

MICHAŁ KOWALCZYK

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PROJECT FINANCE

WARSZAWA 2001

SPIS TREŚCI

WSTĘP	3
ROZDZIAŁ I CHARAKTERYSTYKA PROJECT FINANCE	7
1.1. DEFINICJE POJEĆ.....	7
1.2. CECHY PROJECT FINANCE	9
1.2.1. Kredytowanie zależne od przepływów pieniężnych.....	9
1.2.2. Pozabilansowy charakter długu.....	13
1.2.3. Podział ryzyka.....	16
1.2.4. Wady Project Finance	19
1.3. UCZESTNICY PROJECT FINANCE	20
1.3.1. Spółka specjalnego przeznaczenia (SPV).....	21
1.3.2. Sponsorzy.....	23
1.3.3. Kredytodawcy	26
1.3.4. Wykonawcy.....	27
1.3.5. Dostawcy.....	29
1.3.6. Odbiorcy.....	30
1.3.7. Usługodawcy.....	30
1.3.8. Państwo	32
1.4. ŹRÓDŁA KAPITAŁU	33
1.4.1. Kapitały własne.....	35
1.4.2. Quasi kapitały własne.....	37
1.4.3. Kapitały obce.....	38
ROZDZIAŁ II ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PROJECT FINANCE	43
2.1. DEFINICJA I CECHY RYZYKA W PROJECT FINANCE.....	43
2.2. WPROWADZENIE DO ZARZĄDZANIA RYZYKIEM W PROJECT FINANCE.....	46
2.2.1. Pojęcie zarządzania ryzykiem	46
2.2.2. Klasyfikacja ryzyk.....	49
2.2.3. Ekspozycja projektu na ryzyko w poszczególnych fazach.....	52
2.3. CHARAKTERYSTYKA POSZCZEGÓLNYCH RODZAJÓW RYZYKA I ZARZĄDZANIE NIMI.....	56
2.3.1. Ryzyko ukończenia projektu.....	56
2.3.2. Ryzyko wyczerpania rezerw.....	63
2.3.3. Ryzyko eksploatacji	66
2.3.4. Ryzyko zarządzania i działalności operacyjnej.....	70
2.3.5. Ryzyko rynkowe.....	73
2.3.6. Ryzyko finansowe.....	79
2.3.7. Ryzyko zabezpieczeń i refinansowania.....	83
2.3.8. Ryzyko polityczne.....	86
2.3.9. Ryzyko siły wyższej.....	91
ROZDZIAŁ III STUDIUM PRZYPADKU – CENTRUM HANDLOWE	93
3.1. OPIS PROJEKTU	93
3.2. RYZYKA PROJEKTU I ZARZĄDZANIE NIMI.....	97
3.2.1. Ryzyko ukończenia projektu.....	97
3.2.2. Ryzyko wyczerpania rezerw.....	99
3.2.3. Ryzyko eksploatacji	99
3.2.4. Ryzyko zarządzania i działalności operacyjnej.....	101
3.2.5. Ryzyko rynkowe.....	103
3.2.6. Ryzyko finansowe.....	105
3.2.7. Ryzyko zabezpieczeń i refinansowania.....	107
3.2.8. Ryzyko polityczne.....	109
3.2.9. Ryzyko siły wyższej.....	110
ZAKOŃCZENIE	113
BIBLIOGRAFIA	115

WSTĘP

Project finance jako sposób finansowania dużych i kapitałochłonnych projektów nie jest nowym pomysłem. Jego źródła można doszukiwać się już w starożytności – pierwszymi projektami finansowanymi na zasadzie podobnej do współczesnego *project finance* były prawdopodobnie morskie wyprawy handlowe w starożytnej Grecji. Również spłata kredytów udzielanych w siedemnastym wieku na handel z Indiami uzależniona była od powodzenia konkretnej wyprawy i na ogół nie była gwarantowana przez „inwestorów”.

W dziewiętnastym i dwudziestym wieku zastosowanie finansowania projektów rozciągnięto na inne dziedziny gospodarki – w ten sposób finansowano między innymi budowę Kanału Sueskiego, jak również budowę wielu linii kolejowych. W latach trzydziestych dwudziestego wieku zainteresowanie *project finance* znacznie wzrosło w związku z finansowaniem, głównie w Stanach Zjednoczonych, projektów związanych z wydobyciem ropy naftowej. Stopniowo w ten sposób zaczęto finansować wydobycie innych surowców, a następnie projekty infrastrukturalne i inne gałęzie gospodarki.

Wraz z rosnącą popularnością *project finance* i wypracowaniem coraz efektywniejszych wariantów tej metody, finansowane są nią coraz mniejsze projekty. Ciągłe jednak cechą charakterystyczną *project finance* jest zapewnianie finansowania dużym projektom – do największych i najbardziej spektakularnych należą niewątpliwie budowa tunelu pod Kanałem La Manche (wartość inwestycji około 18 mld DEM) czy też budowa ropociągu na Alasce za 7,7 mld USD.

Trzeba tu podkreślić, iż *project finance* jest już dobrze wykształconą i popularną metodą finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, a jej znaczenie będzie prawdopodobnie rosnąć, ze względu na widoczną tendencję do delegowania przez państwa finansowania inwestycji użyteczności publicznej ze środków prywatnych (np. autostrady, oczyszczalnie ścieków, poczta), a także szybki rozwój wielu krajów Ameryki Południowej, Azji czy Europy Środkowo-Wschodniej powodujący duże zapotrzebowanie na kapitał. Jednocześnie postęp gospodarczy i globalizacja światowej gospodarki z jednej strony zwiększają zapotrzebowanie na

surowce, z drugiej zaś wymuszają dokonywanie olbrzymich inwestycji, które swym zasięgiem obejmują niejednokrotnie kilka państw. Wszystko to powoduje, iż *project finance*, jako doskonała metoda realizowania dużych projektów, ma dobre perspektywy rozwoju.

Znaczenie *project finance* jako techniki finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych spowodowało, iż temat ten jest dobrze opisany w literaturze światowej. Również zarządzanie ryzykiem w *project finance*, jako jeden z najistotniejszych aspektów zarządzania projektami, jest stosunkowo dobrze usystematyzowane. Polskojęzyczna literatura na temat *project finance* jest natomiast dość uboga, co może wynikać zarówno z faktu, iż wykorzystanie tej metody do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych w Polsce jest dość rzadkie m.in. ze względu na małą liczbę odpowiednio dużych projektów, jak również z faktu, iż – pomimo szybkiego rozwoju – sektor usług finansowych w Polsce ciągle jest słabiej rozwinięty niż w krajach wysoko rozwiniętych.

Celem tej pracy jest próba zaprezentowania teorii zarządzania ryzykiem w projektach typu *project finance* z jednoczesnym skonfrontowaniem jej z praktyką w tym zakresie. W związku z tym praca ma charakter literaturowo-analityczny bazując z jednej strony na podstawowej literaturze tematu – głównie niemiecko- i angielskojęzycznej – z drugiej zaś na materiałach źródłowych dotyczących projektu zrealizowanego w Polsce przez jeden z czołowych banków metodą *project finance*.

Rozdział I jest próbą ogólnego scharakteryzowania projektów typu *project finance* i ich najważniejszych aspektów, a w szczególności wad i zalet stosowania tej metody, motywów działania i zadań uczestników projektu oraz sposobów finansowania przedsięwzięć.

W rozdziale II sklasyfikowano i opisano rodzaje ryzyk występujące w *project finance*. Oprócz charakterystyki poszczególnych ryzyk w rozdziale tym przedstawiono podstawowe i najczęściej spotykane sposoby ich minimalizacji oraz delegacji na pozostałych uczestników projektu lub na podmioty trzecie. Ze względu na ogólny charakter tego rozdziału analizowane spektrum sposobów zarządzania ryzykiem jest na tyle szerokie, iż nie może być zastosowane w jednym projekcie,

ale może posłużyć za katalog potencjalnych narzędzi wykorzystywanych w *project finance*.

Ostatni rozdział jest próbą analizy – pod kątem zarządzania ryzykiem – projektu przeprowadzonego w Polsce polegającego na budowie centrum handlowego. Analiza ta przeprowadzona jest w oparciu o materiały bankowe, a zatem największy nacisk położony jest w niej na ryzyka kredytowe, aczkolwiek w zakresie w jakim pozwalał na to materiał źródłowy uwzględnione zostały również pozostałe rodzaje ryzyk. W analizie projektu skupiono się na rodzajach zastosowanych zabezpieczeń i ewentualnych lukach w zarządzaniu ryzykiem bez wnikania w koszty zastosowanych i proponowanych rozwiązań. Z tych względów analizę tę należy traktować raczej jako rozważania na temat potencjalnych możliwości ograniczania ryzyka niż propozycję konkretnych rozwiązań, gdyż niektóre z nich mogłyby okazać się zbyt kosztowne w stosunku do ponoszonego ryzyka. Należy również podkreślić, iż ze względu na nietypowość analizowanego projektu, wiele metod opisanych w rozdziale drugim nie znalazło tutaj zastosowania, co jedynie podkreśla uniwersalność katalogu sposobów zarządzania ryzykiem i konieczność wyboru każdorazowo tych spośród nich, które są adekwatne do konkretnego projektu.

ROZDZIAŁ I CHARAKTERYSTYKA PROJECT FINANCE

1.1. DEFINICJE POJĘĆ

Termin „*project finance*” bywa często utożsamiany ogólnie z finansowaniem projektów inwestycyjnych. Ze względu jednak na specyfikę tej metody finansowania i jej charakterystyczne cechy jest sprawą oczywistą, iż nie każdy sposób finansowania projektów inwestycyjnych może być określony jako *project finance*. Nawet w literaturze fachowej nie ma jednak zgodności co do zakresu stosowania tego pojęcia, co w konsekwencji prowadzi do używania różnych definicji przez poszczególnych autorów.

Podstawową cechą *project finance* jest wyróżnienie projektu jako celu finansowania, przy czym „projekt” bywa rozmaicie definiowany. Najczęściej jednak jest on utożsamiany z jednorazowym przedsięwzięciem, które przeprowadzane jest w określonym celu przy wykorzystaniu przypisanych mu zasobów finansowych, ludzkich i rzeczowych oraz przy zastosowaniu specyficznej struktury organizacyjnej¹. Charakterystyczną cechą projektu finansowanego metodą *project finance* jest wyodrębnienie jego aktywów z majątku inicjatorów projektu i utworzenie odrębnej jednostki gospodarczej, której jedynym celem jest przeprowadzenie projektu i jego obsługa. Taka definicja projektu pozwala wykluczyć z obszaru rozważań wewnętrzne projekty firm.

Project finance bywa definiowany jako sposób finansowania tak opisanego projektu dla odróżnienia od finansowania działalności operacyjnej przedsiębiorstwa². Jest to jednak definicja niewystarczająca, gdyż nie uwzględnia specyficznych cech *project finance*.

Istotnym kryterium wyróżniania *project finance* jest bowiem nie tyle cel finansowania, czyli projekt, co sposób finansowania. Pojęcie to jest na ogół

¹ Por. Tytko, D.; „Grundlagen der Projektfinanzierung”, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 1999, s.7

² Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung, Anwendungsmöglichkeiten, Risikomanagement, Vertragsgestaltung, bilanzielle Behandlung”, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 1999, s. 11

zawężane do tych przedsięwzięć inwestycyjnych, w których jedynym źródłem spłaty zadłużenia jest przyszła nadwyżka finansowa wygenerowana przez daną inwestycję. Dodatkowo często jedynym zabezpieczeniem udzielanych kredytów i pożyczek są aktywa danego projektu³.

Na podstawie tych rozważań *project finance* można zdefiniować jako **metodę finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych wyodrębnionych ze struktur inicjatorów projektu, w przypadku której podstawowym źródłem spłaty zaciągniętego długu jest nadwyżka finansowa generowana przez projekt, zaś podstawowym zabezpieczeniem długu są aktywa projektu.**

Podstawowe cechy tak zdefiniowanego *project finance* zostaną zaprezentowane w dalszej części niniejszej pracy, jednak już tutaj należy zaznaczyć kilka najistotniejszych implikacji takiej definicji.

Inaczej niż w przypadku klasycznego kredytu, podstawą do podjęcia decyzji o finansowaniu projektu nie jest wiarygodność kredytowa podmiotu projekt realizującego, ale ocena opłacalności samego projektu i jego przychodów w przyszłości.

Dodatkowo wyodrębnienie projektu jako samodzielnego podmiotu powoduje, iż wszelkie roszczenia z tytułu niespłaconych zobowiązań nie obciążają inicjatorów projektu, ale spółkę realizującą ten projekt. Oczywiście wierzyciele (w tym banki) dążąc do zabezpieczenia udzielonych kredytów i pożyczek mogą żądać od inicjatorów projektu, jak również od innych jego uczestników, gwarancji spłaty długu lub jego części. Cechą charakterystyczną *project finance* jest jednak umowny podział ryzyka pomiędzy uczestników przedsięwzięcia w zakresie akceptowalnym przez wszystkie zainteresowane strony.

Ze względu na specyfikę pojęcia „*project finance*” autor niniejszej pracy będzie używał go w wersji oryginalnej dla odróżnienia od bardziej ogólnego pojęcia „finansowania projektów inwestycyjnych”, które oprócz *project finance* obejmuje również inne metody finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych.

³ Por. Finnerty, J.D.; „Project Financing. Asset-Based Financial Engineering”, J. Wiley & Sons, New York 1996, s.2-3

1.2. CECHY PROJECT FINANCE

Rosnącą popularność *project finance* jako metody finansowania inwestycji tłumaczą niewątpliwe zalety tej konstrukcji. Należy zauważyć, że pozwala ona na realizowanie inwestycji wymagających olbrzymich nakładów, przekraczających zwykle możliwości finansowe jednego przedsiębiorstwa czy możliwości udzielania 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.

1.2.1. KREDYTOWANIE ZALEŻNE OD PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH

Uzależnienie finansowania projektu od jego zdolności generowania odpowiednio wysokich nadwyżek finansowych w przyszłości (tzw. cash flow – related lending) jest jedną z cech charakterystycznych *project finance*. Jak już zaznaczono, inicjatorzy projektu tworzą zwykle nową firmę w celu jego realizacji i – inaczej niż w przypadku zwykłego kredytu – w bardzo ograniczonym stopniu odpowiadają za jej zobowiązania. Z tego powodu klasyczny sposób oceny zdolności kredytowej projektu, oparty na badaniu wiarygodności finansowej i historii kredytobiorcy (tzw. balance sheet – related lending) nie znajduje zastosowania w przypadku *project finance*. W ograniczonym stopniu stosowane jest również finansowanie zabezpieczone majątkiem, na którego zakup przeznaczona jest pożyczka (tzw. asset based financing). Klasycznym przykładem tej metody jest leasing, który – choć stosowany w przypadku *project finance* – rzadko bywa

znaczącym źródłem kapitałów. Dzieje się tak z powodu małej płynności aktywów wielkich projektów, które najczęściej finansowane są metodą *project finance* – platforma wiertnicza, czy autostrada nie stanowią bowiem dla banku czy innego pożyczkodawcy atrakcyjnego zabezpieczenia⁴.

Jak widać, w przypadku *project finance* jedynym sposobem na ustalenie opłacalności finansowania projektu jest dokładna analiza oczekiwanych przepływów pieniężnych. Z punktu widzenia banku projekt jest opłacalny, jeżeli wygenerowane przezeń nadwyżki finansowe pozwalają na spłatę kredytu wraz z odsetkami. Ponieważ do podjęcia decyzji o finansowaniu projektu służą głównie informacje o przyszłych nadwyżkach finansowych projektu, można tutaj zastosować model zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Do wstępnej oceny opłacalności może zatem służyć wskaźnik pokrycia długu przez przyszłe przepływy pieniężne (Net Present Value Coverage Ratio)⁵:

$$NPVCR = \frac{\sum_{t=1}^n PV(CF_t)}{SZ}$$

gdzie:

NPVCR – net present value coverage ratio

CF_t – przepływy pieniężne netto w okresie *t*

PV(CF_t) – wartość obecna przepływów pieniężnych netto z okresu *t*

SZ – obecny stan zadłużenia

Należy tu zauważyć, iż przepływy pieniężne netto w tym rachunku liczone są jako różnica pomiędzy prognozowanymi przychodami projektu, a planowanymi wydatkami, bez wliczania do nich rat kapitałowych i odsetek od zadłużenia. Tak rozumiane saldo przepływów pieniężnych netto jest źródłem obsługi zadłużenia, jak

⁴ Por. Hupe, M.; „Steuerung und Kontrolle internationaler Projektfinanzierungen”, Peter Lang Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 1995, s. 16-19

⁵ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik bei Projektfinanzierungen – Maßnahmen und ihre Ausgestaltung”, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 1993, s. 12-13

również może zostać przeznaczone na dywidendy dla udziałowców⁶. Jak widać, wierzycieli interesują faktycznie ponoszone wydatki i uzyskiwane przychody, co odróżnia analizę projektu na podstawie rachunku przepływów pieniężnych od analizy rachunku wyników, gdzie uwzględniany jest również szereg kosztów nie generujących przepływów pieniężnych (np. amortyzacja lub tworzenie rezerw).

Ponadto do finansów projektu na ogół nie włącza się wydatków poniesionych przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, np. na prefeasibility study – wydatki te obciążają bowiem inicjatorów projektu.

W celu zbadania wpływu czynników niezależnych od kredytodawcy na obsługę długu należy przeprowadzić analizę wrażliwości. Pozwala to zarówno ocenić ryzyko wiążące się z udzieleniem pożyczki, jak również daje możliwość przewidzenia potencjalnych zagrożeń dla powodzenia przedsięwzięcia. Dzięki temu w umowie kredytowej mogą znaleźć się zapisy regulujące postępowanie w przypadku zagrożenia płynności projektu, które z jednej strony zabezpieczają interesy kredytodawcy, z drugiej zaś gwarantują iż nieprzewidziane zajścia nie spowodują niepowodzenia projektu (np. możliwość udzielenia kredytu pomostowego w celu zabezpieczenia płynności projektu pod warunkiem udzielenia gwarancji na ten kredyt przez inicjatorów projektu). Analiza wrażliwości pozwala również na założenie pewnego marginesu bezpieczeństwa odnośnie zadłużenia i jego spłaty w stosunku do przewidywanych nadwyżek finansowych.

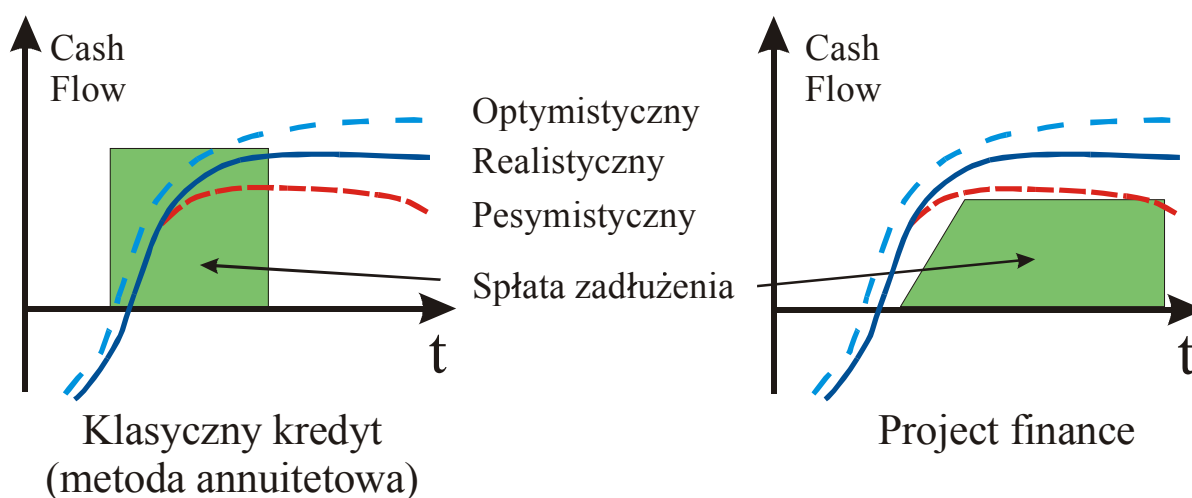
Istnieje wiele metod ograniczania ryzyka w przypadku cash flow – related lending, o czym będzie mowa w następnej części pracy. Pomimo to metoda ta cechuje się wyższym poziomem ryzyka, niż klasyczny kredyt. Wynika to zarówno z faktu, iż przedsięwzięcia finansowane poprzez *project finance* – ze względu na skalę i złożoność – mają długie okresy zwrotu, jak również z podstawowej cechy finansowania opartego na przyszłych przepływach pieniężnych, czyli braku zabezpieczeń kredytowych. Rolę takich zabezpieczeń jedynie częściowo mogą pełnić aktywa projektu lub gwarancje jego inicjatorów. W głównej mierze zabezpieczeniem spłaty długu pozostają jednak niepewne przyszłe przychody.

⁶ Por. Frank, H.; „Project Financing – Ein Verfahren zur finanziellen Absicherung des Unternehmenswachstums”; Service-Fachverlag an der Wirtschaftsuniversität Wien, Wien 1986, s. 86-87

Wszystko to powoduje, że wierzyciele oczekują wyższej stopy oprocentowania takich pożyczek niż w przypadku zabezpieczonych kredytów. W związku z tym *project finance* jest dość drogą metodą finansowania inwestycji, jednak szereg zalet tego rozwiązania w pełni uzasadnia jego stosowanie w określonych okolicznościach.

Główną zaletą *project finance* jest elastyczność warunków finansowania⁷. Czas spłaty długu, karencja spłaty kapitału i odsetek oraz wysokość rat są za każdym razem dopasowywane do indywidualnych potrzeb klienta. Wykres 1 pokazuje dobrze różnice pomiędzy standardowym kredytem, w którym zastosowano dość krótki okres karencji, a spłata długu odbywa się metodą annuitetową, a finansowaniem typu *project finance*, dopasowanym do potrzeb i możliwości konkretnego projektu.

Wykres 1. Spłata długu w przypadku klasycznego kredytu i project finance



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.18 oraz Frank, H. „Project...”, op.cit., s.88

Dodatkową zaletą finansowania opartego na analizie przyszłych przepływów pieniężnych jest możliwość udzielenia kredytu podmiotowi, który nie miałby szans na uzyskanie klasycznego kredytu ze względu na brak historii kredytowej, a także niskie kapitały własne. Należy tu zaznaczyć, iż w przypadku *project finance*

⁷ Por. Kwiatkowski, P.: „Project finance – metoda finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych”, w: „Bank i Kredyt”, nr 1-2/1998

wskaźniki zadłużenia często przekraczają normy, które są dopuszczalne przy normalnym finansowaniu przedsiębiorstw.

1.2.2. POZABILANSOWY CHARAKTER DŁUGU

Konstrukcja *project finance* powoduje, iż dług zaciągany przez podmiot powołany do realizacji projektu dla inicjatorów projektu ma charakter pozabilansowy. W literaturze cechę tę określa się angielskim terminem „off balance sheet financing”.

Rozwiązanie to ma wiele zalet i częściowo tłumaczy popularność *project finance*, jako sposobu finansowania inwestycji. Rozpowszechniony jest pogląd, iż konstrukcja *project finance* jest dobrym sposobem na utrzymanie poprawnych wskaźników zadłużenia i struktury finansowania pomimo zaciągania znacznych zobowiązań związanych z inwestycjami.

Pogląd ten oparty jest na klasycznej konstrukcji *project finance*, w której inicjatorzy projektu nabywają udziały w spółce realizującej projekt, a pozyskiwanie całości kapitału obcego spoczywa właśnie na tej spółce. W ten sposób inicjatorzy projektu nie wykazują w swoich bilansach zadłużenia związanego z projektem⁸.

Pogląd ten budzi jednak uzasadnione wątpliwości, zwłaszcza w świetle uregulowań prawnych obowiązujących w większości krajów rozwiniętych. W Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej przepisy dotyczące konsolidacji sprawozdań finansowych w znacznym stopniu ograniczają bowiem możliwość manipulowania w ten sposób bilansem.

Należy tu też zaznaczyć, iż stopień uwzględniania zobowiązań spółki zależnej w bilansie podmiotu dominującego zależy od wielu czynników, m.in. od uregulowań prawnych konkretnego kraju, udziału podmiotu dominującego w spółce zależnej czy rodzaju i zakresu gwarancji udzielonych za zobowiązania podmiotu zależnego. Niemniej jednak coraz rzadziej pozabilansowy charakter długu jest

⁸Por. Uekermann, H. (red.); „Projektfinanzierung – wirtschaftliche und steuerliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte”; C.E. Poeschel Verlag, Stuttgart 1990, s. 19-20

głównym powodem korzystania z tej formy finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych⁹.

Istnieją również poglądy, iż samo zaangażowanie w podmiot tworzony w celu realizacji projektu znacząco zmienia strukturę bilansu inicjatorów projektu. Udziały w projekcie zaliczane są do majątku trwałego, co przy zachowanej strukturze finansowania prowadzi do pogorszenia wskaźników pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi. Ponadto skala projektów często uniemożliwia finansowanie udziałów w podmiocie zależnym ze środków własnych inicjatorów zmuszając ich do zadłużania się. Oba te zjawiska powodują pogorszenie wskaźników finansowych inicjatorów projektu, co w efekcie obniża ich wiarygodność kredytową¹⁰.

Choć przytoczonym argumentom trudno odmówić słuszności, to wydaje się, iż nie są one w istocie sprzeczne z poglądem o zaletach pozabilansowego charakteru długu w *project finance*. Należy zauważyć, iż wprawdzie nabycie udziałów w podmiocie realizującym projekt w istocie pogarsza zdolność kredytową i wskaźniki finansowe podmiotu dominującego, to jednak negatywne skutki dla bilansu i współczynników zadłużenia inicjatora projektu byłyby znacznie większe w przypadku realizacji projektu w ramach podmiotu dominującego bez wyodrębniania projektu z jego struktur.

Poza kwestionowaną neutralnością dla bilansu inicjatorów projektu, wyodrębnienie spółki zajmującej się projektem, a zatem również wyodrębnienie bilansu projektu ma szereg innych zalet.

Niewątpliwie jednym z najważniejszych powodów stosowania konstrukcji typu *project finance* jest akceptowalny poziom zadłużenia i sposób oceny zdolności kredytowej. Jak już podkreślano, decyzja o udzieleniu pożyczki podmiotowi realizującemu projekt nie jest uzależniona od klasycznej oceny zdolności kredytowej, lecz opiera się na ocenie opłacalności konkretnego przedsięwzięcia. W wielu wypadkach podmiot wykonujący projekt zaciąga znacznie wyższe zobowiązania, niż byłby gotów to uczynić inicjator projektu. Jednocześnie banki są

⁹ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s. 13

¹⁰ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s. 12

skłonne zaakceptować dużo wyższy poziom zadłużenia w przypadku spółek wyodrębnionych w celu realizacji projektu niż w przypadku ich inicjatorów. Wynika to z gwarancji spłaty zadłużenia z przychodów pochodzących z projektu – w przypadku dużej firmy realizującej wiele przedsięwzięć nie jest możliwe uzyskanie takiej gwarancji, zaś kredytobiorca ma dużo większe możliwości swobodnej alokacji swoich przychodów.

Szczególnym przypadkiem wykorzystania tej cechy *project finance* jest przeprowadzanie dużych projektów (zwłaszcza infrastrukturalnych) przy udziale państwa. Wiele krajów rozwijających się ma znaczne potrzeby rozwijania infrastruktury, ale z powodu wysokiego zadłużenia i słabego ratingu kredytowego ich szanse na pozyskanie kredytów z banków komercyjnych są niewielkie. W takiej sytuacji wyodrębnienie zarówno organizacyjne, jak i finansowe projektu jest rozwiązaniem pozwalającym na sfinansowanie inwestycji przez banki komercyjne¹¹.

Inną zaletą wyodrębnienia finansowego i księgowego projektu jest możliwość skorzystania przez spółkę powołaną w celu realizacji projektu z korzystniejszych uregulowań podatkowych i prawnych oraz z innych systemów rachunkowości niż inicjatorzy projektu. W praktyce pozwala to między innymi na stosowanie korzystnych cen rozliczeniowych pomiędzy podmiotem zależnym i dominującym, korzystanie z ulg inwestycyjnych czy wakacji podatkowych, a także rejestrowanie podmiotu realizującego projekt w tzw. rajach podatkowych.

Ponadto należy podkreślić, iż niemal wszystkie projekty ponoszą w początkowych latach realizacji straty. Odrębność księgowa podmiotu realizującego projekt daje możliwość rozliczenia tych strat w późniejszych okresach, co zmniejsza obciążenia podatkowe projektu¹².

Istotną konsekwencją takiej konstrukcji *project finance* z punktu widzenia kredytodawców jest możliwość umieszczenia w kontrakcie tzw. klauzul „negative pledge”¹³. Klauzule te pozwalają zastrzec, iż podmiot realizujący projekt nie będzie

¹¹ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 17

¹² Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.15

¹³ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 16

traktował części wierzycieli lepiej poprzez udzielanie korzystniejszych lub pewniejszych gwarancji niż pozostałym.

Podsumowując, pozabilansowy charakter długu nie oznacza, iż zaangażowanie w projekt jest neutralne dla jego inicjatorów i ich bilansów. Wskutek takiej konstrukcji *project finance* wpływ tego zaangażowania jest jednak dużo mniejszy niż w przypadku realizowania projektu w ramach struktur jego inicjatorów. Wydaje się jednak, iż rzeczywiste korzyści płynące z wyodrębnienia finansowego i księgowego projektu są o wiele większe niż jedynie „czyszczenie” bilansów inicjatorów projektu. Jedną z najważniejszych korzyści pozabilansowego charakteru długu jest niewątpliwie zabezpieczanie inicjatorów projektu przed bankructwem w razie niepowodzenia przedsięwzięcia.

1.2.3. PODZIAŁ RYZYKA

Ze względu na znaczną skalę projektów, których dotyczy metoda *project finance*, jak również na długie okresy zwrotu tych inwestycji i ich niepowtarzalność, większość tych przedsięwzięć charakteryzuje się wysokim poziomem ryzyka. Z tych względów uważa się, iż możliwość podziału ryzyka pomiędzy uczestników *project finance* (tzw. risk sharing) jest najistotniejszą cechą tego sposobu finansowania inwestycji.

W przypadku klasycznego kredytu, kredytobiorca odpowiada swoim majątkiem za spłatę zobowiązania i tym samym przejmuje na siebie całość ryzyka związanego z przeprowadzeniem projektu. Zarówno banki, jak i inni pożyczkodawcy, w celu minimalizacji ryzyka związanego z udzielonymi pożyczkami, częstokroć wymagają ustanowienia zabezpieczeń przewyższających swoją wartością kwotę udzielonych pożyczek. W ten sposób wierzyciele mają stosunkowo duże szanse na odzyskanie swoich należności, nawet w przypadku trudności finansowych dłużnika.

Inaczej sytuacja wygląda w przypadku *project finance*. Ze względu na skalę projektów i ich wyodrębnienie ze struktur inicjatorów, majątek podmiotu zaciągającego zobowiązania na ogół nie wystarcza na pokrycie nawet niewielkiej

części zaciągniętego długu. Z tego względu banki i pozostali wierzyciele muszą szukać innych sposobów na zabezpieczenie swoich należności. Na ogół są to gwarancje ze strony inicjatorów projektu, jak również innych podmiotów uczestniczących w projekcie.

