

TOMASZ JEWARTOWSKI

## **PROJECT FINANCE JAKO METODA FINANSOWANIA INWESTYCJI INFRASTRUKTURALNYCH**

### **1. DEFINICJA I CECHY PROJECT FINANCE**

*Project finance* jest metodą finansowania inwestycji stosowaną głównie w przypadku przedsięwzięć w sferze infrastruktury. Istnieją pewne cechy charakterystyczne dla projektów realizowanych w ramach *project finance*, jakkolwiek nie ma jednoznacznie przyjętej definicji *project finance* i nie ma zgodności, co do znaczenia poszczególnych cech, jako jej potencjalnych wyróżników. Badania empiryczne prowadzone nad tą metodą finansowania przedsięwzięć prowadzą do następujących obserwacji<sup>1</sup>:

- do realizacji przedsięwzięcia powołana zostaje specjalna spółka, zwana *project company* lub *vehicle company* – rzadziej *special purpose company*,
- założycielami (*sponsors*) i posiadaczami udziałów w takiej spółce są m.in. spółki biorące czynny udział w realizacji projektu, np. jako wykonawcy lub podwykonawcy,
- 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,
- 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*).

Ponieważ *gros* projektów realizowanych jest w sferach gospodarki o szczególnym znaczeniu dla państwa, w wielu przypadkach warunkiem przystąpienia do realizacji projektu jest uzyskanie koncesji od powołanych do tego celu agend rządowych, nadzorujących proces inwestycyjny i reprezentujących interesy państwa w trakcie budowy i eksploatacji obiektów. Niejednokrotnie w takim przypadku projekt ma ściśle określony okres trwania, określony w umowie pomiędzy koncesjonariuszem a udzielającym koncesji, po którym ten pierwszy przekazuje obiekt (najczęściej bezpłatnie) w zarząd udzielającemu koncesji.

Uogólniając i znacznie upraszczając, można określić *project finance* jako metodę finansowania przedsięwzięć charakteryzującą się tym, że źródłem

---

<sup>1</sup> R. A. Breaty, I. A. Cooper, M. A. Habib, *Using Project Finance to Fund Infrastructure Investments*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 9 (Fall 1996), s. 25.

spłaty zaciąganego przez spółkę zarządzającą przedsięwzięciem długu są w zasadzie jedynie przepływy pieniężne generowane przez sam projekt, przy czym jedynym lub głównym zabezpieczeniem długu jest powstający dopiero w trakcie realizacji projektu majątek.

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 ogólnopaństwowym 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 określone korzyści dla państwa 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>2</sup>.

Można wyróżnić dwa nurty badań dotyczących *project finance*. Jeden nurt koncentruje się na *project finance* jako metodzie finansowania w zasadzie jedynie inwestycji w sferze infrastruktury<sup>3</sup> i obejmuje badania nad uzasadnieniem zaangażowania kapitału prywatnego w infrastrukturze, nad rolą państwa w realizowanych przedsięwzięciach oraz nad wpływem *project finance* na sytuację państwa, w którym przedsięwzięcia są realizowane<sup>4</sup>. Należy w tym miejscu podkreślić, że kapitał prywatny odgrywał swego czasu istotną rolę jako źródło finansowania przedsięwzięć w sferze infrastruktury i w zasadzie dopiero od lat 30. XX w. sektor publiczny zaczął na tych obszarach wypierać sektor prywatny<sup>5</sup>. Niemniej jednak, pod koniec ubiegłego stulecia rządy wielu państw uprzemysłowionych oraz rozwijających się, na skutek rosnących potrzeb w sferze infrastruktury w perspektywie ograniczeń budżetowych, zaczęły na powrót stwarzać możliwości angażowania kapitału prywatnego w przedsięwzięcia infrastrukturalne<sup>6</sup>. Znaczący udział w przewartościowaniu ról sektora prywatnego i publicznego, w tym także w sferze infrastruktury, miała polityka gospodarcza realizowana w Wielkiej Brytanii oraz w Stanach Zjednoczonych, a mianowicie

<sup>2</sup> Ibidem, s. 27.

<sup>3</sup> Należy zauważyć, że samo pojęcie infrastruktura – obecnie może nawet nadużywane – ma historię stosunkowo krótką, przynajmniej jeśli chodzi o tzw. powszechne tego słowa znaczenie.

<sup>4</sup> Zob. M. Klein, *Risk, Taxpayers, and the Role of Government in Project Finance*, „Policy Research Working Paper” 1688, World Bank, Washington D.C., 1996; M. Dailami, M. Klein, *Government Support to Private Infrastructure Projects in Emerging Markets*, „Policy Research Working Paper” 1868, World Bank, Washington D.C., 1998; M. Dailami, D. Leipziger, *Infrastructure Project Finance and Capital Flows: A New Perspective*, World Development, vol. 26, No. 7, July 1998.

<sup>5</sup> Ch. D. Jakobson, J. A. Tarr, *Ownership and Financing of Infrastructure: Historical Perspectives*, „Policy Research Working Paper” 1466, World Bank, Washington D.C. 1995, s. 3 i n.

<sup>6</sup> Por. G. Fishbein, B. Suman, *Private Financing of Toll Roads*, „RMC Discussion Paper Series” nr 117, World Bank, Washington D.C., s. 2 i n.

tw. thatcherism i reaganomika. W krajach tych stworzono podstawy systemowo-prawne do prywatyzacji i deregulacji infrastruktury oraz możliwość współpracy sektora prywatnego i publicznego na obszarze świadczenia usług związanych z wykorzystaniem infrastruktury<sup>7</sup>.

Drugi nurt, postrzegający *project finance* jako metodę finansowania inwestycji w ogóle, ma na celu głównie uzasadnienie rosnącej atrakcyjności tej metody finansowania oraz przedstawienie warunków, których spełnienie powoduje osiąganie większych korzyści w przypadku, gdy przedsięwzięcie realizowane jest na zasadach *project finance* niż gdyby stanowiło ono jedno z wielu przedsięwzięć realizowanych przez przedsiębiorstwo. Badacze tego nurtu starają się udzielić odpowiedzi w zasadzie na pytania dotyczące cech – wyróżników *project finance*: 1) dlaczego do realizacji projektu powołuje się odrębną pod względem organizacyjnym i prawnym spółkę? 2) dlaczego w takiej spółce większość udziałów posiadają podmioty zaangażowane w realizację przedsięwzięcia? 3) jaka jest przyczyna tak złożonego schematu kontraktów zawieranych pomiędzy uczestnikami projektu? 4) dlaczego wreszcie dźwignia finansowa jest tak wysoka i dlaczego w strukturze długu przeważają kredyty bankowe?

