

Wstęp

Projekty rozwojowe w skali makroekonomicznej są motorem postępu cywilizacyjnego poszczególnych państw. Ich racjonalna realizacja prowadzi do rozwoju gospodarki jako całości oraz jest elementem zwiększenia spójności społecznej i terytorialnej kraju bądź związków państw. Na poziomie przedsiębiorstw działalność rozwojowa jest równie ważna. Projekty inwestycyjne decydują o rozwoju jednostki, a często także o jej przetrwaniu w warunkach współczesnej, zglobalizowanej i wysoce konkurencyjnej gospodarki rynkowej. Zwiększają potencjał, umożliwiają wprowadzanie nowych produktów i usług, optymalizują procesy zarządzania i w konsekwencji prowadzą do maksymalizacji dochodów jego właścicieli. Z drugiej strony brak racjonalności w podejmowanych przedsięwzięciach może powodować przeciwnie skutki. Może prowadzić do zapaści gospodarczej, emigracji oraz utraty niezależności na rzecz innych państw czy instytucji międzynarodowych. W odniesieniu do przedsiębiorstw może prowadzić do powstawania strat, a w skrajnych przypadkach nawet do utraty całego zainwestowanego kapitału. Z tej perspektywy istotnego znaczenia nabiera znajomość zasad dotyczących efektywnego inwestowania w przedsięwzięcia gospodarcze, infrastrukturalne i ekologiczne oraz umiejętność aplikacji narzędzi modelowania finansowego dostosowanych do specyfiki realizowanych projektów. Niezbędna jest także wiedza z zakresu metod oceny efektywności ekonomicznej projektów, metod podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz narzędzi identyfikowania i kwantyfikacji ryzyka związanego z realizacją przedsięwzięcia.

Niniejsza książka stanowi prezentację kompleksowej i empirycznie zweryfikowanej wiedzy w zakresie modelowania finansowego przedsięwzięć rozwojowych, która odpowiada nowoczesnym warunkom zarządzania inwestycjami realizowanymi zarówno w formule *corporate finance*, jak i projektów finansowanych w formule *project finance*, w tym w systemie partnerstwa publiczno-prawnego oraz publiczno-publicznego z uwzględnieniem prawodawstwa polskiego i unijnego.

Opracowanie to składa się z ośmiu rozdziałów prezentujących najważniejsze zagadnienia dotyczące finansowania, budżetowania i oceny efektywności przedsięwzięć rozwojowych.

Rozdział pierwszy odnosi się do zagadnień inwestowania, przy czym pojęcie inwestowania w niniejszym opracowaniu nie obejmuje działalności na rynkach finansowych. Zaprezentowano i wyjaśniono tu pojęcie nakładów inwestycyjnych oraz scharakteryzowano podstawowe rodzaje inwestycji. Dokonano także klasyfikacji źródeł kapitału oraz omówiono specyfikę i zasady finansowania projektów inwestycyjnych zgodnie z metodą *project finance* i *corporate finance*.

W rozdziale drugim dokonano prezentacji istoty finansowania w formule *project finance*, koncentrując się na wyjaśnieniu, z czego wynika obserwowany ostatnio rozwój tej techniki, jakie są jej kluczowe cechy, co odróżnia ją od innych typów finansowania i z jakich powodów znajduje ona zastosowanie. Zamieszczono tu także ogólną charakterystykę rynku *project finance* oraz zdefiniowano zadania głównych uczestników projektu.

W rozdziale trzecim przedstawiono strukturę modelu finansowego projektu inwestycyjnego, zasady jego tworzenia oraz metodologię sporządzania projekcji finansowej – osobno dla formuły *corporate finance* oraz *project finance*. Dokonano tu szczegółowej charakterystyki danych wejściowych do modelu finansowego, scharakteryzowano poszczególne elementy planu finansowego projektu wraz z omówieniem zasad oceny ich spójności oraz przedstawiono zagadnienia dotyczące podstawowych wielkości istotnych z punktu widzenia oceny projektu inwestycyjnego. Wyniki uzyskane w projekcji finansowej stanowią bazę do udzielenia odpowiedzi na fundamentalne pytanie, czy z punktu widzenia opłacalności realizacja projektu jest uzasadniona.