Zasadniczo wyróżnia się dwie podstawowe formy *project finance*:

- Finansowanie bez regresu (non recourse-financing);
- Finansowanie z ograniczonym regresem (limited recourse-financing).

Chociaż jedną z głównych zalet *project finance* jest ograniczenie ryzyka inicjatorów projektu, to finansowanie bez regresu spotykane jest niezwykle rzadko. W takim wypadku inicjatorzy projektu odpowiedzialiby jedynie do wysokości swoich wkładów do kapitału własnego podmiotu realizującego projekt, a pożyczkodawcy ponosiliby bardzo wysokie ryzyko. Z tego względu najczęściej korzysta się z finansowania z ograniczonym regresem. Pozwala to z jednej strony na utrzymanie rozsądnego poziomu ryzyka w przypadku pożyczkodawców, a z drugiej na jego obniżenie w porównaniu z klasycznym finansowaniem w przypadku inicjatorów projektu¹⁴.

Niektórzy autorzy wyróżniają również finansowanie z pełnym regresem (full recourse-financing)¹⁵, jednak ze względu na minimalne różnice takiej konstrukcji i klasycznego finansowania trudno zaliczyć ten model do *project finance*.

Niezależnie od stopnia gwarantowania zobowiązań podmiotu realizującego projekt przez jego inicjatorów zasada risk sharing oznacza przerzucenie części ryzyka ponoszonego normalnie przez inicjatorów projektu na innych uczestników projektu. Można tutaj wyróżnić trzy poziomy podziału ryzyka:

- Po pierwsze, ze względu na skalę przedsięwzięć realizowanych metodą *project finance* na ogół występuje więcej niż jeden inicjator projektu. Poprzez utworzenie podmiotu realizującego projekt, w którym każdy z inicjatorów ma określony udział, inicjatorzy dzielą pomiędzy siebie ryzyko związane z tym przedsięwzięciem¹⁶.

¹⁴ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s. 15

¹⁵ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.20

¹⁶ Por. ibidem, s.19

- Po drugie, następuje podział ryzyka pomiędzy inicjatorami i podmiotem wykonującym projekt, a podmiotami dostarczającymi kapitału obcego. Wierzyciele rezygnują z klasycznych zabezpieczeń, jak na przykład hipoteka lub zastaw na majątku inicjatorów projektu, i poprzestają na gwarancjach inicjatorów oraz na zabezpieczeniu majątkiem projektu. Na ogół zabezpieczenia te nie gwarantują jednak spłaty całego długu, co powoduje, że część ryzyka związanego z niepowodzeniem projektu, opóźnieniem spłat lub zapotrzebowaniem na dodatkowe środki pieniężne przejmują na siebie banki i pożyczkodawcy¹⁷. Warto zauważyć, że o ile podział ryzyka pomiędzy inicjatorów projektu jest dość powszechny i występuje na przykład w przypadku tworzenia spółek typu joint-venture, to gotowość do przejęcia na siebie większej niż normalnie części ryzyka przez banki może być jednym z wyróżników *project finance*.
- Zarówno inicjatorzy projektu, jak i pożyczkodawcy starają się zminimalizować swoje ryzyko poprzez przerzucanie go na podmioty trzecie. W tym celu przeprowadza się analizę potencjalnych obszarów ryzyka oraz identyfikuje uczestników *project finance*, którzy mają największy wpływ na minimalizację danego rodzaju ryzyka a następnie przypisuje się im odpowiedzialność za zarządzanie tym ryzykiem. Przykładowo, w celu zminimalizowania ryzyka opóźnienia uruchomienia obiektu wymaga się od jego wykonawców gwarancji terminowego wykonania robót¹⁸.

Jak widać, konstrukcja *project finance* doskonale nadaje się do zarządzania ryzykiem, co ma niebagatelne znaczenie w przypadku dużych projektów, których niepowodzenie oznacza olbrzymie straty zarówno dla ich inicjatorów, jak i dla pożyczkodawców. Ze względu na wyodrębnienie projektu ze struktur jego inicjatorów stosunkowo łatwo można określić obszary potencjalnego ryzyka i nimi zarządzać. Jest to o tyle ważne, że pozwala przeprowadzać przedsięwzięcia o stosunkowo wysokim poziomie ryzyka, na które normalnie ich inicjatorzy być może by się nie zdecydowali.

¹⁷ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.10-11; Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.19-20

¹⁸ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.15-16

Z drugiej jednak strony obciążanie dodatkowym ryzykiem pożyczkodawców powoduje, że finansowanie projektu staje się droższe ze względu na oczekiwaną premię za ponoszenie wyższego ryzyka. *Project finance* jest metodą pozwalającą na takie skonstruowanie umów w konkretnym przypadku, przy którym każdy z uczestników ponosi akceptowalny dla siebie poziom ryzyka i jednocześnie odnosi z tego odpowiednie korzyści. Co więcej, można pokusić się o stwierdzenie, że wspomniane przypisanie poszczególnych rodzajów ryzyka podmiotom mającym na nie największy wpływ prowadzi do zmniejszenia ogólnego poziomu ryzyka projektu. Przykładowo, obarczenie konsekwencjami opóźnień w oddaniu obiektu do użytku wykonawcy tego obiektu spowoduje, iż zrobi on wszystko, aby do takiej sytuacji nie dopuścić.

1.2.4. WADY PROJECT FINANCE

Oprócz niewątpliwych zalet *project finance* należy tutaj wspomnieć również o wadach tej metody.

Ze względu na dużą skalę, znaczną liczbę uczestników finansowania projektu i kompleksowość *project finance*, jest to metoda kosztowna. Znaczne nakłady potrzebne są na analizę opłacalności projektu, zaplanowanie jego przeprowadzenia, zaprojektowanie struktury projektu a także analizy dotyczące aspektów prawnych i podatkowych.

Konieczność negocjowania wielu kontraktów pomiędzy wszystkimi stronami biorącymi udział w projekcie nie tylko generuje dodatkowe koszty, ale również powoduje, że zorganizowanie przedsięwzięcia jest bardziej czasochłonne niż w przypadku klasycznego finansowania. Ponadto o wiele większe jest prawdopodobieństwo występowania konfliktów pomiędzy uczestnikami tego procesu. Koordynacja działań poszczególnych uczestników *project finance* nie tylko pociąga za sobą znaczne wydatki, ale również wymaga zaangażowania kadry zarządzającej całym procesem a także tworzenia obszernej dokumentacji. Wszystko to powoduje, że metoda *project finance* jest dość kosztowna i złożona jeżeli chodzi o organizacyjną stronę przedsięwzięcia.

Kolejną poważną wadą *project finance* jest koszt samego kapitału zaangażowanego do finansowania przedsięwzięcia. Jak już zaznaczono w zamian za gotowość do poniesienia wyższego ryzyka niż w przypadku klasycznego kredytu podmioty kredytujące projekt oczekują wyższego zwrotu na zainwestowanym kapitale. Z tego względu szacuje się, iż kredyty typu *project finance* są o 50 do 100 punktów bazowych wyżej oprocentowane niż w przypadku klasycznego finansowania¹⁹. Dodatkowo dochodzą wyższe prowizje i opłaty związane z oceną i wynagrodzeniem za ryzyko a także koszty ubezpieczeń. Ingerencja banku w projekt jest również większa ze względu na wyższe ryzyko, co jest nie tylko dodatkowym utrudnieniem organizacyjnym, ale również generuje koszty²⁰.

Jak widać, *project finance* jest metodą finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, która oprócz wielu zalet ma również słabe strony. Z tego względu przed podjęciem decyzji o sposobie finansowania inwestycji należy bardzo dokładnie przeanalizować sensowność stosowania *project finance*. Sam fakt, że inwestycję da się sfinansować w ten sposób nie oznacza, że jest to najlepsze rozwiązanie.

Warto tu podkreślić jeszcze jeden fakt – nawet niezaprzeczalne zalety tej metody finansowania nie są w stanie spowodować, iż nieopłacalny projekt da się przeprowadzić. Wręcz przeciwnie – ze względu na wysokie koszty *project finance*, przedsięwzięcia realizowane tą metodą muszą się niejednokrotnie charakteryzować wyższą stopą zwrotu niż w przypadku klasycznego finansowania.

1.3. UCZESTNICY PROJECT FINANCE

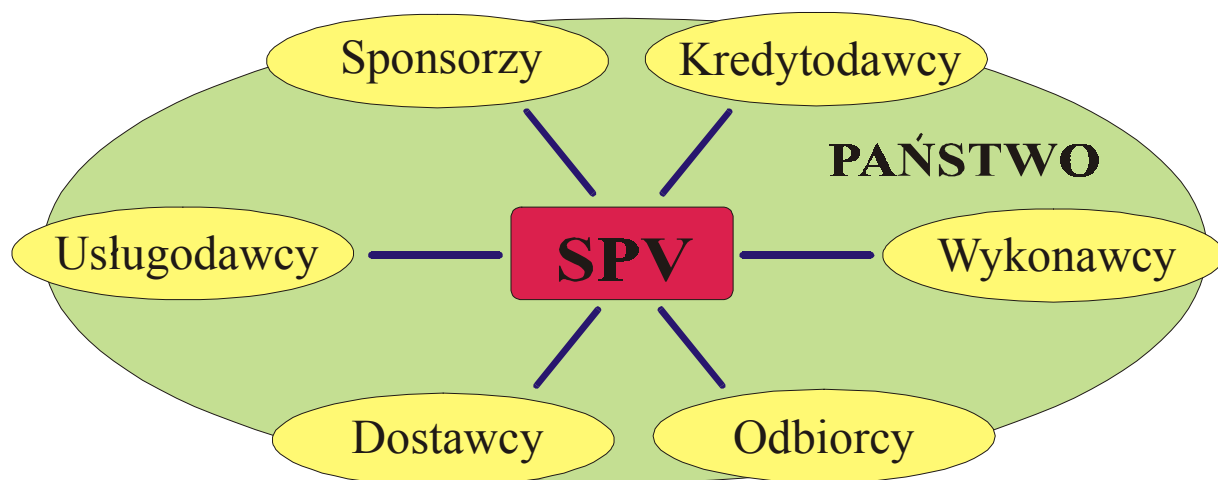
Opisane cechy metody finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, jaką jest *project finance*, wynikają bezpośrednio z jej konstrukcji. Aby jednak móc przedstawić konstruowanie *project finance* należy najpierw krótko

¹⁹ Por. Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.32

²⁰ Szerzej na temat wad *project finance* por. Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.; Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.16, Bentley, G.; „Finanse projektów inwestycyjnych – problemy wybrane”, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 1997, s.13; Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.32-33

scharakteryzować uczestników tego procesu. Podstawowi uczestnicy typowego projektu przedstawieni zostali na diagramie 1.

Diagram 1. Uczestnicy Project Finance



Źródło: opracowanie własne na podstawie Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s. 19; Gröhl, M. „Bankpolitische...”, op.cit., s. 13; Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s. 27

Jest to jedynie schematyczne przedstawienie typowych uczestników *project finance*. W rzeczywistości każdy projekt wygląda inaczej, niektóre podmioty występują w wielu rolach (np. jedna firma może być jednocześnie udziałowcem projektu, pożyczkodawcą i odbiorcą produktów), a powiązania pomiędzy podmiotami są tak rozbudowane i skomplikowane, iż nie ma sensu przedstawianie ich na ogólnym schemacie. Tak więc poniższe opisy dotyczą raczej ról, które występują w *project finance*, niż poszczególnych uczestników.

1.3.1. SPÓŁKA SPECJALNEGO PRZEZNACZENIA (SPV)

Jak już zaznaczono, charakterystyczną cechą *project finance* jest organizacyjne, majątkowe i prawne wydzielenie projektu ze struktur jego inicjatorów. W tym celu inicjatorzy projektu zakładają nową spółkę, której jedynym zadaniem jest przeprowadzenie projektu. Z założenia po osiągnięciu celu przedsięwzięcia, jakim na ogół jest budowa i nabycie majątku trwałego potrzebnego

do prowadzenia działalności operacyjnej, a następnie z efektów tej działalności spłaceniu zadłużenia zaciągniętego w pierwszej fazie projektu, spółka może przestać istnieć. Uwzględniając fakt, iż jest to podmiot powołany do konkretnego zadania i o z góry założonym czasie trwania, na ogół określa się go mianem Special Purpose Vehicle (SPV).

Organizacja i forma prawna SPV może się znacząco różnić w przypadku różnych projektów. Zasadniczymi elementami wpływającymi na sposób tworzenia SPV są m.in.²¹:

- Liczba inicjatorów projektu i ich cele;
- Regulacje prawne państwa, w którym projekt jest realizowany, jak również państwa, w którym SPV jest rejestrowane;
- Sposób finansowania projektu, standing finansowy jego inicjatorów oraz dostęp do źródeł finansowania;
- Uregulowania podatkowe;
- Inne interesy inicjatorów projektu (np. możliwie zawężone ujawnianie informacji dotyczących projektu).

Na ogół optymalnym rozwiązaniem jest powołanie spółki kapitałowej²², ale w uzasadnionych przypadkach korzystniejsze mogą być inne formy.

Niewątpliwą zaletą spółek kapitałowych jest znaczne ograniczenie regresu w stosunku do ich akcjonariuszy, a jednocześnie przejrzysta struktura właścicielska chroniąca przed nadmiernym wpływem jednego uczestnika projektu w działalność SPV. Z drugiej strony inne rodzaje spółek mogą okazać się korzystniejsze, gdy w grę wchodzi kwestie podatkowe lub obowiązek upubliczniania informacji²³.

Niezależnie od wybranej formy SPV można wymienić kilka zalet wyodrębnienia projektu ze struktur jego inicjatorów²⁴:

²¹ Por. Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.70; Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.22-24

²² Por. Gröhl, M.; „Bankpolitische Konsequenzen der Projektfinanzierung”, Praca doktorska na Uniwersytecie w Marburgu, Marburg 1990, s.16-18

²³ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.25-29

²⁴ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.22-24; Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.25-29, Gröhl, M.; „Bankpolitische...”, op.cit., s.16-18, Kayaloff, I.J.; „Export and Project finance – a creative approach to financial engineering”, Euromoney Publications, London 1988, s.93-95

- Uzależnienie finansowania od przyszłych przychodów, a nie obecnej sytuacji finansowej uczestników projektu – dzięki indentyfikowalnym strumieniom przepływów pieniężnym projektu daje to dostęp do źródeł kapitału niedostępnych w przypadku klasycznego finansowania (np. sekurytyzacja);
- Możliwość ograniczenia wpływu projektu na sytuację finansową jego inicjatorów;
- Wyższy niż normalnie dopuszczalny poziom zadłużenia i wykorzystanie efektu dźwigni finansowej;
- Korzyści podatkowe, ulgi inwestycyjne, manipulowanie kosztami itd.;
- Podział ryzyka pomiędzy uczestników projektu;
- Większą wiarygodność projektu dla kredytodawców ze względu na przejrzystą strukturę i lepszą kontrolę nad wykorzystaniem środków;
- Zabezpieczenie przed nadmiernym wpływem na projekt jednego z uczestników;
- Oddzielenie obowiązków upubliczniania informacji o projekcie od obowiązków publikacyjnych jego inicjatorów;
- Współpracę wielu uczestników pozwalającą na optymalne wykorzystanie wiedzy i doświadczenia każdego z nich.

Zalety te w wielu wypadkach uzasadniają stworzenie SPV dla przeprowadzenia projektu, jednak należy podkreślić, iż nie ma możliwości wykorzystania ich wszystkich na raz, a dodatkowe koszty, problemy organizacyjne i prawne związane z taką konstrukcją przedsięwzięcia mogą okazać się na tyle duże, iż korzystanie z *project finance* okaże się nieopłacalne.

1.3.2. SPONSORZY

Mianem sponsorów projektu określa się spółki lub konsorcja, które jako najbardziej zainteresowane przeprowadzeniem projektu są jego inicjatorami. Sponsorzy zakładają spółkę mającą przeprowadzić projekt (SPV), wnoszą do niej kapitał własny a także doświadczenie niezbędne do zrealizowania

przedsięwzięcia²⁵. Do zadań sponsorów należy także zaplanowanie przeprowadzenia projektu, jego zorganizowanie (m.in. prowadzenie rozmów z innymi podmiotami zainteresowanymi udziałem w projekcie), opracowanie modelu finansowania i jego wcielenie w życie, a także podwyższenie wiarygodności kredytowej SPV, nie tylko poprzez odpowiednio wysoki poziom kapitałów własnych tej spółki, lecz również poprzez system udzielanych gwarancji i podpisywanych umów²⁶.

Motywy zaangażowania się sponsorów w projekt są bardzo różne, z czego z kolei wynika różnorodność podmiotów, które zastają sponsorami. Chociaż w rzeczywistości często trudno jest wyodrębnić role poszczególnych podmiotów biorących udział w *project finance*, można wyróżnić kilka podstawowych grup sponsorów:

- Najczęściej sponsorami są firmy, które zainteresowane są projektem ze względów strategicznych i operacyjnych, gdyż pokrywa się on z ich normalną działalnością, ale ze względu na skalę przedsięwzięcia i związane z nim ryzyko nie są w stanie przeprowadzić go samodzielnie²⁷. Głównym powodem, dla którego firmy te decydują się na zaangażowanie w *project finance* jest konieczność poniesienia mniejszych wydatków niż w przypadku samodzielnej realizacji projektu a także możliwość podziału ryzyka pomiędzy wielu uczestników projektu.

Nie bez znaczenia jest tu również dywersyfikacja własnego portfela inwestycji i – co za tym idzie – ryzyka; przy ustalonym budżecie firma może zaangażować się w kilka projektów, zamiast całkowicie finansować tylko jeden. W przypadku mniejszych firm przyłączenie się do projektu jako sponsor może być sposobem na ominięcie barier wejścia na konkretny rynek, których nie byłyby w stanie pokonać same²⁸.

- W przypadku dużych projektów sponsorami są często wykonawcy inwestycji. Inicjatorzy projektu chcą zmniejszyć ryzyko związane z budową

²⁵ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s.18-19

²⁶ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.22

²⁷ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.23

²⁸ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.22-23

i wyposażeniem obiektów wymagają znacznego zaangażowania wykonawców tych robót w projekt – dotyczy to zarówno zaangażowania kapitałowego, jak też wniesienia doświadczenia do planowania inwestycji. Ze względu na fakt, że głównym celem wykonawców jest osiągnięcie zysków z budowy obiektów, a jako udziałowcy SPV mają oni wpływ na kształt umów, kredytodawcy powinni uważnie przeanalizować warunki kontraktu na wykonanie inwestycji²⁹.

- Zdarza się, iż sponsorami są producenci surowców i materiałów wykorzystywanych w działalności operacyjnej projektu lub też odbiorcy jego produktów. Ich zaangażowanie w projekt ma na celu zapewnienie sobie długookresowych kontraktów na korzystnych warunkach³⁰.
- Osobną grupę sponsorów stanowią inwestorzy angażujący się w projekt wyłącznie ze względu na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji. Dodatkowym argumentem przemawiającym za takim zaangażowaniem są korzyści podatkowe, jakie mogą płynąć z wykorzystania metody *project finance*³¹.
- Z nieco innych powodów w projekty w roli sponsora angażują się agendy państwowe, samorządy lokalne czy międzynarodowe instytucje, takie jak: International Finance Corporation (IFC) lub European Investment Bank (EIB). Instytucje te mają na celu wspieranie rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów lub regionów i dlatego większą wagę przywiązują do znaczenia makroekonomicznego projektu (rozwój infrastruktury, postęp technologiczny itd.) niż do stopy zwrotu z inwestycji. Kolejnym argumentem w przypadku tych inwestorów za występowaniem w roli sponsora jest możliwość lepszego nadzorowania prowadzonej inwestycji i kontroli wykorzystania środków³².
- Niezwykle rzadko w roli sponsorów występują banki kredytujące projekt – uzasadnieniem dla takiego zaangażowania jest lepsza kontrola projektu z pozycji jego udziałowca, ale banki starają się zapewnić sobie kontrolę nad projektem pozostając jedynie kredytodawcami³³.

²⁹ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.25

³⁰ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.23

³¹ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.23

³² Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 17

³³ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 23

Jak widać, sponsorzy są bardzo zróżnicowaną grupą i w przypadku każdego projektu są oni dobierani według nieco innych zasad służących optymalnemu przeprowadzeniu przedsięwzięcia. Pomimo wielu różnic dzielących poszczególne grupy sponsorów mają oni dwie wspólne cechy: wnoszą do projektu kapitał własny i aktywnie uczestniczą w organizowaniu i przeprowadzaniu projektu.

1.3.3. KREDYTODAWCY

Pod pojęciem „kredytodawców” należy rozumieć wszystkie podmioty, które stawiają do dyspozycji projektu jakiegokolwiek kapitały obce³⁴ i tak termin ten będzie używany w dalszej części pracy. W grupie tej znajdują się zatem nie tylko banki kredytujące realizację projektu, ale również firmy leasingowe, inwestorzy nabywający obligacje wyemitowane przez SPV czy międzynarodowe instytucje finansowe.

Często zdarza się, iż sponsorzy, oprócz wniesienia wkładu do kapitału własnego SPV, udzielają mu również pożyczek lub pożyczek podporządkowanych. Taki sposób finansowania projektu przez sponsorów ma na celu z jednej strony ograniczenie ryzyka, które jest wyższe w przypadku kapitału własnego niż w przypadku pożyczki, z drugiej zaś pozwala na transferowanie zysków z SPV w formie odsetek od pożyczki, co na ogół jest korzystniejsze niż wykorzystywanie w tym celu dywidendy³⁵.

Kredyty kupieckie od odbiorców produktów i dostawców materiałów i surowców nie stanowią zwykle znaczącej części kapitałów obcych niemniej jednak są wykorzystywane w *project finance*.

Należy podkreślić, że ta grupa uczestników *project finance* jest o tyle bardzo ważna, iż kapitał obcy stanowi zwykle większość środków niezbędnych do sfinansowania przedsięwzięcia³⁶. Zważywszy, iż są to na ogół projekty o bardzo dużej skali, zapotrzebowanie na kapitał obcy przekracza często możliwości sfinansowania go w całości kredytem bankowym. Z tego względu na podmiot

³⁴ Por. Gröhl, M.; „Bankpolitische...”, op.cit., s.15

³⁵ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.32

³⁶ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s. 20

organizujący finansowanie projektu (najczęściej jest to bank wybrany przez sponsorów) nakładane są dodatkowe obowiązki³⁷ – dokładna analiza ryzyka, zapotrzebowania na kapitał w poszczególnych fazach projektu i możliwości jego spłaty w przyszłości oraz stworzenie optymalnej struktury finansowania przy uwzględnieniu kosztów kapitału obcego.

Charakterystyczną cechą długu w przypadku *project finance* jest bardzo elastyczne podejście kredytodawców do warunków finansowania. Negocjowane są zarówno terminy spłat i wypłacania kolejnych transz, jak i wysokość odsetek w zależności od ryzyka, zabezpieczenia pożyczek a także kolejność zaspokajania wierzycieli³⁸. Należy przy tym pamiętać, iż kredytodawcy przejmują część ryzyk związanych z projektem i muszą elastycznie podchodzić do nieprzewidzianych zajęć, ale jednocześnie nie mogą zapomnieć o swoim głównym celu: osiągnięciu zysków przy założonym poziomie ryzyka.

1.3.4. WYKONAWCY

Wykonawcami są podmioty, które uczestniczą w planowaniu, budowie oraz dostarczaniu majątku trwałego niezbędnego do rozpoczęcia działalności operacyjnej projektu. Wykonawcy na ogół mają za zadanie nadzorować rozruch tych obiektów, a także przeprowadzić niezbędne szkolenia pracowników zatrudnionych przy obsłudze tych obiektów. Ze względu na fakt, iż wykonanie obiektów projektu wymaga na ogół wąskiej specjalizacji (np. budowa elektrowni, autostrady czy platformy wiertniczej) grupa wykonawców jest ograniczona do przedsiębiorstw specjalizujących się w budowie konkretnych obiektów i dostarczających specjalistycznego sprzętu³⁹.

W przypadku *project finance* rzadko się zdarza, żeby uczestnik tego procesu występował tylko w jednej roli. Również wykonawcy na ogół mają kilka zadań do wykonania. Nierzadko spotykany jest układ, w którym wykonawca jest

³⁷ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.29-31

³⁸ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 29-31

³⁹ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s. 20

równocześnie jednym ze sponsorów projektu⁴⁰. Przyczyny takiej konstrukcji bywają różne. Jedną z nich jest konkurencja na rynku potencjalnych wykonawców projektu – wówczas inicjatorzy projektu są bardziej skłonni wybrać ten podmiot, który aktywnie włączy się do finansowania przedsięwzięcia. Spotyka się również sytuację odwrotną, kiedy to potencjalny wykonawca jest jednym z inicjatorów przeprowadzenia projektu i wówczas jego rola sponsora jest naturalną konsekwencją zaangażowania w przedsięwzięcie.

Zaangażowanie wykonawcy w projekt w charakterze sponsora ma również swoje źródło w jednej z podstawowych cech *project finance*, czyli w podziale ryzyka pomiędzy poszczególnymi uczestnikami projektu. Standardem w przypadku *project finance* jest udzielanie przez wykonawców gwarancji oddania do użytku obiektów o określonych parametrach i w określonym czasie po cenie ustalonej w momencie zawierania kontraktu lub uzależnionej od niewielkiej liczby wskaźników. Zmniejsza to znacząco ryzyko opóźnienia lub niewykonania projektu z przyczyn leżących po stronie wykonawców. Czasami jednak zarówno sponsorzy, jak i kredytodawcy wymagają większego zaangażowania kapitałowego wykonawców w celu większego ich zmotywowania do terminowego i solidnego wykonania obiektów, co skutkuje poszerzeniem grona sponsorów o wykonawców⁴¹.

Kolejną istotną rolą, którą mogą spełniać wykonawcy jest rola operatora wykonanego obiektu. Oznacza to, iż po uruchomieniu działalności operacyjnej wykonawcy podejmują się zarządzania nią i eksploatują obiekt. W zależności od konstrukcji umowy czynią to oni w imieniu i na zlecenie sponsorów, bądź też na określony czas przejmują obiekt na własność (tzw. modele BOT – build operate transfer, BOO – build own operate, BOOT – build own operate transfer)⁴².

Nie są to jedyne funkcje, jakie mogą wypełniać wykonawcy, ale wybrano tutaj te najczęściej spotykane i najistotniejsze dla charakteru *project finance*.

Warto w tym miejscu podkreślić, iż w przypadku łączenia roli wykonawcy z innymi (np. sponsora), może dojść do konfliktu interesów. Należy pamiętać, iż głównym celem wykonawcy jest osiągnięcie zysku z wybudowania i wyposażenia

⁴⁰ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 31-34

⁴¹ Por. ibidem, s.31-34

⁴² Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.16

obiektów. Jako sponsor może on mieć duży wpływ na kształt umów dotyczących wykonania tego zadania i z tego względu pozostali uczestnicy przedsięwzięcia, a zwłaszcza kredytodawcy, powinni starannie kontrolować treść zawieranych kontraktów jak również powinni postarać się o odpowiednie gwarancje ze strony wykonawców.

1.3.5. DOSTAWCY

Do normalnej działalności operacyjnej projektu potrzeba na ogół licznych surowców, materiałów i półproduktów. Dostawcy tych towarów są zaliczani do uczestników projektu pod warunkiem zawarcia umów z podmiotem realizującym przedsięwzięcie (SPV). Na ogół do uczestników *project finance* nie zalicza się podmiotów dostarczających np. materiałów budowlanych na podstawie umów zawartych bezpośrednio z wykonawcą robót budowlanych, uznając iż współpraca z nimi leży w gestii wykonawcy robót i to on jest obciążony ryzykiem nieterminowych dostaw z ich strony.

Chociaż różne projekty mają różne zapotrzebowanie na materiały i w różnym stopniu od ich dostępności zależy ich funkcjonowanie⁴³, to we wszystkich przypadkach uzależnienie od dostawców jest istotnym czynnikiem ryzyka i nie może być pomijane. Stąd też na ogół zawierane są długoterminowe kontrakty na dostawy materiałów i surowców mające zabezpieczyć interesy stron zaangażowanych w projekt⁴⁴.

Zdarza się również, iż to dostawcy są zainteresowani długoterminowymi kontraktami na zbyt swojej produkcji. W dążeniu do osiągnięcia tego celu mogą zaangażować się w projekt jako sponsorzy. Jest to normalna praktyka, jednak niesie ze sobą ryzyko konfliktu interesów i dlatego szczególną uwagę należy zwracać na warunki kontraktów zawieranych z takimi dostawcami jak również na zapewnienie dywersyfikacji źródeł zaopatrzenia⁴⁵.

⁴³ Wystarczy porównać projekt budowy autostrady, który w fazie operacyjnej zależy tylko w nieznacznym stopniu od terminowych dostaw materiałów, z projektem budowy elektrowni węglowej, która nie jest w stanie pracować bez regularnych dostaw węgla.

⁴⁴ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s. 26-28

⁴⁵ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.25

1.3.6. ODBIORCY

Powodzenie każdego projektu w dużej mierze zależy od popytu na oferowane przezeń produkty. W przypadku *project finance* zagwarantowanie tego popytu na określonym poziomie jest o tyle ważne, iż kredytodawcy oraz sponsorzy opierają swoje oceny zdolności kredytowej projektu na podstawie prognozowanych przepływów pieniężnych. Z tych względów, podobnie jak w przypadku dostaw surowców, bardzo ważne jest zapewnienie długoterminowych kontraktów na odbiór produktów projektu. Trzeba przy tym pamiętać, iż kontrakty te pełnią rolę quasi zabezpieczeń kredytowych. Z tego względu odbiorcy produktów muszą być wiarygodni dla kredytodawców projektu. Często zdarza się, iż zabezpieczając swoje interesy i chcąc mieć wpływ na produkcję, angażują się oni w projekt nawet jako sponsorzy⁴⁶. Dzieje się tak zwłaszcza w przypadku projektów dotyczących budowy obiektów służących wydobywaniu surowców naturalnych.

1.3.7. USŁUGODAWCY

Pod pojęciem usługodawców kryją się pozostałe funkcje, jakie można spotkać w konstrukcjach typu *project finance*. Są to funkcje istotne, bez których często powodzenie projektu nie byłoby możliwe, ale mniej eksponowane niż dotąd przedstawieni główni uczestnicy projektu. Funkcje te mogą być wykonywane zarówno przez już opisanych uczestników *project finance*, jak również przez podmioty trzecie. Do usługodawców zaliczyć należy m.in.:

- Doradców – mogą nimi być zarówno doradcy specjalizujący się w kwestiach techniczno-inżynierskich oraz zarządzania i organizacji projektu⁴⁷, jak również doradcy prawni i finansowi. W roli tych ostatnich występują najczęściej banki. Chociaż wydaje się, że występowanie jednego banku w roli doradcy i kredytodawcy może prowadzić do konfliktu interesów, to z drugiej strony

⁴⁶ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.29-30

⁴⁷ Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 16

zaangażowanie kapitałowe banku organizującego strukturę finansowania uwiarygodnia projekt w oczach innych inwestorów⁴⁸.

- Ubezpieczycieli/gwarantów – gwarantem może być zarówno każdy uczestnik *project finance* (sponsor, wykonawca, dostawca itd.) jak również osoba trzecia. Gwarancje mogą dotyczyć niemal wszystkich aspektów realizacji projektu: od spłaty kredytu, poprzez terminowe oddanie budynków do eksploatacji po regularne dostawy surowców po ustalonych cenach.

