

# FINANSOWANIE INWESTYCJI INFRASTRUKTURALNYCH

PRZEZ KAPITAŁ PRYWATNY  
NA ZASADZIE PROJECT FINANCE

Krystyna Brzozowska

Rozdział 3.

**FORMY FINANSOWANIA PRZEZ KAPITAŁ PRYWATNY  
PROJEKTÓW INFRASTRUKTURALNYCH  
NA ZASADACH PROJECT FINANCE**



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 978-83-7941-059-0 (Rozdział 3)

**Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.**

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: [cedewu@cedewu.pl](mailto: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](http://www.cedewu.pl)

[www.4books.pl](http://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**

<b>INFRASTRUKTURALNYCH . . . . .</b>	<b>139</b>
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**

<b>W INWESTYCJACH INFRASTRUKTURALNYCH . . . . .</b>	<b>185</b>
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

<b>ZAKOŃCZENIE. . . . .</b>	<b>227</b>
-----------------------------	------------

<b>BIBLIOGRAFIA . . . . .</b>	<b>231</b>
-------------------------------	------------

<b>STOSOWANE DEFINICJE . . . . .</b>	<b>237</b>
--------------------------------------	------------

<b>STRESZCZENIE . . . . .</b>	<b>243</b>
-------------------------------	------------

<b>SUMMARY . . . . .</b>	<b>247</b>
--------------------------	------------

# 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.