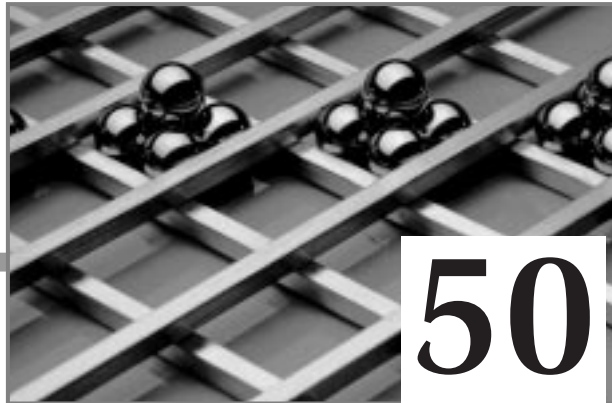


Z E S Z Y T Y BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 2 0 0 0

FINANSOWANIE DUŻYCH PRZEDSIĘWZIĘĆ
O STRATEGICZNYM ZNACZENIU
DLA POLSKIEJ GOSPODARKI



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa
00 – 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA
00 – 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja Zeszytów

Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz
Sekretarz Zeszytów
Krystyna Olechowska

Autorzy
Paweł Piłatkowski
Edmund Cumber
Paweł Samecki

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury
DTP: SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca:
CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12
Nakładca:
BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w październiku 2000 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

Lista uczestników seminarium	4
Od Redakcji – WPROWADZENIE	5
Paweł Piłatkowski – MOŻLIWOŚĆ FINANSOWANIA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH NA PRZYKŁADZIE BUDOWY AUTOSTRAD W POLSCE	7
1. Wstęp	7
2. Jak pomóc władzom lokalnym współpracować z kapitałem prywatnym w realizacji inwestycji publicznych	7
3. System partnerstwa prywatno-publicznego	10
Koncepcja BOT: możliwość zastosowania przy inwestycjach infrastrukturalnych (prezentacja)	15
Edmund Cumber – ROLA BANKÓW W FINANSOWANIU PRZEDSIĘWZIĘĆ O ZNACZENIU STRATEGICZNYM DLA GOSPODARKI	25
1. Wstęp	25
2. Klienci banków	26
3. Kryteria udzielania kredytów inwestycyjnych	27
4. Współdziałanie publiczno-prywatne w inwestycjach	30
5. Bank jako doradca finansowy	30
Paweł Samecki – WSPARCIE FINANSOWE DUŻYCH PRZEDSIĘWZIĘĆ ŚRODKAMI UNII EUROPEJSKIEJ PRZED I PO PRZYSTĄPIENIU POLSKI DO UNII	33
1. Program PHARE	33
2. Program Współpracy Przygranicznej PHARE Crossborder Co-operation Programme – CBC	35
3. Program ISPA	42