Specyficznym rodzajem gwarancji są gwarancje ze strony rządu „goszczącego” SPV, a dotyczące np. otrzymania koncesji na świadczenie konkretnych usług, bądź też swobodnego przepływu kapitału⁴⁹. Nie są to jednak jedyne możliwości – zwłaszcza w przypadku projektów obarczonych wysokim ryzykiem konieczne może okazać się ubezpieczenie od przynajmniej części z nich. Do grona uczestników *project finance* dołączają wówczas firmy ubezpieczeniowe, jak również rządowe agendy zajmujące się np. ubezpieczaniem kredytów eksportowych⁵⁰.

Charakterystyczną cechą tej grupy uczestników jest ich aktywny udział w minimalizowaniu lub też alokacji ryzyka. Należy jednak zauważyć, iż mimo że *project finance* daje duże możliwości manewru w tym zakresie, to nie wszystkie kategorie ryzyka da się w ten zneutralizować.

- Operatorów – do zarządzania działalnością operacyjną obiektów i ich eksploatacji sponsorzy mogą zaangażować wyspecjalizowane podmioty. Operatorami mogą jednak być również inni uczestnicy projektu, np. sponsorzy lub wykonawcy⁵¹.

Istnieją dwa zasadnicze powody, dla których uczestnicy *project finance* decydują się na zaangażowanie operatorów z zewnątrz. Po pierwsze, zarówno kredytodawcy, jak i inni uczestnicy, w celu zabezpieczenia powodzenia projektu dążą do maksymalnie profesjonalnego nim zarządzania. W braku firm z doświadczeniem w obsłudze podobnych projektów wśród uczestników

⁴⁸ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s. 34-35

⁴⁹ Por. ibidem, s.33-34

⁵⁰ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s. 32-33

⁵¹ Por. Uekermann, H.; „Risikopolitik...”, op.cit., s.21

przedsięwzięcia uzasadnione jest zaangażowanie doświadczonego operatora z zewnątrz. Drugim powodem dla takiego działania jest chęć wyeliminowania konfliktu interesów, do którego może dojść np. gdy jedna firma jest zarówno sponsorem, wykonawcą i operatorem⁵².

1.3.8. PAŃSTWO

W niniejszym opracowaniu świadomie nie wymieniono jako uczestników *project finance* międzynarodowych instytucji finansowych czy inwestorów instytucjonalnych lub giełdowych ze względu na fakt, iż pełnią oni zawsze którąś z wcześniej opisanych ról, czyli są sponsorami, kredytodawcami itd. Podobnie rzecz się ma z rządami państw zaangażowanych w projekt: poprzez agencje rządowe mogą być m.in. sponsorami, gwarantami, odbiorcami produktów finalnych projektu czy operatorami⁵³. Na tym jednak znaczenie państwa dla projektu się nie kończy i z tego względu zostało ono wyodrębnione jako szczególny uczestnik *project finance*.

Charakterystyczny dla państwa jako uczestnika projektu jest fakt, iż to właśnie państwo wytwarza prawno-gospodarcze otoczenie projektu, od którego może zależeć opłacalność i powodzenie przedsięwzięcia. Przede wszystkim to organy państwowe wydają koncesje i pozwolenia, które są często niezbędne do rozpoczęcia działalności.

Oprócz tego w gestii państwa leży kształtowanie polityki podatkowej (system podatkowy, możliwość przyznania ulg i zwolnień podatkowych), a także ustawodawstwo dotyczące na przykład prawa pracy czy ochrony środowiska⁵⁴.

Analiza tych czynników może zadecydować o rezygnacji z przeprowadzenia projektu lub też o zmianie lokalizacji na korzystniejszą. Z tych względów należy przyjąć, iż państwo nie jest pasywnym otoczeniem projektu, ale poprzez

⁵² Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.30-31

⁵³ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.28; Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.34-37

⁵⁴ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.31-32

kształtowanie korzystnych warunków i wspieranie przedsięwzięcia może być jego aktywnym uczestnikiem.

1.4. ŹRÓDŁA KAPITAŁU

Zapewnienie właściwej struktury kapitału ma zasadnicze znaczenie dla powodzenia projektu. Nie chodzi tu tylko o stosunek kapitału własnego do obcego, ale także, a może przede wszystkim, o wyważenie właściwych proporcji pomiędzy ograniczaniem prawa regresu w stosunku do sponsorów a poziomem ryzyka kredytodawców⁵⁵. Należy przy tym brać pod uwagę rentowność projektu i jego zdolność do obsługi długu – zbyt wysokie koszty kapitału mogą bowiem spowodować, iż projekt stanie się niedochodowy. Ponieważ koszt kapitału zależy przede wszystkim od ryzyka związanego z jego udzieleniem, zadaniem banku organizującego finansowanie jest stworzenie takiej struktury kapitału, która jest optymalna zarówno pod względem kosztów, jak i ryzyka akceptowanego przez poszczególnych uczestników projektu.

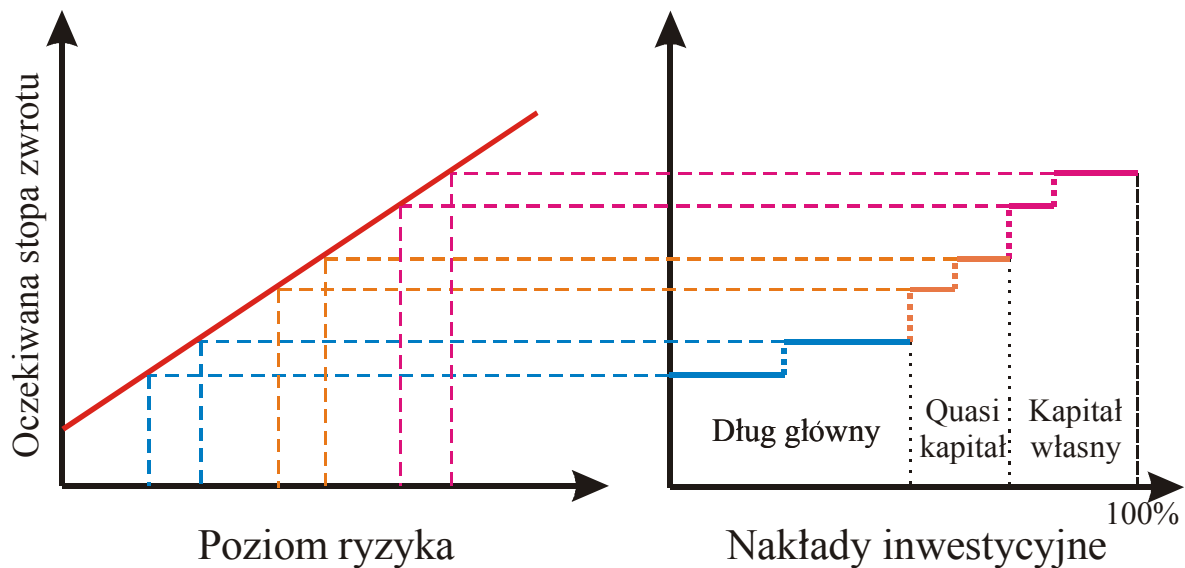
Ze względu na nacisk, jaki kładzie się w przypadku *project finance* na ryzyko, klasyczny podział na kapitał własny i obcy jest tutaj nieco bardziej złożony. Zasadniczo wyróżnia się trzy grupy kapitału: kapitał własny, quasi-kapitał własny i kapitał obcy, przy czym każda z tych grup jest również zróżnicowana wewnętrznie pod względem poziomu ryzyka i stosowanych instrumentów⁵⁶:

1. Kapitały obce (dług główny):
 - a) zabezpieczone,
 - b) niezabezpieczone.
2. Quasi-kapitały własne (dług podporządkowany):
 - a) podporządkowane szczegółowo,
 - b) podporządkowane ogólnie.
3. Kapitały własne:
 - a) uprzywilejowane,
 - b) zwykłe.

⁵⁵ Por. Nevitt, P.K., Fabozzi, F.; „Project Financing”, Euromoney Publications, London 1995, s.3

Najniższym ryzykiem charakteryzują się oczywiście kredyty i pożyczki zabezpieczone, a w ostatniej kolejności zaspokajani są właściciele zwykłego kapitału własnego spółki. Teoretyczną zależność pomiędzy poziomem ryzyka i oczekiwaną stopą zwrotu, jak również przykładową strukturę finansowania, pokazuje wykres 2.

Wykres 2. Przykładowa struktura finansowania z uwzględnieniem ryzyka i stopy zwrotu.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

Oprócz oczywistych ekonomicznych kryteriów takich jak koszty czy dostępność danego źródła finansowania, przy ocenie przydatności danego instrumentu w przypadku *project finance* należy brać pod uwagę m.in.⁵⁷:

- elastyczność danego instrumentu, np. w razie nieprzewidzianych trudności z płynnością;
- wpływ danego instrumentu na zdolność do obsługi całego długu przez projekt;
- poziom rentowności kapitału własnego po zastosowaniu danego instrumentu;

⁵⁶ Por. Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

⁵⁷ Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.25

- stopień wykorzystania całości dostępnych zabezpieczeń przez dane źródło kapitału.

1.4.1. KAPITAŁY WŁASNE

Kapitały własne, mimo iż na ogół wynoszą mniej niż połowę pasywów projektu, stanowią podstawę do działalności spółki i dają możliwość zaciągania przez nią zobowiązań. Ponieważ udziałowcy są spłacani w ostatniej kolejności, kapitały własne stanowią dla kredytodawców swoiste zabezpieczenie udzielonych pożyczek. Z tego względu banki i inni wierzyciele dążą do zapewnienia jak najwyższego poziomu kapitału własnego w przedsięwzięciu.

Ma to podwójne znaczenie: po pierwsze znaczne zaangażowanie kapitałowe sponsorów daje gwarancje ich aktywnego uczestnictwa w projekcie i dążenia do osiągnięcia jak najlepszych efektów; po drugie w przypadku *project finance* na ogół przez pierwsze kilka lat projektu dywidenda nie jest wypłacana udziałowcom, ale akumulowana na wypadek zaburzeń przepływów pieniężnych – ta suma stanowi dodatkowe zabezpieczenie wypłacalności i płynności projektu, a im wyższy poziom kapitału własnego, tym wyższe rezerwy z dywidendy⁵⁸.

Rozważania te należy uzupełnić o krótki komentarz. W praktyce nie tylko inicjatorzy projektu mogą być jego udziałowcami – często zdarza się, iż kapitału własnego dostarczają na przykład wykonawcy robót związanych z projektem, dostawcy, odbiorcy, banki, agendy rządowe czy prywatni lub instytucjonalni inwestorzy. W przypadkach wielu projektów istnieje też możliwość pozyskiwania inwestorów na rynkach kapitałowych⁵⁹. W związku z tym wstrzymanie wypłat dywidendy może nie dotyczyć całości kapitału własnego, a jedynie tej jego części, która należy do inicjatorów projektu. Ponadto w celu oceny motywacji sponsorów należy zwracać uwagę nie na ogólny poziom kapitału własnego, ale na zaangażowanie kapitałowe poszczególnych podmiotów.

⁵⁸ Por. Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

⁵⁹ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.87

Z tych względów, jak również z uwagi na inne czynniki, nie można ogólnie stwierdzić, jaki poziom wskaźnika kapitałowego⁶⁰ jest w przypadku *project finance* dopuszczalny lub bezpieczny. Ponieważ każdy projekt jest niepowtarzalny, dla każdego poziom ten ustalany jest indywidualnie w wyniku analizy m.in. następujących czynników⁶¹:

- Przewidywanej rentowności projektu – im jest ona wyższa, tym większe prawdopodobieństwo zdolności obsługi długu, nawet w razie osiągnięcia wyników gorszych od oczekiwanych;
- Doświadczenia i wiarygodności uczestników projektu, a w szczególności sponsorów, wykonawców robót oraz firm konsultingowych;
- Stabilności politycznej i gospodarczej kraju, w którym projekt jest przeprowadzany;
- Ograniczania ryzyka, np. poprzez podpisywanie długoterminowych umów z wiarygodnymi partnerami;
- Wartości i pewności zabezpieczeń kredytowych.

Ogólnie można stwierdzić, iż dopuszczalny poziom kapitału własnego zależy od przewidywanej rentowności projektu i związanych z nim ryzyk, jak również sposobów zabezpieczania przed nimi.

Mimo iż kredytodawcy dążą do jak najwyższego poziomu kapitałów własnych, w praktyce często ów poziom jest znacznie niższy niż w przypadku klasycznego finansowania przedsiębiorstwa. W literaturze spotyka się różne dane na ten temat, jednak można przyjąć, iż faktyczny poziom kapitałów własnych waha się od 15% do 50% ogółu finansowania⁶², przy czym do kapitału własnego zaliczane są również pożyczki podporządkowane, o ile ich spłata rzeczywiście zależy od uregulowania pozostałych zobowiązań.

⁶⁰ Wskaźnik kapitałowy jest to stosunek kapitału własnego do sumy aktywów.

⁶¹ Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.27-28; Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.93-94

⁶² Por. Uekermann, H.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.28; Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.93; Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

1.4.2. QUASI KAPITAŁY WŁASNE

Quasi kapitały własne, nazywane też pożyczkami podporządkowanymi lub mezzanine finance, są w istocie formą pośrednią pomiędzy dłużem i kapitałem własnym. Są to pożyczki – a więc kapitał obcy – ale, na podstawie umowy pomiędzy stronami, spłacane w ostatniej kolejności przed kapitałem własnym, a po dłużu głównym. Podporządkowanie tych pożyczek może mieć charakter ogólny, czyli zależęć od spłaty wszystkich pozostałych zobowiązań, lub też szczegółowy, co oznacza uzależnienie ich spłaty od wcześniejszego spłacenia jedynie wybranych pożyczek i kredytów z dłużu głównego.

Ze względu na fakt, iż pożyczki podporządkowane są na ogół niezabezpieczone, lub też zabezpieczenia mają charakter wtórny w stosunku do dłużu głównego, wierzyciele z tytułu quasi kapitału własnego nazywani są często cash flow lenders, co ma podkreślać fakt, iż jedynym zabezpieczeniem tego dłużu są przyszłe przepływy pieniężne⁶³. Z tego względu charakteryzują się one wysokim ryzykiem, a co za tym idzie wysokim (najczęściej stałym) oprocentowaniem⁶⁴.

Pożyczki podporządkowane mają szereg zalet zarówno w porównaniu z kapitałem własnym, jak i dłużem głównym⁶⁵:

- Z punktu widzenia projektu ich zaletą jest fakt, iż są one długoterminowe i niezabezpieczone. Dzięki temu zabezpieczenia mogą służyć pokryciu dłużu głównego, a także zagwarantowane jest finansowanie przez cały czas trwania projektu. Ponadto sponsorzy udzielający pożyczek podporządkowanych mają niemal tak silną motywację jak w przypadku kapitału własnego do angażowania się w projekt.
- Odsetki od pożyczek podporządkowanych są kosztem w rozumieniu podatkowym, podczas gdy dywidenda wypłacana jest z zysku po opodatkowaniu – zastosowanie quasi kapitału własnego pozwala zatem na skorzystanie z tzw. tarczy podatkowej.

⁶³ Por. Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

⁶⁴ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.16

- Sponsorzy chętnie udzielają pożyczek podporządkowanych zamiast angażować się w kapitał własny, gdyż zyski z tej inwestycji – inaczej niż w przypadku dywidendy – osiągają niezależnie od wyników projektu. Pożyczek podporządkowanych na ogół nie dotyczą też ograniczenia wypłacania odsetek przez kilka pierwszych lat projektu stosowane w przypadku dywidendy. Ma to jednak negatywny wpływ na ich dążenie do maksymalizacji zysków projektu.
- Pożyczki podporządkowane są mniej ryzykowne niż kapitał własny ze względu na fakt, iż są spłacane przed nim, ale jednocześnie przez kredytodawców traktowane są na równi z nim, dzięki czemu poprawiają wskaźnik kapitałowy i zwiększają zdolność kredytową projektu.
- Zaletą pożyczek podporządkowanych jest również ich elastyczność – oprócz cech typowych dla długu mają one sporo wspólnego z kapitałem własnym, np. może się z nimi wiązać prawo poboru do akcji lub prawo konwersji na udziały w projekcie.

Jak widać, pożyczki podporządkowane są wygodną alternatywą zaangażowania w kapitał własny dla sponsorów, lecz nie tylko oni angażują się w ten typ finansowania. Pożyczki takie są chętnie udzielane przez instytucje finansowe szukające inwestycji o wysokiej stopie zwrotu (np. venture capital), czy też towarzystwa ubezpieczeniowe chcące ulokować fundusze na długi okres⁶⁶.

1.4.3. KAPITAŁY OBCE

Najważniejszym, bo zwykle przekraczającym 50% a nierzadko sięgającym 70% kapitałów, źródłem finansowania przedsięwzięć typu *project finance* jest kapitał obcy. Jest to przy tym najbardziej zróżnicowane pod względem instrumentów źródło kapitału.

Główną cechą długu głównego (tzw. senior debt), odróżniającą go od opisanych źródeł finansowania, jest jego uprzywilejowanie przy spłacie zobowiązań – jedynie zobowiązania podatkowe i płacowe są regulowane przed nim. Dług

⁶⁵ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.88-89

⁶⁶ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.16

główny z kolei dzieli się na zabezpieczony (najczęściej wykorzystywany) i nieco bardziej ryzykowny – niezabezpieczony⁶⁷.

Ze względu na duże zapotrzebowanie projektu na kapitał, na ogół pozyskiwany jest on z wielu źródeł. Najczęściej podstawą jest kredyt bankowy, ale nawet wówczas jest to zwykle kredyt konsorcjalny.

Poza kredytem bankowym można wymienić kilka możliwych źródeł kapitału, jak na przykład kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych, zaciąganie zobowiązań na rynkach finansowych, leasing czy zobowiązania wobec kontrahentów. Poniżej scharakteryzowano pokrótce te sposoby finansowania:

- Kredyty bankowe są chętnie wykorzystywaną formą długu ze względu na elastyczne podejście banków i ich gotowość do przejęcia części ryzyka, którego inni kredytodawcy zwykle unikają. Są to na ogół kredyty długoterminowe o terminach zapadalności nawet do 15 lat po ukończeniu fazy konstrukcyjnej zwłaszcza przy projektach infrastrukturalnych, których okres zwrotu jest dość długi. Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, iż zwykle banki chcąc zachować stosunkowo duży margines bezpieczeństwa, rzadko udzielają kredytów, których okres zapadalności przekracza połowę oczekiwanego okresu życia projektu.

Uzupełnieniem długoterminowych kredytów są kredyty rewolwingowe, z których kredytobiorcy mogą korzystać w razie potrzeby do wysokości z góry określonego limitu. Podobnie rzecz się ma z tzw. finansowaniem pomostowym, z tym że pożyczki na czasowe pokrycie braku płynności często pochodzą od samych sponsorów⁶⁸.

Podczas gdy jeszcze kilkanaście lat temu głównymi kredytodawcami w przypadku *project finance* były banki inwestycyjne, to w ostatnich latach do procesu finansowania tego typu przedsięwzięć włączyły się jako organizatorzy konsorcjów aktywnie duże banki komercyjne, a mniejsze często są członkami tych konsorcjów. Dodatkowo rozwój międzynarodowych rynków finansowych doprowadził do dużej konkurencji i swobody w dostępie do eurokredytów. Są to na ogół kredyty rewolwingowe o dość elastycznych warunkach, a ich główną

⁶⁷ Por. Kwiatkowski, P.; „Project...”, op.cit.

⁶⁸ Więcej o kredytach bankowych w Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.163-168

zaletą, oprócz płynnego rynku, jest możliwość zarządzania ryzykiem walutowym poprzez zaciąganie zobowiązań w dowolnej walucie⁶⁹.

- Kredyty od międzynarodowych instytucji finansowych są również ważnym źródłem finansowania projektów. Instytucje te mają na uwadze rozwój gospodarczy świata i poszczególnych regionów i dlatego finansują zwykle inwestycje w zakresie infrastruktury oraz takie, które mają szansę przyczynić się do aktywizacji gospodarczej regionu. Co ciekawe, udział znanych międzynarodowych instytucji w finansowaniu projektu zwiększa jego wiarygodność i często pomaga znaleźć inne źródła finansowania (instytucje te na ogół mają określone limity, jeżeli chodzi o udział ich kredytów w całości finansowania).

Do najważniejszych instytucji międzynarodowych kredytujących projekty należy zaliczyć trzy podmioty wchodzące w skład Banku Światowego: International Bank of Reconstruction and Development (IBRD), International Finance Corporation (IFC) oraz zajmującą się głównie ubezpieczaniem ryzyk politycznych w przypadku projektów w krajach rozwijających się Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA). Oprócz tego działa wiele lokalnych instytucji jak na przykład Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBRD), Międzypamerykański Bank Rozwoju (IDB) czy Europejski Bank Inwestycyjny (EIB)⁷⁰.

- W przeciwieństwie do kredytów bankowych, które mają zwykle zmienną stopę oprocentowania, duże firmy ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne mogą być źródłem długoterminowego kapitału o stałej stopie procentowej. Jest to ważne źródło finansowania *project finance* na rozwiniętych rynkach finansowych, a zwłaszcza w USA. Pozyskiwanie kapitału od tych instytucji odbywa się na drodze emisji obligacji skierowanej do zamkniętego grona inwestorów. Są to na ogół obligacje o terminach zapadalności od 15 do 20 lat.

Zaletą tego źródła finansowania, oprócz dużej płynności i stałego oprocentowania, które pomaga zarządzać ryzykiem stóp procentowych, jest

⁶⁹ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.89-91

brak potrzeby ustanawiania zabezpieczeń długu. Z drugiej jednak strony spore ryzyko związane z inwestowaniem w takie obligacje powoduje, iż inwestorzy oczekują wysokiej stopy zwrotu a ponadto decydują się na ich nabycie tylko w przypadku wiarygodnego i doświadczonego emitenta. Jest to najczęściej podkreślana cecha tego źródła kapitału powodująca, iż debiutanci na rynku *project finance* mają niewielkie szanse skorzystania z niego⁷¹.

- W przypadku dużych projektów istnieje również możliwość publicznej emisji obligacji. W tym przypadku do dyspozycji jest znaczna liczba instrumentów, m.in. obligacje o zmiennej stopie procentowej, obligacje zerokuponowe, obligacje zamienne na akcje, a także commercial papers, które choć z reguły są papierami krótkoterminowymi, to dzięki rolowaniu mogą dostarczać też kapitału na dłuższe okresy⁷².
- Atrakcyjnym sposobem finansowania, zwłaszcza kapitałochłonnych maszyn i urządzeń, jest leasing, który nie tylko pozwala na skorzystanie z tzw. tarczy podatkowej poprzez wliczanie rat leasingowych w koszty, lecz także zwiększa elastyczność finansową przedsiębiorstwa realizującego projekt – linie kredytowe, które musiałyby być wykorzystane do finansowania środków trwałych mogą zostać użyte do innych celów. Ponadto w wielu wypadkach przedmiot leasingu wykazywany jest w bilansie leasingodawcy a nie leasingobiorcy, co może przyczyniać się do poprawy wskaźników finansowych SPV⁷³.
- Atrakcyjność długoterminowych kontraktów na zbycie materiałów i surowców lub odbiór produktów projektu powoduje, iż wielu dostawców i odbiorców gotowych jest zaangażować się również finansowo w projekt. Oprócz tego, iż podwyższają oni wiarygodność finansową SPV poprzez gwarantowanie realizacji kontraktów po ustalonych wcześniej (lub indeksowanych) cenach, mogą oni również zaangażować się w kapitał własny przez co stają się sponsorami projektu, lub też udzielają korzystnych kredytów kupieckich bądź

⁷⁰ Por. Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.184-186; Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.92-98; Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.17

⁷¹ Por. Finnerty, J.D.; „Project...”, op.cit., s.168-175

⁷² Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.123-125

stosują długie terminy płatności, co również poprawia kondycję finansową projektu⁷⁴.

- W przypadku projektów, w których Skarb Państwa widzi interes dla gospodarki, sponsorzy mogą liczyć na pomoc państwa. Może się ona wyrażać przyznaniem grantu na dofinansowanie inwestycji wiążącej się z rozwojem konkretnej gałęzi przemysłu lub aktywizacją gospodarczą regionu⁷⁵.

Ponadto wiele państw utworzyło agencje kredytów eksportowych mających na celu wspieranie przedsięwzięć związanych z eksportem głównie dóbr inwestycyjnych. Ze względu na dogodne warunki kredytów udzielanych przez te instytucje (zapadalność od 5 do 15 lat, możliwość negocjowania stałego oprocentowania, relatywnie niska stopa procentowa), wiele projektów tak dopasowuje swoją strukturę, aby móc skorzystać z tego źródła finansowania⁷⁶.

⁷³ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.107-108

⁷⁴ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.117-118; Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.109

⁷⁵ Por. Bentley, G.; „Finanse...”, op.cit., s.18

⁷⁶ Por. Reuter, A.; Wecker, C.; „Projektfinanzierung...”, op.cit., s.118-121

ROZDZIAŁ II ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PROJECT FINANCE

2.1. DEFINICJA I CECHY RYZYKA W PROJECT FINANCE

Zarządzanie ryzykiem jest jednym z najistotniejszych elementów zarządzania projektem. Ze względu na wagę tego problemu warto przyjrzeć się bliżej pojęciu ryzyka.

Chociaż opisowi poszczególnych kategorii ryzyka poświęca się w literaturze dotyczącej *project finance* sporo uwagi, mocno zaniedbana jest definicja samego pojęcia ryzyka. Potocznie rozumiane może ono oznaczać zagrożenie realizacji zamierzeń⁷⁷. Taka ogólna definicja ma jednak tę wadę, iż trudno na jej podstawie wysnuć wnioski odnośnie charakteru ryzyka oraz rodzaju zagrożenia.

Bardzo wąsko rozumiane pojęcie ryzyka stosowane jest z kolei w przypadku inwestycji na rynku papierów wartościowych: za miarę ryzyka uznaje się wówczas rozrzut przewidywanych bądź empirycznie zaobserwowanych wyników w stosunku do wartości oczekiwanej. Pokazuje to, czy osiągnięcie zamierzonego wyniku jest względnie pewne, czy wątpliwe. Powszechnie stosowanym syntetycznym wskaźnikiem tak zdefiniowanego ryzyka jest odchylenie standardowe⁷⁸.

Wadą tej miary ryzyka jest uwzględnianie zarówno negatywnych, jak i pozytywnych odchyień od wartości oczekiwanej i dlatego też wprowadzono pojęcie semi-odchylenia standardowego – uwzględnia ono jedynie te sytuacje, które mają negatywny wpływ na wynik projektu⁷⁹.

Zarówno w przypadku odchylenia standardowego, jak i semi-odchylenia standardowego, wymagana jest duża ilość danych w celu otrzymania wiarygodnych wyników. Duży stopień indywidualizacji przedsięwzięć typu *project finance* powoduje, iż brak jest porównywalnych danych historycznych mogących posłużyć oszacowaniu ryzyka nowego projektu. Jedynym wyjściem w tej sytuacji pozostaje

⁷⁷ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s.44

⁷⁸ Por. Brealey, R.A.; Myers, S.C.; „Podstawy finansów przedsiębiorstw”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 225-229

⁷⁹ Odchylenie i semi-odchylenie standardowe są podstawowymi, ale tylko jednymi z wielu i nie zawsze najlepszymi miarami ryzyka. Szerzej na ten temat por. m.in. Scharpe, W., Alexander, G., Bailey, J., „Investments”, Prentice Hall International, New York 1998

metoda ekspercka i symulowanie rozmaitych scenariuszy oraz prawdopodobieństwa ich wystąpienia, a także przeprowadzanie analizy wrażliwości. Sięgnięcie do tych metod pozwala na stochastyczne ujęcie niektórych rodzajów ryzyka (np. pozwala porównać dwa przedsięwzięcia pod względem wpływu ryzyka stóp procentowych na końcowy efekt projektu).

Jednocześnie należy zauważyć, iż złożoność projektów nie pozwala na sparametryzowanie wszystkich czynników mających wpływ na ostateczny wynik projektu. Pojawiają się tu bowiem zagrożenia, których nie sposób ująć liczbowo, jak również trudno jest oszacować prawdopodobieństwo ich wystąpienia. Tak jest na przykład przy zagrożeniu realizacji projektu z powodu braku odpowiednich kwalifikacji kadry zarządzającej. Ex ante niemożliwa jest ocena potencjalnych strat mogących wyniknąć ze złego zarządzania, ani też prawdopodobieństwo zaistnienia takiej sytuacji. Niewątpliwie jednak można i należy się zabezpieczyć przed wystąpieniem takiego zagrożenia dla projektu i z tego punktu widzenia jest to element zarządzania ryzykiem.

Często spotyka się pogląd, iż o ryzyku można mówić jedynie wtedy, gdy znane jest prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia mającego wpływ na wynik projektu. W przypadku, gdy to prawdopodobieństwo nie jest znane, mamy do czynienia z sytuacją podejmowania decyzji w warunkach niepewności⁸⁰.

Takie teoretyczne rozróżnienie ryzyka i niepewności wydaje się być niepotrzebne w przypadku *project finance*.

Po pierwsze, jak już zaznaczono, ustalenie prawdopodobieństwa wystąpienia wielu zagrożeń jest niezwykle trudne.

Po drugie, celem zarządzania ryzykiem w projektach inwestycyjnych jest nie tyle skwantyfikowanie wszystkich ryzyk, co dokładna identyfikacja obszarów zagrożeń i wypracowanie metod zabezpieczania się przed nimi.

Na podstawie tych rozważań można przyjąć dość ogólną definicję ryzyka: **ryzyko jest to możliwość wystąpienia sytuacji lub zdarzenia mającego konkretny negatywny wpływ na wynik finansowy projektu.**

⁸⁰ Por. Frank, H; „Project...”, op.cit., s. 78; Zawadzka, Z., „Ryzyko bankowe – uwagi ogólne”, w: „Współczesny bank”, Poltext, Warszawa 1998, s. 303

Należy zwrócić uwagę na kilka konsekwencji takiej definicji ryzyka.

Po pierwsze mowa jest w niej o możliwości a nie prawdopodobieństwie zaistnienia pewnej sytuacji. Sformułowanie to nie tylko daje możliwość uwzględnienia w analizie zagrożeń, które nie dają się skwantyfikować, lecz ma także istotny wpływ na metodologię badania ryzyka. W przypadku *project finance* nacisk kładzie się raczej na jakościowy niż ilościowy opis zagrożeń. Stosuje się między innymi tzw. klasyfikację ryzyk. Metoda ta polega na pogrupowaniu poszczególnych ryzyk w klasy, a następnie oszacowaniu zagrożenia ze strony każdej z grup ryzyka. W przypadku zastosowania wyczerpującej i jednolitej klasyfikacji ryzyka oraz porównywalnych miar ryzyka, efektem analizy jest całościowy obraz zagrożeń dotyczących projektu⁸¹.

Kolejnym wyróżnikiem zdefiniowanego wyżej ryzyka jest fakt, iż obejmuje ono możliwość wystąpienia tylko takiego zdarzenia, które ma bardzo konkretny, pieniężnie wyrażony wpływ na finanse projektu. W przypadku budowy rafinerii ropy naftowej elementem ryzyka nie będzie zatem spadek popytu na benzynę, ale będzie nim ewentualny spowodowany tym spadek ceny. Jest to uzasadnione tym, iż przy jednoczesnym spadku podaży benzyny na rynku, rafinerii może udać się sprzedać całą produkcję po niezminionej cenie, pomimo spadku popytu.

