złożonych projektów – zbyt dużych dla realizacji przez jednego inwestora – spółka celowa może zostać powołana jako wspólne przedsięwzięcie kilku inwestorów. W tym przypadku mamy również do czynienia z dywersyfikacją ryzyka, ponieważ zarówno identyfikacja, jak i kwantyfikacja ryzyka odbywa się na etapie dokonywania analizy projektu. Podmioty zaangażowane w finansowanie przedsięwzięcia dokonują podziału ryzyka między siebie oraz tworzą system zabezpieczeń. Ostatecznie strony podejmują takie ryzyko, jakie gotowe są zaakceptować.

Nowo utworzona spółka celowa siłą rzeczy nie dysponuje żadną historią funkcjonowania, a tym samym standingiem oraz pozycją na rynku. Zdolność kredytowa inwestora(ów) nie jest zatem obliczana na podstawie historycznych, określonych dokumentów finansowych (w zależności od formy ewidencji wnioskodawcy kredytu), lecz na podstawie wyników przewidywanych dla konkretnego projektu. W przypadku *corporate finance*, opartego na historycznych wynikach finansowych firmy, losy przedsiębiorstwa i nowego projektu są ze sobą ściśle powiązane. Częstokroć niepowodzenie w realizacji projektu to upadłość przedsiębiorstwa. Wyodrębnienie realizacji danego projektu do nowo utworzonej spółki celowej zmniejsza jego wpływ na przyszłą sytuację przedsiębiorstwa

i odwrotnie. W takim przypadku upadłość projektu, nie oznacza upadłości jego udziałowców.

Odmienne (względem *corporate finance*) są również kwestie związane z finansowaniem przedsięwzięcia z wykorzystaniem kredytu. W finansowaniu powszechnie stosownym zabezpieczeniem spłaty zobowiązania są rozmaite aktywa danej firmy, niezwiązane bezpośrednio z realizacją konkretnego przedsięwzięcia. Z kolei przy zastosowaniu finansowania *project finance* zabezpieczeniem kredytu jest majątek stanowiący własność spółki celowej. Inną – z punktu widzenia sponsorów projektu – zaletą tej metody finansowania jest pozabilansowy charakter długu. Zaciągnięte przez SPV zobowiązania nie są ewidencjonowane w bilansie sponsorów (z wyłączeniem sytuacji, w której występuje częściowy regres), co jest korzystne w kontekście ich sytuacji na rynkach finansowych, ponieważ nie następuje wówczas pogorszenie wskaźników finansowych oraz standingu finansowego. Niemniej jednak należy pamiętać o tym, że akcjonariusze i wierzyciele mogą uwzględniać ryzyko wynikające z prowadzonej przez dany podmiot działalności pozabilansowej, nawet gdy informacja w tym zakresie nie pojawia się bezpośrednio w bilansie. Kolejną, wyróżniającą cechą *project finance* jest okres kredytowania – skądinąd związany również ze złożonością realizowanego projektu. Mianowicie kredyty w ramach PF mają znacznie dłuższy horyzont czasowy niż w przypadku finansowania w ramach *corporate finance*. Jest to związane z faktem, iż konieczność zastosowania finansowania długoterminowego pojawia się w sytuacji, gdy koszt kapitału dla składników majątku, finansowanych w sposób tradycyjny, jest na tyle wysoki, że nie da się go szybko odzyskać bez podniesienia kosztów, które z kolei obciążają cenę finalnego produktu. Dlatego też często kredyty w ramach *project finance* udzielane są na okres 20 lat bądź dłuższy (np. w przypadku projektów infrastrukturalnych). Jednocześnie należy zwrócić uwagę na to, iż udział długu w źródłach finansowania jest znacznie większy niż w przypadku projektów realizowanych w podmiotach już funkcjonujących (w ramach *corporate finance*).

Podstawowym źródłem spłaty zobowiązań w ramach *project finance* jest nadwyżka wygenerowana w okresie eksploatacji projektu. W związku z tym kredytodawcy winni mieć przeświadczenie, że projekt zostanie zakończony w zdefiniowanym czasie i przy przyjętym budżecie oraz będzie przystosowany do technicznej eksploatacji zgodnej z wcześniejszymi założeniami, wygeneruje nadwyżkę przepływów pieniężnych wystarczającą dla sfinansowania obsługi długu, a z drugiej strony kredytodawcy muszą zaakceptować takie warunki zwrotu kapitału oraz zapłaty odsetek, jakie wynikają z przewidywanych przepływów pieniężnych. Z tego też względu transakcje *project finance* charakteryzują się wspomnianym długim okresem spłaty długu oraz ustaleniem okresów karencji zarówno w stosunku do spłaty kapitału, jak i odsetek. Podobnie, do wielkości



strumieni pieniężnych dostosowywana jest wysokość rat płatności (kapitału i odsetek). Sformułowane w opisany sposób warunki płatności zobowiązań przekładają się na zwiększenie poziomu ryzyka kredytowego, które z kolei rekompensowane jest zwiększonym oprocentowaniem. Z drugiej zaś strony wysokie ryzyko towarzyszące PF powoduje stosowanie zwiększonego oprocentowania oraz prowizji i opłat przez kapitałodawców. Dodatkowo ponoszone są koszty wynikające z ustanawiania zabezpieczeń i dokonywania niezbędnych ubezpieczeń. Poza kosztami finansowymi projekt musi obsłużyć nakłady wynikające z angażowania różnych ekspertów (finansowych, prawnych, podatkowych, technicznych) działających tak w imieniu kredytodawców, jak i sponsorów projektu.

Kolejnym atutem stawiającym *project finance* w pozycji uprzywilejowanej względem *corporate finance* są kwestie związane z optymalizacją podatkową. Należy bowiem pamiętać, że ustanowienie SPV w celu realizacji konkretnego projektu pozwala na odpowiednie skonfigurowanie jej struktury prawnej i podatkowej – tak by możliwe było wykorzystanie w maksymalny sposób stworzonych przez legislatorów warunków – np. wszelkiego rodzaju ulg inwestycyjnych, przyspieszonej amortyzacji itp. Niemożliwych do zastosowania w ramach istniejącego przedsiębiorstwa. Nie bez znaczenia pozostają przy tym korzyści podatkowe, wynikające z faktu, iż odsetki pomniejszają podstawę naliczenia podatku, natomiast dywidenda jest wypłacana akcjonariuszom.