

FINANSOWANIE INWESTYCJI INFRASTRUKTURALNYCH

PRZEZ KAPITAŁ PRYWATNY
NA ZASADZIE PROJECT FINANCE

Krystyna Brzozowska

Rozdział 2.

**PROJECT FINANCE W INWESTYCJACH
INFRASTRUKTURALNYCH**



CEDEWU.PL

Recenzent: prof. dr hab. Ryszard Wierzb

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie II papierowe (dodruck), Warszawa 2009
ISBN 978-83-7556-166-1

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-058-3 (Rozdział 2)

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Fax: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Wprowadzenie	5
--------------------	---

Rozdział 1

INFRASTRUKTURA GOSPODARCZA – POJĘCIE, ROZWÓJ, ZNACZENIE 9

1.1. Pojęcie i klasyfikacja infrastruktury	9
1.2. Historia rozwoju infrastruktury i jej finansowania	20
1.3. Czynniki wpływające na angażowanie kapitału prywatnego w finansowanie infrastruktury	37
1.4. Formy udziału sektora prywatnego w infrastrukturze gospodarczej.	53

Rozdział 2

PROJECT FINANCE W INWESTYCJACH INFRASTRUKTURALNYCH. 61

2.1. Specyfika inwestycji infrastrukturalnych	61
2.2. Efektywność inwestycji infrastrukturalnych	67
2.3. Zasady <i>project finance</i>	78
2.4. Ryzyko inwestowania	88
2.5. Struktura finansowania	99

Rozdział 3

FORMY FINANSOWANIA PRZEZ KAPITAŁ PRYWATNY PROJEKTÓW INFRA- STRUKTURALNYCH NA ZASADACH PROJECT FINANCE 103

3.1. Udziały kapitałowe sponsorów projektu	103
3.2. Kredyty komercyjne	109
3.3. Obligacje.	122
3.4. Leasing	129
3.5. Kredyty eksportowe i gwarancje.	132
3.6. Instrumenty pochodne	135

Rozdział 4

ANALIZA WYBRANYCH PRZYPADKÓW PRYWATNYCH PROJEKTÓW

INFRASTRUKTURALNYCH	139
4.1. Założenia analizy	139
4.2. Charakterystyka wybranych projektów	141
4.3. Alokacja ryzyka	167
4.4. Ocena SWOT analizowanych projektów	173
4.5. Podsumowanie analizy	179

Rozdział 5

WARUNKI EFEKTYWNEGO WYKORZYSTANIA KAPITAŁU PRYWATNEGO

W INWESTYCJACH INFRASTRUKTURALNYCH	185
5.1. Ograniczenia prywatnych projektów infrastrukturalnych	185
5.2. Podstawy efektywnego systemu regulacji	193
5.3. Regulacje prawne	197
5.4. Nadzór administracyjno-kontrolny	206
5.5. Regulacje cenowe	210
5.6. Zabezpieczanie przed ryzykiem	217
5.7. Zabezpieczenia finansowe	221

ZAKOŃCZENIE	227
--------------------------	------------

BIBLIOGRAFIA	231
---------------------------	------------

STOSOWANE DEFINICJE	237
----------------------------------	------------

STRESZCZENIE	243
---------------------------	------------

SUMMARY	247
----------------------	------------

Wprowadzenie

Od wczesnych lat 70. notuje się coraz częstsze przypadki włączania sektora prywatnego w finansowanie inwestycji infrastrukturalnych. Do tej pory udział sektora prywatnego w tych inwestycjach sprowadzał się do zadań wykonawczych ewentualnie eksploatacyjnych, w ramach kontraktów menedżerskich zawartych z władzami publicznymi. Obecnie udział ten systematycznie rozszerza się na prowadzenie i finansowanie projektów infrastrukturalnych. Wśród kilku kluczowych powodów angażowania sektora prywatnego w inwestycje infrastrukturalne należy podkreślić trzy: rosące potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury wynikające ze wzrostu gospodarczego i ze zwiększającego się tempa zmian technologicznych, niezadowolenie dotychczasowych użytkowników z pełnienia funkcji inwestora i zarządcy mienia infrastrukturalnego przez państwo i jego agendy, a także zbyt małe zasoby i możliwości finansowe budżetu państwa na pokrywanie kosztów wysoce kapitałochłonnych projektów infrastrukturalnych.