Kolejną wartą podkreślenia cechą użytego wyżej pojęcia ryzyka jest branie pod uwagę tylko tych zdarzeń, które mają negatywny wpływ na finanse projektu. W tym sensie nie samo wahanie kursu walutowego, nawet silne, jest elementem ryzyka, lecz jego zmiany powodujące zmniejszenie przychodów lub zwiększenie wydatków projektu. Ten element definicji odróżnia pojęcie ryzyka stosowanego w *project finance* od prostego utożsamiania ryzyka ze zmiennością wyników, co ma miejsce w wielu dziedzinach ekonomii.

⁸¹ Por. Tytko D.; „Grundlagen...”, op.cit., s.163-164

2.2. WPROWADZENIE DO ZARZĄDZANIA RYZYKIEM W PROJECT FINANCE

2.2.1. POJĘCIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Stan niepewności jest niewygodny dla wszystkich uczestników projektów inwestycyjnych. Im wyższe ryzyko, tym większa szansa niepowodzenia przedsięwzięcia i utraty zainwestowanych środków, a jednocześnie silniejsza presja ze strony kredytodawców na wyższe wynagrodzenie z tytułu ponoszonego ryzyka. Podwyższa to koszty realizacji projektu, a wysokie ryzyko jest często przyczyną rezygnacji z jego przeprowadzenia.

Istnieje wiele metod i instrumentów pozwalających na zmniejszanie niepewności związanej z procesem inwestycyjnym. Zasadniczo można wydzielić dwa obszary zarządzania ryzykiem:

- dążenie do zgromadzenia informacji na temat potencjalnych zagrożeń,
- wpływanie na ekspozycję podmiotu na ryzyko poprzez aktywne działanie⁸².

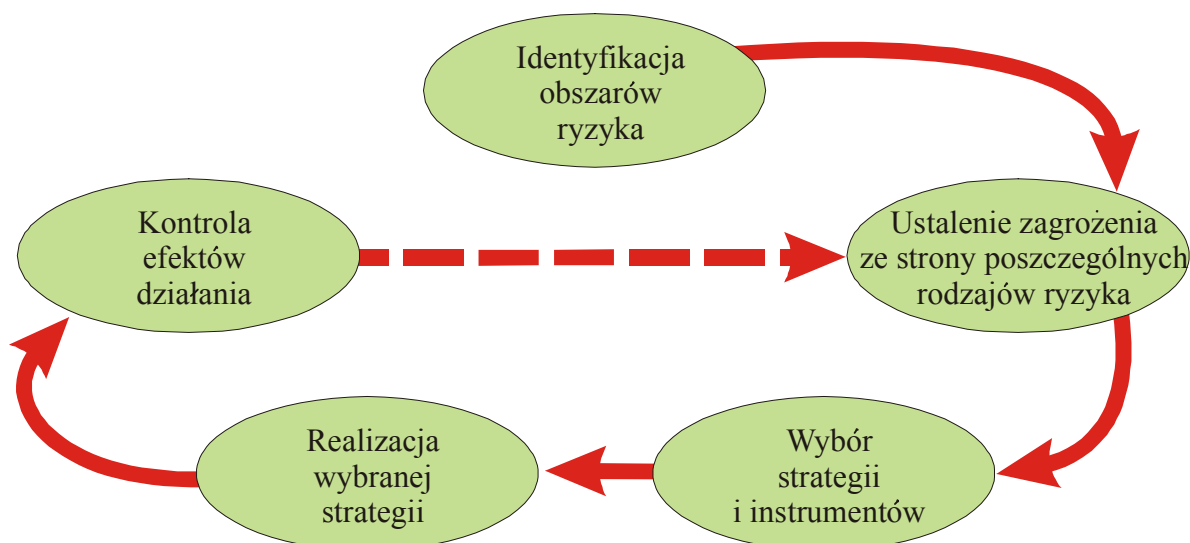
Należy zauważyć, iż nie są to dwa odrębne i niezależne obszary, ale wzajemnie logicznie się uzupełniają. Gromadzenie informacji na temat ryzyka pozwala ocenić, czy jego poziom jest akceptowalny, czy też konieczne są działania mające na celu jego zmniejszenie. Z drugiej zaś strony nie można aktywnie zarządzać ryzykiem bez ciągłego monitorowania efektów podejmowanych działań. Nieustanne gromadzenie informacji na temat ryzyka jest zatem konieczne do efektywnego zarządzania nim.

Zarządzanie ryzykiem nie jest więc jednorazową czynnością wykonywaną w fazie planowania projektu. W tej fazie należy dokonać dokładnej analizy ryzyk projektu i wypracować sposoby radzenia sobie z nimi, ale sytuacja powinna być monitorowana cały czas, a strategia wobec ryzyka powinna być dopasowywana do zmieniającej się sytuacji⁸³. Proces zarządzania ryzykiem przedstawiony został na diagramie 2.

⁸² Por. Frank, H.; „Project...”, op.cit., s. 82

⁸³ Por. Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s. 47

Diagram 2. Proces zarządzania ryzykiem.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Hupe, M.; „Steuerung...”, op.cit., s. 47-48

Wprawdzie w przypadku złożonego projektu renegotjowanie umów pomiędzy uczestnikami nie jest zadaniem łatwym, ale istnieje szereg instrumentów, które mogą być wykorzystywane w celu zarządzania ryzykiem w trakcie procesu inwestycyjnego (np. dodatkowe ubezpieczenia lub swapy). Ich liczba jest niemal nieograniczona, a zastosowanie zależy od inwencji uczestników projektu. Podstawowe instrumenty i sposoby ich stosowania zostaną przedstawione w dalszej części pracy.

Ogólnie sposoby zarządzania ryzykiem można podzielić na dwie grupy: pozwalające zminimalizować ryzyko projektu oraz powodujące jedynie jego delegację na inne podmioty w ramach projektu.

Przykładem minimalizacji (unikania) ryzyka może być zastosowanie niepalnych materiałów w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa pożaru⁸⁴. Ta grupa instrumentów jest bardzo istotna, gdyż obiektywnie minimalizuje możliwość poniesienia strat przez uczestników projektu. Rzadko zdarza się jednak, aby

⁸⁴ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s. 144

jakiegokolwiek ryzyko było zabezpieczane tylko w ten sposób. Z tych względów na ogół stosuje się metodę mieszaną i oprócz unikania ryzyka dzieli się je pomiędzy uczestników projektu (risk-sharing). W podanym przykładzie SPV może delegować część ryzyka pożaru na firmę ubezpieczeniową poprzez wykupienie polisy⁸⁵ i ograniczenie udziału własnego w stratach z tego tytułu do np. 10%.

W podanym przykładzie delegacja ryzyka ma dwie zasadnicze cechy: po pierwsze nie zmienia ryzyka projektu jako całości, po drugie zaś ryzyko jest przejmowane przez firmę, której głównym celem jest przejmowanie ryzyka.

Zdarza się jednak, iż interes poszczególnych uczestników *project finance* wydaje się być sprzeczny z interesem projektu jako całości. Na przykład przerwienie ryzyka kursów walutowych na kredytodawców jest sprzeczne z ich dążeniem do minimalizacji swojego ryzyka. Z drugiej strony, banki są najlepiej przygotowane do operowania instrumentami finansowymi i dlatego przejęcie przez nie zarządzania strumieniami pieniężnymi w różnych walutach jest optymalne z punktu widzenia projektu, gdyż minimalizuje prawdopodobieństwo wystąpienia strat związanych z niewłaściwymi decyzjami w tym zakresie.

Należy podkreślić, iż oba sposoby zarządzania ryzykiem – jego minimalizacja i delegacja – są jednakowo istotne, gdyż **zasadniczym celem zarządzania ryzykiem w *project finance* jest taka konstrukcja projektu, aby każdy z uczestników ponosił akceptowalne dla siebie ryzyko przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka projektu jako całości.**

Charakterystyczne dla *project finance* jest szerokie pojmowanie zarządzania ryzykiem. Do sposobów ograniczania ryzyka zalicza się nie tylko klasyczne instrumenty, jak na przykład polisy ubezpieczeniowe, swapy czy gwarancje, ale wszelkie działania zmierzające do ograniczenia niebezpieczeństwa wystąpienia określonych sytuacji (np. odpowiednia konstrukcja projektu, zatrudnianie doświadczonych wykonawców i operatorów czy też wspomniane wykorzystanie niepalnych materiałów).

⁸⁵ Por. *ibidem*, s. 144

2.2.2. KLASYFIKACJA RYZYK

Duża liczba ryzyk związanych z realizacją projektów inwestycyjnych oraz ich znaczne zróżnicowanie powodują problemy z ich klasyfikacją. W zależności od celu przeprowadzania analizy ryzyk, mogą one być dzielone ze względu na różne kryteria.

Jednym z możliwych i stosowanych podziałów jest klasyfikacja ryzyka ze względu na podmioty na nie narażone. Z tego względu wyróżnia się na ogół trzy grupy ryzyk:

- ryzyka ubezpieczalne (insurable risks),
- ryzyka kredytowe (bankable risks),
- ryzyka sponsorów (equity risks)⁸⁶.

Ze względu na swoją niespójność jest to podział mało przydatny w przypadku *project finance*. O ile łatwo jest wydzielić ryzyka ubezpieczalne, o tyle podział na ryzyko kredytowe i sponsorów jest bardzo płynny. Wprawdzie banki, ze względu na charakter swojej działalności, starają się maksymalnie ograniczać ekspozycję na inne rodzaje ryzyka niż kredytowe⁸⁷, niemniej jednak w przypadku projektów typu *project finance* skłonne są one przejmować dużą część ryzyk tradycyjnie ponoszonych przez właścicieli. Ponadto rzadko zdarza się, aby jakiś rodzaj ryzyka ponoszony był tylko przez jednego uczestnika projektu – zwykle ryzyka są dzielone tak, aby każdy uczestnik ponosił akceptowalny przez siebie jego poziom.

Innym proponowanym podziałem ryzyk jest wyodrębnienie zagrożeń egzogenicznych i endogenicznych⁸⁸.

Jest to podział niespójny z dwóch powodów. Po pierwsze nie pozwala on na wyodrębnienie wspólnych przyczyn i cech tych dwóch grup ryzyk, jak również instrumentów do zarządzania nimi. Po drugie powoduje on spore trudności ze sklasyfikowaniem niektórych ryzyk. Przykładowo ryzyko przekroczenia kosztów projektu zaliczane jest do wewnętrznych ryzyk, ale jedną z możliwych przyczyn

⁸⁶ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 49

⁸⁷ Por. Nevitt, P.K., „Project financing”, Euromoney Publications, London 1989, s.35

przekroczenia kosztów są zmiany przepisów powodujące konieczność zakupu wyposażenia spełniającego surowsze normy bezpieczeństwa⁸⁹. Ten czynnik jest zaś niewątpliwie egzogeniczny w stosunku do projektu. Z tych względów podział ten wydaje się być mało użyteczny na potrzeby niniejszej pracy.

Dla celów zarządzania ryzykiem najwłaściwszy wydaje się podział ze względu na przyczynę i charakter ryzyka. Grupy ryzyk o podobnej charakterystyce na ogół dają się bowiem minimalizować za pomocą podobnych instrumentów, a zatem taki podział ułatwia wypracowanie strategii zarządzania ryzykiem i jest dobrym punktem wyjścia do dalszej analizy ryzyka⁹⁰.

Złożoność problemu, jakim jest klasyfikacja ryzyk występujących w *project finance*, powoduje iż nie został – jak dotąd – wypracowany jeden uniwersalny schemat ich podziału. Najczęściej wydziela się trzy główne grupy ryzyk:

- ryzyka techniczne,
- ryzyka ekonomiczne,
- pozostałe ryzyka⁹¹.

Podział ten wydaje się być najbardziej naturalny i jest dość często stosowany⁹², natomiast wśród specjalistów nie ma zgodności co do bardziej szczegółowej klasyfikacji ryzyk w ramach tych trzech grup. W rezultacie w literaturze występuje szereg podziałów różniących się szczegółowością podejścia do klasyfikacji ryzyk, a także przyjętym punktem odniesienia (na przykład w większości podziałów pomijane jest ryzyko zabezpieczeń, które jest istotne w zasadzie jedynie dla kredytodawców).

W dalszej części pracy będzie stosowana klasyfikacja zaprezentowana na diagramie 3.

⁸⁸ Por. Gröhl, M.; „Bankpolitische...”, op.cit., s. 81-88

⁸⁹ Tak było m.in. w przypadku budowy tunelu pod kanałem La Manche. W trakcie budowy zmieniły się wymogi dotyczące lokomotyw oraz wyposażenia dworców, co było jedną z przyczyn przekroczenia kosztów projektu; por. m.in. Gröhl, M.; „Bankpolitische...”, op.cit., s. 83

⁹⁰ Por. Tytko, D.; „Grundlagen...”, op.cit., s. 146-147

⁹¹ Por. ibidem, s. 144-146

⁹² Zdarzają się jednak inne klasyfikacje, jak chociażby podział ryzyk na elementarne, gospodarcze i kraju czy też ryzyka sponsorów, niezależne oraz projektu; por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 50; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 28-29

Diagram 3. Klasyfikacja ryzyk.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 35-37; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 146-155; Frank, H., „Project...”, op.cit., s. 149-155; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 31-119; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 49-59

Podział ten ma kilka zalet:

- obejmuje wszystkie najważniejsze rodzaje ryzyk występujące podczas realizacji projektów inwestycyjnych;
- grupuje ryzyka w sposób pozwalający na dobranie odpowiednich instrumentów do zarządzania każdą z wyodrębnionych grup ryzyka;
- pozwala na jednoznaczne przyporządkowanie poszczególnych zdarzeń do jednej z kategorii; jest to istotna cecha odróżniająca tę klasyfikację od podziału na ryzyka endo- i egzogeniczne, czy też przypisane do poszczególnych uczestników projektu.

Zarówno poszczególne ryzyka jak i sposoby ich minimalizacji zostaną szerzej zanalizowane w dalszej części pracy.

W tym miejscu warto wspomnieć o jeszcze jednym kryterium klasyfikacji ryzyk: podziale ryzyk ze względu na fazy projektu⁹³. Jest to podział przydatny z punktu widzenia zarządzania ryzykiem i wykorzystywany w praktyce. Pozwala on na przygotowanie odpowiednich strategii dla poszczególnych etapów projektu. Jest to jednak raczej podział praktyczny niż rzeczywista klasyfikacja ryzyk, gdyż poszczególne rodzaje ryzyk, choć z różnym natężeniem, występują w kilku fazach lub też w ciągu całego projektu.

2.2.3. EKSPOZYCJA PROJEKTU NA RYZYKO W POSZCZEGÓLNYCH FAZACH

Rodzaje ryzyk i stopień zagrożenia nimi projektu zależy w dużej mierze od tego, na jakim etapie realizacji się on znajduje. Znaczenie mają tu nie tylko czynności wykonywane w danej fazie realizacji projektu (budowa obiektów, eksploatacja itd.), ale także wysokość zaangażowanego kapitału i jego zdolność do generowania zysków. Warto zatem przyrzeć się bliżej fazom realizacji projektu i ryzykom związanym z każdą z nich.

W każdym projekcie można wyróżnić pięć faz:

- faza planowania,
- faza realizacji,
- faza rozruchu,
- faza operacyjna,
- faza dezinwestycji⁹⁴.

Fazy te wyodrębnia się na podstawie czynności wykonywanych w związku z projektem, ale różnice pomiędzy nimi sięgają o wiele dalej: na różnych etapach projektu zaangażowani są w niego inni uczestnicy, a także zmieniają się rodzaje i natężenie ryzyk.

Faza planowania służy ocenie, czy projekt jest wart przeprowadzenia. W przypadku podjęcia decyzji o realizacji projektu w tej fazie jest on planowany i rozpoczyna się jego realizacja.

W celu oceny opłacalności przedsięwzięcia przeprowadza się szereg badań i analiz, m.in. studium możliwości (opportunity study), studium przedrealizacyjne (prefeasibility study) oraz studium wykonalności (feasibility study)⁹⁵. Na podstawie wyników tych analiz podejmuje się decyzje o realizacji projektu, jego lokalizacji, wyposażeniu technicznym, sposobie budowy itd. Wówczas również zapewnia się finansowanie projektu, podpisuje umowy z wykonawcami i innymi uczestnikami

⁹³ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 49

⁹⁴ Por. ibidem, s. 36

⁹⁵ Szerzej na temat poszczególnych studiów por. m.in. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 35-37

project finance, a także ustala się strukturę projektu oraz podział kompetencji i ryzyk pomiędzy zaangażowane podmioty⁹⁶.

Jak widać, już na tym etapie realizacji projektu zaangażowane w niego jest wiele podmiotów. Oprócz sponsorów do projektu przystępują kredytodawcy, firmy doradzające w kwestiach prawnych i technicznych oraz wykonawcy, którzy będą mieli za zadanie budowę i wyposażenie obiektów. Na ogół w pierwszej fazie podpisywane są kontrakty z potencjalnymi dostawcami i odbiorcami, a także ewentualne umowy na późniejsze zarządzanie projektem. Oprócz tego zwykle konieczne jest uzyskanie koncesji i zezwoleń, a nierzadko nawiązanie stałej współpracy z agendami rządowymi (np. uzyskanie gwarancji państwa).

Tak więc, mimo iż część z wymienionych uczestników projektu realnie zaangażuje się w projekt dopiero w kolejnych fazach, to niemal wszystkie umowy podpiswane są w fazie planowania.

W **fazie realizacji** odbywa się budowa obiektów oraz ich wyposażanie w urządzenia niezbędne do działalności operacyjnej projektu. Jest to najbardziej kapitałochłonna faza i w tym czasie wykorzystywana jest zwykle większość przyznanych kredytów. W przypadku dużych projektów etap budowy i wyposażania obiektów trwa zwykle od dwóch do czterech lat⁹⁷.

Po zakończeniu budowy rozpoczyna się krytyczny etap dla projektu – **faza rozruchu**. Przeprowadzane są wówczas, trwające nierzadko kilka miesięcy, testy wybudowanych zakładów, zamontowanych urządzeń itd. W tej fazie projektu okazuje się, czy spełnia on założone w fazie planowania normy.

Ogólne ryzyko projektu w tej fazie jest wysokie nie tylko ze względu na rozruch urządzeń, lecz także z powodu osiągnięcia przez projekt maksymalnego zadłużenia. Ponieważ zdarza się, iż z przyczyn technicznych rozpoczęcie produkcji opóźnia się, uczestnicy projektu muszą być przygotowani na finansowanie projektu w fazie rozruchu i ewentualne odroczenie spłaty zadłużenia do momentu rozpoczęcia fazy operacyjnej⁹⁸.

⁹⁶ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 36-38

⁹⁷ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 38-39

⁹⁸ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 39-40

W momencie zakończenia testów i rozpoczęcia normalnej produkcji projekt wkracza w **fazę działalności operacyjnej**. Od tego momentu powinny być generowane nadwyżki finansowe służące spłacie zadłużenia i obsłudze kosztów finansowych. Na ogół dopiero po zaspokojeniu kredytodawców sponsorzy mogą otrzymywać dywidendy, choć ta kwestia bywa różnie regulowana. Należy przy tym zauważyć, iż SPV, jako spółka służąca wyłącznie przeprowadzeniu danego projektu, reinwestuje zyski tylko w takim zakresie, który jest konieczny do jej prawidłowego dalszego funkcjonowania. Większość zysku jest zatem przekazywana właścicielom spółki w formie dywidend lub obsługi długu podporządkowanego (mezzanine finance)⁹⁹.

Przedsięwzięcia realizowane metodą *project finance* z punktu widzenia sponsorów mają na ogół z góry określony czas trwania. Jest to spowodowane faktem, iż w większości przypadków do ich przeprowadzenia wymagane są zezwolenia i koncesje, które są wydawane na określony czas. Z góry określony czas trwania mają również projekty typu BOT¹⁰⁰.

Sponsorzy ponadto mogą wycofać zainwestowany kapitał poprzez odsprzedaż swoich udziałów w SPV innym inwestorom – strategicznym lub poprzez wprowadzenie spółki do obrotu publicznego. Taka decyzja podyktowana jest na ogół względami strategicznymi.

Ostatnią możliwością jest zlikwidowanie przedsięwzięcia z przyczyn technicznych (np. wyczerpanie źródeł surowców, zużycie urządzeń w stopniu uniemożliwiającym kontynuację działalności operacyjnej) lub ekonomicznych (trwały wzrost kosztów lub spadek przychodów powodujący nieopłacalność dalszej działalności). Sponsorzy likwidują wówczas aktywa, rozwiązują SPV i wycofują kapitał własny¹⁰¹. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż likwidacja aktywów może wiązać się z kosztami, których nie pokryją przychody z ich sprzedaży i dlatego sponsorzy muszą zarezerwować na ten cel odpowiednie środki.

⁹⁹ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 41; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 40-41

¹⁰⁰ W tego typu projektach sponsorzy najpierw budują obiekty, będące celem projektu, następnie użytkują je i czerpią zyski jako wynagrodzenie za zrealizowanie projektu, a następnie przekazują obiekty nowym właścicielom – stąd nazwa BOT – Build, Operate, Transfer (Zbuduj, Zarządzaj, Przekaż). Tak są realizowane m.in. projekty infrastrukturalne z udziałem państwa. Szerzej na ten temat por. m.in. Kwiatkowski, P., „Project...”, op.cit.; Kayaloff, I.J., „Export...”, op.cit., s. 78-83

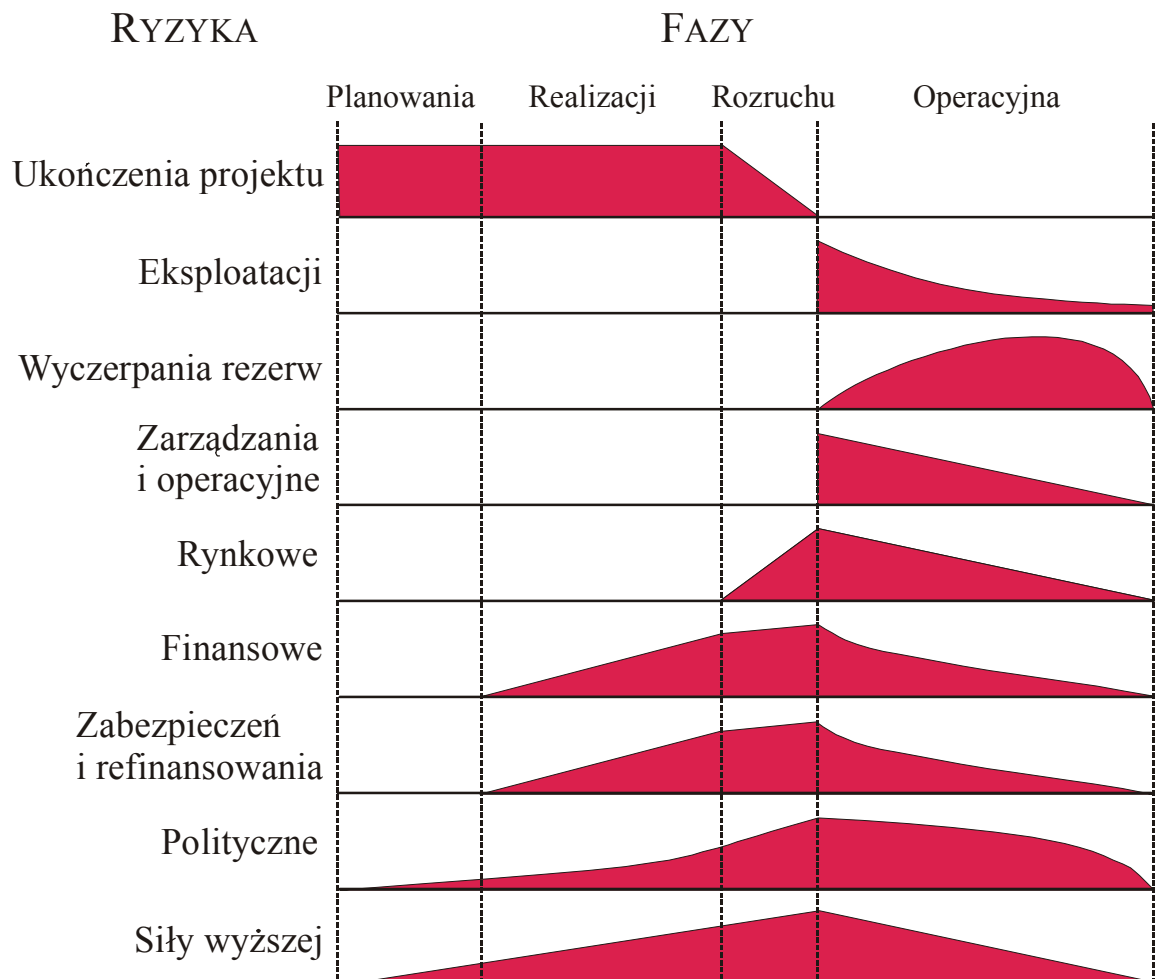
¹⁰¹ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 41; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 41-42

Wszystkie opisane sposoby zakończenia projektu zalicza się do **fazy dezinwestycyjnej**, mimo iż w przypadku sprzedaży udziałów lub ich przekazania nowym właścicielom jest to raczej określony moment niż faza projektu.

Jak widać, podczas całego cyklu realizacji projektu ryzyka, na jakie jest narażony, zmieniają się, gdyż zmienia się rodzaj działań wykonywanych w związku z projektem.

Natężenie poszczególnych grup ryzyka w kolejnych fazach projektu zaprezentowano na wykresie 3:

Wykres 3. Natężenie poszczególnych rodzajów ryzyk w kolejnych fazach projektu.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 64

W tym przypadku ryzyko uznano za występujące jedynie wtedy, gdy może ono faktycznie wpłynąć na realizację projektu – na przykład ryzyko wyczerpania rezerw osiąga swoje maksimum długo po rozpoczęciu fazy operacyjnej. Jest to uzasadnione tym, iż wówczas wyczerpana jest już znaczna część złóż, a jednocześnie dopiero wtedy można stwierdzić, jakie są ich faktyczne rozmiary¹⁰².

Większość ryzyk osiąga swoje maksimum w momencie zakończenia fazy rozruchu. Jest to logiczne zważywszy, iż jest to moment maksymalnego zadłużenia projektu. Ponadto nie generuje on wówczas przychodów, a produkcja dopiero się zaczyna, a zatem niepewność związana z technicznym i organizacyjnym przebiegiem produkcji, jak również zaopatrzeniem w surowce i zbytem produkcji jest duża.

Wraz z upływem czasu i przechodzeniem projektu z jednej fazy w drugą zmienia się nie tylko ekspozycja całego projektu na ryzyko, ale też wewnętrzny podział ryzyk pomiędzy jego uczestników¹⁰³. Jak już wspomniano, działania te – zwykle ustalone w fazie planowania – mają na celu utrzymanie optymalnego podziału ryzyka pomiędzy podmioty biorące udział w projekcie przez cały czas jego realizacji.

2.3. CHARAKTERYSTYKA POSZCZEGÓLNYCH RODZAJÓW RYZYKA I ZARZĄDZANIE NIMI

2.3.1. RYZYKO UKOŃCZENIA PROJEKTU

Logicznym wydaje się rozpoczęcie opisu poszczególnych ryzyk od ryzyka ukończenia projektu, ponieważ ma ono największy wpływ na projekt w początkowych fazach jego realizacji i całkowicie zanika na początku fazy operacyjnej.

Najkrócej ujmując, ryzyko to polega na przekroczeniu terminów i/lub kosztów oddania do użytku obiektów i urządzeń, jak również na wykonaniu ich

¹⁰² Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 64

¹⁰³ Por. ibidem, s. 35-36

niezgodnie z przyjętymi założeniami¹⁰⁴. Skrajnym przypadkiem wystąpienia tego ryzyka jest podjęcie decyzji o zaprzestaniu dalszej realizacji przedsięwzięcia. Kredytodawcy, którzy zaangażowali już kapitał, zwykle ograniczają możliwość podjęcia takiej decyzji poprzez wymóg przeprowadzania tzw. testów porzucenia (abandonment tests), mających pomóc oszacować, czy kontynuowanie projektu jest wskazane. Testy te są zwykle tak skonstruowane, że jedynie skrajnie niekorzystne warunki mogą spowodować przerwanie projektu¹⁰⁵.

Ryzyko to ponoszone jest w głównej mierze przez sponsorów i wykonawców. Kredytodawcy starają się go unikać, lecz muszą być przygotowani na dostarczenie dodatkowych środków w przypadku przekroczenia kosztów (choć bywa, że dostarczają ich sponsorzy). Zgodnie z zasadą podziału ryzyka, jak też dopasowywania spłaty długu do przepływów pieniężnych projektu, kredytodawcy ponoszą też ryzyko dłuższej spłaty kredytów spowodowane opóźnieniami w oddaniu obiektów do użytku lub mniejszą niż zakładano mocą produkcyjną¹⁰⁶.

Istnieje wiele przyczyn mających wpływ na koszty, terminy i jakość ukończenia budowy obiektów będących przedmiotem projektu. Należą do nich m.in.¹⁰⁷:

- niedoszacowanie kosztów wykonania obiektów i urządzeń,
- zmiany projektu w trakcie budowy,
- błędy konstrukcyjne,
- zastosowanie niewłaściwych technologii,
- stosowanie nowych, niesprawdzonych technologii,
- niska jakość wykonawstwa,
- niższa od przewidywanej wydajność pracy,
- kłopoty z infrastrukturą lub dostawcami.

Jak widać, w przeważającej większości są to przyczyny mające swoje źródło w technologii, co uzasadnia przyporządkowanie tego ryzyka do ryzyk technicznych. Wyjątkiem jest zaliczenie tutaj kłopotów z niesolidnymi dostawcami. Należy

¹⁰⁴ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 147

¹⁰⁵ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 157-158

¹⁰⁶ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 37

jednak zauważyć, iż są to dostawcy bezpośrednio współpracujący z wykonawcami i do zadań wykonawców należy zapewnienie bezproblemowej dostawy potrzebnych materiałów, surowców i urządzeń.

Z drugiej strony nie uwzględniono tutaj wielu czynników, które również mogą mieć znaczący wpływ na ukończenie projektu, takich jak wpływ pogody na budowę obiektów, wysoką inflację powodującą wzrost cen urządzeń, czy problemy z koncesjami. Wszystkie te i inne zdarzenia zostały zakwalifikowane do innych grup ryzyk, które zostaną opisane w dalszej części pracy.

Ryzyko ukończenia projektu przedstawia duże zagrożenie zarówno dla sponsorów jak i innych uczestników projektu, w tym kredytodawców, gdyż grozi poniesieniem realnych strat w momencie, kiedy projekt pochłonął znaczne środki, a nie wygenerował jeszcze żadnych przychodów. Z tych względów wypracowano wiele metod zarządzania tym ryzykiem, zarówno poprzez jego minimalizację, jak też poprzez delegację ryzyka na innych uczestników projektu. Najpopularniejsze instrumenty zarządzania tym ryzykiem przedstawiają się następująco:

- **Przeprowadzanie studiów i analiz.** W celu wyeliminowania niepewności i dokładnego oszacowania technicznych możliwości realizacji projektu przy założonych kosztach należy przeprowadzić dokładne symulacje i analizy¹⁰⁸. Dla zachowania obiektywizmu badań dobrze jest zlecić je zewnętrznym ekspertom. Przeprowadzenie takich analiz już w fazie planowania może spowodować, iż planowany budżet realizacji projektu wzrośnie, gdyż koszty podane przez wykonawcę okażą się nierealne, ale dzięki temu uczestnicy projektu unikną nieprzewidzianych dodatkowych kosztów w trakcie realizacji projektu.
- **Zarezerwowanie w budżecie dodatkowych środków.** Ze względu na możliwość wystąpienia sytuacji, które podniosą koszty obiektów należy utworzyć w budżecie rezerwy na ich pokrycie. Pozwoli to na pokonanie trudności bez konieczności uruchamiania dodatkowych kredytów. Rezerwy należy jednak tworzyć ostrożnie i w połączeniu z dokładnym planowaniem wydatków, gdyż rezerwowanie środków w wysokości 100% planowanych

¹⁰⁷ Por. m.in. Gröhl, M., „Bankpolitische...”, op.cit., s. 82-83; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 52-53

kosztów (co zdarzało się w praktyce) zdecydowanie zmniejsza wiarygodność zarówno sponsorów jak i wykonawców¹⁰⁹.