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Michał Bagiński	Biznes Polska	Karol Olkucki	Budimex
Ewa Balcerowicz	Fundacja CASE	Marek Opiłowski	Rządowe Centrum Studiów Strategicznych
Paweł Bieńkowski	Interfax		PAIZ
Anna Bigolas-Siwicka	BRE Bank SA	Adam Pawłowicz	Bank Gospodarstwa Krajowego
Anita Błaszczak	Rzeczpospolita	Ryszard Pazura	Przedstawicielstwo Komisji Europejskiej w Polsce
Barbara Błaszczak	Fundacja CASE	Jerzy Pieńkowski	Agencja Budowy i Eksploatacji Autostrad
Maria Bobińska	Gazeta Prawna		Bank of America (Polska) SA
Elżbieta Bodio	Ministerstwo Gospodarki	Paweł Piłatkowski	ABN-AMRO Bank(Polska) SA
Marzena Borowiec	Polski Koncern Naftowy		Bank of America (Polska) SA
Magdalena Bręczewska	Trybuna	Maciej Piotrowski	Polska Agencja Rozwoju Regionalnego
Piotr Bujak	Fundacja CASE	Małgorzata Przebindowska	Górnośląski Bank Gospodarczy SA
Jacek Bukowski	Polskie Koleje Państwowe	Stanisław M. Popów	Hydro Poland Sp. z o.o.
Andrzej Chmielewski	Nowe Życie Gospodarcze	Andrzej Pyszkowski	ING Barings Polska
Janusz Chojna	Instytut Koniunktur i Cen		VIII NFI-OCTAVA SA
Edmund Cumber	BRE Bank SA	Krystyna Rawska	Narodowy Bank Polski
Ryszard Czarnecki	Sejm RP	Katarzyna Roszkowska	UKIE
Jacek Dąbrowski	BIG Bank GDAŃSKI SA	Krzysztof Rybiński	PKO BP SA
Marek Dul	KPWIG	Piotr Rymaszcwski	Kredyt Bank SA
Barbara Durka	Instytut Koniunktur i Cen	Ewa Sadowska-Cieślak	PBK SA
Miroslaw Dusza	Narodowy Bank Polski	Paweł Samecki	Bank Handlowy w Warszawie SA
Michał Dwurzyński	Kredyt Bank SA	Elżbieta Sawicka	Narodowy Bank Polski
Gerarf Ferent	Société Générale-Warsaw Branch	Izabela Sewerynik	Narodowy Bank Polski
Dariusz Filar	Bank Pekao SA	Stawomir Sikora	Ministerstwo Finansów
Maciej Fornalczyk	Comper	Elżbieta Skrzyszewska-Paczek	WNE UW
Elżbieta Gajeska	Przedstawicielstwo Komisji Europejskiej w Polsce	Andrzej Sławiński	Ambasada Rumunii
		Józef Sobota	WestLB Polska SA
Ewa Godula		Jan K. Solarz	PKO Bank Polski
Szymon Grochowski	Uniwersytet Łódzki	Piotr Sota	BOSS
Włodzimierz Grudziński	BISE	Tomasz Stankiewicz	Rządowe Centrum Studiów Strategicznych
Beata Hawrylik	Komitet Badań Naukowych	Romeo Stanciu	Szkoła Główna Handlowa
Danuta Horodyska	Warmińsko-Mazurski Bank Regionalny SA	Maciej Stańczuk	ING Barings
		Waldrmar Stawski	Rynki Zagraniczne
Mariusz Jarmużek	Uniwersytet Łódzki, CASE	Piotr Stefaniak	Narodowy Bank Polski
Bogumił Kamiński	Szkoła Główna Handlowa	Stanisław Sudak	BBN
Piotr Kobierski	Chejron-Konsultanci		IBD Zmiany SA
Michał Kobosko	Puls Biznesu	Tomasz Szapiro	PTE Skarbiec-Emerytura
Lidia Kołucka	Fundacja Forda	Mateusz Szczurek	PBK SA
Norbert Korczyński	Uniwersytet Łódzki	Tadeusz Szkamruk	Bank Pocztowy SA
Marzena Kowalska	Wood & Company SA	Piotr Szpunar	Parkiet
Marek Kozak	Polska Agencja Rozwoju Regionalnego	Sylwester Szafarz	
		Andrzej Śniecikowski	Uniwersytet Łódzki
Waldemar Koziół	Uniwersytet Warszawski	Krzysztof Telega	Górnośląski Bank Gospodarczy SA
Małgorzata Kozłowska	Komitet Badań Naukowych	Piotr Tefelski	Fundacja CASE
Jerzy Kropiwnicki	Rządowe Centrum Studiów Strategicznych	Piotr Tomaszewski	Biuro Banku Światowego w Polsce
		Piotr Utrata	Bank Handlowy w Warszawie SA
Paweł Krzeczunowicz	USAID	Stanisław Wellisz	BRE Bank SA
Arkadiusz Krześniak	WBK SA	Adam Wiśniewski	Narodowy Bank Polski
Zenon Kulesza	Krajowa Izba Gospodarcza	Tadeusz Wnuk	KPWIG
Wojciech Kwaśniak	GINB	Grażyna Wojciechowicz	BPH SA
Jerzy Kwieciński	Przedstawicielstwo Komisji Europejskiej w Polsce	Jacek Wojciechowicz	INE PAN
		Jarosław Wolfram	KPWIG
Piotr Liese	PAIZ	Paweł Wróbel	Gazeta Bankowa
Magdalena Lidak	Unia Europejska	Anna Zajączkowska	Fundacja CASE
Krzysztof Lis	Fundacja Centrum Prywatyzacji	Artur Zapała	Citibank (Polska) SA
Miroslaw Maszybrocki	DAEWOO TU SA	Jadwiga Zaręba	Uniwersytet Warszawski
Aleksandra Michalska	Gazeta Finansowa	Anna Ząbkowicz	PAIZ
Ewa Morawska	Hydro Poland Sp. z o.o.	Anna Zwolińska	
Tomasz Myszkorowski	Bank Handlowy w Warszawie SA	Łukasz Wilkowicz	
Henryk Okrzeja	BRE Bank SA	Katarzyna Zawalińska	
Krystyna Olechowska	Fundacja CASE	Katarzyna Zajdel	
Paweł Olesiński	PLD	Tomasz Zieliński	
Aleksander Oleś	Pekao SA	Adam Żołnowski	

