
SZANSE I OGRANICZENIA FINANSOWANIA INWESTYCJI W FORMULE *PROJECT FINANCE* (STUDIUM PRZYPADKU)

Wprowadzenie

Finansowanie rozwoju staje się ważnym wyzwaniem współczesnych przedsiębiorstw. Ważnym szczególnie tam, gdzie projekty wymagają dużych nakładów inwestycyjnych, natomiast czas realizacji i spłaty długu po okresie uruchomienia jest znaczny (kilka lub kilkanaście lat). W wielu przypadkach najprostsza forma organizacji finansowania dłużnego, które obciąża majątek spółki (źródłem spłat długu są przychody z działalności spółki, zaś dodatkowym zabezpieczeniem jej aktywa), staje się niemożliwa. Ograniczenia te wynikają głównie ze struktury finansowania aktywów spółki kapitałami własnymi i długiem [13, s. 1036–1055]. W przypadku umów z bankami finansującymi ważne będą szczegółowe wskaźniki (konwenanty), ilustrujące poziom długu w stosunku do wybranych elementów rachunku zysków i strat (np. wynik netto, EBITDA). Ich przekroczenie powoduje, że zobowiązania spółki mogą być postawione w stan wymagalności lub koszt obsługi długu znacznie wzrośnie. Oznacza to, że nawet bardzo rentowne przedsiębiorstwa napotykają na wiele ograniczeń w możliwościach finansowania swoich pomysłów rozwojowych. Należy dodać, że ma to miejsce w sytuacji, kiedy dostępność środków pieniężnych na rynku jest wysoka, a globalne funkcjonowanie instytucji finansowych pozwala sięgać po dowolne źródła finansowania. W praktyce taka sytuacja oznacza, że firma musi poczekać na moment, gdy poziom długu w spółce spadnie, by realizować nowe zadania

* Dr hab. Jan Chadam – GAZ-SYSTEM S.A.

inwestycyjne. Jednak w warunkach dynamicznych zamian w otoczeniu rekomendacja odkładania decyzji inwestycyjnych nie zawsze jest rekomendacją dobrą. *Project finance* umożliwi finansowania zadań inwestycyjnych bez konieczności obciążania bilansu przedsiębiorstwa długiem zaciągniętym na realizację projektu. Dług będzie zaciągnięty przez powołaną do tego specjalną spółkę, „izolującą” dawcę kapitału dłużnego od podmiotu dominującego. Stąd duże zainteresowanie finansowaniem rozwoju w oparciu o tę koncepcję, które wzrosło szczególnie w okresie ostatnich 20–30 lat. Z jednej strony, ogromną zaletą *project finance* jest możliwość finansowania zadań inwestycyjnych z formułą dzielenia się ryzykiem z innymi partnerami [7, s. 41–42]. Oznacza to bowiem, że każdy z partnerów jest w sposób szczególny zainteresowany powodzeniem przedsięwzięcia. Z drugiej jednak strony, z powodu niechęci do zaakceptowania pewnego poziomu ryzyka przez partnerów wiele projektów nie jest w praktyce finansowanych w taki właśnie sposób.

Celem artykułu jest pokazanie szans i ograniczeń, jakie występują w trakcie organizacji finansowania dużych projektów, w tym tych, w których wykorzystuje się *project finance*. Analizowanym przez nas praktycznym przypadkiem jest budowa pierwszego w rejonie Morza Bałtyckiego terminalu do odbioru LNG (gaz ziemny w postaci skroplonej) realizowanego przez GAZ-SYSTEM S.A., z wykorzystaniem spółki celowej Polskie LNG S.A. Wyniki obserwacji zostały zaprezentowane w formie *case study*. Prześledzenie całego zadania i jego analiza możliwe było dzięki osobistemu zaangażowaniu autora w przygotowanie i realizację tego projektu.