- **Wybór doświadczonego i rzetelnego wykonawcy.** Jest to istotny element ograniczania ryzyka ukończenia projektu i dlatego wszyscy uczestnicy są zainteresowani zatrudnieniem wykonawcy, który ma doświadczenie w realizacji podobnych projektów. Wykonawca powinien ponadto mieć solidne zaplecze technologiczne i finansowe, które pozwoliłoby mu na poradzenie sobie z nieprzewidzianymi trudnościami. Dobra sytuacja finansowa wykonawcy jest o tyle istotna, że bankructwo głównego wykonawcy jest sytuacją zagrażającą całemu projektowi. Dodatkowym atutem wykonawcy jest znajomość kultury, geografii i klimatu, a także załatwiania formalności w kraju, w którym projekt jest realizowany. Z tych względów można pokusić się o stwierdzenie, iż w przypadku wyboru wykonawcy nie cena, ale inne czynniki, powinny być decydującym kryterium¹¹⁰.
- **Gwarancje spłaty zadłużenia przez sponsorów.** Kredytodawcy starają się ograniczyć swoje ryzyko nieukończenia projektu, uznając iż nie mieści się ono w zakresie ryzyka kredytowego i dlatego znacząca część tego ryzyka ponoszona jest przez sponsorów. Instrumentami służącymi delegacji tego ryzyka na inicjatorów projektu są między innymi gwarancje sponsorów.

Klasycznym przykładem takiej gwarancji jest zobowiązanie sponsorów do spłaty całości zaciągniętego długu w przypadku nieukończenia projektu w określonym terminie. Może się zdarzyć, że ze względu na skalę projektu i potencjalne trudności sponsorów ze spłaceniem zadłużenia kredytodawcy będą wymagali dodatkowo gwarancji innych podmiotów¹¹¹. W praktyce, w przypadku opóźnień w realizacji projektu, banki niezwykle rzadko domagają się zwrotu kredytów, a gwarancje te stanowią jedynie podstawę do

¹⁰⁸ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 38-39

¹⁰⁹ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 53

¹¹⁰ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 16

¹¹¹ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 56-57

renegocjowania umów kredytowych na korzystniejszych dla kredytodawców warunkach¹¹².

Należy zauważyć, iż istnieje bardzo wiele odmian gwarancji udzielanych przez sponsorów. Przykładowo w razie opóźnień w oddaniu obiektów do użytku cały dług może być wymagalny od razu lub też sponsorzy mogą się zobowiązać do jego obsługi zgodnie z przewidzianym harmonogramem¹¹³. Dodatkowym bodźcem mobilizującym sponsorów do terminowego uruchomienia obiektów jest umieszczenie w gwarancji klauzuli przewidującej, iż w przypadku opóźnienia w oddaniu obiektów do użytku dług projektu jest przez nich gwarantowany aż do całkowitej spłaty¹¹⁴. Zabiegi kredytodawców o jak największy udział sponsorów w ponoszonym ryzyku są w pełni zrozumiałe, jeżeli wziąć pod uwagę, iż w przypadku znacznych opóźnień w realizacji projektu może on się stać nieatrakcyjny i sponsorzy mogliby rozważać jego porzucenie, gdyby mieli pewność przejęcia znacznej części kosztów z tego tytułu przez banki. Z drugiej jednak strony nie należy zapominać, iż jedną z najważniejszych cech *project finance* jest podział ryzyka pomiędzy uczestników oraz finansowanie z ograniczonym regresem. Z tych względów często spotyka się gwarancje sponsorów obejmujące jedynie z góry ustaloną część kredytu¹¹⁵. Takie rozwiązanie ma tę zaletę, że ogranicza ryzyko ponoszone przez sponsorów, jednocześnie dając gwarancję ich zaangażowania w terminowe i zgodne z planami technicznymi wykonanie projektu.

- **Zapewnienie dodatkowego finansowania.** W przypadku dużych i nietypowych projektów bardzo trudno jest z góry ocenić koszty ich wykonania i dlatego należy się liczyć z możliwością przekroczenia planowanych kosztów. W przypadku braku środków na pokrycie tych kosztów realizacja całego projektu jest zagrożona. Z tych powodów uczestnicy *project finance* przewidują dodatkowe źródła finansowania i ustalają, kto ponosi ryzyko przekroczenia kosztów.

¹¹² Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 20

¹¹³ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 43-44

¹¹⁴ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 20

¹¹⁵ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 45-46

Banki na ogół niechętnie partycypują w ryzyku przekroczenia kosztów, gdyż zmniejsza to presję na sponsorów i wykonawców, aby minimalizować koszty. W określonych sytuacjach są one skłonne przejąć na siebie część tego ryzyka, lecz oczekują wówczas znacznej premii¹¹⁶.

Jednym ze sposobów sfinansowania nadwyżek kosztów jest postawienie do dyspozycji projektu dodatkowych kredytów (tzw. stand-by credit facilities). W celu lepszego ich zabezpieczenia są one na ogół gwarantowane przez sponsorów. Najczęściej jednak to sponsorzy ponoszą skutki przekroczenia kosztów i to oni są zobowiązani do zapewnienia dodatkowego finansowania. Może być ono w formie kapitału własnego lub obcego – ze względów praktycznych sponsorzy zwykle wybierają ten drugi wariant i udzielają SPV pożyczek lub pożyczek podporządkowanych¹¹⁷. Zdarzają się również skomplikowane umowy, gdzie dokładnie określa się sytuacje, w których poszczególni uczestnicy są zobowiązani do pokrycia dodatkowego zapotrzebowania na kapitał, jak również sumy, do jakich są do tego zobowiązani¹¹⁸.

- **Gwarancje wykonawców.** Przejmowanie większości ryzyk związanych z ukończeniem projektu przez sponsorów jest o tyle nieuzasadnione, iż mają oni ograniczony wpływ na wiele czynników związanych z wykonaniem obiektów¹¹⁹.

Podmiotami mającymi największy wpływ na ukończenie projektu są jego wykonawcy i dlatego przejmują oni na siebie część ryzyka ukończenia projektu. Przykładowo, delegacja ryzyka przekroczenia kosztów może odbyć się w formie zawarcia z wykonawcą kontraktu na wykonanie obiektu po ustalonej z góry cenie. Ma to tę zaletę, że ani kredytodawcy, ani sponsorzy, nie są obarczeni konsekwencjami ewentualnego wzrostu kosztów. Z drugiej strony ustalona w ten sposób cena jest często wyższa od rzeczywistych kosztów wykonania

¹¹⁶ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 260

¹¹⁷ Por. ibidem, s. 20

¹¹⁸ Por. m.in. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 46-52; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 147-149

¹¹⁹ Oczywiście nie dotyczy to sytuacji, gdy sponsorzy są jednocześnie wykonawcami.

obiekty powiększonych o normalny zysk wykonawcy, gdyż zawiera premię za ponoszone przez niego dodatkowe ryzyko¹²⁰.

W celu zminimalizowania ryzyka opóźnień w oddaniu obiektów do użytku standardowo przewidywane są kary umowne nakładane na wykonawców w przypadku opóźnień w budowie. Zdarza się również, iż sponsorzy domagają się od wykonawców pokrycia kosztów związanych z późniejszym uruchomieniem projektu.

Kolejnym zagrożeniem jest wykonanie obiektów, które nie osiągają zakładanych w planach mocy produkcyjnych. Ryzyko to można częściowo zminimalizować dwojako: poprzez ustalenie kar umownych lub też zobowiązując wykonawców do doprowadzenia projektu do stanu zgodnego z zamówieniem. Pierwszy sposób ma raczej charakter motywujący, gdyż straty spowodowane mniejszymi niż zakładane mocami produkcyjnymi zwykle są większe od nałożonych na wykonawców kar. Zaś gwarancja wykonania obiektów zgodnie z założeniami technicznymi pozwala na osiągnięcie pełnych mocy, ale wiązać się może ze znacznymi opóźnieniami w oddaniu obiektu do użytku. Z tych względów w każdym przypadku należy dokonać dokładnej analizy opłacalności obydwu sposobów zarządzania ryzykiem ukończenia projektu.

Standardem w przypadku zawierania umów z wykonawcami jest żądanie gwarancji bankowych lub ubezpieczeniowych na wypadek niewywiązania się wykonawców z umowy. Z jednej strony daje to sponsorom, kredytodawcom i SPV pewność otrzymania określonych środków w przypadku wadliwego wykonania umowy przez wykonawcę. Z drugiej zaś daje to gwarancję solidności wykonawcy, gdyż tylko wiarygodne firmy mogą uzyskać gwarancje od banków lub ubezpieczycieli¹²¹.

¹²⁰ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 20

¹²¹ Szerzej na temat umów i gwarancji ze strony wykonawców por. m.in. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 52-61

2.3.2. RYZYKO WYCZERPANIA REZERW

Jest to ryzyko występujące w przypadku projektów, których celem jest wydobywanie lub przetwórstwo surowców naturalnych. Projekty takie stanowią znaczną część przedsięwzięć realizowanych metodą *project finance* i dlatego ryzyko to jest wyodrębniane i uznawane za istotny element zarządzania projektem.

Można wyróżnić trzy rodzaje ryzyka w ramach grupy ryzyk nazywanej ogólnie ryzykiem wyczerpania rezerw:

- ryzyko ilościowe,
- ryzyko jakościowe,
- ryzyko dostępności¹²².

Należy tu zauważyć, iż ryzyka te mogą występować w dowolnych kombinacjach nie ograniczając się tylko do jednego z nich.

W przypadku występowania mniejszych niż prognozowane złóż surowców można mówić o ryzyku ilościowym. W skrajnie niesprzyjających okolicznościach zbyt małe złoża mogą doprowadzić do sytuacji, w której zyski z działalności operacyjnej projektu nie wystarczą na spłatę całości zadłużenia wraz z odsetkami.

Z kolei ryzyko jakościowe przejawia się niższą od zakładanej jakością złóż surowców. Znajduje to odzwierciedlenie nie tylko w niższej możliwej do uzyskania cenie zbytu, ale także częstokroć wyższych kosztach wydobywania i wolniejszym pozyskiwaniu surowców, co może spowodować wydłużenie okresu spłaty kredytu.

Podobnie trudniej dostępne złoża z jednej strony wymagają większych nakładów na wydobywanie, z drugiej zaś są bardziej czasochłonne w eksploatacji.

Jak widać, ryzyko wyczerpania rezerw może doprowadzić do zagrożenia terminowej obsługi zadłużenia i zmusić kredytodawców do zmniejszenia wysokości kolejnych rat oraz wydłużenia okresu spłaty długu¹²³. W najgorszym wypadku może dojść do niemożliwości spłaty zadłużenia przez SPV z efektów działalności operacyjnej¹²⁴.

¹²² Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 31

¹²³ Nie dotyczy to sytuacji, kiedy ryzyko to przejmują na siebie inni uczestnicy projektu.

¹²⁴ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 31-33

Wprawdzie ryzyko to wydaje się być typowym ryzykiem mieszczącym się w ramach działalności gospodarczej sponsorów projektu, to jednak banki dość często przejmują na siebie jego część. Finansowanie projektów polegających na eksploatacji złóż surowców naturalnych jest bardzo dochodową działalnością, lecz obciążoną wysokim ryzykiem. Z tego powodu banki angażujące się w tego typu projekty czynią to z największą ostrożnością i dokładają wszelkich starań, aby zminimalizować niepewność towarzyszącą każdemu przedsięwzięciu¹²⁵.

Charakter ryzyka wyczerpania rezerw powoduje, iż uczestnicy projektu mają relatywnie niewielki wpływ na jego zmniejszenie. Wypracowano jednak szereg metod służących zarządzaniu nim:

- **Wybór doświadczonego operatora.** Efekty ryzyka wyczerpania rezerw odczuwalne są dopiero w fazie operacyjnej projektu – w przypadku niższej od zakładanej jakości złóż widoczne jest to na ogół w momencie rozpoczęcia wydobywania; niższe od prognozowanych zasoby lub trudniejszy dostęp do części z nich mogą się ujawnić nawet w dłuższy czas po rozpoczęciu produkcji. Minimalizowanie ryzyka wystąpienia takiej sytuacji należy jednak rozpocząć już w fazie planowania i dlatego też niezbędne jest oszacowanie wielkości złóż i opłacalności ich eksploatacji. Przeprowadzane w tym celu badania powinny być wykonywane przez operatora dysponującego odpowiednim sprzętem, fachowym personelem i dużym doświadczeniem w tej dziedzinie, co pozwoli zmniejszyć prawdopodobieństwo pomyłki. Wybór doświadczonego operatora jest sprawą kluczową z jeszcze jednego powodu. W razie wystąpienia komplikacji w trakcie wydobywania surowców (np. trudniejszy niż zakładano dostęp do części złóż) poradzi on sobie lepiej niż operator bez doświadczenia.
- **Przeprowadzenie niezależnych badań.** W celu zmniejszenia ryzyka uczestnicy projektu dodatkowo zatrudniają niezależnych ekspertów, którzy weryfikują wyniki badań złóż zasobów. Wszyscy uczestnicy są zgodni co do tego, iż jest to konieczne, natomiast kontrowersje budzi zakres dodatkowych badań. Ponieważ odwierty próbne są bardzo kosztowne, a ich wyniki są niejednokrotnie przyczyną zaniechania projektu, sponsorzy niechętnie godzą się

¹²⁵ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 36

na wykonanie wielu odwiertów. Z kolei kredytodawcy, którzy przejmują na siebie część ryzyka związanego z wyczerpaniem zasobów naciskają na jak najdokładniejsze badania – dodatkowe odwierty próbne wymuszone przez banki otrzymały stąd nawet nazwę „odwierty bankowe” (bankers’ wells)¹²⁶.

Po wykonaniu badań i odwiertów próbnych ustala się zasoby dzieląc je na kilka kategorii. Często stosowana klasyfikacja polega na oszacowaniu zasobów udokumentowanych, prawdopodobnych i potencjalnych¹²⁷. Na ogół decyzję o kontynuowaniu projektu podejmuje się jeżeli wartość złóż udokumentowanych przekracza zadłużenie projektu co najmniej dwukrotnie¹²⁸.

- **Elastyczność finansowania.** Kredytodawcy w *project finance* przejmują na siebie część ryzyk poprzez dostosowanie spłaty długu do przepływów pieniężnych generowanych przez projekt. Tak jest i w przypadku ryzyka wyczerpania rezerw, gdzie w razie trudności z terminową obsługą długu banki często wydłużają okres spłaty zadłużenia¹²⁹. Aby zmniejszyć swoją ekspozycję na ryzyko i zmotywować sponsorów do rzetelnych badań zasobów oraz ich wydobycia nawet w przypadku trudności technicznych, kredytodawcy mogą wymagać dużego udziału kapitału własnego w finansowaniu projektu, a nawet gwarancji ukończenia projektu ze strony sponsorów.
- **Gwarancje sponsorów.** W określonych sytuacjach (np. rezygnacja z przeprowadzenia badań złóż przez niezależnych ekspertów i oparcie się wyłącznie na opiniach sponsorów) kredytodawcy zobowiązują sponsorów do ponoszenia ryzyka wyczerpania rezerw. Sponsorzy muszą wówczas zagwarantować, że w przypadku niższej jakości złóż lub wyższych niż planowane kosztów wydobycia pokryją różnicę pomiędzy zyskiem osiągniętym a planowanym. Należy tutaj zauważyć, że umowy te muszą być tak skonstruowane, aby sponsorzy nie ponosili automatycznie ryzyka rynkowego, np. zmiany ceny surowca¹³⁰. Dodatkowo np. w przypadku projektu, którego celem jest nie tylko wydobycie lecz także przetwórstwo surowców, sponsorzy

¹²⁶ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 148-149

¹²⁷ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 33

¹²⁸ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 43

¹²⁹ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 34

mogą się zobowiązać do zapewnienia dodatkowych dostaw niezbędnych surowców na wypadek niewystarczających złóż eksploatowanych przez projekt¹³¹.

2.3.3. RYZYKO EKSPLOATACJI

Jest to również ryzyko techniczne, ale występuje ono wyłącznie w fazie operacyjnej projektu. Ponieważ budowa i rozruch projektu są już wówczas zakończone, to sytuacja bardzo przypomina działalność normalnego przedsiębiorstwa.

Jak już zaznaczono każda faza projektu charakteryzuje się inną strategią zarządzania ryzykiem. W fazie operacyjnej większość gwarancji i zabezpieczeń stosowanych we wcześniejszych etapach realizacji projektu traci swą moc. Z tych względów projekt i spłata długu jest uzależniona niemal wyłącznie od rezultatów działalności operacyjnej projektu. Na zakłócenie działalności mogą wpływać zarówno kwestie techniczne (np. awarie urządzeń, problemy z infrastrukturą), jak też ekonomiczne (np. ceny surowców), organizacyjne (np. wydajność pracy) i inne (np. regulacje prawne)¹³². Wszystkie one zostaną omówione w dalszej części pracy, tutaj pod uwagę wzięto jedynie kwestie technologiczne.

Ryzyko eksploatacji (nazywane też technicznym) bywa definiowane jako zagrożenie zmniejszeniem przychodów wskutek spowolnienia lub przerwy w procesie produkcyjnym z powodów technologicznych¹³³. Jest to jednak zbyt wąska definicja i nie obejmuje wszystkich zagrożeń związanych z problemami technicznymi. Należą do nich:

- ryzyko wielkości produkcji,
- ryzyko kosztów,
- ryzyko jakości¹³⁴.

¹³⁰ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 34-35

¹³¹ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 149

¹³² Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 36

¹³³ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 147

¹³⁴ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 68

W przypadku niższej od zakładanej produkcji, wpływy ze sprzedaży są również niższe, co może zagrozić terminowemu regulowaniu zobowiązań wobec kredytodawców. Podobnie gorsza jakość produktów może nie tylko spowodować konieczność obniżenia ceny, lecz także spowodować problemy ze zbytem. Z kolei wyższe od przewidywanych koszty produkcji powodują zmniejszenie zysku operacyjnego, co również negatywnie wpływa na zdolność obsługi długu przez SPV.

Przyczyn tych zagrożeń jest wiele – większość z nich zanika wraz z upływem czasu, co jest spowodowane stopniowym ich usuwaniem, np. poprzez budowę dodatkowej infrastruktury, oraz nabieraniem doświadczenia przez operatora. Są również czynniki, jak np. zużywanie się urządzeń, którymi zagrożenie stale rośnie.

Do najważniejszych przyczyn powstawania ryzyka eksploatacji należy zaliczyć¹³⁵:

- zastosowanie nowatorskich, niesprawdzonych technologii,
- błędy w procesie projektowania i konstrukcji obiektów i urządzeń,
- złe wykonawstwo i stosowanie niskiej jakości materiałów,
- zużywanie się maszyn i urządzeń,
- niższą od planowanej wydajność infrastruktury,
- niewłaściwą eksploatację i konserwację obiektów oraz urządzeń.

W przypadku *project finance* ryzyko to jest bardzo istotne, gdyż projekty realizowane tą metodą są często tak duże i skomplikowane technologicznie, iż nawet doświadczony zespół inżynierów mają problemy z przewidzeniem zagrożeń dla prawidłowego działania ich projektów. Niemniej jednak ryzyko eksploatacji można ograniczać i przerzucać na inne podmioty. Służą temu między innymi:

- **Wybór technologii.** Stosowanie nowych, niesprawdzonych technologii wiąże się z podwyższonym poziomem ryzyka i stąd też kredytodawcy niechętnie akceptują projekty związane z nowymi technologiami, których okres

¹³⁵ Por. m.in. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 68-69; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 51; Gröhl, M., „Bankpolitische...”, op.cit., s. 83-84

amortyzacji przekracza połowę prognozowanego czasu eksploatacji projektu¹³⁶. Z drugiej jednak strony stosowanie przestarzałych technologii może zagrażać konkurencyjności projektu pod względem jakości produktów, wydajności czy też kosztów produkcji. Wybór technologii jest o tyle istotny, że w branżach, gdzie następuje szybki postęp technologiczny, stosowanie przestarzałych technologii może zagrozić powodzeniu przedsięwzięcia w równym stopniu, co ryzyko eksploatacji.

- **Wybór doświadczonych wykonawców.** Ryzyko wystąpienia problemów technicznych w fazie operacyjnej może być zmniejszane już na etapie planowania projektu poprzez wybór doświadczonego wykonawcy. Chodzi tu nie tylko o wielkość firmy, jej zaplecze technologiczne i finansowe, ale przede wszystkim o doświadczenie w wykonywaniu podobnych projektów o podobnej skali. Zakłada się tutaj, iż trudności techniczne rosną wraz z wielkością projektu. Na wybór doświadczonego wykonawcy, nawet za cenę wyższych kosztów budowy obiektów i ich wyposażania, nalegają zwykle kredytodawcy dążący do minimalizacji ryzyka projektu. Z kolei sponsorzy są bardzo wyczuleni na koszt wykonania projektu¹³⁷.
- **Niezależne ekspertyzy technologiczne.** W celu wyeliminowania nieprzewidzianych problemów, jak też wypracowania sposobów radzenia sobie z nimi, sponsorzy projektu lub inni uczestnicy mogą zaangażować niezależne firmy doradcze i techniczno-inżynierskie. Udział takich firm w projekcie i wnoszony przez nie know-how mogą w znacznym stopniu przyczynić się do zmniejszenia wszelkich ryzyk technicznych¹³⁸.
- **Gwarancje wykonawców.** Opisane wcześniej gwarancje ze strony wykonawców dotyczące osiągnięcia przez projekt zakładanej wydajności i mocy produkcyjnych zwykle wygasają w momencie przejęcia obiektów przez sponsorów lub wraz z końcem okresu gwarancyjnego na oddane do użytku

¹³⁶ Por. Gröhl, M., „Bankpolitische...”, op.cit., s. 83-84

¹³⁷ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 16

¹³⁸ Por. Uekermann, H., „Projektfinanzierung...”, op.cit., s. 16; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 147

obiekty. Nic nie stoi jednak na przeszkodzie, aby delegować część ryzyk fazy operacyjnej na wykonawców za pomocą dodatkowych gwarancji.

Jednym ze sposobów gwarantujących silniejsze motywowanie wykonawców jest ustalenie kar umownych w przypadku odchylenia parametrów projektu od planowanych. Wprawdzie mają one zwykle niewielki wpływ na poprawę sytuacji finansowej projektu, ale zmniejszają prawdopodobieństwo niesolidności wykonawców. Do standardów należy również usuwanie wszelkich usterek i nieprawidłowości na koszt wykonawcy. Dalej idącymi gwarancjami są natomiast zobowiązania wykonawców do przejęcia obsługi zadłużenia na czas, kiedy urządzenia są niezdolne do pracy, lub też wyrównywanie przez wykonawców strat spowodowanych przerwami w produkcji lub wadliwym wykonaniem projektu.

Wszystkie te gwarancje udzielane są na określony czas, zaś odpowiedzialność wykonawców jest ograniczona (np. sponsorzy nie mogą żądać odszkodowań w przypadku, gdy usterki powstały na skutek błędów operatora), niemniej jednak są one ważnym instrumentem służącym minimalizacji zaburzeń w spłacie zadłużenia¹³⁹.

- **Ubezpieczenia.** Istnieje również możliwość ubezpieczenia się od niektórych ryzyk technologicznych, np. na wypadek awarii urządzenia spowodowanej wadami konstrukcyjnymi i materiałowymi¹⁴⁰. Jest to specyficzny rodzaj ubezpieczeń i nie należy go utożsamiać z ubezpieczeniami od działania siły wyższej, czy też od odpowiedzialności cywilnej.
- **Inwestycje towarzyszące.** W przypadku dużych projektów niebagatelne znaczenie ma zapewnienie odpowiedniej infrastruktury pozwalającej na zaopatrzenie projektu w odpowiednie ilości elektryczności, wody, gazu i innych paliw. Należy zadbać również o infrastrukturę telekomunikacyjną.

¹³⁹ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 72-74

¹⁴⁰ Por. ibidem, s. 73-74

Już w fazie planowania należy ocenić, czy istniejąca infrastruktura zapewni prawidłowe funkcjonowanie projektu. W razie potrzeby należy zaplanować i zarezerwować środki na inwestycje towarzyszące¹⁴¹.

- **Gwarancje sponsorów.** W przypadkach, gdy sponsorzy decydują się na zastosowanie niesprawdzonych technologii, co podwyższa ryzyko projektu, kredytodawcy często żądają gwarancji prawidłowego działania projektu. W przypadku niespełnienia przez projekt norm określonych w gwarancjach sponsorzy są zobowiązani do przejęcia na siebie obsługi długu¹⁴².

2.3.4. RYZYKO ZARZĄDZANIA I DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ

W odróżnieniu od opisanych wcześniej ryzyk technicznych, ryzyko zarządzania i działalności operacyjnej ma swoje źródło w niewłaściwym zarządzaniu projektem, złej organizacji pracy i procesu produkcyjnego jak również w innych czynnikach, jak np. wydajność pracy.

Jest to bardzo duża grupa ryzyk i z góry trudno jest przewidzieć wszystkie komplikacje przez nią powodowane, niemniej jednak należy wyodrębnić główne obszary potencjalnych zagrożeń i starać się im zapobiec.

Do głównych przyczyn występowania ryzyka zarządzania i działalności operacyjnej można zaliczyć m.in.¹⁴³:

- niskie kwalifikacje zarządzających projektem,
- niską wydajność pracy, spowodowaną np. brakiem kwalifikacji, trudnymi warunkami pracy, klimatem, brakiem motywacji lub też mentalnością,
- bariery kulturowe i komunikacyjne,
- niewłaściwą organizację pracy i produkcji,
- nieprawidłową obsługę maszyn i urządzeń,
- niewłaściwe przechowywanie zarówno surowców i materiałów jak i produktów gotowych,
- nieefektywne mechanizmy kontroli wewnętrznej.

¹⁴¹ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 14-15

¹⁴² Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 74

Czynniki te mogą znaleźć odzwierciedlenie w niższej produkcji, przerwach w procesie produkcyjnym, gorszej jakości wytwarzanych dóbr, jak również w wyższych kosztach operacyjnych. We wszystkich tych przypadkach wpływ na generowane przez projekt nadwyżki finansowe będzie negatywny.

Ryzykiem tym można jednak zarządzać. Służą temu m.in.:

- **Wybór doświadczonego operatora.** Zarządzanie projektem zarówno na szczeblu operacyjnym jak i strategicznym jest kluczowym czynnikiem jego sprawnego przeprowadzenia. Kredytodawcy inwestujący w przedsięwzięcia na wczesnym etapie rozwoju często największą wagę przywiązują do kwalifikacji i osiągnięć kadry zarządzającej¹⁴⁴. Należy zauważyć, że nie wystarczy zebrać w jednym miejscu grupę nawet wybitnych specjalistów, aby otrzymać zgrany i efektywny zespół. W konsekwencji dużą wagę przywiązuje się do wyboru operatora, który powinien dysponować personelem mającym doświadczenie w zarządzaniu podobnymi projektami¹⁴⁵.

Operatorem może być zarówno jeden z uczestników projektu (np. sponsor, wykonawca), jak też niezależna firma. Zaangażowanie jednego ze sponsorów jako operatora, pod warunkiem spełniania przez niego wszystkich wymagań (doświadczenie, wykwalifikowany personel itd.), ma tę zaletę, że ma on dodatkową motywację, aby skutecznie zarządzać projektem. Ponieważ jednym z elementów wynagrodzenia sponsorów jest dywidenda, wyniki projektu bezpośrednio przekładają się w tym przypadku na wynagrodzenie operatora.

W razie braku odpowiednio wykwalifikowanego uczestnika projektu, możliwe jest zatrudnienie operatora z zewnątrz, jednak wówczas należy dokładnie sprawdzić jego kwalifikacje oraz tak skonstruować umowy, aby był on dostatecznie motywowany do rzetelnego zarządzania, a jego działania podlegały kontroli sponsorów i kredytodawców projektu¹⁴⁶.

- **Umowy o zarządzanie.** Umowy te powinny przede wszystkim precyzyjnie regulować zakres obowiązków operatora (np. konserwacja i naprawa urządzeń)

¹⁴³ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 52; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 75-76

¹⁴⁴ Por. Sagari S.B., Guidotti, G., „Venture capital: lessons from the developed world for the developing markets”, World Bank, Washington 1992

¹⁴⁵ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 16

oraz kryteria oceny wywiązywania się z nich. Zwłaszcza w przypadku operatora nie będącego jednocześnie sponsorem powinien zostać wypracowany motywacyjny system wynagradzania poprzez zastosowanie nagród i kar lub uzależnienie wysokości wynagrodzenia od wyniku finansowego projektu. Ponadto należy zwrócić uwagę na dość oczywisty fakt, że zmiany operatorów nie służą dobrze projektowi ze względu na czas potrzebny nowym zarządzającym na zapoznanie się z projektem i wdrożenie w kierowanie nim. Praktycznie nie zdarza się, aby zmian operatora dokonywano przed ostateczną spłatą zadłużenia^{147,148}.

Praktyczne problemy powstają w przypadku projektów, w których uczestnikiem są agendy rządowe. Takie projekty realizowane są zwykle metodą BOT lub podobną i po określonym czasie kontrolę nad projektem przejmuje agenda rządowa. W celu zapewnienia sprawnej działalności w okresie spłaty długu zwykle podpisywane są umowy gwarantujące niezmienną operatora do ostatecznej spłaty zadłużenia. Dodatkowo przed przekazaniem projektu pod zarząd państwa, pracownicy agendy odpowiedzialnej za dalsze zarządzanie projektem są szkoleni i wdrażani do pracy przez pierwotnego operatora¹⁴⁹.

- **Szkolenie pracowników.** Jest oczywiste, że zarządzanie zasobami ludzkimi projektu należy zacząć już w fazie jego planowania. Sensowne wydaje się przeprowadzenie analiz lokalnego rynku pracy w celu ustalenia kwalifikacji potencjalnych pracowników¹⁵⁰. Pozwala to odpowiednio wcześniej przygotować i przeprowadzić program szkoleń, które podniosą kwalifikacje przyszłych pracowników i zmniejszą ryzyko poniesienia strat związanych z niefachowym wykonywaniem obowiązków.

W procesie szkoleń dużą rolę powinien odgrywać wykonawca, jako podmiot najlepiej znający obiekty projektu. Należy jeszcze raz podkreślić, iż

¹⁴⁶ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 76-77

¹⁴⁷ Nie dotyczy to skrajnych przypadków niewywiązywania się operatora z umowy, lecz nawet wówczas na ogół przewiduje się pewien okres przejściowy na przeszkolenie nowego operatora. Podobnie w przypadku rezygnacji operatora jest on zobowiązany do wprowadzenia nowego operatora w zarządzanie projektem.