Wraz ze zwiększaniem się udziału sektora prywatnego w przedsięwzięciach infrastrukturalnych rośnie znaczenie techniki *project finance*, której podstawowym założeniem jest oparcie finansowania projektu głównie na środkach dłużnych, spłacanych wyłącznie z przepływów pieniężnych generowanych przez nowe obiekty po oddaniu inwestycji do użytku. Jedną z charakterystycznych cech techniki *project finance* jest jej dopasowanie do dużych projektów. Z uwagi bowiem na wysokie ryzyko inwestycyjne oraz znaczne koszty, związane z zabezpieczaniem transakcji i przygotowaniem dokumentacji, zastosowanie tej techniki w mniejszych projektach nie jest opłacalne. Technika *project finance* jest stosowana głównie w projektach infrastrukturalnych, takich jak autostrady, tunele, porty lotnicze, rurociągi, czyli w projektach związanych w infrastrukturą transportową wchodzącą w skład infrastruktury gospodarczej. Zastosowanie techniki *project finance*, w pełni uzasadnionej wysoką kapitałochłonnością, czasochłonnością i długim okresem zwrotu projektów infrastrukturalnych, wnosi dodatkowe ryzyko związane z koniecznością wprowadzenia zasad rynkowych na rynek do tej pory niepoddający się działaniu konkurencji, ryzyko związane ze zwrotem zaangażowanych środków dłużnych, a przede wszystkim ryzyko związane z publiczną misją usług infrastrukturalnych.

Oprócz przykładowych, wzorcowo realizowanych przedsięwzięć infrastrukturalnych, finansowanych w ramach *project finance* przez kapitał prywatny, istnieje wiele nieudanych projektów. Do głównych przyczyn niepowodzeń zalicza się przede wszystkim nieodpowiednie oszacowanie ryzyka inwestycyjnego, nadmierną ingerencję władz publicznych oraz zerwanie przez stronę publiczną umów zawartych z sektorem prywatnym. Przypadki nieudanych projektów oraz znaczne koszty transakcyjne są powodem ciągłych wątpliwości, czy sektor prywatny (kapitał prywatny) jest w stanie zabezpieczyć usługi, zaliczane do publicznych, w sposób zadowalający władze publiczne, gwarantując sobie jednocześnie oczekiwaną stopę zwrotu.

Inspiracją do podjęcia badań była skala inwestycji infrastrukturalnych w większości krajów świata – mimo różnych instrumentów finansowych oraz procedur związanych z ciągle rosnącymi potrzebami w zakresie usług infrastrukturalnych, problemów szacowania efektywności tychże – oraz szeroko propagowana na świecie akcja wdrażania kapitału prywatnego w wysoce niepewne przedsięwzięcia.

Heurystycznym badaniem objęto projekty infrastruktury gospodarczej finansowane techniką *project finance* przez kapitał prywatny. Jako kapitał prywatny przyjęto wszelkie formy finansowania inwestycji, poza środkami pochodzącymi z budżetu państwa, budżetów lokalnych i środków społeczności lokalnych, za które sektor prywatny ponosi odpowiedzialność i z których oczekuje odpowiedniej stopy zwrotu.

Celem opracowania jest analiza szczególnych cech projektów infrastruktury gospodarczej oraz czynników o charakterze ekonomicznym, politycznym, społecznym i prawnym, warunkujących udział kapitału prywatnego, jak również problemów finansowania tych kapitałochłonnych inwestycji, a także ocena możliwości jej równoważenia dla optymalnej realizacji funkcji publicznych i funkcji prywatnych w projektach infrastrukturalnych realizowanych z udziałem kapitału prywatnego.

