

JAKUB ŚWIĄTEK¹

CZYNNIKI ROZWOJU *PROJECT FINANCE* W POLSCE

W Polsce dopiero po przemianach politycznych, które nastąpiły w roku 1989, powrócono do modelu gospodarki rynkowej. Na skutek funkcjonowania przez ponad 40 lat gospodarki centralnie zarządzanej, gospodarka posiadała braki infrastrukturalne i technologiczne. Aby móc rozwijać się i spełniać oczekiwania społeczne konieczne było (i nadal jest) poczynienie licznych inwestycji w transporcie (komunikacja publiczna, drogi i autostrady, sieć kolejowa), energetyce (energia elektryczna, nowe źródła pozyskiwania energii), telekomunikacji, usługach publicznych czy nowych technologiach (informatyka). W większości przedstawionych obszarów pomimo ich dynamicznego rozwoju widoczne są dysproporcje pomiędzy Polską a krajami rozwiniętymi np. Europą Zachodnią. Biorąc pod uwagę potrzeby inwestycyjne polskiej gospodarki i uwarunkowania ekonomiczne, korzystną formą inwestycji mogą okazać się projekty typu *project finance*.

Project finance oznacza proces organizacji i zapewnienia źródeł finansowania konkretnego przedsięwzięcia inwestycyjnego w postaci nowego przedsiębiorstwa lub obiektu infrastrukturalnego. Jest to finansowanie realizacji projektu inwestycyjnego oparte na zasadzie, że podstawowym źródłem spłaty kredytu, zaciągniętego na przeprowadzenie przedsięwzięcia, jest nadwyżka finansowa generowana przez projekt, podstawowym zaś zabezpieczeniem tego kredytu jest majątek (aktywa), powstający w wyniku realizacji projektu².

Cechy charakterystyczne, które odróżniają ten rodzaj inwestycji od pozostałych metod finansowania inwestycji, są następujące:

- zorientowanie na sam projekt inwestycyjny,
- mobilizacja środków finansowych pozyskiwanych w różnych formach, z reguły z kilku źródeł,
- zapewnienie optymalnej struktury finansowania projektu przy wykorzystaniu szerokiego wachlarza dostępnych na rynku instrumentów i technik finansowania,
- zwrot zainwestowanego kapitału z *cash flow* generowanego przez projekt (inaczej niż ma to miejsce w przypadku zaciągnięcia długu przez podmiot, gdzie zwrot długu lub zainwestowanego kapitału jest z reguły

¹ Doktorant Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

² P. Kwiatkowski, *Project finance – metoda finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 1 - 2, s. 51.

- wypadkową efektywności całego podmiotu i generowanego przez niego *cash flow* z całej działalności),
- tworzony jest nowy podmiot, który ma tytuł prawny do finansowania aktywów.

Początek rozwoju *project finance* jest identyfikowany z uchwaleniem w roku 1978 przez Kongres USA aktu regulującego rynek usług publicznych tzw. *Public Utility Regulatory Act*. Dokument ten stworzył prywatny rynek energii elektrycznej i model *project finance* dla innych krajów rozwiniętych. Impulsy do rozwoju tej metody finansowania inwestycji zostały uzyskane poprzez reformy przepisów i regulacji, które z kolei stworzyły nowe rynki dla przedsiębiorstw prywatnych, w tych sektorach działalności gospodarczej, które były zarezerwowane dla działań rządowych oraz stworzenie przez rządy szeregu zachęt, które miały zdopingować prywatny sektor do zainwestowania w nowe sektory gospodarki³.

Rozwój *project finance* w Europie wiąże się natomiast z utworzeniem w Wielkiej Brytanii w roku 1992 agencji rządowej *Private Finance Initiative*, której zadaniem było zawieranie kontraktów z przedsiębiorstwami sektora prywatnego na finansowanie, budowę i zarządzanie po wybudowaniu projektami infrastrukturalnymi z zakresu transportu kolejowego i drogowego⁴.

Autor artykułu postawił sobie za cel identyfikację czynników, które decydują o atrakcyjności *project finance* jako metody finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych zarówno dla potencjalnych kredytobiorców (strona popytowa), jak i kredytodawców (strona podażowa), przy jednoczesnym wskazaniu barier, które hamują obecnie rozwój tej metody finansowania w Polsce.

Cechy *project finance* i historia rozwoju tej metody finansowania inwestycji w połączeniu z brakiem możliwości sfinansowania wszystkich inwestycji publicznych z budżetu państwa powodują, że sposób ten powinien w szerszym zakresie rozwinąć się także w Polsce.