¹⁴⁸ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 77-78

¹⁴⁹ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 16

¹⁵⁰ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 150

szkolenia powinny zaczynać się już w fazie konstrukcji, a najpóźniej rozruchu, tak aby faza operacyjna przebiegała bez zakłóceń. W przypadku projektów międzynarodowych warto poświęcić uwagę potencjalnym problemom, które mogą wynikać z różnic kulturowych, religijnych czy też z barier komunikacyjnych. Są to bardzo ważne i często zaniedbywane aspekty zarządzania.

- **Ubezpieczenia.** Wspomniane już ubezpieczenia maszyn i urządzeń mogą także obejmować szkody powstałe wskutek niewłaściwej obsługi i konserwacji. Dodatkowo ubezpieczenie może obejmować zysk utracony z powodu awarii urządzenia¹⁵¹.
- **Fundusz z nadwyżek pieniężnych.** Jak już wspomniano SPV jest spółką celową i reinwestuje nadwyżki finansowe tylko w przypadku, gdy jest to niezbędne do jej prawidłowego funkcjonowania. Pozostała część zysku jest wypłacana udziałowcom SPV. Banki w celu zminimalizowania ryzyka niespłacenia długu z powodu przyszłych trudności finansowych mogą jednak zażądać od sponsorów utworzenia specjalnego funduszu, w którym gromadzone będą wszystkie generowane przez projekt nadwyżki finansowe. Fundusz ten ma być gwarancją spłacenia zadłużenia¹⁵². Takie zatrzymywanie zysku w spółce do czasu spłaty zadłużenia ma dodatkowe działanie motywujące sponsorów do jak najefektywniejszego zarządzania spółką – w razie problemów finansowych SPV mogą oni stracić nie tylko przyszłe zyski, ale również te, które spółka wypracowała wcześniej.

2.3.5. RYZYKO RYNKOWE

Pod pojęciem ryzyka rynkowego kryje się bardzo szeroki wachlarz zagrożeń związanych z zaopatrzeniem w surowce i materiały oraz ze zbytem produkcji projektu. Jest to typowe ryzyko związane z prowadzeniem działalności

¹⁵¹ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 80-81

¹⁵² Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 36

gospodarczej i praktycznie wszystkie podmioty działające na jakimkolwiek rynku są na nie narażone.

W przedsięwzięciach typu *project finance* ryzyko to ma jednak dwie charakterystyczne cechy:

- inaczej niż w przypadku normalnego finansowania przedsiębiorstw banki zgadzają się na przejęcie jego części¹⁵³,
- ze względu na długie okresy realizacji projektu (niekiedy mija kilka lat od rozpoczęcia planowania przedsięwzięcia do wejścia w fazę operacyjną) niepewność związana z sytuacją na rynku w momencie uruchamiania produkcji jest duża.

Ryzyko rynkowe przejawia się w kilku czynnikach mających wpływ na koszty i rozmiary produkcji oraz cenę i sprzedaż gotowych produktów, a zatem stanowiących potencjalne zagrożenie dla osiągnięcia zaplanowanego wyniku operacyjnego.

Czynniki zaliczane do ryzyka rynkowego to:

- cena, jakość i dostępność niezbędnych do produkcji materiałów i surowców,
- cena produktów wytwarzanych przez projekt,
- popyt na produkcję projektu.

Należy zauważyć, że istnieje wiele przyczyn mogących doprowadzić do niekorzystnego dla projektu rozwoju sytuacji¹⁵⁴. Oprócz zagrożeń takich jak:

- zwolnienie wzrostu gospodarczego powodujące ogólny spadek popytu,
- postęp technologiczny,
- powstawanie substytutów,
- zawirowania na rynkach surowców niezbędnych do działalności operacyjnej projektu (niestabilność polityczna lub wojny w krajach wydobywających surowce; zawiązywanie karteli),

należy uwzględnić wpływ projektu na rynek. Skala projektu bowiem może być tak duża, iż jego udział w rynku spowoduje znaczny wzrost podaży i przyczyni się do spadku ceny. Bardziej prawdopodobna jednak jest sytuacja, w której dobra

¹⁵³ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 54

koniunktura i obiecujące możliwości zwrotu z inwestycji na danym rynku przyciągają wielu inwestorów. W perspektywie kilku lat może to doprowadzić do znacznego wzrostu podaży i spadku cen¹⁵⁵.

Charakteryzując ryzyko rynkowe warto nadmienić, iż jest to wprawdzie ryzyko występujące od momentu podjęcia decyzji o realizacji projektu, ale jego efekty mają wpływ na projekt dopiero od chwili rozpoczęcia przez projekt produkcji. Stąd też nie zalicza się tutaj na przykład ryzyka wzrostu cen materiałów niezbędnych do budowy obiektów – ryzyko to zawarte jest w ryzykach ukończenia projektu.

Pomimo dość spójnego charakteru ryzyka rynkowego, zarządzanie nim w dużym stopniu zależy od rynku, na jakim projekt jest realizowany i dlatego też nie wszystkie scharakteryzowane tutaj instrumenty nadają się do każdego projektu. Niemniej jednak wyznaczają one pewne kierunki minimalizacji i delegacji tego ryzyka:

- **Badania rynku.** Dokładna analiza rynku zarówno surowców i materiałów, jak i produkcji projektu może przyczynić się do znacznego zmniejszenia ryzyka rynkowego. W przypadku światowych rynków surowców bardzo trudno jednak zaobserwować długoterminowe trendy i przewidzieć sytuację na rynku za kilka lat¹⁵⁶. Wpływa na to wiele czynników, m.in. szybki postęp technologiczny powodujący znaczne zmiany popytu na poszczególne surowce, niestabilność polityczną regionów bogatych w zasoby naturalne oraz sztuczne wpływanie na rynek poprzez tworzenie karteli i regulowanie podaży. Jeżeli celem projektu nie jest wydobywanie i sprzedaż surowców, a na przykład produkcja energii elektrycznej, świadczenie usług transportowych czy też wynajem powierzchni handlowej, to prognozowanie przyszłych przychodów jest nieco łatwiejsze, lecz również w tym przypadku niepewność jest duża¹⁵⁷. Z tych względów oprócz prognozowania kosztów i przychodów należy przeprowadzić analizę wrażliwości projektu na zmiany każdego z omawianych tu czynników. Jeżeli

¹⁵⁴ Por. m.in. Gröhl, M., „Bankpolitische...”, op.cit., s. 86; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 82-83

¹⁵⁵ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 54

¹⁵⁶ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 65

¹⁵⁷ Por. ibidem, s.83-86

nawet duże wahania cen surowców i produktów, jak również popytu na produkcję i podaży materiałów nie zagrażają spłacie zadłużenia, to można uznać, iż ryzyko rynkowe nie jest duże.

- **Długoterminowe umowy z dostawcami.** W celu zapewnienia regularnych dostaw niezbędnych do funkcjonowania projektu surowców i materiałów najczęściej już w fazie planowania podpisywane są długoterminowe umowy z dostawcami. Regulują one ilość i jakość dostarczanych produktów, jak również sposób ustalania ceny i okres obowiązywania umowy, przy czym z punktu widzenia kredytodawców optymalną sytuacją jest zawarcie tego typu umów na cały czas obsługi zadłużenia przez projekt.

Wbrew powszechnemu przekonaniu bardzo rzadko zdarzają się kontrakty zawierające stałą cenę. Dzieje się tak dlatego, że wprawdzie przerzucają one całość ryzyka zmiany ceny na dostawców, ale mogą spowodować znaczne pogorszenie ich sytuacji, a nawet doprowadzić do bankructwa. W związku z tym ceny zazwyczaj ustalone są w określonych odstępach czasu na podstawie uzgodnionych w umowie wskaźników.

Jednym z dość często spotykanych w przypadku *project finance* typów umów z dostawcami są kontrakty typu Put-or-Pay (Dostarcz-lub-Płać). Podobnie jak wszystkie umowy pomiędzy SPV i dostawcami zawierają one klauzule ustalające odpowiedzialność dostawców na wypadek niewywiązywania się z umowy. Jednak tylko kontrakty Put-or-Pay idą w ochronie odbiorcy tak daleko, że zobowiązują dostawców do zapłaty za zakup przez SPV materiałów zastępczych z innego źródła¹⁵⁸.

Zawarcie umów z dostawcami zmniejsza wprawdzie ryzyko, ale otwarta pozostaje kwestia wiarygodności kontrahentów i wymagalności kontraktów. Z tych powodów należy uważnie wybierać dostawców, a dodatkowo rozważyć możliwości dalszej minimalizacji ryzyka poprzez np. dywersyfikację dostawców lub – jeżeli surowce mają być importowane – ubezpieczenie od ryzyka politycznego¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 67-68; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 67

¹⁵⁹ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 37

- **Długoterminowe umowy z odbiorcami.** Możliwość zawarcia długoterminowych umów na odbiór produktów projektu w znacznym stopniu zależy od samego produktu. Tam, gdzie jest to jednak możliwe, uczestnicy *project finance* starają się z góry zapewnić zbyty produkcji projektu po przewidywalnych cenach. Zarówno warunki, jakie muszą spełniać kontrakty z odbiorcami, jak i kwestia ich wymagalności są analogiczne jak w przypadku umów z dostawcami¹⁶⁰.

Warto jednak nieco dokładniej przyjrzeć się charakterystycznym kontraktom z odbiorcami:

- Kontrakt typu Take-and-Pay (Bierz-i-Płać). Na podstawie tego typu umów odbiorcy zobowiązują się do kupna określonej ilości produktów projektu, w ustalonych partiach i po ustalonej (lub uzależnionej od konkretnych wskaźników) cenie. Kontrakty takie zmniejszają niepewność w zakresie zbytu produkcji projektu i przychodów z tego tytułu i dlatego są chętnie wykorzystywane w *project finance*¹⁶¹.
- Kontrakt typu Take-or-Pay (Bierz-lub-Płać). Od kontraktu Take-and-Pay różni się on tym, że odbiorcy są zobowiązani do zapłaty nawet wówczas, gdy zrezygnują z odbioru towaru. Od zapłaty zwalniają ich jedynie działania siły wyższej oraz złamanie kontraktu przez SPV¹⁶².
- Kontrakt typu Hell-or-High-Water (Piekło-lub-Powódź). Opisane wcześniej kontrakty eliminują część ryzyka ekonomicznego, natomiast nie chronią kredytodawców w sytuacji, gdy projekt nie jest w stanie osiągnąć poziomu produkcji gwarantującego obsługę zadłużenia. Hell-or-High-Water deleguje to ryzyko na odbiorców zobowiązując ich do dokonywania płatności zgodnie z ustalonym harmonogramem nawet w sytuacji, gdy SPV nie jest w stanie dostarczyć zamówionych produktów¹⁶³.
- Kontrakt typu Throughput (Przepust). Jest on wykorzystywany zwłaszcza w projektach, których celem jest świadczenie usług transportowych lub

¹⁶⁰ Por. m.in. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 61-63; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 86-88; Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 37

¹⁶¹ Por. m.in. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 66-67

¹⁶² Por. ibidem, s. 64-66

¹⁶³ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 60-61

przesyłowych (np. budowa gazociągu). Odbiorcy usług projektu zobowiązują się w ciągu okresu spłaty zadłużenia przez SPV wykorzystywać zdolności transportowe lub przesyłowe projektu w stopniu pozwalającym na pokrycie bieżących kosztów SPV i spłatę długu. Na ogół korzystanie z usług projektu w mniejszym stopniu nie zwalnia odbiorców od zapłaty całości zobowiązań¹⁶⁴.

Opisano tu jedynie najbardziej typowe kontrakty wykorzystywane w *project finance* do zarządzania ryzykiem ekonomicznym, jednak dobrze oddają one ideę delegowania części ryzyka na odbiorców, którymi zresztą często są sponsorzy projektu¹⁶⁵.

- **Transakcje terminowe.** Kontrakty terminowe mogą służyć zarówno zapewnieniu zbytu produkcji projektu, jak też zagwarantowaniu regularnych dostaw surowców po ustalonych z góry cenach. Dzięki rozwiniętemu rynkowi instrumentów typu forward i futures, są one wygodnym narzędziem do zarządzania ryzykiem¹⁶⁶.
- **Kontrola kosztów.** Jak już zaznaczono jednym z elementów ryzyka rynkowego jest duża podaż konkurencyjnych produktów i wynikający stąd spadek ceny. Łatwo zauważyć, iż przy podobnych kosztach materiałów i surowców szansę na przetrwanie na rynku mają te projekty, które mają stosunkowo niskie pozostałe koszty (zarządu, dystrybucji itd.). Z tych powodów ważne jest takie planowanie i zarządzanie projektem, aby był on pod tym względem konkurencyjny¹⁶⁷.

Jednym z elementów służących utrzymaniu atrakcyjności projektu jest zaangażowanie kompetentnego i doświadczonego operatora. Ponieważ w przypadku *project finance* kredytobiorcy nie mają historii kredytowej służącej

¹⁶⁴ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 60-61; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 66

¹⁶⁵ Szerzej na temat stosowanych w *project finance* typów umów z dostawcami i odbiorcami por. m.in. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 278-290; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 61-68; Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 58-63

¹⁶⁶ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 44

¹⁶⁷ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 54

bankom do oceny ich wiarygodności, doświadczenie operatora jest jednym z istotnych elementów oceny zdolności spłaty długu przez projekt¹⁶⁸.

- **Przerzucanie ryzyka na kredytodawców.** Istnieje możliwość przerwania ryzyka rynkowego na kredytodawców poprzez uzależnienie spłaty długu od cen surowców, materiałów i gotowych produktów. Ma to tę zaletę dla kredytodawców, że w przypadku pozytywnego rozwoju sytuacji czerpią oni zyski z przedterminowej spłaty rat kapitałowych¹⁶⁹. Ze względu na dużą niepewność związaną z takim rozwiązaniem, banki zwykle gotowe są tylko częściowo przejąć na siebie ryzyko rynkowe i żądają od kredytobiorcy lub sponsorów gwarancji obsługi długu w minimalnej, określonej w umowie wysokości¹⁷⁰.

2.3.6. RYZYKO FINANSOWE

Ryzyko finansowe jest nieodłącznym elementem każdego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Ze względu na dużą skalę projektów, wysokie zadłużenie i znaczne strumienie przepływów pieniężnych towarzyszących każdemu przedsięwzięciu typu *project finance*, ryzyko to może mieć znaczny wpływ na powodzenie projektu i jego zdolność do spłaty zadłużenia.

Mając na uwadze znaczenie ryzyk finansowych w literaturze spotyka się wyodrębnianie poszczególnych ryzyk jako odrębnych grup ryzyka. Tutaj opisane są razem ze względu na ich podobny charakter i zarządzanie za pomocą podobnych instrumentów. W skład ryzyka finansowego wchodzi:

- ryzyko inflacji,
- ryzyko kursowe,
- ryzyko stóp procentowych.

Ryzyko inflacji przejawia się w niepewności, co do prawidłowości prognoz przyszłych przepływów pieniężnych. Należy zauważyć, że w momencie

¹⁶⁸ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 43-44

¹⁶⁹ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 37; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 98-99

¹⁷⁰ Por. Kwiatkowski, P., „Ogólny system zabezpieczeń wykorzystywanych przy kredytowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych na zasadach project finance”, w: „Bank i Kredyt”, nr 7-8/1998

największego zapotrzebowania na kapitał (faza realizacji) projekt nie generuje żadnych przychodów. Zatem w przypadku wzrostu cen dóbr inwestycyjnych ponad poziom zakładany w prognozach finansowych zwiększa się zapotrzebowanie na kapitał, co nie jest zrównoważone skorygowanymi o inflację wpływami. Z kolei założenia dotyczące inflacji w późniejszym okresie mają wpływ na wysokość założonych wpływów i zdolność do obsługi długu¹⁷¹.

Ryzyko kursowe powstaje zawsze wtedy, gdy strumienie pieniężne projektu denominowane są w różnych walutach. Wprawdzie zmiany kursów tych walut względem siebie mogą mieć pozytywny skutek dla finansów projektu, ale istnieje zagrożenie powstania strat z tego tytułu. Dla kredytodawców szczególnie niebezpieczna jest sytuacja, kiedy przychody projektu realizowane są w innej walucie niż waluta kredytu ze względu na bezpośrednie zagrożenie terminowej spłaty kredytu¹⁷².

Czasami zamiast ryzyka kursowego używa się szerszego pojęcia ryzyka walutowego, które obejmuje nie tylko wahania kursów walut, ale także zagrożenie wstrzymania wymienialności waluty, ograniczenia transferów walutowych oraz trudności z dostępem do walut wymienialnych. Ryzyka takie są szczególnie odczuwalne w krajach rozwijających się o niestabilnej sytuacji gospodarczej. Ich źródło nie leży jednak w zjawiskach ekonomicznych lecz w decyzjach politycznych władz poszczególnych krajów i dlatego najczęściej są one zaliczane do ryzyk politycznych.

Ostatnim z grupy ryzyk finansowych jest ryzyko stóp procentowych. *Project finance*, co wielokrotnie było podkreślane, charakteryzuje się znacznym udziałem kapitału obcego w strukturze finansowania. Powoduje to dużą ekspozycję na ryzyko stóp procentowych, szczególnie w momentach największego zadłużenia, kiedy to nawet niewielkie zmiany oprocentowania mogą mieć znaczny wpływ na finanse projektu. Wraz ze spłatą kolejnych rat kredytu ryzyko stóp procentowych maleje.

Ze względu na dużą liczbę ryzyk wchodzących w skład ryzyka finansowego oraz zagrożenie, jakie stanowią one dla powodzenia projektu i terminowej obsługi

¹⁷¹ Por. Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 55-56

¹⁷² Por. ibidem, s.56

zadłużenia, wypracowanych zostało bardzo wiele instrumentów służących zarządzaniu tymi ryzykami. Są to między innymi:

- **Udział kredytodawców w ryzyku.** Uczestnicy *project finance* na ogół polegają na prognozach dotyczących poziomu inflacji, stóp procentowych i kursów walutowych robionych przez banki. Ma to swoje uzasadnienie w profesjonalizmie tych prognoz, co niewątpliwie zmniejsza prawdopodobieństwo pomyłki przy planowaniu. W takiej sytuacji zakłada się jednak, iż banki są przynajmniej częściowo odpowiedzialne za problemy projektu wynikające z rozbieżności przewidywań i rzeczywistej sytuacji. Stąd też kredytodawcy na ogół zapewniają dodatkowe finansowanie projektu w razie większego niż planowane zapotrzebowania na kapitał, a także są gotowi renegecjować terminy spłat kolejnych transz kredytu, jeżeli problemy projektu wynikają z ryzyka finansowego¹⁷³.
- **Stale stopy procentowe.** Ze względu na długie okresy spłaty kredytów inwestycyjnych niemal zawsze mają one zmienne oprocentowanie, przy czym zmienna może być nie tylko stopa bazowa (np. LIBOR), lecz także marża banku. Najprostszym sposobem wyeliminowania ryzyka zmian stóp procentowych, jest zapewnienie finansowania o stałej stopie procentowej – źródłem takiego finansowania mogą być firmy ubezpieczeniowe lub fundusze emerytalne. Ma ono jednak tę wadę, że instytucje te w znacznie mniejszym stopniu niż banki skłonne są przejmować na siebie inne ryzyka (np. rynkowe)¹⁷⁴. Ponadto w przypadku spadku stóp procentowych na rynku, finansowany w ten sposób projekt mógłby stracić konkurencyjność ze względu na wysokie koszty finansowe.
- **Bilansowanie przepływów pieniężnych.** W celu minimalizacji ryzyka kursowego uczestnicy projektu powinni dążyć do zbilansowania przepływów pieniężnych w tych samych walutach¹⁷⁵. Przykładowo, jeżeli przychody projektu będą realizowane w dolarach amerykańskich, to korzystne jest zaciągnięcie kredytu w tej walucie. Ewentualnie, jeżeli zaciągnięcie kredytu

¹⁷³ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 36

¹⁷⁴ Por. ibidem, s. 45

w walucie, w której projekt będzie sprzedawał swoją produkcję jest niemożliwe, można zastosować system cen indeksowanych kursem walutowym.

- **Ograniczanie wahań oprocentowania kredytu.** W umowie kredytowej można przewidzieć przejęcie przez bank części ryzyka stóp procentowych. Jednym ze sposobów jest ograniczenie maksymalnego oprocentowania kredytu do wysokości, która nie zagraża terminowej obsłudze długu (tzw. kontrakt cap). Ponieważ bank ponosi wówczas ryzyko wzrostu stóp procentowych ponad określony w umowie poziom, to pobiera z tego tytułu wyższą marżę. Aby częściowo wynagrodzić to ryzyko (i zmniejszyć płaconą marżę), można ograniczyć wahania stopy procentowej w dół. Oznacza to, że oprocentowanie kredytu nie może spaść poniżej ustalonej w umowie stopy, a ryzyko spadku stóp poniżej tego poziomu ponosi kredytobiorca (jest to tzw. kontrakt floor, który w połączeniu z kontraktem cap, daje kontrakt collar)¹⁷⁶.
- **Swapy procentowe.** Najogólniej rzecz ujmując są to instrumenty pozwalające zamienić niepewne płatności odsetkowe od kredytu o zmiennej stopie oprocentowania, na stałe płatności po ustalonej stopie procentowej. Mimo dodatkowych kosztów związanych z zawarciem takiego kontraktu są one dość powszechnie stosowane w *project finance* ze względu na wyeliminowanie niepewności wahań stóp procentowych. Swapy procentowe są wygodnym instrumentem ze względu na fakt, iż są one dostępne na długie okresy (nawet dziesięcioletnie) i wysokie nominały (zwykle powyżej 5 milionów DEM)¹⁷⁷.
- **Swapy walutowe.** Analogicznie do swapów odsetkowych, swapy walutowe pozwalają zamienić płatności w jednej walucie na płatności w innej walucie po stałym, z góry ustalonym kursie. Pozwala to ograniczyć ryzyko kursów walutowych. Zarazem jednak swapy walutowe na długie okresy dostępne są tylko w przypadku najsilniejszych walut, zaś w przypadku walut krajów rozwijających się mają czas trwania do kilku miesięcy¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Por. ibidem, s. 46

¹⁷⁶ Por. Kwiatkowski, P., „Ogólny...”, op.cit.

¹⁷⁷ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 151

¹⁷⁸ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s.46-47

- **Opcje walutowe.** SPV może zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym za pomocą opcji walutowych, dających prawo zakupu konkretnej ilości danej waluty po ustalonym wcześniej kursie. Jest to jednak instrument, którego przydatność w *project finance* jest bardzo ograniczona, ze względu na fakt, iż koszt opcji znacząco rośnie wraz z wydłużaniem okresu zapadalności¹⁷⁹.

Zdarza się natomiast, iż opcja taka zawarta jest w umowie kredytowej. Banki zgadzają się czasami na przejęcie ryzyka kursowego za odpowiednim wynagrodzeniem przyznając kredytobiorcom prawo zamiany waluty kredytu w momencie jego spłaty¹⁸⁰. Możliwa jest również sytuacja odwrotna, kiedy to kredytobiorca jest wystawcą opcji zamiany waluty, przejmując na siebie ryzyko kursowe. Takie rozwiązanie może być korzystne dla kredytobiorców, którzy osiągają przychody w różnych walutach i dzięki temu bez większego problemu mogą spłacać zadłużenie w dowolnej z nich, natomiast chcą obniżyć koszt finansowania – koszty obsługi kredytu pomniejszane są wówczas o wartość opcji¹⁸¹.

- **Kontrakty typu forward i futures.** Rozwinięty światowy rynek kontraktów typu forward i futures na większość światowych walut pozwala na wykorzystanie tych instrumentów do zarządzania ryzykiem kursów walutowych.

2.3.7. RYZYKO ZABEZPIECZEŃ I REFINANSOWANIA

Jest to dość charakterystyczna grupa ryzyk, gdyż dotyczy głównie kredytodawców, same zaś ryzyka zabezpieczeń i refinansowania w bardzo ograniczonym stopniu (inaczej niż np. w przypadku ryzyka ukończenia projektu czy też rynkowego) dają się delegować na inne podmioty.

Ryzyko zabezpieczeń jest typowym ryzykiem kredytowym. Każdy bank dokładnie bada zabezpieczenia kredytu przed podjęciem decyzji o jego udzieleniu, jednak należy zauważyć, iż podstawą do udzielenia kredytu jest ocena możliwości

¹⁷⁹ Por. m.in. Scharpe, W., Gordon, A., Bailey, J., „Investments”, op.cit., s. 688-693

¹⁸⁰ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 36

¹⁸¹ Por. Kwiatkowski, P., „Ogólny...”, op.cit.

jego spłaty przez kredytobiorcę, a zabezpieczenia są jedynie gwarancją zwrotu zainwestowanych środków w przypadku kłopotów finansowych kredytobiorcy.

W przypadku przedsięwzięć typu *project finance* nacisk kładziony na zdolność projektu do spłaty zadłużenia z przewidywanych nadwyżek finansowych jest jeszcze większy niż w przypadku klasycznego kredytu. Zabezpieczenia są zaś wtórnym elementem ograniczania ryzyka kredytowego i na ogół ich wartość nie wystarcza na pokrycie zobowiązań wobec banku. Wynika to nie tylko z charakteru *project finance*, lecz także z wysokiej specjalizacji inwestycji realizowanych tą metodą, co powoduje, że majątek projektu jest praktycznie niemożliwy do upłynnienia¹⁸².

Mimo iż w razie niepowodzenia projektu jego majątek jest praktycznie bezwartościowy, kredytodawcy nalegają na ustanawianie zastawu na jego całości. Ma to znaczenie motywujące, gdyż w razie niewypłacalności projektu sponsorom grozi utrata całości zainwestowanych kapitałów.

Ponadto istnieją bardziej płynne elementy majątku, jak na przykład część urządzeń, zapasy materiałów i produktów, czy środki pieniężne. Wprawdzie zwykle ich wartość stanowi niewielką część zadłużenia, niemniej jednak zmniejszają one ekspozycję banku na ryzyko.

Ryzyko zabezpieczeń polega na mniejszej rzeczywistej wartości zabezpieczeń od przyjętej do oceny projektu, a także niepewności co do ich przyszłej wartości.

Zmiany wartości zabezpieczeń mogą mieć wiele przyczyn, m.in.

- niestabilność prawa handlowego,
- działania kredytobiorcy powodujące zmniejszenie się wartości poszczególnych elementów majątku,
- sytuację na danym rynku (np. zabezpieczenie w postaci gruntów może zmieniać wartość zależnie od koniunktury).

W praktyce kredytodawcy mają niewielki wpływ na ryzyko zabezpieczeń w przypadku *project finance*. Niemożliwe jest na przykład wymuszenie na

¹⁸² Por. Kwiatkowski, P., „Ogólny...”, op.cit.

kredytobiorcy, czyli SPV, zastawu na bardziej płynnych aktywach, gdyż spółka ta posiada jedynie aktywa służące realizacji danego projektu.

W ograniczonym stopniu można jednak zarządzać tym ryzykiem poprzez:

- **Wycenę zabezpieczeń.** Mimo niewielkiej wartości zabezpieczeń w razie niepowodzenia projektu banki powinny dokonywać ich wyceny, aby móc oszacować ryzyko związane z daną inwestycją. Dotyczy to także zabezpieczeń takich jak gwarancje uczestników projektu czy cesje z polis ubezpieczeniowych.
- **System gwarancji i zabezpieczeń.** Poprzez ubezpieczanie pewnych ryzyk i elementów majątku projektu, jak również wymaganie od uczestników projektu gwarancji, kredytodawcy mogą przerzucić część ryzyka zabezpieczeń na inne podmioty, a jednocześnie poprzez motywowanie uczestników *project finance*, zminimalizować ryzyko niepowodzenia projektu.
- **Zaangażowanie doradcy prawnego.** Błędy prawne – często jedynie formalne – są jedną z przyczyn mniejszej od zakładanej wartości zabezpieczeń i dlatego zlecenie przygotowania wszelkich umów od strony prawnej renomowanej firmie prawniczej ma istotne znaczenie dla zarządzania ryzykiem¹⁸³.

Ryzyko refinansowania również jest typowym ryzykiem ponoszonym przez banki, ale w ograniczonym stopniu można je delegować na inne podmioty. Charakter tego ryzyka zależy od sposobu finansowania projektu.

W przypadku finansowania fazy konstrukcyjnej i operacyjnej przez tych samych kredytodawców, ponoszą oni ryzyko wcześniejszego spłacenia przez SPV całości kredytu. Jest to sytuacja o tyle prawdopodobna, że kredyt udzielany na początku realizacji projektu jest dość drogi ze względu na wysokie ryzyko. Po ukończeniu i pomyślnym rozruchu projektu ryzyko się zmniejsza i SPV może mieć okazję refinansować pierwotny kredyt tańszym. Aby tego uniknąć banki na ogół uzależniają możliwość wcześniejszej spłaty rat kredytu od zapłacenia prowizji z tego tytułu. Prowizje powinny być na tyle wysokie, aby kredytobiorcy nie opłacało się refinansowanie kredytu¹⁸⁴.

¹⁸³ Por. Kwiatkowski, P., „Ogólne...”, op.cit.; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 56-57

¹⁸⁴ Por. Kwiatkowski, P., „Ogólne...”, op.cit.

Aby uniknąć opisanej tu sytuacji zdarza się w *project finance*, iż finansowanie poszczególnych faz organizowane jest niezależnie. Źródłem finansowania konstrukcji projektu i kredytów długoterminowych w fazie operacyjnej mogą być nawet różne konsorcja kredytowe¹⁸⁵. Założeniem takiej konstrukcji jest spłata finansowania konstrukcyjnego w momencie rozpoczęcia produkcji i zaciągnięcia kredytu na fazę operacyjną. Należy jednak zauważyć, iż SPV nie jest wówczas w stanie samodzielnie spłacić pierwotnego kredytu i, w przypadku problemów z refinansowaniem, banki finansujące konstrukcję ponoszą ryzyko. Aby je zminimalizować całość finansowania (nawet jeżeli organizowane jest przez niezależne konsorcja) zapewniana jest na ogół już w fazie planowania. Wówczas drugie konsorcjum kredytowe najczęściej gwarantuje spłatę długu pierwotnego.

Ponieważ jednak realizacja projektu może trwać nawet kilka lat, a sam projekt obarczony bywa dużą niepewnością, nie zawsze udaje się zapewnić już na początku kredyty długoterminowe na fazę operacyjną. W takim wypadku pierwotni kredytodawcy zwykle żądają od sponsorów gwarancji spłaty kredytu. Dodatkowo, w celu motywowania uczestników projektu do zorganizowania dalszego finansowania, stosowane jest rosnące z czasem oprocentowanie kredytu¹⁸⁶.

Najczęściej jednak całość finansowania zapewniana jest przez jedną grupę kredytodawców, co zarówno zapewnia elastyczność finansową, jak również pozwala na lepsze zarządzanie ryzykami projektu, poprzez włączenie banków w podejmowanie i minimalizację ryzyk.

2.3.8. RYZYKO POLITYCZNE

Ryzyko polityczne związane jest z szeroko pojętymi kompetencjami i działaniami państwa i jego agend. Jak wiadomo, każdy projekt funkcjonuje w określonym otoczeniu politycznym, musi podporządkowywać się decyzjom administracyjnym, a jednocześnie ma bardzo ograniczony wpływ na decyzje

¹⁸⁵ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 96

¹⁸⁶ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s.37

rządów, parlamentów czy poszczególnych urzędów. Z tych względów wszystkie przedsięwzięcia narażone są na ryzyko polityczne.