Proces realizacji inwestycji wiąże się z wydatkowaniem środków pieniężnych przeznaczonych na przygotowanie, realizację i eksploatację inwestycji, a także z wpływami ze sprzedaży wyrobów i usług uzyskiwanymi w fazie eksploatacji do momentu likwidacji obiektów będących przedmiotem inwestycji. Tak więc cykl projektu inwestycyjnego jest ściśle związany z przepływem w czasie środków pieniężnych. Czas i intensywność tego przepływu zdeterminowane są kolejnością czynności i zdarzeń, które w pewnym stopniu zależą od inwestora. Dla każdej inwestycji mają charakter indywidualny i niepowtarzalny. Stąd w rozdziale czwartym zdefiniowano i opisano podstawowe pojęcia dotyczące strumieni pieniężnych dla różnych celów. Przybliżono tu zagadnienia związane z różną użytecznością (wartością) strumieni pieniężnych w czasie oraz zaprezentowano kompleksową wiedzę w zakresie oszacowania stopy zwrotu/kosztu pozyskania kapitału jako stopy dyskontowej. Dokonano także kategoryzacji wolnych przepływów pieniężnych przy realizacji projektu w formule *project finance* i *corporate finance* wraz z określeniem algorytmu ich kalkulacji. Omówiono

także zasady wykorzystania wolnych przepływów pieniężnych netto do obliczenia wskaźników obsługi zadłużenia (m.in. DSCR, LLCR, PLCR) wraz ze wskazaniem problemów aplikacyjnych.

Piąty rozdział traktuje o metodach oceny przedsięwzięć inwestycyjnych. W sposób kompleksowy zaprezentowane tu zostały zarówno proste metody wstępnej selekcji projektów rozwojowych, jak i zaawansowane metody bezwzględne wyboru projektu (NPV i IRR) wraz z uwzględnieniem czynnika reinwestycji dodatnich strumieni pieniężnych generowanych w fazie operacyjnej przedsięwzięcia (MIRR). Odrębną część rozdziału poświęcono omówieniu procedury oceny przedsięwzięć rozwojowych finansowanych w formule *project finance*. Wynika to z konieczności prezentacji różnego postrzegania efektywności projektu przez kredytodawców i sponsorów.

W rozdziale szóstym omówiono kryteria wybór projektów rozwojowych spośród opcji o różnych wartościach nakładów inwestycyjnych, z projektów o różnych okresach ekonomicznego życia oraz charakteryzujących się różnym ryzykiem i stopami dyskontowymi.

Zagadnieniem poruszonym w rozdziale siódmym i ósmym są metody oceny ekspozycji na ryzyko, do których zalicza się analizę wrażliwości, analizę scenariuszy, symulacje i metodę drzewa decyzyjnego. Pomiar ryzyka w nowoczesnym zarządzaniu projektami inwestycyjnymi jest równie istotnym elementem jak sam pomiar oceny efektywności samego projektu. Oba te procesy winny być ze sobą komplementarne. Metody oceny ryzyka powinny być pomocne przy podejmowaniu konkretnych decyzji inwestycyjnych – decyzji optymalnych w danych warunkach, tak aby z jednej strony maksymalizować pozytywne efekty przy znanym i akceptowanym poziomie ryzyka, a z drugiej unikać strat będących skutkiem błędnych decyzji.

W opracowaniu pominięto część zagadnień, które nie są kluczowe dla tej tematyki, a zostały dokładnie opisane w innych publikacjach. Do problemów tych można zaliczyć np. strukturę biznesplanu. W przypadkach takich dokonano odpowiednich odwołań do publikacji, które zostały uznane za najwłaściwsze. Nie poruszono także tematów związanych z restrukturyzacją projektów inwestycyjnych oraz nie omówiono szczegółowo zagadnień związanych z fuzjami i przejęciami.

W niniejszym opracowaniu wykorzystano zarówno dotychczasowy dorobek literatury polskiej i zagranicznej, jak również własne doświadczenie zawodowe autorów w obszarach bankowości, finansów korporacyjnych i finansów publicznych.

Publikacja jest adresowana do czytelników o różnym stopniu zaawansowania wiedzy na temat projektów inwestycyjnych. Mogą nimi być pracownicy instytucji finansowych zajmujących się współfinansowaniem przedsięwzięć inwesty-

cyjnych (banków, funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych), inwestorzy, menedżerowie przedsiębiorstw działających w warunkach podwyższonego ryzyka wewnątrz krajowego i międzynarodowego, jak i studenci, którzy odczuwają brak literatury specjalistycznej z tej dziedziny, a są zainteresowani tematyką związaną z inwestycjami.