1. Istota i znaczenie *project finance* w praktyce gospodarczej

Przykłady wykorzystania *project finance* znajdujemy na całym świecie. Literatura przedmiotu opisuje zarówno wyniki szerszych badań [5, s. 71–86], jak również analizę poszczególnych przypadków biznesowych. Z całą pewnością na szanse i zagrożenia tej koncepcji finansowania można spojrzeć z wielu perspektyw. Niewątpliwie jedną z ciekawszych jest perspektywa geograficznej lokalizacji projektu (Europa [2, s. 47–55]; Azja [12, s. 38–40]; Ameryka Południowa [11, s. 39–46], Afryka [9, s. 90–111]) i związanych z tym różnych wycen ryzyka inwestycji. Poziom ryzyka, i jednocześnie oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu, zależy w globalnej gospodarce w dużym zakresie od stabilności politycznej i prawnej miejsca (kraju) inwestowania [8, s. 1725–1734]. Wynika to z faktu, że istotą *project finance* jest ściśle powiązanie finansowania projektu z całą koncepcją jego realizacji i eksploatacji (wykorzystania).

Kluczowym zadaniem *project finance* w jest udzielenie rzetelnej odpowiedzi na pytanie: jakie będą źródła spłaty zaciągniętego długu i jakie są podstawy, by uznać, że źródła te są wiarygodne? Z tych właśnie względów wykorzystanie formuły

project finance koncentruje się wokół branż, których inwestycje rozwojowe dają bardzo duże szanse na zwrot, chociaż zwrot ten będzie długoterminowy (energetyka, telekomunikacja, ropa i gaz, petrochemia, nieruchomości), w tym inwestycji infrastrukturalnych [14]. Jednym z atrakcyjnych modeli zastosowania *project finance* jest partnerstwo publiczno-prywatne [4, s. 376–387]. Jak wspomniano, ryzyko w *project finance* jest dzielone między podmioty biorące udział w projekcie, a instytucje finansowe cechuje znaczna awersja do ryzyka [6, s. 547–561]. Z tego powodu ilość zadań inwestycyjnych finansowanych w tej formule, szczególnie w Polsce, nie jest duża [3]. Należy przy tym uznać, że nie wszyscy uczestnicy projektu posiadają wiedzę i kompetencje, by to ryzyko właściwie zidentyfikować, ocenić, a następnie nim zarządzać. To powoduje, że między uczestnikami projektu odbywa się swego rodzaju gra, w jaki sposób swój udział w tym ryzyku minimalizować [1, s. 183–197]. Sama charakterystyka projektu powoduje, że każdy *project finance* jest w jakimś sensie niepowtarzalny. Niemniej jednak schematy postępowania w *project finance* mają pewne cechy wspólne [15, s. 15–19]. Można je zestawić według następującej listy:

1. Projekty finansowane w oparciu o tę koncepcję są zamknięte i samodzielne pod względem ekonomicznym i prawnym.
2. Realizacja projektu odbywa się z wykorzystaniem spółki celowej (SPV – *Special Purpose Vehicle*), powołanej do realizacji inwestycji [10, s. 51–57].
3. Projekty są bardzo dobrze przygotowane, ryzyko oszacowane i akceptowane, co powoduje, że dźwignia finansowa jest wysoka. Można przyjąć, że udział długu w finansowaniu może wynosić między 60 a 80%.
4. Projekty realizowane z wyższym udziałem kapitałów własnych będą korzystały z niższego oprocentowania długu. Nie oznacza to jednak, że w ten sposób będzie budowana wartość projektu z perspektywy akcjonariuszy. Wynika to z oczywistej zasady, że koszt kapitału własnego będzie wyższy od kosztu długu. Znalezienie zatem właściwej struktury finansowania projektu (relacji kapitałów własnych do długu) będzie zawsze wyzwaniem dla zarządzających. Musi być ona budowana według kryterium minimalizacji kosztu całego zaangażowanego w projekt kapitału.
5. Podstawowa koncepcja *project finance* nie zakłada gwarantowania długu przez inwestora. Odstępstwa od tej zasady istnieją, ale powodują, że istota współdzielenia ryzyka w takiej sytuacji jest naruszona.
6. Ocena szans spłaty długu odbywa się na zasadzie oceny realności przepływów pieniężnych generowanych przez projekt w przyszłości. Szanse te są wzmacniane umowami podpisywanymi z przyszłymi odbiorcami towarów i usług.

Należy przyjąć, że najważniejszym zadaniem SPV jest przygotowanie, organizacja finansowania i realizacja projektu. Najczęściej spółka powołana do realizacji projektu pełni również funkcję operatora po zakończeniu jego realizacji. Podmiot dominujący w stosunku do SPV zapewnia niezbędny poziom kapitałów własnych, pełniąc tym samym rolę sponsora projektu.