Do ryzyka politycznego zalicza się jedynie te zdarzenia, które mają wpływ na funkcjonowanie projektu i mogą zagrozić osiąganym nadwyżkom finansowym i obsłudze zadłużenia. Są to między innymi¹⁸⁷:

- biurokracja, konieczność uzyskania licencji, koncesji i zezwoleń,
- arbitralność decyzji urzędników,
- bezpośrednie decyzje dotyczące projektu (np. urzędowa regulacja cen),
- niestabilność prawa gospodarczego i innych norm prawnych dotyczących projektu (np. w dziedzinie ochrony środowiska),
- zniesienie wymienialności waluty lub zakaz transferu środków za granicę,
- wywłaszczenia i nacjonalizacja majątku prywatnego (odpłatne i nieodpłatne),
- embarga handlowe i bojkoty.

Ryzyko polityczne jest znacznie wyższe w krajach rozwijających się niż w stabilnych, rozwiniętych demokracjach. Nie oznacza to jednak, że w krajach rozwiniętych projekt nie jest narażony na różnego rodzaju ryzyka polityczne. Mogą to być, wspomniane już, zaostrenia przepisów dotyczących ochrony środowiska, jak również ingerencja rządu w politykę zatrudnienia, działania na rzecz wzmocnienia praw pracowniczych itd.

W przypadku każdego projektu należy dokładnie ocenić zagrożenia ze strony ryzyka politycznego. Dotyczy to szczególnie projektów realizowanych w krajach o niestabilnej sytuacji politycznej. Jednym ze sposobów zminimalizowania tego ryzyka jest włączenie państwa do projektu jako sponsora, kredytodawcy, gwaranta czy też odbiorcy produkcji. W takiej sytuacji trzeba wziąć pod uwagę wiarygodność partnera, jakim jest państwo, oraz zagrożenie związane z niewywiązaniem się przez państwo z umów (np. wskutek zmiany władz).

Ze względu na swoją skalę przedsięwzięcia realizowane metodą *project finance* mają często duże znaczenie dla gospodarki kraju, w którym są realizowane. Z tego powodu rządowi nie jest obojętne ich powodzenie i zdarza się, iż włączają się

¹⁸⁷ Por. m.in. Frank, H., „Project...”, op.cit., s. 149; Hupe, M., „Steuerung...”, op.cit., s. 57-58; Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 99-103

w zarządzanie ryzykiem politycznym takich projektów. Udział państwa nie jest jednak jedyną możliwością minimalizacji ryzyka politycznego. Podstawowymi sposobami zarządzania tym ryzykiem są:

- **Analiza zagrożeń.** Efektywne zarządzanie tym ryzykiem możliwe jest jedynie wówczas, gdy uczestnicy projektu dokładnie znają zagrożenia dotyczące danego projektu. Z tych powodów należy dokonać oceny stabilności politycznej kraju, sytuacji waluty narodowej, znaczenia projektu dla gospodarki oraz możliwości wystąpienia kryzysu gospodarczego i finansowego. Pozwoli to wyeliminować część potencjalnych ryzyk i skupić się na tych najważniejszych w konkretnym przypadku¹⁸⁸. Ponieważ każdy projekt jest inny, nie wystarczy oprzeć się na rekomendacjach poszczególnych krajów wydawanych przez agencje ratingowe, ale należy dokładnie przeanalizować sytuację.
- **Zaangażowanie lokalnych banków i przedsiębiorstw.** Włączenie w charakterze kredytodawców, dostawców, wykonawców czy innych uczestników projektu miejscowych banków i firm ma podwójne znaczenie dla minimalizacji ryzyka politycznego.

Po pierwsze, decyzje niekorzystne dla samego projektu mogą negatywnie odbić się na sytuacji krajowych podmiotów, co w pewnym stopniu hamuje władze przed podejmowaniem takich decyzji¹⁸⁹.

Po drugie zaś, takie posunięcie ma charakter psychologiczny, gdyż zmniejsza wrażenie dominacji kapitału zagranicznego w danej branży lub choćby jednym dużym projekcie¹⁹⁰.

- **Zaangażowanie agend rządowych.** Ten sposób zmniejszania ryzyka politycznego jest dyskusyjny. Należy bowiem zwrócić uwagę na fakt, że zaangażowanie państwa w projekt niesie ze sobą zagrożenie politycznego wykorzystywania projektu, co może mieć negatywny wpływ na efektywność projektu. Jednocześnie w mniejszym stopniu niż włączenie do projektu prywatnych inwestorów lub kredytodawców z kraju, w którym projekt jest

¹⁸⁸ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 103-105; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 153-154

¹⁸⁹ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 47; Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 17-18

¹⁹⁰ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 106

realizowany, zabezpiecza przed ewentualnym przejściem majątku projektu przez państwo¹⁹¹. Docenić trzeba jednak pozytywny wpływ zaangażowania państwa lub jego agend w projekt. Znacząco podnosi to zainteresowanie państwa powodzeniem projektu i zmniejsza ryzyko nieuzyskania koncesji, niekorzystnych decyzji organów rządowych, jak również większości pozostałych ryzyk politycznych.

- **Włączenie organizacji międzynarodowych.** W przypadku projektów mających duże znaczenie dla rozwoju gospodarczego regionów rozwijających się możliwe jest uzyskanie dodatkowego finansowania z międzynarodowych instytucji finansowych (Bank Światowy, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju i in.). Oprócz korzystnego oprocentowania, wsparcia technicznego oraz pomocy w organizowaniu dodatkowego finansowania, kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych znacząco przyczyniają się do zmniejszenia ryzyka politycznego¹⁹². Szczególnie kraje, których rządy uzależnione są od pożyczek z międzynarodowych instytucji, będą unikały decyzji mogących zaszkodzić prywatnym projektom współfinansowanym przez te instytucje ze względu na ryzyko wprowadzenia sankcji. Wadą kredytów udzielanych przez międzynarodowe instytucje finansowe jest skomplikowana i długotrwała procedura ich przyznawania.
- **Gwarancje rządowe.** Gwarancje rządu kraju, w którym realizowany jest projekt, mogą dotyczyć różnych aspektów projektu. Jednym ze stosowanych rozwiązań jest zobowiązanie kraju goszczącego inwestycję do niepogarszania sytuacji prawnej projektu – w takiej sytuacji nie można na przykład zawęzić zakresu przyznanej koncesji. Oczywiście można przewidzieć odszkodowania za niewypełnienie gwarancji. Innym przykładem gwarancji rządowych jest zobowiązanie do przejścia przez państwo obsługi długu w razie znacjonalizowania projektu lub cofnięcia koncesji¹⁹³. Sposobem na zminimalizowanie ryzyka kredytowego może być również podporządkowanie płatności na rzecz państwa płatnościom z tytułu obsługi zadłużenia projektu.

¹⁹¹ Por. ibidem, s. 106-107

¹⁹² Por. m.in. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 55-56

W celu ograniczenia ryzyka wprowadzenia ograniczeń w transferze środków za granicę uczestnicy projektu mogą starać się uzyskać gwarancje rządu lub banku centralnego wykluczające takie posunięcie¹⁹⁴. Analizując gwarancje rządu i agend rządowych należy zwrócić uwagę na fakt, iż wymagalność takich gwarancji w sytuacji niestabilności politycznej i gospodarczej jest w wielu wypadkach wątpliwa.

- **Ubezpieczenia ryzyka politycznego.** Większość krajów rozwiniętych posiada państwowe agencje ubezpieczające kredyty eksportowe i inwestycje zagraniczne od ryzyka politycznego. Ponadto wiele prywatnych firm ubezpieczeniowych rozwija podobną ofertę. Ubezpieczenie ryzyka politycznego obejmuje zwykle ryzyko wymienialności waluty, ryzyko wywłaszczenia oraz ryzyko utraty majątku z powodu wojen, rewolucji lub zamieszek¹⁹⁵. Tak więc przerzucenie ryzyka politycznego na ubezpieczycieli nie jest problemem technicznym, a jedynie kwestią relacji kosztów takiego posunięcia do zagrożenia.
- **Przejęcie ryzyk przez kredytodawców i sponsorów.** Podział ryzyka politycznego pomiędzy kredytodawców i sponsorów jest kwestią umowną, regulowaną w każdym przypadku indywidualnie. Tradycyjnie ryzyko to ponoszone było głównie przez sponsorów, ostatnio jednak banki coraz aktywniej biorą w nim udział. Dzieje się tak dlatego, że banki – zwłaszcza duże, międzynarodowe instytucje – mają większą możliwość dywersyfikacji swojego portfela¹⁹⁶. Mimo to, przejęcie nawet części ryzyka politycznego musi być poprzedzone dokładną analizą, a optymalnie dodatkowo wsparte innymi instrumentami (np. gwarancjami rządowymi). Nieprzejęcie ryzyka przez kredytodawców nie musi oznaczać, że uznali oni jego poziom za zbyt wysoki. Czasami wynika to z wewnętrznych limitów koncentracji, które w danym przypadku mogły zostać osiągnięte¹⁹⁷.

¹⁹³ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 108-109

¹⁹⁴ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 152-153

¹⁹⁵ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 291-293

¹⁹⁶ Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit., s. 115; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 154

¹⁹⁷ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 35

- **Splata zadłużenia z zagranicznych kont dewizowych.** Jeżeli projekt ma przychody poza krajem, co do którego istnieje ryzyko zablokowania transferów zagranicznych, to część obsługi zadłużenia może być realizowana poprzez wydzielone konta dewizowe. Takie konta na ogół zarządzane są przez bank organizujący finansowanie¹⁹⁸.

2.3.9. RYZYKO SIŁY WYŻSZEJ

Ostatnią grupę ryzyk zagrażających każdemu przedsięwzięciu inwestycyjnemu stanowi ryzyko siły wyższej. Są to zagrożenia pozostające poza wszelką kontrolą uczestników projektu, a mające wpływ na powodzenie projektu, m.in.¹⁹⁹:

- siły przyrody, takie jak pożary, powodzie, trzęsienia ziemi, gradobicia czy uderzenia pioruna;
- konflikty zbrojne, akty sabotażu, wybuchy jądrowe etc.;
- strajki generalne.

Jak łatwo zauważyć, granica pomiędzy ryzykiem siły wyższej, a innymi ryzykami bywa płynna – trudno jest na przykład stwierdzić, czy strajk jest ryzykiem siły wyższej, czy politycznym, jak również trudno jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie, czy uczestnicy projektu nie mają wpływu na wybuch strajku.

Skutkiem wydarzeń należących do tej grupy ryzyk może być zarówno czasowa niezdolność projektu do generowania przychodów (np. na skutek strajku), która może być po pewnym czasie usunięta, jak również definitywne zakończenie projektu w którejkolwiek fazie (np. trzęsienie ziemi powodujące całkowite zniszczenie obiektów projektu)²⁰⁰.

Zarazem ryzyko działania siły wyższej jest tym większe, że pośrednio przekłada się na inne ryzyka. Ponieważ dostawcy i odbiorcy projektu również narażeni są na ryzyko siły wyższej, mogą oni na jego skutek zaprzestać realizacji

¹⁹⁸ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 153

¹⁹⁹ Por. m.in. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 20; Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 154-155

²⁰⁰ Por. Tytko, D., „Grundlagen...”, op.cit., s. 155

kontraktów podpisanych przez SPV. Tym samym wydarzenie będące rezultatem działania siły wyższej dla projektu ma charakter ryzyka rynkowego.

Ponieważ wpływowi siły wyższej na projekt nie można zapobiec, zarządzanie tym ryzykiem skupia się na zapewnieniu pokrycia strat ex post i jest dość ograniczone.

Typowe sposoby delegacji tego ryzyka to:

- **Ubezpieczanie projektu od najróżniejszych zdarzeń.** Od większości ryzyk siły wyższej można projekt ubezpieczyć, jednak wykupienie polis na wszystkie możliwe sytuacje jest niewskazane z uwagi na wysokie koszty takiego zabezpieczenia²⁰¹.
- **Przejęcie ryzyka przez kredytodawców.** Banki nie są skłonne brać na siebie ryzyka siły wyższej. Jest to możliwe tylko w przypadku tej części ryzyk, które powodują jedynie krótkotrwałe zakłócenia w funkcjonowaniu projektu²⁰². Wówczas banki mogą, między innymi, zapewnić dodatkowe finansowanie. Nie zdarza się natomiast przejęcie przez banki ryzyka całkowitego niepowodzenia projektu²⁰³.
- **Przejęcie ryzyka przez innych uczestników.** Ponieważ ryzyka siły wyższej należą do normalnych ryzyk działalności gospodarczej, to w zakresie nieobjętym ubezpieczeniem najczęściej ponoszą je sponsorzy. W przypadku *project finance* zdarza się jednak przerzucanie części ryzyka siły wyższej na innych uczestników projektu. Służą temu m.in. opisane wcześniej kontrakty typu Hell-or-High-Water. Przewidują one obowiązek dokonywania płatności przez odbiorców zgodnie z harmonogramem nawet w sytuacji, gdy projekt nie jest w stanie dostarczyć zamówionego produktu²⁰⁴.

²⁰¹ Por. ibidem, s. 155

²⁰² Por. Uekermann, H., „Risikopolitik...”, op.cit, s. 118-119

²⁰³ Por. Nevitt, P.K., „Project...”, op.cit., s. 20

²⁰⁴ Por. Finnerty, J.D., „Project...”, op.cit., s. 60-61

ROZDZIAŁ III STUDIUM PRZYPADKU – CENTRUM HANDLOWE

3.1. OPIS PROJEKTU

Na wstępie należy zaznaczyć, iż – ze względu na konieczność zachowania tajemnicy bankowej – wszelkie nazwy uczestników projektu zostały zmienione. Wszystkie dane w tym rozdziale zostały zaczerpnięte z materiałów jednego z banków komercyjnych.

Przedmiotem analizowanego projektu jest budowa centrum handlowego, a następnie – w fazie operacyjnej – wynajem powierzchni wybudowanego obiektu. Projekt ten ma dwie cechy dość nietypowe dla *project finance*:

- Po pierwsze, wartość inwestycji jest stosunkowo niska: budowa obiektu wraz z nabyciem działki kosztowała 19.470.000 DEM, czyli w momencie zakończenia fazy budowlanej (luty 2000 r.) nieco ponad 40 mln PLN.
- Po drugie, niemal do końca fazy realizacyjnej projekt finansowany był wyłącznie ze środków sponsora, po czym koszty budowy zostały częściowo zrefinansowane kredytem bankowym.

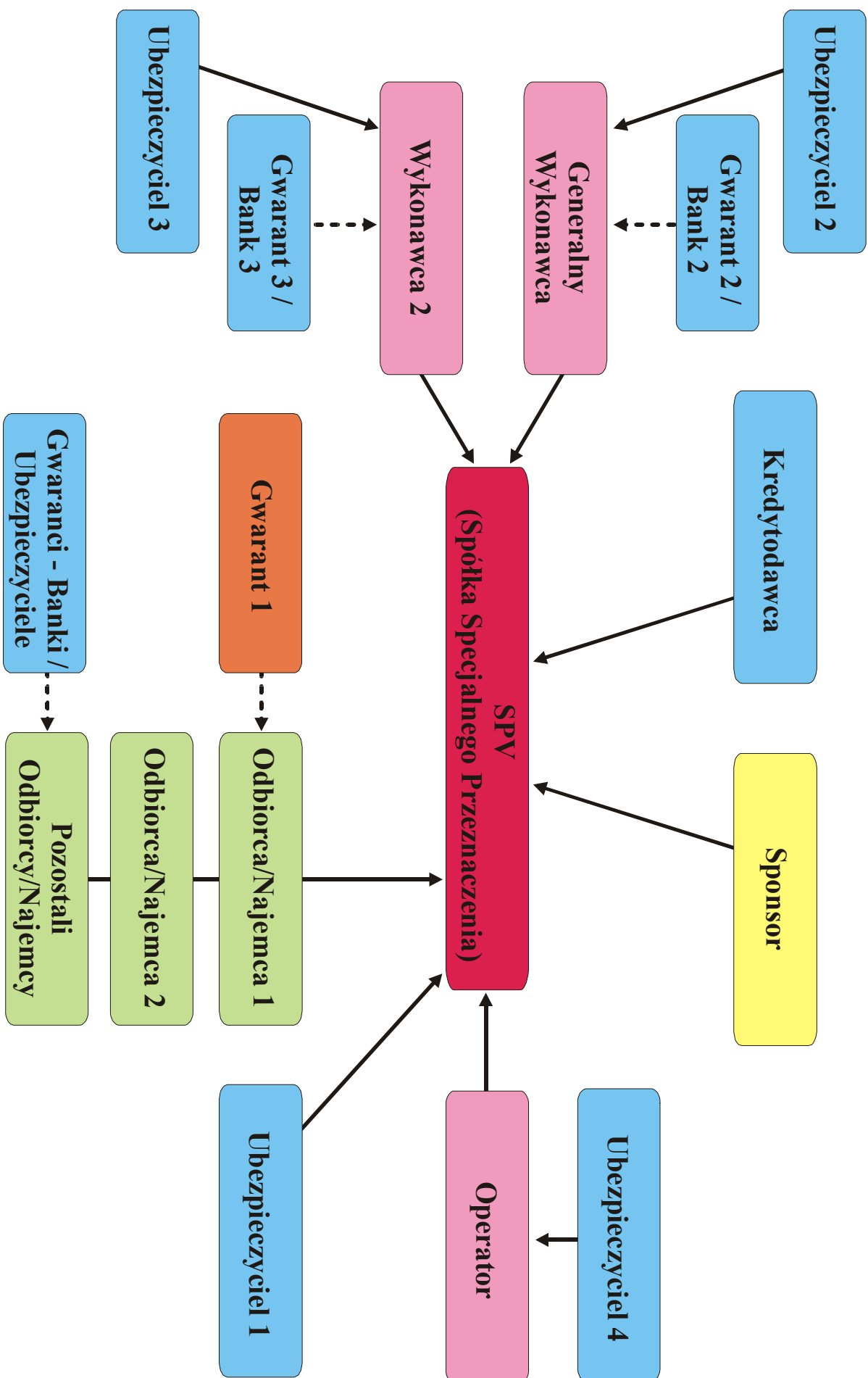
Niemniej jednak podstawowe cechy *project finance* zostały zachowane:

- raty kapitałowo-odsetkowe zostały dostosowane do prognozowanych przychodów z działalności operacyjnej;
- dla sponsora projektu dług ma charakter pozabilansowy, gdyż założył on w celu realizacji przedsięwzięcia odrębną spółkę;
- ryzyka niepowodzenia projektu zostały podzielone pomiędzy uczestników.

Struktura projektu została przedstawiona na Diagramie 4. Poniżej przedstawiono pokrótce najważniejszych uczestników projektu:

- Sponsor – znana firma deweloperska zajmująca się między innymi realizacją projektów polegających na budowie dużych centrów handlowych.
- SPV (Spółka Specjalnego Przeznaczenia) – spółka wyodrębniona ze struktur Sponsora dla celów realizacji omawianego projektu. Celem jej działania jest finansowanie i budowa Centrum Handlowego, a następnie spłata zadłużenia z zysków generowanych przez ten obiekt.

Diagram 4. Struktura projektu – budowa Centrum Handlowego



- Kredytodawca/Bank 1 – ze względu na stosunkowo nieduży, jak na projekt typu *project finance*, wolumen kredytu nie było potrzeby tworzenia konsorcjum, gdyż jeden bank był w stanie zapewnić całość finansowania.
- Generalny Wykonawca – znana, duża firma budowlana w tym wypadku odpowiedzialna za wybudowanie Centrum Handlowego wraz z parkingiem.
- Wykonawca 2 – firma dostarczająca i instalująca system wentylacji i ogrzewania Centrum Handlowego.
- Odbiorca/Najemca 1 – spółka należąca do jednej ze znanych sieci supermarketów spożywczych.
- Odbiorca/Najemca 2 – spółka należąca do jednej ze znanych sieci sklepów z wyposażeniem domu i ogrodu.
- Pozostali Odbiorcy – punkty handlowe i usługowe działające w Centrum Handlowym (usługi fotograficzne, cukiernie, fryzjer, pizzeria, piekarnia etc.).
- Gwarant 1 – zagraniczna spółka będąca w 100% właścicielem Odbiorcy 1.

Jak już wspomniano, projekt polega na budowie i wynajmie Centrum Handlowego. W tym celu Sponsor stworzył specjalną spółkę (SPV) wnosząc do niej aportem działkę budowlaną. Faza realizacji rozpoczęła się w czerwcu 1999 roku i zgodnie z planem trwała do końca kwietnia 2000 roku. W tym czasie budynek został wybudowany, wyposażony we wszystkie media oraz w system wentylacyjny. Dwa kolejne miesiące przeznaczono na urządzenie wnętrza przez najemców i w czerwcu 2000 r. otwarto Centrum.

Ogólna powierzchnia wybudowanego Centrum to 17.700 m². Podział powierzchni Centrum przedstawiono w Tabelicy 1.

Tabelica 1. Wykorzystanie powierzchni Centrum Handlowego

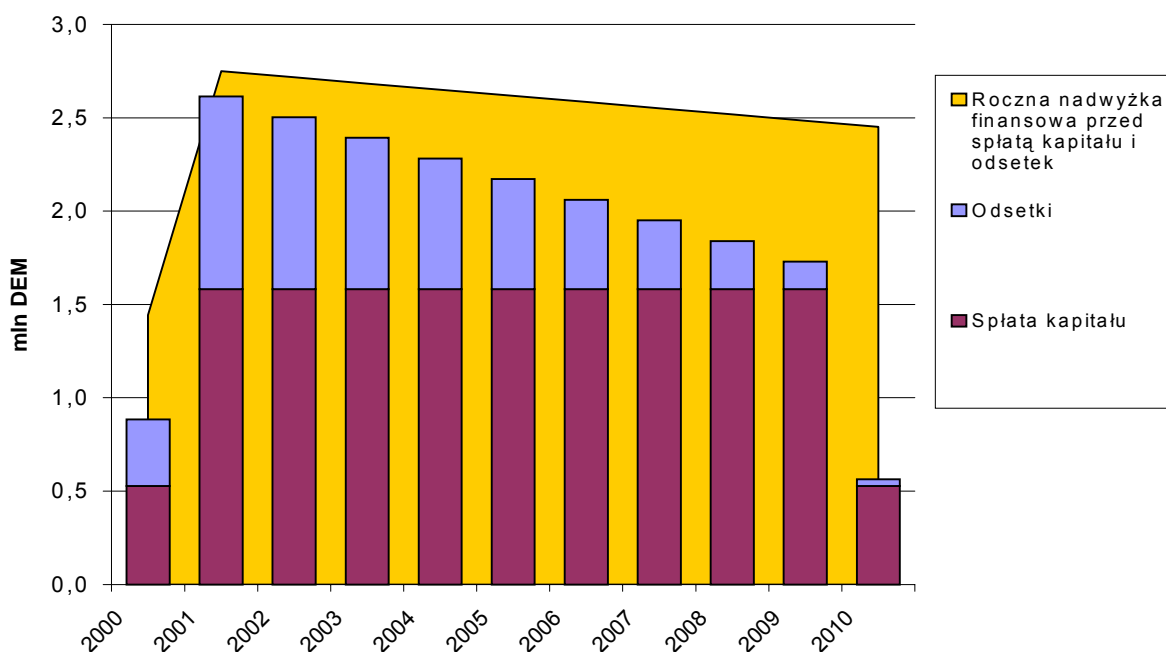
Najemca 1	5.300 m ²
Najemca 2	10.100 m ²
W tym nieogrzewany, półotwarty magazyn	4.200 m ²
Pozostali najemcy	1.700 m ²
Pasaże, przejścia, toalety etc.	600 m ²
SUMA	17.700 m²

Przy Centrum wybudowano również parking na 450 samochodów. Wybudowany obiekt wraz z parkingiem, drogami dojazdowymi i innymi obiektami (np. klomby) zajął niecałą połowę działki – pozostała część może być w przyszłości wykorzystana do rozbudowy Centrum Handlowego.

Koszt całej inwestycji zamknął się kwotą 19.470.000 DEM, z czego 4.170.000 DEM kosztowała działka, a 15.300.000 DEM wyniosła budowa Centrum wraz z mediami i wentylacją. Na początku inwestycji koszty budowy były ponoszone przez Sponsora. Dopiero w styczniu 2000 r., a więc na trzy miesiące przed planowanym zakończeniem budowy poniesione koszty (około 11.000.000 DEM) zostały zrefinansowane kredytem bankowym. Pozostałe 4.300.000 DEM Bank wypłacał Wykonawcom w transzach w miarę postępu prac.

Ogółem kredyt udzielony SPV przez Bank wyniósł 15.300.000 DEM. Jego spłata rozpoczęła się we wrześniu 2000 r. i potrwa do końca kwietnia 2010 r. Spłata jest dokonywana w równych ratach kapitałowych, a ich wysokość dostosowano do prognozowanych przepływów pieniężnych projektu (patrz wykres 4).

Wykres 4. Nadwyżki finansowe i spłata kapitału przez Centrum Handlowe.



3.2. RYZYKA PROJEKTU I ZARZĄDZANIE NIMI

Bank w analizie kredytowej przeprowadził analizę ryzyk związanych z projektem. Metodologia oceny ryzyka i klasyfikacja ryzyk różnią się jednak od przedstawionych w niniejszej pracy i z tego względu bankowa analiza nie zostanie tutaj wzięta pod uwagę.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, iż bank włączył się w realizację projektu na dość zaawansowanym etapie prac. W związku z tym ryzyka związane z fazami planowania i realizacji odgrywały dla Banku niewielką rolę, były natomiast istotne dla pozostałych uczestników projektu, którzy partycypowali w nim od samego początku. W przeprowadzonej poniżej analizie również te ryzyka i zarządzanie nimi zostaną wzięte pod uwagę na tyle, na ile pozwala na to dokumentacja projektu.

3.2.1 RYZYKO UKOŃCZENIA PROJEKTU

W przypadku omawianego projektu ryzyko to przejawia się zarówno w niebezpieczeństwie przekroczenia terminów i kosztów budowy, jak również w zagrożeniu, iż wybudowany obiekt nie będzie spełniał norm technicznych umożliwiających przyjęcie go do eksploatacji.

Bardzo istotnym elementem przy ocenie zagrożenia tym ryzykiem jest doświadczenie uczestników projektu. Mocną stroną tego projektu jest Generalny Wykonawca, który ma duże doświadczenie w realizacji tego typu obiektów, a jednocześnie jest silną spółką z odpowiednim zapleczem technologicznym i finansowym.

Dla Sponsora z kolei jest to jedno z pierwszych budowanych centrów handlowych. Ma on jednak duże doświadczenie jako deweloper w innych branżach, co również jest sporym atutem.

W ocenianym przypadku ryzyko ukończenia projektu zostało w znacznej mierze przerzucone na wykonawców, co jest zrozumiałe z uwagi na fakt, iż mają oni największy wpływ na jego minimalizację. Kontrakty zawarte z wykonawcami

mają na celu zmniejszenie ryzyka poniesienia strat przez sponsora i kredytodawcę, a jednocześnie mobilizują wykonawców do solidnego i terminowego oddania obiektu. Podstawowe zabezpieczenia zawarte w kontraktach z obydwoma wykonawcami to:

- Stałe wynagrodzenie – w przypadku Generalnego Wykonawcy w PLN, w przypadku Wykonawcy 2 w USD. Należy zauważyć, iż jest to jedynie częściowe zabezpieczenie się przed wzrostem ceny obiektu, gdyż w obu przypadkach występuje ryzyko kursowe (kredyt udzielony został w DEM) – problem ten zostanie omówiony w dalszej części pracy. Dodatkowo wynagrodzenie Wykonawcy 2 zależy od powierzchni obiektu, a zatem może podlegać nieznacznym zmianom, co jednak nie powinno mieć większego wpływu na cenę.
- W obu przypadkach Sponsor zażądał od Wykonawców Bankowej Gwarancji Dobrego Wykonania w wysokości 10% kontraktu. Gwarancje będą następnie stopniowo zwalniane przez okres 5 lat (Wykonawca 2) i 10 lat (Generalny Wykonawca) po zakończeniu budowy.
- Generalny Wykonawca udzielił rękojmi na wykonane prace na okres 3 lat, oraz gwarancji na okres od roku (np. na zainstalowane maszyny i urządzenia) do lat 10 (dachy). W przypadku Wykonawcy 2 zarówno rękojmia, jak i gwarancja obejmują okres 5 lat.
- W obu przypadkach przewidziano kary umowne dla Wykonawców w razie opóźnień w oddaniu obiektu do użytkowania.

Jak widać, projekt jest dość dobrze zabezpieczony przed ryzykiem ukończenia. Należy tutaj jeszcze dodać, że chociaż bank włączył się do projektu w końcowej fazie realizacji, to przewidział możliwość opóźnień w oddaniu obiektu do użytkowania i zgodził się w razie potrzeby wydłużyć okres karencji kredytu. Zarówno zmiany harmonogramu spłaty, jak też ewentualne uruchomienie dodatkowej transzy kredytu w przypadku przekroczenia kosztów wymagałoby aneksu do umowy kredytowej, jednak byłoby dość łatwe do zorganizowania.

Z drugiej jednak strony bank zabezpieczył się przed stratami w przypadku niepowodzenia projektu i zażądał od sponsora bezwarunkowego i nieodwołalnego

poręczenia do wysokości kredytu wraz z odsetkami do momentu wpisania wierzytelności Banku do hipoteki. Jednocześnie Sponsor wystawił Kredytodawcy nieodwołalne pełnomocnictwo do potrącenia kwoty niespłaconego kredytu ze swojego rachunku bankowego.

3.2.2. RYZYKO WYCZERPANIA REZERW

Jak już zaznaczono w części teoretycznej pracy, ryzyko to jest charakterystyczne dla projektów polegających na eksploatacji złóż surowców naturalnych. Ze względu na charakter analizowanego projektu ryzyko wyczerpania rezerw nie występuje.

3.2.3. RYZYKO EKSPLOATACJI

Wynajem pomieszczeń w przeciwieństwie do projektów przemysłowych jest jedynie w niewielkim stopniu uzależniony w fazie operacyjnej od niezawodności technologii. W przeciwieństwie do procesów produkcyjnych, gdzie ciągłość, jakość oraz koszty produkcji zależą w głównej mierze od maszyn i urządzeń, w omawianym przypadku ryzyko eksploatacji jest niewielkie i polega głównie na:

- możliwości awarii infrastruktury, która uniemożliwiłaby normalne funkcjonowanie Centrum Handlowego (np. awaria chłodni, oświetlenia, systemu kas czy stacji transformatorowej);
- wzroście kosztów eksploatacji Centrum Handlowego spowodowanym wyższymi od planowanych kosztami obsługi maszyn i urządzeń zapewniających funkcjonowanie Centrum (np. klimatyzacja).

Aczkolwiek w przypadku omawianego Centrum Handlowego ryzyko to jest relatywnie niskie, to straty związane z awariami kas powodujące przerwy w pracy lub związane z trwałym wzrostem kosztów mogą powodować znaczne skutki finansowe. Z tego względu zabezpieczenie się przed stratami z tego tytułu jest istotne zarówno z punktu widzenia Sponsora, jak i Kredytodawcy.

Podstawowym sposobem zarządzania tym ryzykiem jest wybór sprawdzonych technologii. W omawianym przypadku nie ma danych pozwalających ocenić stopień niezawodności instalowanych urządzeń, jednak doświadczenie Wykonawców w realizacji podobnych przedsięwzięć pozwala przyjąć, iż technologie zostały dobrane właściwie.