Głównymi czynnikami wpływającymi na zwiększenie zainteresowania *project finance* są **niedostateczny rozwój infrastruktury i brak niezbędnych kapitałów** dla realizacji rozwoju przedsiębiorczości w Polsce. Istnieje konieczność poniesienia wydatków na budowę infrastruktury nie tylko na poziomie centralnym, ale przede wszystkim lokalnym. W roku 1990 na skutek przeprowadzonej reformy administracyjnej powstały samodzielne jednostki samorządu terytorialnego w postaci miast i gmin, a od roku 1998 także powiatów i województw. Na nowe podmioty nałożono obowiązek wykonania licznych zadań do tej pory zarezerwowanych dla administracji centralnej, a koniecznych do zaspokojenia potrzeb lokalnych społeczności. Szybko okazało się jednak, że w oparciu o istniejącą infrastrukturę komunalną nie można tych zadań w pełni realizować. Jednocześnie budżety jednostek samorządu terytorialnego nie były w stanie udźwignąć

³ P. A. Ahmed, X. Fang and the IFC, *Project Finance in Developing Countries*, w: <http://www.ifc.org/publications/pubs/loe/loe7/loe7.html>, s. 2.

⁴ T. Jewartowski, *Project finance jako metoda finansowania inwestycji infrastrukturalnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2002, z. 1, s. 199.

ciężaru finansowego i zapewnić pokrycia dla całości koniecznych do poniesienia wydatków inwestycyjnych. Choć część inwestycji komunalnych nie ma charakteru komercyjnego i trudno wyobrazić sobie finansowanie na zasadach *project finance* typowych przedsięwzięć *non-profit*, to równocześnie metoda ta mogłaby się świetnie sprawdzić w przypadku sfinansowania nakładów na komunikację lokalną, wodociągi i kanalizację czy energetykę.

Polskie przedsiębiorstwa cierpią również nadal na brak kapitału. Gospodarka centralnie zarządzana, która nie stawiała za cel generowanie zysków, co z kolei uniemożliwiało gromadzenie kapitałów własnych, lecz wypełnianie dyrektyw i planów produkcyjnych. Wszystkie wolne środki przeznaczane były na zakup zapasów, co pozwalało wierzyć dyrektorom przedsiębiorstw, że spełnią dyrektywy z centrali. Generowanie zysku w „starym” systemie gospodarczym nie było przedsiębiorstwom potrzebne.

Takie podejście doprowadziło do tego, że w początkach okresu transformacji gospodarki w rynkową, polskie przedsiębiorstwa miały i nadal mają ogromne trudności w pozyskaniu nowych technologii, nowych rynków zbytu lub po prostu z przetrwaniem na rynku w momencie załamania popytu lub konieczności poniesienia strat.

Brak kapitału własnego powoduje, że często niezbędne przedsięwzięcia inwestycyjne prowadzone są z kapitału krótkoterminowego, poprzez wyciąganie środków z obrotu. Takie rozwiązanie może przynieść sukces tylko w krótkim czasie i w przypadku inwestycji o krótkim okresie zwrotu; w przeciwnym razie może doprowadzić przedsiębiorstwo do kłopotów związanych z płynnością (brak zapłaty kontrahentom w terminie).

W sytuacji luki kapitałowej polskich przedsiębiorstw, metoda *project finance* pozwala na pozyskanie długoterminowego kapitału do finansowania przedsięwzięcia, zwłaszcza dla projektów inwestycyjnych, które wymagają bardzo wysokich nakładów.

Jednocześnie metoda ta niesie wymierne korzyści związane z obciążeniami finansowymi podmiotu zainteresowanego inwestycją (sponsora). Jak już wspomniano realizacja inwestycji na zasadach *project finance* powierzana jest odrębnemu podmiotowi prawnemu. Takie rozwiązanie nie powoduje bezpośredniego obciążenia bilansu sponsora zobowiązaniami wynikającymi z pozyskania kapitału obcego, a jego rachunku wyników kosztami obsługi długu. Sponsor odpowiada za zobowiązania podmiotu zależnego, ale tylko do wysokości wniesionego kapitału (chyba, że bank lub inny podmiot finansujący przyjął na zabezpieczenie transakcji jego poręczenie). *Project finance* daje więc korzyść akcjonariuszom lub udziałowcom sponsora, gdyż koszty finansowe nie obciążają jego zysku i przez to nie wpływają negatywnie na wysokość wypłacanych dywidend. Jest to bardzo ważne zwłaszcza w fazie realizacji oraz pierwszych latach funkcjonowania projektu, kiedy koszty z nim związane przekraczają przychody i projekt nie jest rentowny. Wskazane zalety księgowe powodują, że zdolność kredytowa sponsora może być lepiej oceniana i łatwiejsze będzie uzyskanie przez niego kredytowania na własną działalność operacyjną.