To opracowanie ma na celu przybliżenie zarówno osiągnięć jednego, jak i drugiego nurtu, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów finansowych w ramach szeroko pojętych finansów przedsiębiorstw.

## 2. DŹWIGNIA FINANSOWA ORAZ ODREBNOŚĆ SPÓŁKI W PROJECT FINANCE

Wysoka dźwignia finansowa towarzyszy niemalże wszystkim projektom realizowanym na zasadach *project finance* – niezależnie od sektora gospodarki, regionu geograficznego i charakterystyki rynku kapitałowego kraju, w którym projekt jest realizowany, przy czym przeważającą część długu stanowią konsorcjalne kredyty bankowe (patrz tabela 1).

W przypadku konsorcjalnych kredytów bankowych grono wierzycieli jest niewielkie – obejmuje ono najczęściej kilka banków, czasami międzynarodowych instytucji finansowych, a coraz częściej wyspecjalizowanych funduszy lokujących część swych środków w przedsięwzięciach realizowanych na zasadach *project finance*<sup>8</sup>. W przypadku publicznej emisji obligacji grono wierzycieli jest znacznie szersze. Ponieważ wierzyciele mają w przypadku *project finance* ograniczone możliwości roszczeń w stosunku do sponsorów projektu, są oni szczególnie zainteresowani monitorowaniem bieżących poczynań zarządu spółki zaciągającej dług. Dotyczy to głównie etapu wykorzystywania funduszy, a więc etapu budowy obiektów związanych z projektem.

<sup>7</sup> Szerzej na temat roli państwa i sektora prywatnego w rozwoju infrastruktury zob. M. Ratajczak, *Infrastruktura w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1999, s. 79 i n.

<sup>8</sup> Fundusze takie często też nabywają papiery udziałowe spółek zarządzających przedsięwzięciami, stając się przez to ich współwłaścicielami.

Tabela 1

**Inwestycje realizowane na zasadach *project finance* (1994 - 1998)  
w ujęciu globalnym w mld \$**

	1994	1995	1996	1997	1998
Dług (D)					
kredyty bankowe	13,7	23,3	42,8	67,5	56,7
obligacje	4,0	3,8	4,8	7,5	9,8
Kapitały własne (E)	10,8	18,9	29,4	44,2	29,4
Razem (V=E+D)	28,5	46,0	76,8	119,2	95,9
Średni udział długu (D/V)	62%	59%	62%	63%	69%
Liczba projektów, w których wykorzystywano:					
tylko kredyty bankowe	b.d.	b.d.	341	407	419
tylko obligacje	b.d.	22	19	25	43

**Źródło:** *Project Finance International*, za: B. C. Esty, *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project Finance*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 12 (Fall 1999), s. 27.

Skoncentrowanie kapitału wierzycielskiego daje większe możliwości wpływu na decyzje podejmowane przez zarząd spółki zaciągającej dług i pozwala na szybszą reakcję, a co za tym idzie niższe koszty, w przypadku konieczności renegotjowania warunków umowy. Należy się spodziewać, że oprocentowanie takich kredytów – zależne oczywiście od ryzyka związanego z projektem – byłoby w każdym przypadku niższe niż oprocentowanie obligacji, jakie spółka mogłaby wyemitować w celu pozyskania kapitału<sup>9</sup>. Stąd, szczególnie we wstępnym etapie realizacji projektów, dominującą rolę odgrywają konsorcjalne kredyty bankowe. Emisje obligacji, jeśli w ogóle wykorzystywane w początkowej fazie realizacji projektu, są emisjami skierowanymi do ograniczonej liczby odbiorców. Niemniej jednak w późniejszych fazach inwestycji – na etapie eksploatacji obiektu – dość często dochodzi do zastępowania kredytów bankowych emisjami obligacji, ale rzadko są to emisje publiczne. Można zaobserwować, iż koncentracja kapitału wierzycielskiego jest silniejsza w przypadku przedsięwzięć obciążonych relatywnie wyższym ryzykiem politycznym<sup>10</sup>.

Wielu autorów poświęciło swe prace próbom uzasadnienia struktury kapitału w przypadku *project finance* w oparciu o różne teorie z zakresu finansów. Badania Shaha i Thakora<sup>11</sup> miały na celu racjonalne wytłumaczenie istnienia wysokiej dźwigni finansowej w kontekście teorii asymetrii informacji. Autorzy wyszli z założenia, że dostawcy obcych źródeł kapitału wiedzą mniej niż właściciele na temat podstawowych parametrów związanych z projektem, na podstawie których podejmowana jest decyzja o jego realizacji. Uzyskują takie informacje, badając przepływy *ex ante* związane z projektem. Wymagają od spółki zarządzającej projektem udostępniania

<sup>9</sup> Szerokie studium konsorcjalnych kredytów bankowych wykorzystywanych podczas realizacji przedsięwzięć na zasadach *project finance* znaleźć można w artykule S. Kleimeier, W. L. Megginson, *Are Project Finance Loans Different from Other Syndicated Credits?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 13 (Spring 2000).

<sup>10</sup> B. C. Esty, W. L. Megginson, *Syndicate Structure as a Response to Political Risk in the Project Finance Loan Market*, Working Paper, March 2001, s. 21.

<sup>11</sup> S. Shah, A. V. Thakor, *Optimal Capital Structure and Project Financing*, „Journal of Economic Theory”, vol. 42 (1987), s. 209 - 243.

informacji dotyczących przepływów generowanych przez projekt w trakcie jego realizacji w celach kontrolnych. W przypadku, gdy projekt realizowany jest w ramach działalności sponsorów, a nie jako odrębna jednostka, istnieją większe trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji dotyczących przepływów generowanych przez projekt. W przypadku natomiast, gdy dla realizacji projektu tworzy się odrębną spółkę, łatwiej jest uzyskać niezbędne informacje – przepływy są bardziej transparentne – i w tym właśnie wcześniej wymienieni badacze upatrują podstawowych korzyści dla wierzycieli.