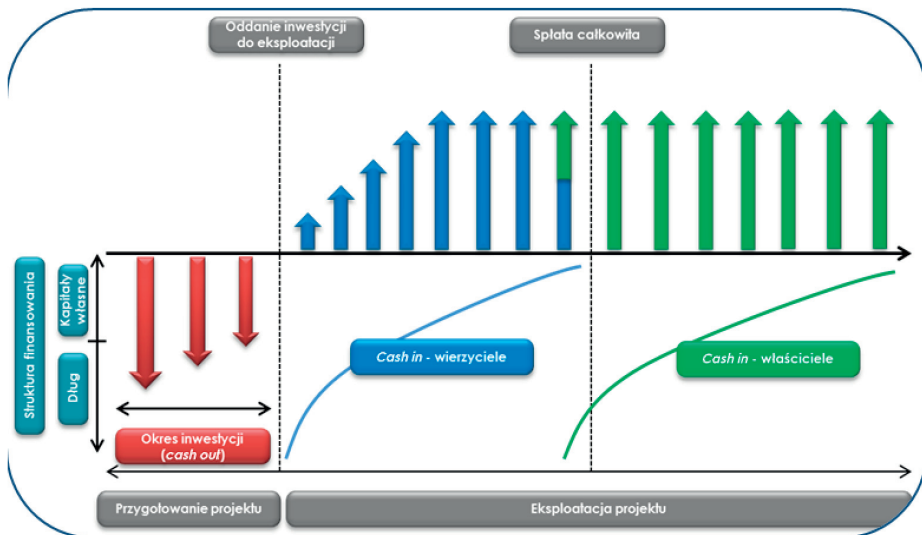
2. Struktura finansowania w *project finance*

Kapitały własne, mimo że na ogół wynoszą najczęściej mniej niż połowę pasywów projektu, stanowią podstawę działalności SPV 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 będą dążyć do zapewnienia możliwie wysokiego poziomu kapitału własnego w przedsięwzięciu. Do kapitału własnego zaliczane są zarówno wpłaty na kapitał, jak również celowe dotacje niepodlegające zwrotowi. Wyższy poziom zaangażowania ze strony podmiotu dominującego ogranicza ryzyko banków i instytucji finansowych zaangażowanych w finansowanie dłużne. Kapitał obcy (dług) stanowi główne źródło finansowania przedsięwzięć. Najczęściej podstawą kapitału obcego jest kredyt bankowy lub obligacje korporacyjne. W niektórych przypadkach może spotkać się z pożyczkami podporządkowanymi. Podporządkowanie tych pożyczek może mieć charakter ogólny (zależy od spłaty wszystkich pozostałych zobowiązań) lub szczegółowy (spłaty są uzależnione od wcześniejszego spłacenia jedynie wybranych pożyczek i kredytów z długu głównego). Ze względu na duży udział kapitałów obcych rośnie rola banków, które zajmują w projekcie aktywne pozycje na każdym etapie realizacji projektu. Inaczej niż w przypadku przedsięwzięć realizowanych z wykorzystaniem klasycznego finansowania w oparciu o bilans przedsiębiorstwa (podmiotu dominującego), podstawą do finansowania SPV nie jest wiarygodność kredytowa podmiotu realizującego projekt, ale ocena opłacalności samego projektu i realność przychodów w przyszłości. Z tego względu bardzo ważną rolę odgrywają długoterminowe porozumienia z odbiorcami towarów lub usług, które mają gwarantować niezagrożone wpływy do SPV, a tym samym spłatę zaciągniętych przez nią zobowiązań. Projekt zrealizowany i eksploatowany według przyjętych założeń pozwoli w przyszłości na kierowanie strumieni finansowych do wszystkich dawców kapitału, zarówno w celu spłaty finansowania dłużnego, jak też realizacji oczekiwanej stopy zwrotu dla sponsora projektu (rysunek 1). Zwykle spłata długu ma miejsce przed ewentualnymi przepływami do akcjonariuszy.