Ważnym atutem predysponującym do lokalizacji przedsięwzięć inwestycyjnych przez inwestorów zagranicznych w Polsce, w tym również tych

finansowanych na zasadach *project finance*, jest siła robocza. Polscy pracownicy uważani są za dobrze wykwalifikowanych, a jednocześnie niedrogich. Godzina pracy w polskim przemyśle przetwórczym kosztuje czterokrotnie mniej niż w Hiszpanii, czteroipółkrotnie mniej niż w Irlandii i ponad ośmiokrotnie mniej niż w Niemczech⁵.

Pozostaje jednak jeszcze wiele do zrobienia, aby potrzeby inwestycyjne i predyspozycje do lokalizacji inwestycji w Polsce znalazły wyraz w rosnącej liczbie chętnych inwestorów do prowadzenia w naszym kraju projektów *project finance*. Potrzebna jest do tego **stabilizacja i przejrzystość prawa gospodarczego oraz systemu podatkowego, liberalizacja obrotu nieruchomościami, unowocześnienie prawa pracy, prywatyzacja i otwarcie na wolną konkurencję tych sektorów gospodarki, które były do tej pory zarezerwowane dla państwa**. Urynkowienie sektora energetycznego, transportu kolejowego, przemysłu ciężkiego, mogłoby podobnie, jak miało to miejsce w USA, doprowadzić do wzrostu liczby inwestorów chętnych do prowadzenia inwestycji na zasadach *project finance*. Liberalizacja i prywatyzacja oznaczałaby możliwość zawierania długoterminowych umów na dostawę dóbr i usług, co w przypadku długoterminowych inwestycji *project finance* stanowi fundament powodzenia projektu. W chwili obecnej powołanie w Polsce spółki, która miałaby prowadzić inwestycję, zajmie inwestorowi średnio 58 dni potrzebnych na przejście 11 procedur. Oznacza to większe koszty na samym wstępie prowadzenia projektu i wydłużenie najbardziej ryzykownej fazy realizacji o 2 miesiące⁶.

Przeprowadzenie wskazanych powyżej zmian jest więc konieczne, jeżeli nie chcemy przegrywać z innymi państwami naszego regionu w wyścigu o lokalizację projektów *project finance* przez inwestorów zagranicznych. Dziś polska gospodarka pod względem konkurencyjności zajmuje 41. miejsce na świecie, a przed nami znajdują się w tym rankingu nie tylko kraje rozwinięte gospodarczo jak: Finlandia (1 miejsce), Stany Zjednoczone (2), Kanada (3), Australia (5), Norwegia (6), Holandia (8) czy Szwecja (9), ale również państwa regionu Europy Środkowo-Wschodniej dopiero aspirujące do grona najbardziej rozwiniętych gospodarczo krajów świata, między innymi Węgry (28), Estonia (29) i Czechy (37)⁷.

Konieczne zmiany wymagają jednak dużej odwagi politycznej. W Polsce w pogoni za głosami wyborców ta odwaga i wzięcie na siebie odpowiedzialności rozmywa się w partykularnych obietnicach wyborczych i deklaracjach polityków.

Bardzo ważne z punktu widzenia kontrahentów zagranicznych, którzy są kooperantami przedsięwzięć inwestycyjnych w Polsce jako inwestorzy lub odbiorcy wytworzonych dóbr i usług, jest częste nieprzygotowanie do negocjacji polskich partnerów lub po prostu brak przekonujących argumentów do firmowania projektów⁸.

⁵ P. Maciejewicz, *Mali na wielką skalę*, „Gazeta Wyborcza”, z dnia 15 kwietnia 2002 r., s. 27.

⁶ Ibidem.

⁷ Ibidem.

⁸ H. Salik, *Nie wykorzystane atuty*, „BusinessWeek” styczeń 2002, nr 1 (118), s. 25.

Dodatkowo trudna sytuacja finansowa na całym świecie (pomimo istniejących jeszcze oaz szybkiego wzrostu gospodarczego, np. Chiny czy Korea) doprowadziła do sytuacji, w której nastąpił gwałtowny spadek wolumenu inwestycji bezpośrednich. Problem ten dotyczy także Polski. Jeszcze w roku 2000 gospodarka polska absorbowwała inwestycje zagraniczne o łącznej wartości 9,3 mld USD, a w roku 2001 już tylko 7,1 mld USD, natomiast prawdopodobnie w roku bieżącym za pośrednictwem inwestorów zagranicznych napłynie do Polski tylko 6,5 - 6,6 mld USD⁹. W związku z powyższym polskie przedsiębiorstwa mogą mieć coraz większe trudności z pozyskaniem inwestorów strategicznych, a w przypadku tych spółek, które już odsprzedały udziały lub akcje kapitałowi zagranicznemu, do uzyskania środków na rozwój od spółki dominującej. W tej sytuacji realizowanie projektów inwestycyjnych na zasadzie *project finance* i pozyskanie finansowania z banku komercyjnego może okazać się jedną z nielicznych szans na rozwój (zakładamy bowiem, że polskie przedsiębiorstwa nie dysponują kapitałem, aby prowadzić inwestycje na dużą skalę z własnych środków).