Łatwiejszy dostęp do informacji to niższy koszt ich pozyskania, co z kolei może się przełożyć na obniżenie kosztu długu dla spółki go zaciągającej. Nie znaczy to oczywiście, iż w przypadku każdego projektu bezwzględnie powinno się tworzyć odrębną spółkę dla jego realizacji. Założenie oraz funkcjonowanie odrębnej jednostki implikuje ponoszenie pewnych kosztów (same koszty założenia spółki, obsługi prawnej itp.), które nie wystąpiłyby w przypadku realizacji projektu w ramach działalności sponsora lub ich wysokość byłaby relatywnie niższa. W jakim przypadku wierzyciele byłiby skłonni obniżyć koszt długu w zamian za ułatwiony dostęp do informacji? Takie działanie ma uzasadnienie dla projektów obarczonych relatywnie wysokim ryzykiem. Im wyższe ryzyko, tym więcej starań dokładają wierzyciele, by pozyskać kompletną informację o planowanym wykorzystaniu powierzonych spółce środków. Byliby oni skłonni obniżyć oprocentowanie do momentu, w którym krańcowy koszt tego obniżenia w postaci utraczonych korzyści zrównałby się z krańcowymi korzyściami, jakie wierzyciele odnieśli z łatwiejszego dostępu do informacji, uwzględniając oczywiście efekt całkowitej lub przynajmniej częściowej utraty zabezpieczenia na majątku sponsora (*limited recourse financing*).

W świecie „Modiglianiego i Millera” bez podatków, sposób w jaki zorganizowane jest przedsięwzięcie nie wpływałby na wartość spółek – suma przepływów do właścicieli i do wierzycieli byłaby taka sama (patrz tabela 2).

Tabela 2

*Project finance w świecie M&M*

stan		1	2	3	4	5	6
Charakterystyka majątku i nominalna wartość długu	Dług: Istniejące Aktywa	100	100	100	100	100	100
	Dług: Projekt	100	100	100	100	100	100
	Przepływy: Istniejące Aktywa	50	50	130	130	300	300
	Przepływy: Projekt	50	130	50	130	50	130
Przepływy w przypadku finansowania tradycyjnego	Dług	*100	*180	*180	200	200	200
	Kapitał własny	0	0	0	60	150	230
	Razem przepływy	100	180	180	260	350	430
Przepływy w przypadku <i>project finance</i>	Dług: <i>Project Finance</i>	*50	100	*50	100	*50	100
	Kapitał własny: <i>Project Finance</i>	0	30	0	30	0	30
	Przepływy do sponsora	50	80	130	160	300	330
	Dług: Sponsor	*50	*80	100	100	100	100
	Kapitał własny: Sponsor	0	0	30	60	200	230
	Razem przepływy	100	180	180	260	350	430

\* Niepowodzenie.

Źródło: R. A. Brealy, I. A. Cooper, M. A. Habib, op. cit., s. 32.

Dominująca we współczesnej nauce finansów teoria zrównoważonego wyboru traktuje trudności finansowe i koszty agencji za bariery zadłużania się przedsiębiorstw do poziomów przekraczających optymalną strukturę kapitału. Zarówno trudności finansowe, jak i koszty agencji niwelują korzyści podatkowe – w postaci tarcz odsetkowych – płynące z wykorzystania kapitałów obcych.

Koszty trudności finansowych związane z upadłością przedsiębiorstwa mogą stanowić znaczną część jego wartości<sup>12</sup>. Na majątek spółki, w przypadku typowego dla *project finance* przedsięwzięcia, składają się w zasadzie w większości aktywa rzeczowe, które nie tracą na wartości w ogóle lub tracą mało w procesie upadłości<sup>13</sup>. Zmiany w strukturze właścicielskiej, polegające na nabyciu przez wierzycieli praw własności do spółki, mają niewielki wpływ na wartość tychże aktywów, które charakteryzują się długim okresem zarówno fizycznego, jak i ekonomicznego zużycia i w trakcie postępowania upadłościowego, przedłużającego się czasami na skutek sporów pomiędzy wierzycielami, ulegają zużyciu tylko w niewielkim stopniu. Bezpośrednie koszty upadłości w przypadku spółki zarządzającej jednym tylko projektem także najczęściej będą relatywnie niskie, zatem łączny efekt polegający na zmniejszaniu bodźców do wykorzystywania dźwigni finansowej w miarę jej zwiększania jest mniejszy niż w przypadku tradycyjnego finansowania.

Wyodrębnienie spółki realizującej projekt może jednak doprowadzić do znacznej utraty korzyści związanych z uzyskiwanymi tarczami podatkowymi, a więc zmniejszyć bodziec do zadłużania się. Odrębność podmiotu bezpośrednio nadzorującego realizację projektu implikuje odrębność przepływów pieniężnych związanych z projektem. Jest to niewątpliwie zaletą *project finance*, gdyż ułatwiony zostaje dostęp do informacji o osiągniętych efektach, a tym samym łatwiej sprawuje się nadzór właścicielski i wierzycielski. Forma taka daje też możliwość odnoszenia korzyści podatkowych w postaci ewentualnych podmiotowych ulg, wakacji oraz zwolnień podatkowych, które trudno byłoby uzyskać (a w zasadzie trudno byłoby przyznać), gdyby projekt o szczególnym znaczeniu dla władzy publicznej realizowany był jako integralna część spółek – sponsorów projektu.

W analizie efektywności projektu istotne są przyrostowe wolne przepływy pieniężne (*incremental free cash flows*) generowane przez projekt. W przypadku *project finance* przepływy przyrostowe to po prostu przepływy generowane przez projekt, co powoduje szczególnie istotne konsekwencje w przypadku, gdy spółka nie jest zwolniona od podatku dochodowego. Na etapie zawierania kontraktów oraz budowy obiektu spółka nie osiąga dochodu operacyjnego, ponosi natomiast koszty, w tym koszty finansowe. Tworzą one (choć rzadko w całości) wartość obiektów składających się na projekt, a zatem będą zmniejszać dochód do opodatkowania w postaci późniejszych odpisów amortyzacyjnych. Na etapie zawierania transakcji i budowy obiektów, spółka nie płaci podatku dochodowego. W przypadku,

<sup>12</sup> E. I. Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Questions*, „Journal of Finance” (September 1984), s. 1067 - 1089.