Reasumując, zastosowanie formuły *project finance*:

1. umożliwia realizację zadań inwestycyjnych wymagających olbrzymich nakładów, przekraczających zwykle możliwości przedsiębiorstwa, co ma szczególne znaczenie przy realizacji projektów o charakterze infrastrukturalnym;
2. uzależnia organizację finansowania zewnętrznego od oczekiwanych przepływów pieniężnych po zakończeniu projektu;
3. pozwala na podział ryzyka między uczestników projektu;
4. umożliwia organizację finansowania w oparciu o pozabilansowy charakter długu w stosunku do podmiotu dominującego.

Rysunek 1. Kierunki strumieni pieniężnych w *project finance*



Źródło: opracowanie własne.

W celu przygotowania inwestycji w części finansowej podejmowane są m.in. działania zmierzające do:

1. oszacowania nakładów koniecznych do uruchomienia projektu,
2. oszacowania przepływów gotówkowych generowanych przez projekt po jego zakończeniu,
3. oszacowania ryzyka związanego z projektem,
4. oszacowania właściwej stopy dyskontowej,
5. oszacowania opłacalności podjęcia projektu,
6. przeprowadzenia analizy wrażliwości,
7. przeprowadzenia analiz symulacyjnych w przypadku działań korygujących.

Ze względu na współdzielenie ryzyka między uczestników projektu *project finance* jest obciążony szeregiem ograniczeń, z których najistotniejszymi są:

1. duża kosztowność – wynikająca z dużej skali projektu, znacznej liczby uczestników finansowania projektu i kompleksowości *project finance*;
2. duża czasochłonność – wywołwana koniecznością koordynacji działań znacznej liczby uczestników;
3. podwyższenie kosztu kapitału – mające swoje źródło w gotowości do poniesienia przez podmioty kredytujące projekt wyższego ryzyka niż w przypadku klasycznego finansowania opartego o bilans przedsiębiorstwa, a także w wyższych prowizjach, opłatach i kosztach ubezpieczeń.

Niezależnie od wymienionych ograniczeń koncepcja *project finance* jest szansą i sposobem utrzymania dobrych wskaźników zadłużenia podmiotu dominującego,

ponieważ dług zaciągnięty przez SPV ma charakter pozabilansowy (*off balance sheet financing*) w stosunku do sponsora projektu (podmiotu dominującego).

3. Uczestnicy, organizacja i zarządzanie w *project finance*

Realizacja każdej inwestycji wymaga stosowania skutecznych narzędzi metodyki projektowej. Zadania realizowane przez SPV składają się zasadniczo na dwa etapy: pierwszy – projektowy – obejmuje fazy planowania, przygotowanie realizacji i rozruchu; drugi – będący etapem aktywacji procesów fazy operacyjnej. Wszyscy uczestnicy projektu muszą mieć pełną jasność co do celu projektu, jego zamierzeń, sposobu realizacji i indywidualnego zakresu odpowiedzialności. Ze względu na ustalone terminy spłaty długu zasada skuteczności w *project finance* nabiera jeszcze większego znaczenia. Bardzo istotne jest właściwe zdefiniowanie ról w projekcie. Kluczowymi elementami tego typu projektów są: dostawcy, odbiorcy oraz wykonawca (tzw. Generalny Realizator Inwestycji – GRI). Dostawcy mają zapewnić stabilne dostawy po okresie realizacji projektu. Odbiorcy mają zapewnić długoterminowy odbiór towarów lub usług i wpływ gotówki na spłatę zaciągniętego długu. Wykonawca (GRI) powinien zapewnić realizację projektu (budowy) w założonym czasie i budżecie. Doświadczenie, renoma, pozycja rynkowa to, obok kryteriów ekonomicznych, podstawowe oczekiwania w stosunku do GRI. Dla złożonych (skomplikowanych) projektów inwestycyjnych procedury te są długotrwałe. Okres wyboru GRI może trwać nawet kilkanaście miesięcy. Jednak to kwalifikacje i doświadczenie są najważniejsze z punktu widzenia powodzenia projektu. Z tego względu proces ten musi być przedmiotem szczególnej uwagi inwestora.

Najczęściej spotykanymi i sprawdzonymi elementami organizacji zarządzającej projektem są:

Komitet sterujący: podejmuje decyzje strategiczne, posiada całkowitą i ostateczną odpowiedzialność za wyniki projektu i ma uprawnienia do przydziału zasobów i inicjowania dalszych prac;

Kierownik projektu: odpowiada za dostarczenie efektu projektu o wymaganej jakości w założonym czasie i kosztach, podejmuje decyzje taktyczne i operacyjne, planuje, kontroluje i koordynuje prace oraz raportuje wyniki w projekcie komitetowi sterującemu;

Zespoły techniczne: wykonują zadania specjalistyczne, wymagające szczególnych kompetencji, umiejętności i wiedzy;

Wsparcie projektu: ma za zadanie dostarczać administracyjną pomoc w projekcie.