Projekt *project finance* dla swojej realizacji potrzebuje finansowania zewnętrznego. Choć źródeł finansowania może być wiele, muszą one mieć jedną cechę – długoterminowy charakter. Najbardziej popularnymi są kredyt długoterminowy oraz emisja obligacji. Według danych *Project Finance International* w latach 1994 - 1998 udział kredytów w finansowaniu projektów *project finance* wzrósł z 13,7% do 56,7%, a udział emisji obligacji z 4,0% do 9,8%¹⁰. Optymalna struktura finansowania jest trudna do określenia. Banki ze swej strony będą dążyły do tego, aby inwestorzy wyposażali zakładane do obsługi projektu spółki w jak najwyższe kapitały własne. Z kolei sponsorzy chcąc ograniczyć swoje wydatki i ryzyko pragną, aby finansowanie z obcego źródła było jak najwyższe. Struktura finansowania powinna być dostosowana indywidualnie do każdego projektu w zależności od możliwości finansowych sponsora, planowanego *cash flow* projektu, przyjętych zabezpieczeń spłaty kredytu i skłonności do ponoszenia ryzyka przez finansującą instytucję. Nie mniej jednak banki z reguły niechętnie finansują projekty, w których udział kapitału własnego w całości finansowania aktywów jest mniejszy niż 20%.

Obecnie można dostrzec już przesłanki, dzięki którym przedsięwzięcia *project finance* będą bardziej korzystne dla banków i które spowodują większe zainteresowanie tego typu projektami ze strony podażowej kapitału.

Banki są instytucjami nastawionymi na zysk, które w przypadku spółek giełdowych, codziennie podlegają ocenie akcjonariuszy poprzez wyznaczenie kursu giełdowego. W Polsce na skutek malejących stóp procentowych i rosnącej konkurencji bardzo prawdopodobny jest scenariusz, w którym maleć będą marże osiągane przez banki na kredytach i depozytach. Skutkiem tego będzie malejący *spread* pomiędzy ceną udostępnianego pieniądza,

⁹ P. Maciejewicz, *Mali na wielką skalę*, s. 27 oraz P. Maciejewicz, *Jednak tygrys*, „Gazeta Wyborcza”, nr 244(4152), z dnia 18 października 2002 r.

¹⁰ T. Jewartowski, *Project...*, s. 190.

a kosztami jego pozyskania. Aby utrzymać dochody na dotychczasowym poziomie banki będą podnosić wysokość prowizji i marż (wiele banków już dokonało odpowiednich modyfikacji w swoich tabelach opłat i prowizji), jednak takie rozwiązanie z uwagi na dużą konkurencję może okazać się nieskuteczne. W takiej sytuacji bankom pozostanie poszukiwanie bardziej rentownych źródeł przychodów, np. finansowanie projektów *project finance*. Przedsięwzięcia tego typu zapewniają wysokie marże ze względu na długookresowy charakter i wyższe ryzyko finansowania niż w przypadku udzielania kredytu podmiotom prowadzącym już działalność operacyjną.

Słabnąca kondycja polskich przedsiębiorstw, której przykładem były wydarzenia związane z upadkiem Stoczni Szczecińskiej oraz kłopotami finansowymi jej kooperantów, spowodowały utworzenie wysokich rezerw w sektorze bankowym. Ograniczyło to zainteresowanie banków udzielaniem kredytów obciążonych większym ryzykiem. Projekt *project finance* zawsze charakteryzuje się wyższym ryzykiem, ale może ono zostać znacznie ograniczone przy wykorzystaniu metod wypracowanych w trakcie ponad 20 lat funkcjonowania tego typu przedsięwzięć. Najważniejsze jest zabezpieczenie finansowania projektu w fazie jego realizacji. Wówczas projekt nie generuje bowiem żadnych przychodów, a obiekty, na których hipoteki będą w przyszłości podstawowym zabezpieczeniem dla projektu, są dopiero w fazie budowy. Niepowodzenie inwestycji w takim momencie spowoduje, że podmiot kredytujący utraci założone źródło spłaty kredytów, a odzyskanie majątku z hipoteki jest mało realne na skutek nieukończenia inwestycji. Zarówno banki, jak i sponsorzy, a także nowopowstała spółka dążą więc do zobligowania wykonawców projektu do terminowego ukończenia prac poprzez przedstawienie gwarancji bankowej, partycypowanie w ryzyku projektu poprzez wykupienie udziałów w spółce lub zawarcie w kontrakcie kar w wysokości, która pozwoli z kolei spółce na regulowanie kar wobec odbiorców, z którymi zawarte są umowy na odbiór dóbr lub usług. W fazie realizacji projektu ryzyko związane z projektem można ograniczyć poprzez zawarcie wieloletnich umów handlowych, ubezpieczenia, ścisłą ingerencję w organizację i zarządzanie inwestycją, a także gwarancje i poręczenia.