<sup>13</sup> R. A. Brealy, I. A. Cooper, M. A. Habib, op. cit., s. 25.

gdy projekt realizowany jest przez sponsorów – w ramach ich działalności – mogą oni straty wynikające z ponoszenia kosztów operacyjnych, które nie zwiększają wartości tworzonych obiektów, łączyć z dochodami z innych źródeł i w ten sposób umniejszać bieżące płatności podatku. To umniejszenie ma oczywiście znaczenie w ocenie efektywności inwestycji, zgodnie z zasadą, że istotne są właśnie przepływy przyrostowe. W przypadku odrębnej spółki, istotna staje się możliwość rozliczania strat w czasie, którą regulują przepisy podatkowe – w różny sposób, w zależności od systemu podatkowego. W każdym jednak przypadku wartość projektu jest przez to niższa – bieżące oszczędności podatkowe są więcj warte niż odroczone.

### 3. KOSZTY AGENCJI I POSTANOWIENIA UMOWNE W PROJECT FINANCE

Dużo uwagi poświęca się w literaturze przedmiotu dźwigni finansowej, ale niemniej ważnym zjawiskiem charakterystycznym dla *project finance* jest bezpośrednio zaangażowanie konstruktorów, podwykonawców, a nawet odbiorców i agend rządowych w działalność spółki w postaci nabywania części jej udziałów. Najczęściej uzasadnienia takiego stanu rzeczy szuka się wyprowadzając analogię z istnienia kosztów agencji<sup>14</sup>.

Zarządzający przedsiębiorstwami (w przypadku, gdy nie są nimi właściciele) często, zamiast dążyć do maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa, czyli działać na korzyść właścicieli, realizują własne cele, co nie zawsze prowadzi do wzrostu bogactwa właścicieli. Najlepszym sposobem zapobiegania takim sytuacjom byłoby powiązanie wynagrodzenia zarządzających z wynikami zarządzanej spółki. Sprawiedliwość takiego rozwiązania może budzić wątpliwości, gdyż w takim przypadku zarządzający ponosiliby także ryzyko rynkowe, na które nie mają żadnego wpływu. Innym sposobem neutralizowania niekorzystnych efektów agencji jest częściowe wynagrodzenie wysiłków zarządzających w postaci pakietu akcji lub opcji na akcje zarządzanej przez nich spółki. Powoduje to pojawienie się realnego bodźca do dokładania wszelkich starań, mających na celu wzrost wartości akcji.

W przypadku *project finance* rzecz ma się podobnie. Zamiast zawierać kontrakty, których klauzule nigdy nie uwzględnią wszystkich możliwych do wystąpienia sytuacji, powierza się wykonawcom (często także dostawcom, a nawet odbiorcom) udział w kapitale własnym spółki realizującej projekt, w ten sposób motywując ich do efektywnego działania.

Bezpośredniemu zaangażowaniu wielu uczestników projektu towarzyszy w każdym niemal przedsięwzięciu realizowanym na zasadach *project finance* złożoność zawieranych pomiędzy uczestnikami kontraktów<sup>15</sup>. Wielu

<sup>14</sup> Na temat teorii kosztów agencji zob. M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, no. 4, October 1976, s. 305 - 360.

<sup>15</sup> Ciekawy przypadek powiązań umownych pomiędzy spółką realizującą projekt, bankami udzielającymi jej kredytu, a sponsorem projektu (British Petroleum), dotyczący wydobycia ropy naftowej na Morzu Północnym, przedstawiony został przez Myers'a i Brealey'a w: R. A. Brealey, S. C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, t. II, s. 974 - 976.

badaczy w istnieniu tych kontraktów odnajduje główne korzyści, jakie niesie ze sobą metoda *project finance*. Korzyści te miałyby się przejawiać w efektywniejszej alokacji ryzyka pomiędzy uczestników projektu, choć w pewnym stopniu niwelowane byłyby przez rosnące jednocześnie koszty transakcyjne<sup>16</sup>. Maksymalizacja efektywności zarządzania ryzykiem miałaby miejsce tylko wówczas, gdyby wszyscy uczestnicy projektu potrafili wyodrębnić różne rodzaje ryzyka, jakie wiąże się z danym przedsięwzięciem i chcieliby przyjąć na siebie tylko te, z którymi są w stanie najlepiej sobie poradzić<sup>17</sup>.

Kwestia alokacji ryzyka, ze względu na różnorodność zagadnień, znacznie przerasta możliwości zaprezentowania w tym artykule. Powstają odrębne prace dotyczące tylko tego problemu w kontekście zawieranych pomiędzy uczestnikami projektu porozumień, wśród których niewątpliwie godnym uwagi jest opracowanie M. Dailami i R. Hauswalda oparte na badaniach empirycznych dotyczących projektu gazociągu w Korei Południowej<sup>18</sup>.

Trudno jest generalizować zagadnienia związane z ryzykiem, jakie wiąże się z realizacją przedsięwzięć na zasadach *project finance*. Każdy rodzaj przedsięwzięć obarczony jest ryzykiem działalności gospodarczej, którego najważniejszymi czynnikami są: zmienność popytu, zmienność cen sprzedaży, zmienność cen nakładów i zakres kosztów stałych. Wiele przedsięwzięć obarczonych jest też charakterystycznym tylko dla siebie ryzykiem – w przypadku budowy linii kolejowej nie występuje ryzyko przedwczesnego wyczerpania surowca, charakterystyczne dla przedsięwzięć polegających np. na wydobywaniu ropy naftowej. Z kolei ciężar tego samego rodzaju ryzyka często spoczywa na różnych uczestnikach projektu – w przedsięwzięciach polegających na budowie i eksploatacji rurociągów często ryzyko popytu przejmuje na siebie główny, a czasami jedyny, odbiorca, zawierając ze spółką długoterminowe kontrakty typu *take-or-pay*, z kolei w przedsięwzięciach polegających na budowie płatnych autostrad, ryzyko to spoczywa najczęściej na sponsorach projektu, pozbawionych możliwości zawierania kontraktów z masowym odbiorcą.