W przypadku długoterminowych projektów inwestycyjnych szczególnie istotna jest identyfikacja potencjalnych ryzyk i zarządzanie nimi (minimalizacja za pomocą odpowiednich technik i narzędzi). Ryzyka co do osiągnięcia założonych przepływów środków pieniężnych w projekcie są związane z aspektami technicznymi, finansowymi, organizacyjnymi, środowiskowymi, politycznymi i ekonomicznymi. Mogą dotyczyć: niedoszacowania nakładów inwestycyjnych (CAPEX) i kosztów operacyjnych (OPEX), zmian projektu w trakcie budowy, błędów konstrukcyjnych, zastosowania niewłaściwych technologii, kłopotów z dostawcami itp. Zapewnienie odpowiednich narzędzi (metodyki) zarządzania ryzykiem może mieć duży wpływ na obniżenie kosztu kapitału oraz przekonanie banku (kredytodawcy) do zmniejszenia premii za to ryzyko [10, s. 77–126]. Zasadniczym celem zarządzania ryzykiem w projektach typu *project finance* jest taka struktura projektu, aby każdy z uczestników ponosił akceptowalne dla siebie ryzyko, przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka projektu jako całości.

Warto w tym miejscu dodać, że formuła *project finance*, zapewniająca udział podmiotów zewnętrznych w projekcie, istotnie wpływa na profesjonalne jego przygotowanie i prowadzenie. Jest to niewątpliwie dodatnia wartość, jaką otrzymujemy w wyniku stosowania takiego rozwiązania, którą warto brać pod uwagę, szczególnie w odniesieniu do ponoszonych kosztów.

4. Studium przypadku – terminal LNG

GAZ-SYSTEM S.A. jest operatorem i właścicielem gazowego systemu przesyłowego w Polsce. W związku z integracją krajów europejskich w ramach Unii Europejskiej postępuje również integracja infrastruktury, w tym infrastruktury gazowej. Do 2008 roku Spółka koncentrowała się głównie na utrzymywaniu sprawności sieci przesyłowej i przesyła gazu, bez jasnych i spójnych strategii rozwojowych. W roku 2009 rozpoczęto realizację bardzo ambitnego programu inwestycyjnego, który miał zmienić rolę i znaczenie firmy w Europie, jak również wpływać na poprawę konkurencyjności gospodarki w dłuższym okresie czasu. Było to między innymi odpowiedzią na oczekiwania, takie jak: wspomniana już integracja europejskiego systemu przesyłu gazu, wzrost bezpieczeństwa energetycznego czy zmiana struktury nośników energii w związku z tzw. pakietem klimatycznym. Wśród projektów, o których mowa, są: budowa pierwszego w Europie Środkowej terminalu do odbioru skroplonego gazu (LNG) oraz nowoczesna sieć do przesyłu gazu oraz połączenia z krajami Unii Europejskiej. Z perspektywy gospodarki krajowej stworzy to techniczne możliwości do dywersyfikacji dostaw gazu, z perspektywy Unii Europejskiej pojawią się techniczne możliwości przesyłu gazu między krajami Wspólnoty, co pozwoli na swobodny handel tym paliwem i dostęp do surowca po konkurencyjnych cenach. Ma to ważne