Projekt *project finance* jest narażony na wiele rodzajów ryzyka zarówno w fazie realizacji, rozruchu, jak i eksploatacji. Wymienienie ich wszystkich nie jest celem niniejszego artykułu, jednak ze względu na to, że najtrudniej jest zabezpieczyć ryzyka niekomercyjne (zwrócono na to szczególną uwagę dopiero po kryzysie azjatyckim w latach 1997 - 1998), zasadnym będzie poświęcenie części tego artykułu ryzyku politycznemu.

Bardzo ważne znaczenie dla bezpieczeństwa kapitału powierzonego podmiotowi do realizacji projektu *project finance* jest postrzeganie Polski jako kraju stabilnego. W rankingu opracowanym przez *Lehman Brothers* i *Eurasia Group* (firma analizująca ryzyko polityczne) oceniającym stabilność polityczną krajów rozwijających się, Polska poprawiła swoją pozycję w porównaniu z rokiem 2001 i zajmuje obecnie 3 miejsce (lepszą pozycję od naszego kraju mają tylko Węgry i Meksyk)¹¹.

¹¹ <http://www.legsi.com>.

Wśród banków i instytucji finansujących projekty *project finance*, na bazie doświadczeń kryzysu azjatyckiego z lat 1997 - 1998, ugruntował się pogląd, że stabilność polityczna i umiejętność rozwiązywania problemów nie oznaczają, że kryzys nie może wystąpić. Dlatego tak ważne jest przyjęcie odpowiednich zabezpieczeń ryzyka politycznego projektu. Przekonały się o tym między innymi OPIC¹² oraz United States Export Import Bank, którym rząd Stanów Zjednoczonych zablokował możliwość dalszego zaangażowania w *Dahbol power project* w indyjskim stanie Maharashtra z powodu rozpoczęcia przez Indie prób z bronią nuklearną. Dodatkowo projekt był poddany krytyce podsycanej przez narodowych populistów i dotyczącej cen za energię, jaką mieli płacić odbiorcy i ostatecznie projekt został całkowicie wstrzymany¹³.

Instrumentem, który może skutecznie ograniczyć ryzyko polityczne, są gwarancje banków multilateralnych, np. Banku Światowego, Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju, Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Dzięki gwarancjom banku multilateralnego projekt jest chroniony przed ryzykiem walutowym w danym państwie (ryzyko transferu i wymiany), a także strat poniesionych w wyniku:

- niewypełnienia kontraktowych zobowiązań przyjętych przez państwo ze względu na zdarzenia wywołane przez naciski polityczne lub przez wprowadzenie reform strukturalnych, zaleconych danemu państwu przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy,
- nieregulowania zobowiązań przez przedsiębiorstwa państwowe będące zaangażowanymi w projekt jako sponsorzy.

Ograniczenie ryzyka w przypadku gwarancji międzynarodowych instytucji finansowych ma podwójny charakter, gdyż ochrona odbywa się zarówno poprzez wypłatę z gwarancji w momencie wystąpienia zdarzenia objętego ochroną, jak również poprzez sam fakt uczestnictwa takiej instytucji w projekcie. Dzieje się tak, gdyż rządy danego kraju zdają sobie sprawę, że w razie braku obsługi długu z powodu politycznego (embargo przepływów z projektu, nacjonalizacja) może dojść do wstrzymania kredytowania ze strony banków multilateralnych dla ważnych dla danego kraju projektów. Potwierdzeniem tego jest fakt, że status kraju, w którym nie będzie zwiększane kredytowanie, posiada tylko 17 państw ze 129, które były w jakikolwiek sposób kredytowane przez Bank Światowy¹⁴. Ponadto według danych pokazujących historię wypłat z gwarancji wydanych przez OPIC w Europie Środkowo-Wschodniej do roku 1998 agencja ta była zmuszona wypłacić środki z gwarancji dotyczących czterech projektów w trzech krajach europejskich: Białorusi, Turcji (2 wypłaty) i Jugosławii. Łączna kwota wypłat nieznacznie przekroczyła 6,3 mln USD, co stanowiło około 1,16% ogółu wypłat dokonanych w tym okresie przez tę organizację¹⁵.