O podziale ryzyka pomiędzy uczestników projektu decydują zawierane przez nich pomiędzy sobą kontrakty. Właśnie wzajemne, w zasadzie niepowtarzalne, powiązania umowne, powodujące z jednej strony wzrost kosztów transakcyjnych, a z drugiej wzrost efektywności zarządzania ryzykiem, mogą doprowadzić do zmniejszenia kosztu kapitału, a w efekcie do wzrostu wartości projektu. Kontrakty zawierane są pomiędzy sponsorami projektu, wierzycielami, dostawcami, odbiorcami, wykonawcami, eksploatującymi i wreszcie niejednokrotnie rządem państwa, w którym przedsięwzięcie jest realizowane. Oczywiście wiele innych podmiotów związanych jest z projektem na różnych jego etapach. Bardzo często poważną rolę odgrywają instytucje ubezpieczeniowe przejmujące na siebie m.in. ryzyko siły wyższej, nie

<sup>16</sup> B. C. Esty, *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project Finance*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 12 (Fall 1999), s. 29 - 33.

<sup>17</sup> R. A. Brealy, I. A. Cooper, M. A. Habib, op. cit. s. 30.

<sup>18</sup> M. Dailami, R. Hauswald, *Risk Shifting and Long-Term Contracts: Evidence from the Ras Gas Project*, „Policy Research Working Paper” 2469, World Bank, Washington D.C., 2001.

dlatego bynajmniej, że są w stanie je kontrolować, ale z racji posiadania olbrzymiego portfela pozwalającego im to ryzyko dywersyfikować. Ryzyko związane z opóźnieniami w ukończeniu budowy obiektów składających się na projekt przejmują często na siebie wykonawcy, gwarantując ukończenie budowy w ustalonym terminie i zobowiązując się do poniesienia ewentualnych kosztów związanych z opóźnieniami. Oczywiście poza tymi wszystkimi kontraktami wiążącymi uczestników projektu z konkretnym możliwym do wyodrębnienia rodzajem ryzyka, spółki realizujące przedsięwzięcie na zasadach *project finance* często korzystają z hedgingu, jako formy zabezpieczenia przed ryzykiem stopy procentowej, kursu walutowego, zmian cen produktu, czy zmian cen surowców wykorzystywanych przy eksploatacji obiektu.

Niejednokrotnie też w projekt zaangażowane są międzynarodowe instytucje finansowe albo poprzez gwarantowanie kredytów udzielanych spółce przez banki komercyjne, albo poprzez bezpośrednio udzielanie kredytów. Dodać jednak trzeba, że w tym drugim przypadku, dług zaciągnięty w tych instytucjach ma najczęściej charakter podporządkowany w stosunku do długu pozyskanego na komercyjnym rynku kapitałowym. Instytucje te często przejmują na siebie ryzyko polityczne związane z projektem. Panuje powszechnie pogląd, że instytucje takie jak Bank Światowy, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Europejski Bank Inwestycyjny czy Azjatycki Bank Rozwoju mogą wpłynąć na rządy wielu państw, szczególnie na rządy tzw. państw rozwijających się, w przypadku gdyby istniała realna groźba podjęcia przez nie kroków bezpośrednio lub pośrednio przyczyniających się do niepowodzenia projektu.

Istotne znaczenie ma to zwłaszcza w przypadku przedsięwzięć z zakresu infrastruktury transportu, polegających np. na budowie sieci kolejowych. Poważne problemy, na jakie natknęli się realizatorzy połączenia kolejowego pomiędzy Wielką Brytanią i Francją (*Eurotunnel*), były skutkiem opóźnień w budowie sieci kolejowej usprawniającej połączenie z Londynem, finansowanej ze środków budżetowych Wielkiej Brytanii. Warto dodać, że *Eurotunnel* co prawda ukończono, ale w trakcie realizacji powstała konieczność nie planowanego wcześniej dofinansowania projektu, co utrudni, jeżeli wręcz nie uniemożliwi, osiągnięcie wymaganej przez inwestorów stopy zwrotu.

Przedsięwzięcia polegające na budowie linii kolejowych czy płatnych autostrad są szczególnie narażone na ryzyko polityczne, przejawiające się m.in. zmianami w polityce transportowej danego kraju, czy zaniedbaniami państwa w aspekcie wykorzystania efektów sieciowych, dlatego często postuluje się, iż w ich przypadku rząd także powinien partycypować w podziale ryzyka. Często też zaangażowanie rządu jest niezbędne dla przyciągnięcia kapitału zagranicznego, szczególnie w przypadku krajów o dość płytkim i słabo rozwiniętym rynku kapitałowym<sup>19</sup>. Mała aktywność władz publicznych może doprowadzić do zaniechania realizacji przedsięwzięcia i często

<sup>19</sup> Por. M. Dailami, M. Klein, *Government Support to Private Infrastructure Projects in Emerging Markets*, „Policy Research Working Paper” 1868, World Bank, Washington D.C. 1998.

w tym właśnie upatruje się przyczyn wycofywania się sponsorów projektu na etapie prac studialnych i przygotowawczych, głównie w projektach polegających na budowie i eksploatacji płatnych dróg oraz linii kolejowych<sup>20</sup>. Aktywność w zakresie rządowego wsparcia może – ogólnie rzecz biorąc – przyjąć dwie formy: 1) nabycia udziałów w spółce realizującej projekt (*project company*) lub udzielenia jej kredytu, 2) przejęcia przez państwo części ryzyka związanego z projektem. Znacznie częściej wykorzystywana jest ta druga forma współdziałania, a najczęstszymi rodzajami ryzyka przejmowanego w całości lub części przez państwo są: ryzyko polityczne i ryzyko finansowe. Instrumentarium, jakim rząd może się w takim przypadku posłużyć jest bardzo bogate (patrz tabela 3).