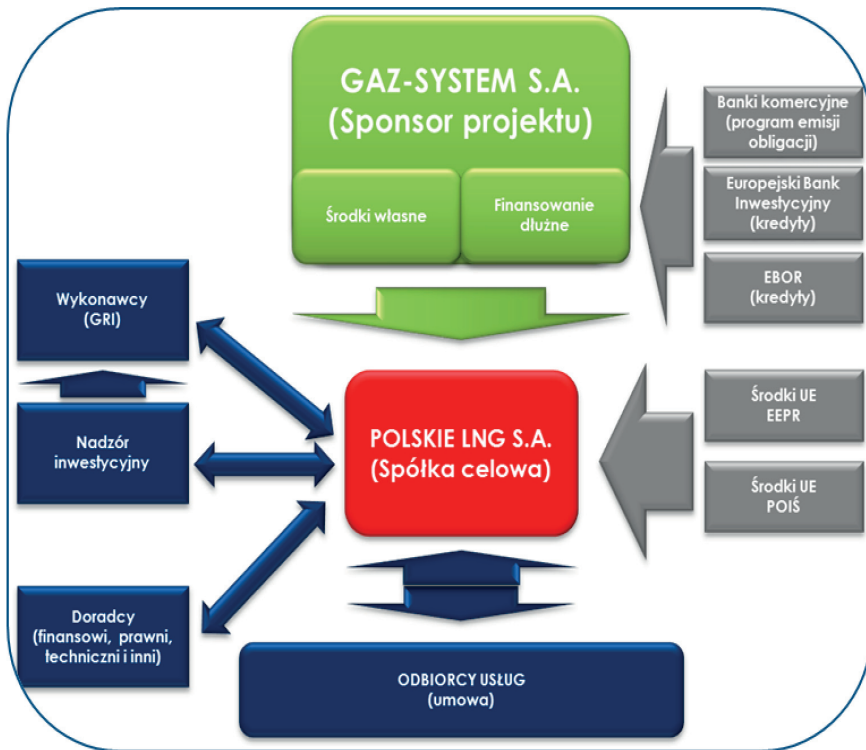
znaczenie dla konkurencyjności gospodarki europejskiej, szczególnie w branżach, gdzie gaz naturalny stanowi istotny komponent w kosztach wytwarzania. Projekty te oznaczają konieczność zrealizowania w ciągu kilku lat olbrzymich przedsięwzięć inwestycyjnych, wydatkowania dużych środków finansowych i radykalnej zmiany strategii prowadzonego biznesu. Projekt budowy pierwszego w basenie Morza Bałtyckiego terminalu do odbioru gazu skroplonego zawierał w sobie kilka lub nawet kilkanaście złożonych podprojektów składowych. Jednym z nich była organizacja finansowania. Szacowane przed ogłoszeniem przetargu nakłady na realizację zadania wynosiły około 3 mld złotych. Przy organizacji finansowania GAZ-SYSTEM S.A. (sponsor projektu) uznał, że projekt powinien być realizowany w formule *project finance*.

Projekt budowy terminala LNG jest koncepcją zamkniętą i samodzielną pod względem ekonomicznym i prawnym (rysunek 2). Powołana do tego celu spółka Polskie LNG posiada podpisaną długoterminową umowę na regazyfikację LNG i umowę na realizację projektu (konsorcjum GRI) oraz niezbędny poziom kapitałów własnych, gwarantowanych przez właściciela (GAZ-SYSTEM S.A.). Podpisana z bankami komercyjnymi wstępna (niewiążąca umowa) zakładała możliwość zorganizowania finansowania projektu w wysokości ponad 4 mld zł. Spółka przystąpiła do żmudnej dyskusji na temat szczegółów finansowania. Przeprowadzono audyty: prawny, środowiskowy, techniczny i biznesowy projektu z udziałem zespołu doradców i firm konsultingowych. Ostateczny rezultat nie pozostawiał jednak wątpliwości: uzyskanie kompromisu co do podziału ryzyka między uczestnikami będzie bardzo trudne lub wręcz niemożliwe. Każdy z nich oczekiwał minimalizacji swojego ryzyka. Przedstawiane argumenty takiego podejścia miały oczywiście swoje uzasadnienie merytoryczne. Trudność polegała jednak na tym, że swoje uzasadnienie miał każdy z potencjalnych partnerów w projekcie. To nie przybliżyło do kompromisu. GAZ-SYSTEM S.A. dokonał równoległe postępowania w zakresie organizacji finansowania „w oparciu o bilans”. Koszty takiego rozwiązania były niższe o ponad 2% w skali roku.