¹² *The Overseas Private Investment Corp.* – agencja federalna w USA organizująca i wspierająca udział prywatnego kapitału amerykańskiego w ekonomicznym i społecznym rozwoju krajów słabiej rozwiniętych oraz obszarów i krajów w trakcie transformacji z gospodarki nierynkowej w rynkową.

¹³ M. Moore, *Project finance in Asia*, w: <http://www.people.fas.harvard.edu/~asiactr/haq/200102/0102a001Cp3.htm>.

¹⁴ *The role of multilaterals in structured finance*, w: <http://www.fitchratings.com>, s. 3, 6.

¹⁵ C. Mia Koo, S. Fox, R. M. Scher, *Political Risk Insurance and Structured Finance*, w: <http://www.fitchratings.com>, s. 8.

Stabilność polityczna i gospodarcza Polski pozwala także na uzyskanie wyższego ratingu nadawanego przez instytucje ratingowe. Jest to o tyle ważne, że banki finansujące przedsięwzięcia *project finance* posilkują się ocenami ratingowymi w ocenie ryzyka kredytowego (rating jest wypadkową między innymi oceny inwestora, ryzyka fazy przygotowawczej, ryzyka operacyjnego, ryzyka zbytu oraz ryzyka kraju), a generalna zasada przy nadawaniu ratingu mówi, że ocena instytucji lub przedsięwzięcia nie może być wyższa niż ocena kraju.

Analizując rozwój *project finance* na świecie można zauważyć, że załamanie gospodarcze, jakie miało miejsce w Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997 - 1998, spowodowało, że banki znacznie ograniczyły zainteresowanie projektami inwestycyjnymi tego typu (tabela 1). Jednak wielu ekspertów uważa, że kryzys azjatycki miał również pozytywne skutki dla banków, a w szczególności dla oceny ryzyka projektów. Banki nauczyły się bardziej rygorystycznie oceniać ryzyko i przed podjęciem finansowania stawiać wiele dyskusyjnych kwestii.

Po pierwsze wiadomo, że odpowiednie finansowanie dla projektu *project finance* nie rozwiązuje jeszcze problemów wynikających z ryzyka politycznego i infrastruktury prawnej danego kraju.

Po drugie należy patrzeć na przedsięwzięcie w jak najszerszym horyzoncie czasowym, nie tylko pod kątem tego czy inwestycja jest potrzebna w danym momencie, ale także czy będzie potrzebna w danym kraju za kilka lat. Jamieson Logie, partner w firmie prawniczej *Sullivan & Cromwell* stoi na stanowisku, że przy transakcjach przed rokiem 1997 kładziono zbyt duży nacisk na zawarte przez spółkę obsługującą projekt kontrakty, a zbyt małe na podstawowe ryzyko wynikające z wahań popytu i podaży. Ponadto jak uważa Reid Morgan, Dyrektor zarządzający *Global Project Finance/Global Syndicated Finance for Chase Securities Inc.*, banki nie będą skłonne, tak jak to było przed kryzysem azjatyckim, udzielać długoterminowego, niezabezpieczonego finansowania, ale będą starać się szczególnie chronić przed ryzykiem walutowym udzielając kredytów na krótsze terminy i dodatkowo przerzucać elementy ryzyka na sponsorów projektu¹⁶.

Tabela 1

Transakcje *project finance* w podziale na regiony świata w latach 1997 - 1998

Region	Liczba projektów		Wartość projektów (w mln USD)	
	1997	1998	1997	1998
Europa	207	104	81 703	26 173
Azja	191	63	58 405	27 477
Ameryka Łacińska	105	49	41 610	33 554
Ameryka Północna	75	33	28 400	15 033
Bliski Wschód i Afryka	46	22	26 305	9 283
Ogółem	624	271	236 423	111 520
w tym w krajach rozwijających się	380	140	123 169	60 069

Źródło: P. A. Ahmed, X. Fang and the IFC, *Project finance in Developing Countries*, w: <http://www.ifc.org/publications/pubs/loe/loe7/loe7.html>, s. 2.

¹⁶ V. Harper-Ho, *Project finance*, w: <http://www.fas.harvard.edu>.