WPROWADZENIE

Od Redakcji

Tam, gdzie nakłady inwestycyjne są zbyt duże, a jednocześnie potencjalne zyski zbyt małe, aby przyciągnąć prywatny kapitał, koniecznym staje się współdziałanie publiczno-prywatne w inwestycjach. Polega ono na wspólnym finansowaniu rozmaitych inwestycji przez rząd bądź władze samorządowe i prywatnych przedsiębiorców. Państwo jest zainteresowane realizacją danego projektu ze względu na jego znaczenie dla ogólnego rozwoju i dlatego ponosi część kosztów. Resztę dają prywatni przedsiębiorcy, którzy na mocy koncesji zarządzają projektem po jego ukończeniu.

Zastosowanie formuły współdziałania publiczno-prywatnego w inwestycjach odciąża budżet państwa nie tylko na etapie inwestycyjnym, ale również podczas eksploatacji, gdyż projektem zarządza prywatny właściciel, który może zapewnić lepszą kontrolę kosztów, a przez to większą efektywność. Dlaczego w takim razie całkowicie nie sprywatyzować takich przedsięwzięć? Niestety, część z nich jest z natury deficytowa, jak więzienia; inne, jak szkoły czy szpitale nie zawsze dają się w stu procentach skomercjalizować. Może to dotyczyć również niektórych innych przedsięwzięć, jak np. płatne drogi, koleje, oczyszczalnie ścieków itd. Wiadomo, że zacofany system transportowy odstrasza inwestorów, więc czasami warto dołożyć z budżetu, żeby projekt mógł wystartować niż liczyć wyłącznie na finansowanie komercyjne.

Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki było przedmiotem dyskusji panelowej podczas 50 seminarium BRE-CASE, które odbyło się 21 września 2000 roku w Warszawie. Do dyskusji organizatorzy zaprosili przedstawicieli Agencji Budowy i Eksploatacji Autostrad, BRE Banku SA oraz Urzędu Komitetu Integracji Europejskiej.

W Zeszycie zamieszczamy wystąpienia trzech panelistów. Paweł Piłatkowski, naczelnik Wydziału Koncesji i Finansowania Agencji Budowy i Eksploatacji Autostrad udowadnia, że odpowiednie wyważenie uczestnictwa w korzyściach i ryzyku przedsięwzięcia jest sprawą priorytetową w każdym projekcie zakładającym państwowo-prywatne współdziałanie. Projekt bazujący na modelu BOT zakłada właśnie współdziałanie pomiędzy państwowym właścicielem a prywatnym koncesjodawcą. We współdziałaniu tym jednak, tak jak i w wielu innych innych rodzajach, każda ze stron ma swoje cele, które chciałaby zrealizować i swoje potrzeby, które chciałaby zaspokoić. Państwowy właściciel chciałby mieć pewność, że podjęty projekt koncesyjny jest jak najbardziej zgodny z szeroko pojętym interesem społecznym. Koncesjodawca zaś chciałby mieć poczucie stabilności całego przedsięwzięcia, niezbędnej do pokrycia kosztów projektu koncesyjnego i sprzyjającej osiągnięciu zysku. Jest więc rzeczą zupełnie zrozumiałą, że współuczestnicy projektu koncesyjnego dążą do maksymalnego zabezpieczenia swoich interesów i precyzyjnego określenia relacji między sobą tak, ażeby żaden z nich nie czuł się dyskryminowany. Jednocześnie jednak muszą oni dążyć do zbudowania wzajemnego zaufania i wiary w dobre intencje każdego z nich. Jeżeli jakiś projekt koncesyjny kończył się w przeszłości niepowodzeniem, to głównie dlatego, że jego współuczestnicy nie potrafili w wyważony sposób dzielić między sobą korzyści i ponosić ryzyka.