Biorąc pod uwagę zakładany poziom finansowania długiem w wysokości 1,5 mld zł, dodatkowe koszty finansowe w koncepcji *project finance* mogłyby wynieść nawet 50 mln zł rocznie. W okresie budowy i spłaty kredytu suma tych dodatkowych kosztów wyniosłaby zatem 200–300 mln zł. Biorąc pod uwagę fakt, że w okresie budowy spółka celowa nie posiada przychodów ze sprzedaży, przynosi stratę na poziomie netto i nie może korzystać z tzw. tarczy podatkowej, ponoszenie wyższego kosztu finansowego nie miało uzasadnienia biznesowego. Ponadto, na skutek uruchomienia przez Komisję Europejską dodatkowych środków dla pogrążającej się w kryzysie gospodarki europejskiej, Spółka skorzystała z dodatkowego wsparcia w kwocie ponad 220 mln zł (EEPR – *European Energy Programme for Recovery*). Dodając do tego środki pomocowe zarządzane przez kraje członkowskie (w Polsce: Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko) oraz niższą niż zakładano wartość kontraktu z GRI, GAZ-SYSTEM S.A. zrezygnował z *project finance* jako formuły

drogiej i kłopotliwej w realizacji. GAZ-SYSTEM S.A. na sfinansowanie projektu LNG i budowę infrastruktury przesyłowej zaciągnął kredyty: w Europejskim Banku Inwestycyjnym w kwocie 1,2 mld zł, Europejskim Banku Odbudowy i Rozwoju na kwotę 0,3 mld zł oraz zorganizował finansowanie dłużne w postaci programu emisji obligacji dla konsorcjum 5 banków komercyjnych w kwocie 1,7 mld zł. Pieniądze pozyskane z tych źródeł pozwolą sfinansować wszystkie inwestycje przewidziane w programie rozwoju firmy (terminal LNG i infrastrukturę przesyłową).

Rysunek 2. Uczestnicy *project finance* z udziałem GAZ-SYSTEM S.A.



Źródło: opracowanie własne.

Ostatecznie finansowanie spółki celowej (Polskie LNG S.A.) odbywa się w drodze wpłat na kapitał własny oraz dotacje celowe z Komisji Europejskiej. Część środków zostanie przekazana w formie pożyczki. Należy zauważyć, że w wyniku takiej koncepcji finansowania inwestycji spółka Polskie LNG straciła podstawowy cel jej powoływania: organizacja finansowania poza bilansem sponsora (GAZ-SYSTEM S.A.). Ze względu na podjęte wcześniej decyzje, podpisane umowy i porozumienia projekt jest nadal realizowany przez powołaną do tego celu spółkę celową.

Podsumowanie

Project finance jest i pozostanie w najbliższej przyszłości atrakcyjną formułą finansowania projektów inwestycyjnych. Pożądanym jest szczególnie wówczas, gdy dalsze obciążanie majątku sponsora długiem nie jest możliwe. Może to wynikać z ustalonych we wcześniejszych umowach z bankami wskaźników zadłużenia, z jednoczesną potrzebą finansowania dodatkowych projektów. Dobrze przygotowany i zrealizowany *project finance* może dawać interesujące zwroty z zainwestowanego kapitału właścicielom, ze względu na wysoki poziom dźwigni finansowej. Ogromną zaletą *project finance* jest również możliwość dzielenia się ryzykiem z innymi partnerami. Stawia to dodatkowe, pożądane wymagania, polegające na profesjonalnym przygotowaniu i prowadzeniu projektu. Należy jednak pamiętać, że z powodu niechęci do zaakceptowania pewnego poziomu ryzyka przez partnerów finansowych wiele projektów nie jest finansowanych w taki właśnie sposób. Identyfikacja szans i zagrożeń wynikających z tego podejścia jest wyzwaniem dla menedżerów zarządzających projektami i finansami firm.

Warto pamiętać, że wymagania stawiane przez partnerów przy *project finance* są wysokie, ale mają one pozytywne przełożenia na jakość zarządzania zadaniem inwestycyjnym. W analizowanym studium przypadku, niezależnie od ostatecznego niepowodzenia przyjętej na wstępie koncepcji finansowania projektu LNG w oparciu o *project finance*, podejście to przyniosło wiele wymiernych korzyści. Związane są one ze sferą zarządzania projektem. Zrealizowane audyty pozwoliły lepiej zrozumieć i przygotować projekt, a następnie skuteczniej nim zarządzać.