Poza stosunkowo wysokim ryzykiem finansowania przedsięwzięć *project finance* związanym z finansowaniem nowopowstałego podmiotu, barierą dla większego zainteresowania banków kredytowaniem tego typu projektów jest proces jego przygotowania i późniejszej oceny. Wiąże się on bowiem zawsze z ogromnym nakładem pracy. O ile w wielu bankach istnieją już specjalne zespoły do oceny ryzyka tego typu przedsięwzięć i przygotowania odpowiednich umów, o tyle przedsiębiorstwa, czyli potencjalni sponsorzy, nie zawsze są gotowe do podjęcia zadania, jakim jest przygotowanie projektu. W ułatwieniu sponsorom opracowania przedsięwzięć *project finance*, ważną rolę mają do odegrania agencje konsultingowe.

Polscy przedsiębiorcy w dobie braku kapitału własnego i jednocześnie konieczności ekspansji na nowych rynkach zbytu oraz wypełniania niszy rynkowych są skazani na poszukiwanie kapitału obcego. Projekty finansowane poprzez *project finance* dają im wiele korzyści, co powoduje, że popyt na tę usługę powinien rozwijać się szybko. Już obecnie odnotowywany jest rosnący udział projektów typu *greenfield* czyli tworzonych od podstaw (do których zaliczyć można także projekty *project finance*). Jak wynika z badań Państwowej Agencji Inwestycji Zagranicznych w I połowie 2002 r. udział inwestycji typu *greenfield* w całości inwestycji zagranicznych wyniósł 7% w porównaniu do 3% w roku 2001¹⁷.

Dla dalszego rozwoju projektów *project finance* ważne byłoby silniejsze **zaangażowanie się rządu polskiego w celu przyciągnięcia kapitału zagranicznego**. Zaangażowanie to powinno mieć charakter zastosowania rozwiązań systemowych dla przyciągnięcia kapitału prywatnego (obniżenie obciążeń podatkowych, liberalizacja prawa, prywatyzacja), a nie zaangażowania kapitałowego. Powodzenie tego typu projektów będzie bardzo korzystne dla rządu, gdyż wygeneruje dodatkowe miejsca pracy i stworzy nową bazę podatkową.

Największym problemem w rozwoju *project finance* może okazać się **podaż kapitału**. Banki komercyjne jako główne podmioty kredytujące, pomimo niekwestionowanych zalet *project finance* w postaci wyższych marży odsetkowych, muszą także kalkulować ryzyko i dążyć do jego ograniczenia. W wielu przypadkach można tego skutecznie dokonać. Skala pracy, jaka musi być wykonana przy ocenie projektu *project finance*, przygotowaniu umów kredytowych, które niejednokrotnie liczą kilkadziesiąt stron, konieczność ustanowienia licznych prawnych zabezpieczeń spłaty kredytów udzielonych dla sfinansowania projektu w postaci hipotek, gwarancji i poręczeń, powodują, że w opinii autora w najbliższym czasie banki będą zainteresowane tylko największymi projektami, których wartość opiewa na kilka lub kilkadziesiąt milionów euro. Z drugiej strony przebrnięcie przez czasochłonne procedury kredytowe, zaakceptowanie kosztownych zabezpieczeń i licznych klauzul kredytowych, ograniczających samodzielność inwestora oraz podmiotu realizującego przedsięwzięcie, będzie opłacalne tylko dla największych inwestorów. Obecnie finansowanie na zasadach *project*

¹⁷ P. Maciejewicz, *Jednak tygrys*, art. cit.

finance małych inwestycji komercyjnych (np. kawiarni, restauracji) lub małych obiektów sportowych jest mało realne. Dla tego typu inwestycji łatwiejsze może być uzyskanie finansowania z innych źródeł, np. z funduszy pomocowych Unii Europejskiej.

PODSUMOWANIE

Inwestycje prowadzone na zasadzie *project finance* mają pozytywny wpływ na gospodarkę. Są to bowiem projekty tworzone od podstaw, które tworzą nowe miejsca pracy i stabilną bazę podatkową. Poniższa tabela przedstawia prezentowane w niniejszym artykule przesłanki, które mogą się przyczynić do rozwoju *project finance*, zarówno od strony przedsiębiorstw wyrażających popyt na kapitał, jak i od strony banków reprezentujących stronę podażową kapitału oraz bariery, których likwidacja może ten rozwój znacznie przyspieszyć.