Tabela 3

**Przykładowe rodzaje gwarancji rządowych  
w prywatnych projektach infrastrukturalnych**

Typ gwarancji	Przykłady projektów, w których dany typ gwarancji był wykorzystany
Zobowiązania umowne jednostek rządowych – gwarancja nabycia produkcji finalnej  – gwarancja dostarczenia surowca	Dabhol Power Plants, Indie Lal Pir Power, Pakistan Termopaipa Poewr Plant, Kolumbia Lal Pir Power, Pakistan
Gwarancje w zakresie ryzyka politycznego i prawnego – gwarancja wymienialności waluty – gwarancje w zakresie potencjalnych zmian przepisów prawa	Lal Pir Power, Pakistan Rousch Power, Pakistan Izmit Su Pipeline, Turcja
Gwarancje w zakresie ryzyka finansowego – gwarancja stopy procentowej – gwarancja kursu walutowego – poręczanie kredytów	North-South Expressway, Malezja North-South Expressway, Malezja Toll Roads, Meksyk Termopaipa Poewr Plant, Kolumbia
Gwarancje w zakresie ryzyka handlowego – gwarancje minimalnej wysokości opłat  – gwarancje minimalnego natężenia ruchu	Western Harbour Tunnel, Hongkong Buga-Tulua Highway, Kolumbia South Access to Concepción, Chile M5 Motorway, Węgry

**Źródło:** M. Dailami, M. Klein, *Government Support to Private Infrastructure Projects in Emerging Markets*, „Policy Research Working Paper” 1868, World Bank, Washington D.C., 1998, s. 10.

Najczęściej rządy państw, w których realizowane jest przedsięwzięcie udzielają gwarancji stóp procentowych, kursu walutowego, gwarancji wymienialności waluty, gwarancji w zakresie niekorzystnych zmian przepisów prawa, aż do poręczania kredytów zaciąganych przez spółkę. Zdecydowanie rzadziej partycypują one w podziale ryzyka handlowego, chociażby udzielając gwarancji minimalnego natężenia ruchu, co miało miejsce w przypadku jednej z węgierskiej autostrad – M5, ale już nie autostrady M1/M15.

<sup>20</sup> *Where, When – and How Much*, „Euromoney” 1995, March, s. 116.

W takim przypadku państwo występuje niejako w roli masowego odbiorcy, z którym operator autostrady zawiera umowę. W umowie takiej państwo zobowiązuje się do pokrycia – według z góry ustalonej ceny – różnicy między natężeniem minimalnym a faktycznie osiągniętym, jeżeli faktyczne natężenie jest niższe od minimalnego. Należy zaznaczyć, że w niektórych przypadkach (autostrada Buga-Tulua w Kolumbii) wyznaczane jest też maksymalne natężenie, po przekroczeniu którego całość lub część opłat pobranych za przejazd stanowi dochody sektora publicznego.

#### 4. WYKORZYSTANIE PROJECT FINANCE

Czasami podnosi się tezę, że przedsięwzięcia realizowane na zasadach *project finance* wymagają zaangażowania znacznych środków na często bardzo długie okresy. Stanowi to cechę jedynie przedsięwzięć infrastrukturalnych i jest konsekwencją cech infrastruktury raczej niż samej formy zorganizowania przedsięwzięcia – znane są bowiem przypadki stosowania *project finance* w przypadku niewielkich przedsięwzięć z zakresu np.: usług hotelarskich, czy przemysłu drzewnego i papierniczego. Jednak głównymi obszarami gospodarki, w których wykorzystuje się tę szczególną metodę finansowania inwestycji są: energetyka, wydobywanie i przetwórstwo ropy naftowej oraz gazu, komunikacja, transport oraz wydobywanie innych niż ropa i gaz surowców mineralnych (patrz tabela 4).

Tabela 4

Kredyty udzielane w ramach *project finance* – wg obszarów gospodarki (1980 - 1999)

Kategoria	Liczba kredytów	Wartość kredytów (mln US\$)	Odsetek wartości
Energetyka	1 009	136 520	21,5%
Wydobywanie ropy naftowej i gazu	631	119 513	18,8%
Transport*	260	63 319	10,0%
Komunikacja	241	51 126	8,1%
Wydobywanie surowców innych niż ropa naftowa i gaz	300	28 030	4,4%
Przemysł petrochemiczny	147	24 975	3,9%
Razem	2 588	423 483	66,7%
Pozostałe	2 368	210 939	33,3%
Ogółem	4 956	634 422	100,0%

\* W oryginale oddzielne pozycje *Transport* i *Motorway Operator* tu ujęte zostały łącznie.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych *Euromoney Loanware*, za S. Kleimeier, W. L. Megginson, *Are Project Finance Loans Different from Other Syndicated Credits?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 13 (Spring 2000), s. 77.

Należy zauważyć, iż rzeczywiście są to obszary o szczególnym znaczeniu dla państwa, w których sektor publiczny odgrywał – z niewielkimi

wyjątkami – dominującą rolę jako właściciel kapitału. Charakterystyczne jest też to, że w zasadzie metoda *project finance* jest wykorzystywana w przypadkach sprawdzonych, tradycyjnych technologii, co wiąże się ze *względną łatwością* oszacowania nakładów ponoszonych na etapie budowy oraz przyszłych przepływów pieniężnych generowanych na etapie eksploatacji.

Przez *względną łatwość* należy w tym przypadku rozumieć możliwość dokonania szacunków nakładów i przyszłych przepływów na podstawie parametrów, których wielkość ustalić można w oparciu o dane historyczne. Przeciętne zużycie paliwa przez samochód i ekstrapolacja wzrostu liczby samochodów mogłyby być w dużym uproszczeniu takimi parametrami w przypadku szacunków przychodów dla stacji paliw. Oczywiście zawsze istnieje ryzyko, że skonstruowany zostanie nowy silnik zużywający mniej paliwa lub wykorzystujący zgoła odmienne źródło energii, co skutkowałoby prawdopodobnie zmniejszeniem przychodów – a skrajnie rzecz ujmując – upadkiem stacji paliw, dystrybutora, przetwórcy oraz wydobywającego ropę naftową. Ponieważ jednak postęp technologiczny w zakresie produkcji silników nie jest tak dynamiczny, jak w przypadku produkcji procesorów, metoda *project finance* znajdzie zastosowanie w przypadku projektu budowy nowej platformy wiertniczej, a nie znajdzie prawdopodobnie w przypadku projektu stworzenia nowej generacji komputera osobistego lub projektu budowy laboratorium z przeznaczeniem na badania genetyczne.