Dodatkowo Wykonawcy udzielają dość długich okresów rękojmi i gwarancji, co zabezpiecza przed nieprzewidzianymi wydatkami na naprawę, przynajmniej na początku fazy operacyjnej.

Z kolei ryzyko trwałego wzrostu kosztów eksploatacji obiektu przerzucone jest na Najemców. Oprócz płacenia określonego w umowach czynszu, są oni zobowiązani do ponoszenia kosztów funkcjonowania Centrum. Opłaty eksploatacyjne zależne od zajmowanej przez Najemcę powierzchni są przeznaczane nie tylko na potrzeby techniczne, ale także m.in. na promocję Centrum Handlowego. Z punktu widzenia Sponsora i Kredytodawcy, najważniejszy jest jednak fakt, iż nawet znaczny wzrost kosztów obsługi infrastruktury nie powinien spowodować spadku zysków. Nie dotyczy to oczywiście sytuacji, kiedy Najemcy będą rezygnować z najmu powierzchni z uwagi na wysokie koszty eksploatacyjne. Ze względu na znaczny udział kosztów stałych w działalności Centrum (około 40% wszystkich kosztów) może to stanowić zagrożenie dla płynności SPV i terminowego regulowania zobowiązań.

Stosunkowo słabo przed wystąpieniem tego ryzyka jest zabezpieczony Bank. Poręczenie Sponsora wygasa bowiem wraz z prawomocnym wpisem do hipoteki, zaś pełnomocnictwo do potrącenia kwoty niespłaconego kredytu z rachunku Kredytobiorcy (czyli SPV) ma niewielką wartość w przypadku braku odpowiednich wpływów na ten rachunek, podobnie jak ustanowienie zastawu na udziałach Sponsora w SPV. Sięgnięcie do hipoteki zaś jest ostatecznością. Poza tym możliwości sprzedaży obiektów są raczej niewielkie. Tak więc Kredytodawca przejmuje w tym przypadku znaczną część ryzyka.

3.2.4. RYZYKO ZARZĄDZANIA I DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ

Ekspozycja projektu na to ryzyko jest znacznie większa niż na charakteryzowane wcześniej ryzyka techniczne. Ze względu na uzależnienie efektów projektu od przychodu Najemców, Sponsor i Kredytodawca mają ograniczone możliwości zarządzania tym ryzykiem. Przykładowo, niska wydajność pracy w supermarkecie należącym do Najemcy 2, może spowodować stratę tego Najemcy i niemożność regulowania zobowiązań wobec SPV. W tym wypadku czuwanie nad odpowiednią wydajnością pracy należy jednak do samego Najemcy i pozostali uczestnicy projektu nie mają na nią wpływu.

Pewnymi elementami ryzyka zarządzania i działalności operacyjnej można jednak zarządzać. Przede wszystkim należy tu wymienić odpowiednie zarządzanie Centrum Handlowym i czuwanie nad sprawnym funkcjonowaniem obiektu, kontrolą wywiązywania się Najemców ze zobowiązań i kontrolą kosztów generowanych przez projekt. Zasadniczym celem funkcjonowania Centrum Handlowego jest generowanie zysków, a w najgorszym wypadku osiągnięcie nadwyżek pieniężnych pozwalających na regulowanie zobowiązań handlowych i wynikających z umowy kredytowej.

W przypadku *project finance* często spotykaną metodą na ograniczenie ryzyka poniesienia strat z powodu niewłaściwego zarządzania jest zaangażowanie profesjonalnego operatora. W tym wypadku trudno jest ocenić przygotowanie operatora do zarządzania projektem, gdyż została nim mało znana firma. Nie można więc uznać, iż wybór operatora minimalizuje to ryzyko.

Pozytywnie natomiast ocenić należy konstrukcję umowy o zarządzanie obiektem. Oprócz dokładnego sprecyzowania zadań operatora (prowadzenie księgowości, zorganizowanie ochrony obiektu, utrzymywanie czystości, ubezpieczanie obiektu itd.), umowa ta precyzuje sposób nadzorowania pracy zarządcy oraz przewiduje konieczność zatwierdzenia budżetu, zmian umów z Najemcami i innych istotnych kwestii przez Sponsora. Ponadto umowa

przewiduje kary umowne w przypadku złego wywiązywania się przez Operatora z obowiązków.

Ponieważ Operator jest mało znaną firmą, w celu ograniczenia ryzyka spowodowania strat przez jego działania, przed podpisaniem umowy musiał on przedstawić Gwarancję Bankową.

Z punktu widzenia Sponsora ryzyko zarządzania i działalności operacyjnej jest niewielkie, a systemy kontroli w zupełności wystarczające. Wydaje się jednak, iż należałoby wprowadzić dodatkowe zabezpieczenia chroniące Bank przed niewłaściwym zarządzaniem projektem.

Istnieją tu co najmniej dwie kwestie wymagające uregulowania. Pierwsza to nieuregulowana polityka dywidendowa. Jest rzeczą oczywistą, że spłaty kapitału mają pierwszeństwo przed dywidendą. Tym niemniej w przypadku *project finance* często spotykanym rozwiązaniem jest tworzenie rezerw z zysku na wypadek trudności projektu. Ma to zapewnić środki na spłatę zobowiązań w razie przejściowych problemów SPV. W omawianym przypadku nie wprowadzono podobnego rozwiązania i cały zysk SPV może zostać wypłacony Sponsorowi w formie dywidendy, co powoduje wzrost zagrożenia utratą płynności w przyszłości.

Drugim problemem, ściśle związanym zresztą z poprzednim, jest sprawa umowy zawartej pomiędzy Sponsorem i SPV. Na mocy tej umowy SPV zobowiązane jest ponosić koszty usług świadczonych przez Sponsora na rzecz Centrum Handlowego (usługi te to m.in. obsługa księgową, finansową i prawną, licencja na używanie znaków firmowych, organizacja kompleksowej akcji marketingowej, doradztwo, nadzór nad Operatorem). Płatności są uzależnione od przychodów SPV i wynoszą od 15% w pierwszym roku do 10% przychodów po 10 latach trwania projektu.

Rozwiązanie takie jest zrozumiałe z punktu widzenia Sponsora, gdyż jest bardziej opłacalne od wypłaty dywidendy, jednak pomimo podporządkowania płatności z tytułu tej umowy, płatnościom odsetek i rat kapitałowych, zmniejsza ona elastyczność finansową SPV i powoduje wzrost ryzyka dla Banku.

Z tych względów można stwierdzić, iż ekspozycja na ryzyko zarządzania i działalności operacyjnej Banku jest niewspółmiernie duża w stosunku do innych uczestników projektu, a zwłaszcza Sponsora. Wydaje się, iż stworzenie wspomnianego funduszu z nadwyżek pieniężnych, cesja praw z Gwarancji Bankowej Operatora lub też ubezpieczenie zysku SPV w bardziej znaczący sposób zmniejszyłoby ryzyko Banku.

3.2.5. RYZYKO RYNKOWE

W przypadku działalności Centrum Handlowego jest to prawdopodobnie grupa ryzyk o największym znaczeniu dla projektu.

Największym zagrożeniem dla generowanych przez SPV zysków jest popyt na powierzchnię handlową i usługową w Centrum Handlowym oraz cena wynajmu 1 m². Mniejsze znaczenie ma zaś dostępność i cena materiałów i surowców, gdyż zapotrzebowanie SPV na nie ogranicza się do ogólnie dostępnych mediów takich jak: elektryczność, woda, gaz, kanalizacja czy infrastruktura telekomunikacyjna.

Jeszcze przed podjęciem decyzji o realizacji projektu zlecono niezależnej, renomowanej firmie przeprowadzenie analizy zapotrzebowania na Centrum Handlowe na lokalnym rynku. Analiza wykazała duży popyt na taki obiekt i niskie ryzyko związane z tą inwestycją. Ponieważ Centrum Handlowe jest pierwszym takim obiektem w mieście, w którym powstało, ma ono przewagę nad potencjalną konkurencją.

Istnieje jednak zagrożenie zarówno spadku popytu na wynajem powierzchni w supermarketach, jak również pojawienia się konkurencji, co może doprowadzić do spadku cen najmu. Ryzyko to należy uznać za znaczące z uwagi na fakt, że lokalny rynek jest postrzegany jako atrakcyjne miejsce dla tego typu inwestycji, a okres realizacji takich obiektów jest dość krótki (około roku).

Zabezpieczeniem przed takim rozwojem sytuacji – przynajmniej w okresie spłaty kredytu – są długoterminowe umowy podpisane z Najemcami. Niemal wszystkie umowy zawarte są na 10 lat, a zatem na cały okres spłaty kredytu

(jedynie 0,4% powierzchni wynajęte jest na 8 lat). Przewidują one coroczną indeksację czynszu o wskaźnik inflacji.

Dodatkowym zabezpieczeniem płatności z tytułu najmu są bezwarunkowe, nieodwołalne i płatne na pierwsze żądanie Gwarancje Bankowe lub Ubezpieczeniowe na rzecz SPV w wysokości 6 miesięcznego czynszu przedstawione przez większość Najemców. Ze względu na złą sytuację finansową Najemcy 1 (strata za ubiegłe dwa lata działalności), przyjęto dodatkowe zabezpieczenie w formie nieodwołalnej i bezwarunkowej gwarancji zagranicznego właściciela (Gwarant 1).

W systemie zabezpieczeń istnieją jednak luki mogące powodować poważne zagrożenia dla projektu:

- Umowy najmu można wypowiedzieć – mimo dość długiego okresu wypowiedzenia, w przypadku pojawienia się konkurencji może pojawić się konieczność obniżenia stawek czynszu.
- Brak jest zabezpieczeń płatności czynszu ze strony Najemcy 2. Sytuację dodatkowo komplikuje fakt, iż współwłaściciel Najemcy 2 jest również znaczącym udziałowcem Sponsora. Może to zostać wykorzystane do narzucania niekorzystnych dla SPV umów najmu.
- W projekcie zaobserwować można znaczną koncentrację przychodów: aż 83% przychodów pochodzi od dwóch największych Najemców. Niewypłacalność któregośkolwiek z nich może zatem poważnie zagrozić spłacie zadłużenia. W połączeniu z trudną sytuacją finansową Najemcy 1 i brakiem zabezpieczeń ze strony Najemcy 2 ryzyko utraty przez projektu znacznej części przychodów należy wydatkować się być znaczące.

Z tych względów w analizowanym projekcie wskazane byłoby przyjęcie dodatkowych zabezpieczeń ze strony Najemców (zwłaszcza dwóch największych) lub/i podział ryzyka pomiędzy uczestników projektu – w obecnej sytuacji główne ryzyko utraty dochodów przez SPV ciąży na Banku, podczas gdy możliwe jest jego przesunięcie na Sponsora lub delegowanie w większym stopniu na Ubezpieczycieli lub Gwarantów.

Lepiej przedstawia się sytuacja jeżeli chodzi o ryzyko dostępności oraz cen materiałów i surowców. Jak już wspomniano, projekt uzależniony jest jedynie od dostaw mediów (nie licząc koniecznych napraw i remontów) – w tym wypadku nic nie wskazuje na zagrożenie dostępności tych dóbr w najbliższych latach, a zatem nie ma potrzeby zawierania długoterminowych kontraktów z dostawcami w celu zapewnienia regularnych dostaw.

Nieco większym ryzykiem obarczone są ceny mediów. Ryzyko to można by ograniczyć poprzez długookresowe umowy z dostawcami, lecz zważywszy na fakt, iż ryzyko wzrostu tych kosztów przerzucone jest niemal w całości na najemców (wspomniane już wcześniej opłaty eksploatacyjne), nie ma takiej potrzeby. Zagrożeniem może być tutaj sytuacja, w której ceny mediów wzrosną na tyle, iż Najemcy nie będą skłonni zaakceptować wyższych opłat eksploatacyjnych. Wówczas, aby nie stracić klientów, SPV będzie zmuszony przejąć część z tych kosztów na siebie, co obniży marżę zysku. Ryzyko wystąpienia takiej sytuacji jest jednak niewielkie i dlatego przyjęty sposób zarządzania tym ryzykiem uznać można za wystarczający.

3.2.6. RYZYKO FINANSOWE

Ryzyko finansowe jest obecne w przypadku każdego projektu, zwłaszcza jeżeli udział kapitału obcego jest znaczny. Również w tym przypadku projekt jest wyeksponowany na tę grupę ryzyk, jednak zagrożenie z ich strony nie jest zbyt duże.

Jeżeli chodzi o ryzyko inflacji, które może zagrozić przyszłym przychodom i spowodować trudności w obsłudze zadłużenia, to zostało ono w znacznym stopniu wyeliminowane poprzez indeksację cen najmu wskaźnikiem inflacji. Ponieważ ceny najmu wyrażone są w DEM, to są one indeksowane wskaźnikiem inflacji w Niemczech. Ryzykiem tym nie zarządzano w trakcie fazy realizacji, gdyż trwała ona dość krótko jak na standardy *project finance*.

Również zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym są bardzo dobre – w przypadku ocenianego projektu zbilansowane zostały wpływy i rozchody w poszczególnych walutach:

- Kredyt został zaciągnięty w DEM i w tej walucie ustala się stawki najmu powierzchni Centrum Handlowego.
- Opłaty eksploatacyjne pobierane są w PLN i w tej walucie SPV rozlicza się z dostawcami mediów i innymi usługodawcami (np. agencjami reklamowymi).

Dzięki tym mechanizmom nie ma potrzeby stosowania dodatkowych mechanizmów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym.

Zastrzeżenia można mieć jedynie do zarządzania ryzykiem kursowym w fazie realizacyjnej. Jak już wspomniano wynagrodzenie dla Generalnego Wykonawcy ustalono w PLN, zaś dla Wykonawcy 2 – w USD. SPV nie generował wówczas żadnych przychodów, nie ma również danych o walutach, w jakich realizowany jest przychód Sponsora, który finansował na początku budowę Centrum. Kredyt na refinansowanie i dokończenie budowy został zaciągnięty w DEM – jest to uzasadnione strukturą przychodów SPV, natomiast powoduje ryzyko zwiększenia kosztów budowy o różnice kursowe.

Ostatnim z grupy ryzyk finansowych jest ryzyko stóp procentowych. Oceniany projekt, podobnie jak większość projektów o długim okresie spłaty zadłużenia, finansowany jest kredytem o zmiennej stopie procentowej bazującej na stawce indeksu (w tym wypadku LIBOR 1M) powiększonej o marżę Banku. Stwarza to niebezpieczeństwo problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań wobec Kredytodawcy w przypadku znacznego wzrostu indeksu. Analiza wrażliwości wykazała jednak, iż oprocentowanie kredytu musiałoby wzrosnąć o ponad 2,8 pkt. procentowego (czyli o ponad 35% w stosunku do oprocentowania w momencie udzielania kredytu), aby wskaźnik pokrycia obsługi długu w pierwszym roku spłaty zadłużenia spadł do wartości 1. Tak duży margines bezpieczeństwa pozwala zrezygnować z kosztownych instrumentów finansowych ograniczających ryzyko stopy procentowej (np. kontrakty typu cap lub swapy procentowe).

3.2.7. RYZYKO ZABEZPIECZEŃ I REFINANSOWANIA

Jest to ryzyko ponoszone w głównej mierze przez kredytodawców, chociaż w naszym przypadku zostało nieco ograniczone poprzez system gwarancji jak również przez fakt późnego włączenia się banku do projektu.

Należy zauważyć, iż Bank zabezpieczył się na dość szerokim spektrum zabezpieczeń, co z jednej strony daje spore szanse na odzyskanie kapitału w przypadku niepowodzenia projektu, z drugiej zaś motywuje pozostałych uczestników projektu do jego pomyślnego zakończenia.

Głównym zabezpieczeniem rzeczowym projektu jest hipoteka ustanowiona na nieruchomości, którą stanowi Centrum Handlowe wraz z działką. Jest to atrakcyjne zabezpieczenie, gdyż mimo potencjalnych trudności z szybkim zbyciem samego Centrum Handlowego Bank może wyodrębnić pozostałą część działki, będącą atrakcyjną inwestycją, i odzyskać w dość krótkim czasie przynajmniej część zaangażowanych środków poprzez jej sprzedaż.

Standardowo zabezpieczeniem jest również cesja praw z polis ubezpieczeniowych Centrum Handlowego. Dodatkowo dokonano cesji praw z umów z wykonawcami, co w fazie realizacyjnej pozwalało Bankowi wyegzekwować dokończenie prac, w operacyjnej zaś pozwoli mu dochodzić praw z tytułu rękojmi i gwarancji w razie przejęcia zarządzania projektem. Na Bank scedowano również prawa z bankowych gwarancji dobrego wykonania.

Do czasu uprawomocnienia się wpisu do hipoteki zabezpieczeniem dla Kredytodawcy jest bezwarunkowe i nieodwołalne poręczenie Sponsora wraz z pełnomocnictwem do rachunku bankowego i oświadczeniem o dobrowolnym poddaniu się egzekucji do wysokości udzielonego kredytu wraz z odsetkami i prowizją. Zabezpieczenie to należy ocenić wysoko ze względu na dobrą kondycję finansową Sponsora.

Mniej wartościowym zabezpieczeniem i obarczonym większym ryzykiem z punktu widzenia Banku jest cesja umów z Najemcami. Wprawdzie umożliwia ona kontynuację działania Centrum nawet w wypadku przejęcia go przez Bank, ale ze

względu na możliwość wypowiedzenia tych umów przez Najemców, może okazać się, iż to zabezpieczenie jest bezwartościowe.

Dodatkowo ryzyko związane z tym zabezpieczeniem zwiększane jest przez wątpliwą sytuację finansową Najemcy 1 oraz powiązania kapitałowe Najemcy 2 ze Sponsorem. Zaletą cesji umów z Najemcami jest fakt, iż motywuje ona SPV do prawidłowej obsługi długu i niedopuszczenia do skorzystania przez Bank z prawa do tych umów, gdyż spowodowałyby to znaczne straty nie tylko SPV lecz także Sponsora.

Bank dodatkowo dysponuje pełnomocnictwem do rachunku bankowego Kredytobiorcy (SPV) oraz jego oświadczeniem o dobrowolnym poddaniu się egzekucji do wysokości udzielonego kredytu wraz z odsetkami i prowizją. Wartość tych zabezpieczeń jest o tyle wątpliwa, że w przypadku poważnych kłopotów finansowych projektu trudno będzie odzyskać znaczące kwoty z tego rachunku. Wskazane wątpliwości są uzasadnione, zwłaszcza w świetle opisanych wcześniej możliwości wyprowadzania pieniędzy z SPV przez Sponsora w ramach umowy zawartej pomiędzy SPV i Sponsorem, a także z uwagi na nieokreśloną politykę dywidendową.

Kolejnym zabezpieczeniem mało wartościowym w przypadku trudności projektu jest umowa zawarta pomiędzy Bankiem i Sponsorem, na mocy której Sponsor zobowiązuje się ustanowić na swoich udziałach w SPV zastaw rejestrowy w przypadku naruszenia umowy kredytowej. Jest to raczej kolejny element motywowania Sponsora do przestrzegania umów z Bankiem.

Jak stąd wynika, Bank dobrze zabezpieczył się przed niepowodzeniem projektu, choć istnieje znaczne ryzyko utraty wartości przez większość zabezpieczeń w razie trudności projektu. Nawet główne zabezpieczenie nie daje gwarancji odzyskania zaangażowanych środków – jego główna część (Centrum Handlowe) jest dość trudno zbywalna, choć z uwagi na możliwość wykorzystania obiektu przez inne sieci handlowe, jak również do innych celów (np. produkcyjnych) istnieje szansa na jej sprzedaż. Z kolei niezabudowana część działki, którą można wyodrębnić i sprzedać osobno ma stosunkowo niewielką wartość (około 2 mln DEM) w stosunku do kwoty udzielonego kredytu. Na korzyść

zabezpieczenia w formie hipoteki na nieruchomości będącej przedmiotem inwestycji przemawia wycena niezależnej renomowanej firmy zajmującej się rynkiem nieruchomości, oceniająca wartość zabezpieczenia na około 18 mln DEM.

Przyjęte zabezpieczenia dają duże szanse na odzyskanie przez Bank środków w przypadku kontynuacji działania Centrum Handlowego, a zatem w przypadku naruszenia umowy kredytowej przez SPV, a nie w sytuacji niepowodzenia projektu z przyczyn zewnętrznych. Mają one dodatkowo znaczenie motywujące dla Sponsora, który w przypadku skorzystania przez Bank z jego praw, poniesie znaczące straty. Wydaje się, iż to działanie zabezpieczeń pozwalające jednocześnie na odzyskanie większej części środków można by wzmocnić np. poprzez rozszerzenie gwarancji Sponsora (choćby w ograniczonym zakresie) na okres po uprawomocnieniu się wpisu hipoteki.

Stosunkowo niewielkie jest natomiast ryzyko refinansowania. Jest to spowodowane kilkoma przyczynami.

Po pierwsze, Bank włączył się do projektu dopiero pod koniec fazy realizacyjnej, kiedy to ryzyko ukończenia projektu było już niewielkie. Niski poziom tego i innych ryzyk początkowych faz projektu znalazł odzwierciedlenie w korzystnych warunkach kredytowania projektu – Kredytodawca nie podwyższył marży z tytułu ponoszenia ww. ryzyk.

Po drugie, Bank pobiera opłatę z tytułu przedterminowej spłaty całości lub części kredytu. Biorąc pod uwagę te fakty, jak również zmienną stopę procentową, nie wydaje się być prawdopodobnym, aby SPV był w stanie zorganizować finansowanie, które uzasadniałoby rezygnację z udzielonego kredytu i poniesienie z tego tytułu dodatkowych kosztów. Tak więc ryzyko refinansowania należy ocenić jako niskie.

3.2.8. RYZYKO POLITYCZNE

W omawianym przypadku ryzyko polityczne jest dość niskie. Projekt ten jest dość nietypowy dla *project finance* ze względu na jego niemal całkowicie krajowy

charakter, co powoduje, że nie występuje wiele ryzyk charakterystycznych dla międzynarodowych przedsięwzięć.

Należy jednak zauważyć, iż powtarzające się protesty polskich kupców przeciwko konkurencji supermarketów mogą doprowadzić do niekorzystnych dla Centrum Handlowego uregulowań prawnych (np. oddalony w Parlamencie w sierpniu 2001 zakaz handlu w niedziele).

Jednocześnie główni najemcy są własnością podmiotów zagranicznych, co także może odbić się na sytuacji projektu w przypadku ograniczenia atrakcyjności inwestycji w Polsce.

Również niestabilność prawa gospodarczego w Polsce (np. dotyczącego podatków, prawa pracy), biurokracja i arbitralność decyzji urzędników stwarzają zagrożenie dla projektu.

Wszystko to powoduje, że ryzyko polityczne w przypadku budowy i eksploatacji Centrum Handlowego można określić jako średnie. Ze względu na lokalny charakter projektu i jego niewielkie znaczenie dla gospodarki kraju trudno jest zarządzać tym ryzykiem. Nie ma bowiem możliwości zastosowania narzędzi, które są wykorzystywane w przypadku projektów o większym znaczeniu gospodarczym, takich jak np. udział agend rządowych w projekcie, zaangażowanie międzynarodowych instytucji finansowych czy uzyskanie gwarancji rządowych. Tak więc brak jest zabezpieczeń projektu przed ryzykiem politycznym przy niewielkiej, choć zauważalnej ekspozycji na to ryzyko. Jediną możliwością zarządzania tym ryzykiem jest jego podział pomiędzy uczestników projektu.

3.2.9. RYZYKO SIŁY WYŻSZEJ

W celu ograniczenia ryzyka siły wyższej Centrum Handlowe ubezpieczone jest od większości zdarzeń losowych na sumę 30 mln PLN, a więc porównywalną z wartością udzielonego kredytu. Dodatkowo Operator ma obowiązek wykupienia ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej na sumę 3 mln PLN.

W zakresie nieobjętym umowami ubezpieczenia ryzyko siły wyższej ponoszone jest w dużej mierze przez Kredytodawcę, gdyż nie wprowadzono

uregulowań zobowiązujących Sponsora lub Odbiorców do pokrywania strat z tego tytułu. Zatem straty SPV odbijają się negatywnie na obsłudze długu. Spektrum sytuacji objętych umowami ubezpieczeń jest jednak tak duże, że zagrożenie dla Kredytodawcy stratami spowodowanymi ryzykiem siły wyższej jest minimalne

ZAKOŃCZENIE

Celem niniejszej pracy była analiza ryzyk związanych z przeprowadzaniem projektów typu *project finance* oraz zaprezentowanie stosowanych sposobów zarządzania poszczególnymi ryzykami, jak również konfrontacja teoretycznych rozwiązań z praktyką.

W wyniku analizy literatury tematu autor usystematyzował i opisał szerokie spektrum ryzyk mogących zagrażać projektom typu *project finance*, jak również zaprezentował wykorzystywane na świecie sposoby zarządzania nimi. Scharakteryzowane w pracy narzędzia zarządzania ryzykiem stanowią swoisty katalog możliwych rozwiązań nie zaś propozycję zastosowania ich do konkretnego projektu. Ze względu na sprzeczność niektórych narzędzi, jak również związane z ich stosowaniem koszty niemożliwe jest ich zastosowanie do jednego projektu.

Należy tu również podkreślić, iż zaprezentowane w pracy sposoby zarządzania ryzykiem w *project finance* z całą pewnością nie wyczerpują możliwych rozwiązań. Postęp w dziedzinie inżynierii finansowej oraz rozwój światowych i lokalnych rynków kapitałowych pozwalają na elastyczne podejście do zagadnienia ryzyka w poszczególnych projektach. Ponadto nie zawsze istnieje potrzeba sięgania do zaawansowanych instrumentów inżynierii finansowej – w niektórych przypadkach wystarczy prosty zapis w umowach pomiędzy uczestnikami projektu. Przykłady takich rozwiązań również zostały opisane w rozdziale drugim, jednak – z uwagi na różnorodność projektów – możliwości tworzenia tego typu rozwiązań są niemal nieograniczone.

Teoretyczne rozwiązania zostały skonfrontowane z praktyką. Należy podkreślić, iż projekt analizowany w tej pracy nie jest typowym projektem realizowanym metodą *project finance*. Wpływ na to ma kilka czynników:

- Po pierwsze, jego skala nie pozwala na zastosowanie części metod zarządzania ryzykiem opisanych w rozdziale drugim przeznaczonych dla dużych projektów o znaczeniu strategicznym dla danego kraju lub regionu.

- Po drugie, wiele ryzyk charakterystycznych dla typowego projektu w tym wypadku nie występuje lub występuje w ograniczonym zakresie (np. ryzyko wyczerpania rezerw lub ryzyko refinansowania).
- Po trzecie, projekt ten był zrealizowany w Polsce, co – mimo niewątpliwego postępu w dziedzinie finansowania projektów, jaki dokonał się w ostatnich latach – ogranicza dostęp do części instrumentów, np. instrumenty pochodne zabezpieczające przed ryzykiem kursowym lub ryzykiem stóp procentowych nie są tak zróżnicowane i szeroko dostępne, jak na rozwiniętych rynkach Europy Zachodniej, Ameryki Północnej czy Azji.

Pomimo ograniczonego spektrum dostępnych rozwiązań wydaje się, iż zabezpieczenie omawianego projektu przed większością ryzyk jest dobre. Zarówno bierne zarządzanie ryzykiem w postaci przeprowadzania analiz i badań (np. badanie rynku czy też analiza wrażliwości projektu na zmiany stopy procentowej) pozwalające ocenić skalę zagrożenia i konieczność podejmowania działań zapobiegawczych, jak też aktywne zarządzanie ryzykiem poprzez jego optymalną alokację pomiędzy uczestników projektu, delegację na podmioty trzecie oraz ogólną minimalizację ryzyka projektu należy ocenić pozytywnie.

Wprawdzie można dopatrzeć się kilku luk w zabezpieczeniach (jak choćby nieokreślona polityka dywidendowa) i niezbyt kosztownych metod ich usunięcia (np. wydzielony rachunek rezerwowy z nadwyżek finansowych), jednak w większości przypadków dodatkowe zabezpieczenia przed ryzykiem wiązałyby się z ponoszeniem większych kosztów. Wydaje się, iż w analizowanym przypadku proporcje pomiędzy ponoszonym ryzykiem, a kosztami związanymi z zarządzaniem nim ustalono na rozsądnym poziomie.

BIBLIOGRAFIA

1. **Benoit, P.**; „Project finance at the World Bank: an overview of policies and instruments”, World Bank, Washington 1996
2. **Bentley, G.**; „Finanse projektów inwestycyjnych – problemy wybrane”, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 1997
3. **Brealey, R.A.; Myers, S.C.**; „Podstawy finansów przedsiębiorstw”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999
4. **Finnerty, J.D.**; „Project Financing. Asset-Based Financial Engineering”, J. Wiley & Sons, New York 1996
5. **Frank, H.**; „Project Financing – Ein Verfahren zur finanziellen Absicherung des Unternehmenswachstums”; Service-Fachverlag an der Wirtschaftsuniversität Wien, Wien 1986
6. **Gröhl, M.**; „Bankpolitische Konsequenzen der Projektfinanzierung”, Praca doktorska na Uniwersytecie w Marburgu, Marburg 1990
7. **„Historische Erfahrungen mit Projektfinanzierungen”**, Pohl, H. (red.); Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1998
8. **Hupe, M.**; „Steuerung und Kontrolle internationaler Projektfinanzierungen”, Peter Lang Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 1995
9. **Jürgens, W.H.**; „Projektfinanzierung – Neue Institutionslehre und ökonomische Rationalität”, Der Gabler Verlag, Wiesbaden 1994
10. **Kayaloff, I.J.**; „Export and Project finance – a creative approach to financial engineering”, Euromoney Publications, London 1988
11. **Keck, J.**; „Die Projektfinanzierung”, Universität Konstanz, Konstanz 1986
12. **Kwiatkowski, P.**, „Ogólny system zabezpieczeń wykorzystywanych przy kredytowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych na zasadach project finance”, w: „Bank i Kredyt”, nr 7-8/1998
13. **Kwiatkowski, P.**; „Project finance – metoda finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych”, w: „Bank i Kredyt”, 1-2/1998
14. **Nevitt, P.K.**, „Project financing”, Euromoney Publications, London 1989

15. **Nevitt, P.K., Fabozzi, F.;** „Project Financing“, Euromoney Publications, London 1995
16. **„Project finance in developing countries“**, International Finance Corporation, Washington 1999
17. **„Projektfinanzierung – wirtschaftliche und steuerliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte“**; Uekermann, H. (red.); C.E. Poeschel Verlag, Stuttgart 1990
18. **Reuter, A.; Wecker, C.;** „Projektfinanzierung, Anwendungsmöglichkeiten, Risikomanagement, Vertragsgestaltung, bilanzielle Behandlung“, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 1999
19. **Sagari S.B., Guidotti, G.;** „Venture capital: lessons from the developed world for the developing markets“, World Bank, Washington 1992
20. **Scharpe, W., Alexander, G., Bailey, J.;** „Investments“, Prentice Hall International, New York 1998
21. **Tytko, D.;** „Grundlagen der Projektfinanzierung“, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 1999
22. **Uekermann, H.;** „Risikopolitik bei Projektfinanzierungen – Maßnahmen und ihre Ausgestaltung“, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 1993
23. **„Współczesny bank“**, Jaworski, W.L. (red.); Poltext, Warszawa 1998