W pracy badawczej wykorzystano doświadczenia własne, związane z oceną inwestycji publicznych, transakcji *project finance* i prywatyzacji, nabyte w trakcie 10-letniej pracy w jednym z polskich banków komercyjnych, oraz wiedzę pozyskaną w trakcie specjalistycznych szkoleń w Wielkiej Brytanii, USA i Austrii. Podstawowe badania, poparte konsultacjami z wybitnymi znawcami tematu, zostały przeprowadzone w trakcie stażu naukowego na Uniwersytecie w Oxfordzie. Wykorzystano w nich bogatą literaturę przedmiotu, ponieważ Wielka Brytania uznawana jest za prekursora prywatyzacji infrastruktury na świecie. Podkreślić należy także fakt, że pierwsze przypadki finansowania inwestycji techniką *project finance* były aranżowane przez największe banki inwestycyjne, których początki związane są również z Wielką Brytanią oraz ze Stanami Zjednoczonymi, co jest dodatkowym potwierdzeniem bogactwa literatury anglojęzycznej na ten temat.

Z uwagi na rosnące w ostatnich latach znaczenie zagadnienia finansowania prywatnych projektów infrastrukturalnych techniką *project finance* oraz zabezpieczania ich przed ryzykiem inwestycyjnym są często poruszane w literaturze światowej. Wymaga to szczególnego podkreślenia, bowiem w Polsce, poza kilkoma cytowanymi w tej pracy pozycjami, brakuje opracowań naukowych dotyczących tej problematyki. Podstawowymi przyczynami są nieliczne – do tej pory – przykłady wykorzystywania omawianej techniki finansowania, brak dużych projektów i niedorozwój inwestycji infrastrukturalnych, mimo kolejnych prognoz ich rozwoju i wdrażania. Polskie opracowania, dotyczące transakcji *project finance*, odnoszą się przede wszystkim do identyfikacji ryzyka i zabezpieczania się przed nim, natomiast brakuje w nich kompleksowego podejścia do tej formy finansowania w aspekcie ekonomicznym i prawnym.

Praca składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów i wniosków końcowych.

Poruszony temat należy do skomplikowanych. Opis stosowanych rozwiązań, problemów z badaniem efektywności, struktury finansowania, instrumentów finansowych, sposobów zabezpieczania przed ryzykiem, warunków o charakterze postulatywnym i regulacji ma służyć przedstawieniu stopnia złożoności transakcji *project finance*, przekładającej się na podwyższone koszty finansowania na tle popularyzowanych opinii o celowości włączenia sektora prywatnego w projekty inwestycyjne jako sposobu na rozwiązanie problemów niedorozwoju infrastruktury gospodarczej. Wydaje się, że – mimo wielu utrudnień – nie można jednoznacznie podważać zasadności udziału kapitału prywatnego w projektach infrastrukturalnych w indywidualnych przypadkach, natomiast koncepcja prywatyzacji infrastruktury, nawet na warunkach tymczasowych na drodze udzielanych koncesji, nie przyniesie spodziewanych efektów z uwagi na występującą sprzeczność celów między działalnością publiczną o charakterze użyteczności społecznej a działalnością prywatną o charakterze indywidualnych korzyści. Pewnym rozwiązaniem mogą być przedsięwzięcia wspólnego publiczno-prywatnego finansowania projektów infrastrukturalnych. Należy też zwrócić uwagę na konieczność poniesienia dodatkowych nakładów związanych, ze szczegółowym ustaleniem warunków prawnych, organizacyjnych i finansowych obowiązujących wszystkie strony projektu.

Celowe wydaje się prowadzenie dalszych prac badawczych nad zagadnieniami optymalizującymi udział prywatnych kapitałów (instytucjonalnych i indywidualnych) w postaci zróżnicowanych instrumentów finansowych zabezpieczających przed nadmiernym ryzykiem związanym z projektami infrastrukturalnymi. Dalsze badania powinny być prowadzone w ścisłej współpracy z międzynarodowymi zespołami badawczymi, organami administracji, instytucjami społecznymi i organami władzy publicznej.