*Project finance* nie ma zastosowania w tzw. zaawansowanych technologiach, obfitujących w liczne innowacje. Fundusz lokujący w przedsięwzięcia realizowane na zasadzie *project finance* nie ma charakteru funduszy *venture capital*. Nie oznacza to jednak, że jedna instytucja nie jest zainteresowana posiadaniem jednostek uczestnictwa jednocześnie w obydwu rodzajach funduszy – zależy to od globalnej polityki danej instytucji w zakresie zarządzania portfelem i jego dywersyfikacji z uwzględnieniem różnego poziomu ryzyka – przykład *Chase Manhattan*, *AIG* czy *Goldman Sach's* oraz wielu innych instytucji finansowych zdaje się to potwierdzać. Inną kwestią jest zjawisko nadpłynności zarówno w funduszach *venture capital*, jak i w funduszach inwestujących w przedsięwzięcia realizowane na zasadzie *project finance*<sup>21</sup>, co potwierdza empirycznie słuszność zasady leżącej u podstaw nauki finansów, czyli awersji inwestorów do ryzyka. Żądana stopa zwrotu w obydwu przypadkach z pewnością jest relatywnie wysoka.

Czasami zbyt optymistycznie szacuje się nakłady i przyszłe przepływy pieniężne. Błędy w szacowaniu nakładów i przyszłych przepływów, ujawniają się w trakcie realizacji projektu. Realizujący projekt uzmysławiają sobie po przeanalizowaniu błędów, że powstało „pewne ryzyko niepowodzenia”. Jednak, czy zmieniło się ryzyko projektu? Wszak ryzyko projektu nie zależy od osób wykonujących prognozy, ale niejako tkwi w samym projekcie. Projekt nie stał się nagle bardziej ryzykowny – on po prostu od początku był mniej opłacalny<sup>22</sup>. Dlatego, wyceniając projekt należy jak

<sup>21</sup> *Too much money, too few deals*, „Euromoney” 1995, March, s. 109 - 111.

<sup>22</sup> Na temat tzw. „pozornych czynników ryzyka” zob. szerzej R. A. Brealy, S. C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, t. I, s. 314 - 317 oraz 416 - 417.

najwięcej uwagi poświęcić prognozom, uwzględniając różne scenariusze wydarzeń. Szacunek przepływów musi być obiektywny, chociaż czasami trudno o tę obiektywność, szczególnie gdy decyzja o realizacji przedsięwzięcia została w zasadzie podjęta przed jego wyceną – dotyczy to głównie projektów realizowanych w ramach lub z udziałem sektora publicznego, których przedstawiciele i często jednocześnie autorów projektów charakteryzuje na ogół nadmierny optymizm.

Jeśli chodzi o ujęcie geograficzne lokowania kapitału w przedsięwzięcia realizowane na zasadzie *project finance*, początków tej metody należy szukać w Europie Zachodniej, kiedy to w latach 70. zaczęto posługiwać się nią – w ograniczonym zakresie – przy eksploatacji złóż ropy naftowej na Morzu Północnym. Dociekliwi badacze sięgają dalej w głąb historii gospodarczej, przytaczając przypadki finansowania projektów z wykorzystaniem podobnej techniki, jaką jest dziś *project finance* z okresu wieków średnich, a dotyczącą wydobycia srebra w Anglii<sup>23</sup>. I w jednym, i w drugim przypadku wskazuje się na Europę, jako kolebkę wykorzystywanej obecnie metody. Obecnie czwarta część kredytów (wg ich wartości) przeznaczanych na realizację projektów z wykorzystaniem metody *project finance* trafia na stary kontynent, z czego połowa do Wielkiej Brytanii.

Globalne ujęcie geograficzne wykorzystywania *project finance* prezentuje tabela 5. Pod względem udziału środków zaangażowanych w projekty realizowane na zasadzie *project finance* dominują trzy obszary: Europa Zachodnia, Azja Południowo-Wschodnia oraz Ameryka Północna. Należy jednak dodać, że najbardziej gwałtowny rozwój *project finance* w ostatnich latach miał miejsce w Azji Południowo-Wschodniej oraz w Ameryce Południowej.

Boźcem do wykorzystywania na większą skalę metody *project finance* w Stanach Zjednoczonych było ustanowienie w 1978 r. *Public Utility Regulatory Power Act* – aktu prawnego nakładającego na przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, a konkretnie na zakłady energetyczne, obowiązek nabywania energii od niezależnych producentów. Bezpośrednim skutkiem wprowadzenia przepisów ustawy w życie było tworzenie odrębnych pod względem organizacyjnym i prawnym producentów energii, finansowanych w znacznym zakresie długim zabezpieczonym zawierającymi jednocześnie długoterminowymi umowami na dostawę energii do zakładów energetycznych. W tego typu projektach nie uczestniczył ani rząd federalny, ani rządy stanowe. Inaczej wyglądała sytuacja w Europie Zachodniej, gdzie największy udział w wykorzystaniu *project finance* przypada Wielkiej Brytanii. W 1992 r. utworzono tam agencję rządową *Private Finance Initiative*, której zadaniem było zawieranie kontraktów z przedsiębiorstwami sektora prywatnego polegających głównie na finansowaniu, budowie i zarządzaniu projektami infrastrukturalnymi, głównie w dziedzinie transportu, początkowo jedynie kolejowego, z czasem rozszerzając zakres działań na płatne drogi. Ostatecznie sektor prywatny zaangażowany został w projektach po-

<sup>23</sup> E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, t. I, s. 705.

legających na budowie i eksploatacji systemów kontroli ruchu, szpitali, a nawet więzień.

Tabela 5

**Kredyty udzielane w ramach *project finance* – ujęcie geograficzne (1980 – 1999)**

Lokalizacja geograficzna	Liczba kredytów	Wartość kredytów (mln US\$)	Odsetek wartości
Międzynarodowe	5	848	0,10%
Ameryka Północna	850	126 155	19,90%
Stany Zjednoczone	727	106 561	16,80%
Europa Zachodnia	673	157 223	24,80%
Wielka Brytania	306	91 751	14,50%
Europa Wschodnia	276	22 046	3,50%
Bliski Wschód	501	59 286	9,30%
Turcja	198	14 468	2,30%
Afryka	196	12 563	2,00%
Indie, Pakistan, Bangladesz	157	11 729	1,90%
Azja Południowo-Wschodnia	1 503	151 004	23,80%
Chiny	450	29 810	4,70%
Hongkong	134	21 689	3,40%
Indonezja	260	33 210	5,20%
Korea Południowa	120	8 015	1,30%
Malezja	139	17 477	2,80%
Tajlandia	154	17 748	2,80%
Australia i Oceania	246	37 500	5,90%
Australia	227	36 221	5,70%
Ameryka Południowa	496	52 342	8,30%
Karaiby	52	3 646	0,60%
Pozostałe	1	79	0,01%
Razem	4 956	634 422	100,00%

Źródło: Jak w tabeli 4.