Tabela 2

Sprzyjające i niesprzyjające czynniki rozwoju *project finance* w Polsce

Czynniki rozwoju	Bariery rozwoju	
<ul style="list-style-type: none"> - braki infrastrukturalne, - deficyt budżetowy i w związku z tym brak środków budżetowych na inwestycje, - luka kapitałowa przedsiębiorstw, - korzyści finansowe dla sponsorów, - tania i dobrze wykwalifikowana siła robocza 	<ul style="list-style-type: none"> - opóźnienia w prywatyzacji, - brak stabilizacji prawa, - biurokracja i długie procedury przy tworzeniu przedsiębiorstw, - niska konkurencyjność polskiej gospodarki, - globalne pogorszenie koniunktury i tempa wzrostu gospodarczego 	Przesiębiorstwa
<ul style="list-style-type: none"> - malejące marże kredytowe, - wypracowane metody ograniczania ryzyka (w tym przede wszystkim ryzyka niekomercyjnego), - stabilność polityczna Polski, - możliwość zaangażowania w projekt banków multilateralnych, - doświadczenia z kryzysu azjatyckiego w latach 1997/98 	<ul style="list-style-type: none"> - nieprzygotowanie przedsiębiorstw do opracowywania projektów, - pracochłonność oceny wniosków, - stosunkowo wysokie ryzyko kredytowania 	Sektor bankowy

Źródło: Opracowanie własne.

* * *

Biorąc pod uwagę uwarunkowania ekonomiczne i potrzeby infrastrukturalne polskiej gospodarki *project finance* jako metoda realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych powinna rozwinąć się w najbliższych latach w Polsce. Za rozwojem tej metody finansowania przemawia przede wszystkim brak kapitału własnego w polskich przedsiębiorstwach, którym mogłyby zostać sfinansowane potrzeby inwestycyjne. Problemy z deficytem powodują także, że nie można oczekiwać większego zaangażowania środków budżetowych w prowadzenie inwestycji. *Project finance* daje wymierne korzyści

sponsorom projektu, którzy otrzymują możliwość prowadzenia inwestycji poza własną strukturą przedsiębiorstwa. Inwestycje tego typu pozwalają także na stworzenie licznych miejsc pracy, gdyż w tym procesie przedsiębiorstwa tworzone są od podstaw i w każdej fazie projektu dają możliwość zatrudnienia licznych pracowników. Poza zainteresowaniem przedsiębiorstw i Skarbu Państwa, *project finance* jest także szansą dla banków, jako podmiotów kredytujących, na zwiększenie marż odsetkowych. Wykorzystując stabilność polityczną Polski, zaangażowanie w projekt banków międzynarodowych i 20-letnie doświadczenie instytucji finansujących *project finance*, można ograniczyć ryzyko związane z projektem do poziomu akceptowalnego przez banki w Polsce.

Jednak aby inwestycje typu *project finance* mogły być częściej przeprowadzane konieczne są reformy strukturalne polskiej gospodarki i systemu prawnego. Konieczna jest przede wszystkim szersza prywatyzacja tych sektorów w których od lat notuje się rozwój inwestycji *project finance* na świecie: w przemyśle transportowym, energetycznym, wydobywczym. Stabilność prawa i zmniejszenie biurokracji to kolejne przesłanki, których spełnienie mogłoby zdynamizować liczbę inwestycji prowadzonych na przedstawionych zasadach.

Ponadto konieczne jest także rozpropagowanie tego typu inwestycji wśród potencjalnych sponsorów, a więc przede wszystkim sektora przedsiębiorstw prywatnych oraz jednostek samorządu terytorialnego i wyszkolenie pracowników odpowiedzialnych za inwestycje w tych podmiotach w zakresie przygotowywania projektów *project finance*.

DEVELOPMENT FACTORS OF PROJECT FINANCE IN POLAND

S u m m a r y

In the view of the economic conditions and infrastructural needs of the Polish economy project finance as an investment strategy should certainly gain in popularity in the coming years in Poland. What makes this method especially desirable is above all insufficient investment capital in Polish companies. Additionally, this deficit deprives companies of possible support from the State. Project finance gives real benefits to project sponsors, who have an opportunity to make investments outside their own companies. Because whole businesses are founded from scratch in the process, such investments create jobs at a number of stages. Beside businesses and the State Treasury, also banks can benefit as lenders from project finance by earning profits from loan interests. The political stability of Poland, engagement of international banks in the market and twenty years of experience gained by institutions financing project finance all reduce the risks involved in the project to a level that is considered acceptable by banks in Poland.

However, promoting project finance investments is impossible without some structural reforms of the Polish economy and legal system. Above all, it is necessary to further privatise those sectors which for years have seen a development of project finance in the world: in the transport, power, and extractive industries. Stability of the law and reduced red tape also condition a boost of project finance investments.

It is also necessary to popularize this type of investments among potential sponsors, especially private businesses and local governments, training their staff in project finance.