Bibliografia

- [1] Ballestero E., *Project finance: a multi-criteria approach to arbitration*, „Journal of the Operational Research Society” 2000, Volume 51, Issue 2.
- [2] Beidleman C.R., *On allocating risk: the essence of project finance*, “Sloan Management Review” 1990, Volume 31, Issue 3.
- [3] Brzozowska K., *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance*, CEDEWU, Warszawa 2010.
- [4] Daube D., Vollrath S., Alfen H.W., *A comparison of project finance and the forfeiting model as financing forms for PPP projects in Germany*, „International Journal of Project Management” 2008, Volume 26, Issue 4.
- [5] Esty B., *Returns on project-financed investments: evolution and managerial implications*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, Volume 15, Issue 1.

- [6] Farrell L.M., *Principal-agency risk in project finance*, „International Journal of Project Management” 2003, Volume 21, Issue 8.
- [7] Forshaw A., *Project finance and the successful allocation of risk*, „The Treasurer” 1996.
- [8] Girardone C., Snaith S., *Project finance loan spreads and disaggregated political risk*, „Applied Financial Economics” 2011, Volume 21, Issue 22.
- [9] Howcroft B., Fadhley S., *Project finance: a credit strategy based on contractual linkages*, „The Service Industries Journal” 1998, Volume 18, Issue 2.
- [10] Korombel A., *Ryzyko w finansowaniu działalności inwestycyjnej metodą project finance*, Difin, Warszawa 2007.
- [11] Lambe G., Alexander P., *Project finance: bearing up in challenging Times*, „The Banker” 2009, Volume 159, Issue 997.
- [12] Lambe G., *Redrawing the landscape (Project finance)*, „The Banker” 2009, Volume 159, Issue 998.
- [13] Sawant R.J., *The economics of large-scale infrastructure FDI: the case of project finance*, „Journal of International Business Studies” 2010, Volume 41, Issue 6.
- [14] Wojewnik-Filipowska A., *Project finance w inwestycjach infrastrukturalnych*, CEDEWU, Warszawa 2008.
- [15] Yescombe Y.R., *Project finance, wybrane elementy finansowania strukturalnego*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków 2007.

SZANSE I OGRANICZENIA FINANSOWANIA INWESTYCJI W FORMULE *PROJECT FINANCE* (STUDIUM PRZYPADKU)

Streszczenie

Artykuł został poświęcony *project finance* – koncepcji finansowania dużych projektów inwestycyjnych, szczególnie w obszarze infrastruktury. Ogromną zaletą *project finance* jest możliwość finansowania zadań inwestycyjnych z zasadą dzielenia się ryzykiem z innymi partnerami. Dokonano w nim identyfikacji szans, zagrożeń i ograniczeń tej koncepcji. Analizowanym studium przypadku była organizacja finansowania budowy pierwszego w rejonie Morza Bałtyckiego terminalu do odbioru LNG (gaz ziemny w postaci skroplonej). *Project finance* jest metodą skomplikowaną i kosztowną. Dobrze przygotowany i zrealizowany *project finance* może dawać interesujące zwroty z zainwestowanego kapitału właścicielom, ze względu na

wysoki poziom dźwigni finansowej. Ogromną wartością jest również szczególne profesjonalne przygotowanie i prowadzenie projektu.

SŁOWA KLUCZOWE: PROJECT FINANCE, STRUKTURA FINANSOWANIA, ZARZĄDZANIE PROJEKTEM, ZARZĄDZANIE RYZYKIEM, KOSZT KAPITAŁU, SPV

OPPORTUNITIES AND RESTRICTIONS IN PROJECT FINANCE (CASE STUDY)

Abstract

The article is related to Project Finance, a notion that concerns fund raising of big investment projects, particularly in the area of infrastructure. Its huge upside is the possibility of financing investment aims based on the idea of mutual risk share that each business partner takes. It includes an identification of odds, threats and limitations of this notion. An in-depth analysis that the article covers is related to the organization of the fund raising for the construction of the first LNG (liquefied natural gas) Terminal in the Baltic Sea region. Project Finance is a costly and complicated method. Once it has been thoroughly prepared and executed, however, it may yield interesting return on investment for the investors owing to a high level of financial leverage. Exceptionally professional preparation and execution of the project is undoubtedly its invaluable worth.

KEY WORDS: PROJECT FINANCE, FUND RAISING STRUCTURE, PROJECT MANAGEMENT, RISK MANAGEMENT, COST OF CAPITAL, SPV