## PODSUMOWANIE

*Project finance* jest coraz bardziej powszechną metodą angażowania kapitału prywatnego w przedsięwzięcia m.in. o charakterze infrastrukturalnym przy jednocześnie dającym się wyraźnie zauważyć wycofywaniu państwa z tej sfery gospodarki. Coraz częściej dochodzi do współdziałania państwa i sektora prywatnego w ramach tzw. partnerstwa publiczno-prywatnego i do realizowania przedsięwzięć na zasadach *project finance*, co ma szczególne znaczenie w państwach, które jeszcze nie posiadają rozwiniętego rynku kapitałowego. Potrzeba badań nad tą metodą finansowania wynika z jej rosnącego znaczenia, niemniej jednak *project finance* nie stanowi jedynie przedmiotu badań samego w sobie – służy także czasami jako przykład, którym posługują się badacze, weryfikując teorie związane

z finansami<sup>24</sup>. Zaprezentowane w tym artykule zagadnienia stanowiły jedynie zasygnalizowanie i przybliżenie problemu. Ze względu na formę opracowania niemożliwą była analiza tak istotnych kwestii związanych z *project finance*, jak podział ryzyka pomiędzy uczestnikami przedsięwzięcia, czy sama jego wycena. Są to zagadnienia, którym warto poświęcić uwagę ze względu na szczególne korzyści, pojmowane zarówno wąsko, a więc z punktu widzenia inwestorów i wierzycieli, jak i szeroko, a więc z punktu widzenia władzy publicznej i całego społeczeństwa, jakie niesie ze sobą ta metoda finansowania przedsięwzięć.

#### BIBLIOGRAFIA

- Altman E. I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Questions*, „Journal of Finance” September 1984.
- 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.
- Brealy R. A., Myers S. C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Brigham E. F., Gapenski L. C., *Zarządzanie finansami*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Destais Ch., *Transaction Costs Theory, Asset Specificity and Risk Appraisal. An Analysis Based on The Example of Limited Recourse Project Finance*, Working Paper, Université de Paris, 2000.
- Esty B. C., *Petrozuata: A Case Study of the Effective Use of Project Finance*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 12, Fall 1999.
- Esty B. C., Megginson W. L., *Syndicate Structure as a Response to Political Risk in the Project Finance Loan Market*, Working Paper, March 2001.
- Dailami M., Hauswald R., *Risk Shifting and Long-Term Contracts: Evidence from the Ras Gas Project*, Policy Research Working Paper 2469, World Bank, Washington D.C. 2001.
- Dailami M., Klein M., *Government Support to Private Infrastructure Projects in Emerging Markets*, Policy Research Working Paper 1868, World Bank, Washington D.C. 1998.
- Dailami M., Leipziger D., *Infrastructure Project Finance and Capital Flows: A New Perspective*, World Development, vol. 26, no. 7, July 1998.
- Fishbein G., Suman B., *Private Financing of Toll Roads*, RMC Discussion Paper 117, World Bank, Resource Mobilization and Cofinancing Vice Presidency, Washington D.C. 1996.
- Habib M. A., Johnsen D. B., *Financing and Redeployment of Specific Assets*, „Journal of Finance” April 1999.
- Jackobson Ch. D., Tarr J. A., *Ownership and Financing of Infrastructure: Historical Perspectives*, Policy Research Working Paper 1466, World Bank, Washington D.C. 1995.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, no. 4, October 1976.
- Kleimeier S., Megginson W. L., *Are Project Finance Loans Different from Other Syndicated Credits?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 13, Spring 2000.
- Klein M., *Risk, Taxpayers, and the Role of Government in Project Finance*, Policy Research Working Paper 1688, World Bank, Washington D.C. 1996.
- Ratajczak M., *Infrastruktura w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1999.
- Shah S., Thakor A. V., *Optimal Capital Structure and Project Financing*, „Journal of Economic Theory” 1987, vol. 42.
- Too much money, too few deals*, „Euromoney”, March 1995.
- Where, When – and How Much*, „Euromoney”, March 1995.

<sup>24</sup> Por. Ch. Destais, *Transaction Costs Theory, Asset Specificity and Risk Appraisal. An Analysis Based on The Example of Limited Recourse Project Finance*, Working Paper, Université de Paris, 2000; M. A. Habib, D. B. Johnsen, *Financing and Redeployment of Specific Assets*, „Journal of Finance” 54, April 1999, s. 693 - 720.

PROJECT FINANCE AS A METHOD OF FINANCING  
INFRASTRUCTURE INVESTMENTS

S u m m a r y

For the time being there is no clear definition of *project finance* and there is no unanimity about the role of its specific characteristics as potentially distinctive traits. Empirical research leads to the following conclusions:

- in order to realise an undertaking a special company is created, called a project company or a vehicle company (also: special purpose company),
- the sponsors and shareholders in such a company are also companies which actively participate in the project e.g. as contractors or subcontractors,
- project participants (contractors, managers, lenders, often governmental agencies, and, if possible, final users) all create a network of contracted connections aiming at distinguishing the possible types of risk and ascribing the consequences of those risks to particular parties,
- a company implementing a project uses a high leverage and the creditors have limited rights to file a claim in the case of a failure of the project (limited-recourse or non-recourse financing).

Most projects are realised in the industries that are particularly significant to the state, and in many cases a project cannot be launched without a permit from the special governmental agencies overseeing the investment process and representing the state interests while the buildings are erected and used.

This article deals with two trends in the research on project finance. One of them focuses upon project finance as a method of financing virtually only investments in the infrastructure sphere and it includes research on the justification for private capital involvement in the infrastructure, in addition to research on the role of the state in implementing projects and on the effect of project finance upon the situation in the state where the undertaking is realised. The other trend perceives project finance as a method of financing investment in general and it aims at presenting the conditions for deriving greater benefits than in the case of carrying out undertakings by the company itself.