Edmund Cumber, dyrektor Departamentu Finansowania Projektów BRE Banku SA omawia rolę banku w finansowaniu przedsięwzięć o znaczeniu strategicznym dla gospodarki – kredytodawcy oraz organizatora emisji obligacji. Zdaniem E. Cumbera projekty inwestycyjne finansowane w ramach współdziałania publiczno-prywatnego mogą być z sukcesem

realizowane pod bardzo ważnym warunkiem, a mianowicie, że władze państwowe lub samorządowe posiadają odpowiednie kwalifikacje do oceny efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych i korzystają z fachowych doradców, którzy znają wszystkie aspekty danego projektu i problemy, z jakimi można się zetknąć. I tu jest miejsce dla banków, które mogą z powodzeniem pełnić rolę doradców finansowych.

Paweł Samecki, podsekretarz stanu w Urzędzie Komitetu Integracji Europejskiej omówił możliwości wsparcia finansowego dużych przedsięwzięć środkami Unii Europejskiej przed i po przystąpieniu Polski do Unii. Podkreślił, że dla wszystkich krajów kandydujących do członkostwa w UE na lata 2000 – 2006 przewiduje się, iż budżet programu PHARE wyniesie 10.920 mld euro, zatem roczne wsparcie ma wynieść 1.560 mld euro. Komisja Europejska nie wyklucza rocznych wahań budżetu. Wielkość kwot dla każdego z krajów kandydujących będzie wyliczona w oparciu o następujące kryteria: udział ludności danego kraju w ludności całkowitej państw objętych PHARE, wysokość produktu krajowego brutto oraz zdolność absorpcji jak i postępy we wdrażaniu Partnerstwa dla Członkostwa. Z prawnego punktu widzenia PHARE może być alokowany wyłącznie w rocznych przedziałach czasowych, jednakże stwierdzono przydatność programowania wieloletniego. Dlatego Komisja Europejska zaproponowała wstępną alokację dla Polski średnio 398 mln euro rocznie w okresie 2000 - 2002. Ostateczna kwota jest alokowana co roku i wskazana w Memorandum Finansowym. W odniesieniu do połączenia współfinansowania z budżetu oraz ze środków pochodzących z trzech instrumentów (PHARE, ISPA, SAPARD) należy planować z rocznym przesunięciem w czasie tzn. budżet 2001 – PHARE 2000.

Prezentowane w Zeszycie teksty są rozszerzonymi wersjami wystąpień wygłoszonych na wrześniowym seminarium. Zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.

MOŻLIWOŚCI FINANSOWANIA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH NA PRZYKŁADZIE BUDOWY AUTOSTRAD W POLSCE

*Paweł Piłatkowski**

1. Wstęp

Na początku lat 90. planowano wybudowanie 2 600 km autostrad. Budowę przewidywano na 20, maksymalnie – 30 lat. Zakładano, że budowa zostanie sfinansowana w przeważającej mierze prywatnymi środkami finansowymi. Przewidywano, że jedyną możliwą formą zaangażowania się skarbu państwa będzie możliwość udzielenia gwarancji na kredyty zaciągnięte przez concessionariusza do wysokości 50 proc. wartości inwestycji. W praktyce niewiele projektów było w stanie spełnić tego rodzaju kryterium, stąd w ciągu ostatnich pięciu lat mieliśmy poważne problemy w osiągnięciu zamknięcia finansowego dla istniejących projektów. W międzyczasie, na podstawie nabytych doświadczeń, podjęto decyzję o znowelizowaniu ustawy o autostradach płatnych. Głównym celem tej nowelizacji było stworzenie nowych, szerszych form finansowego zaangażowania skarbu państwa.

2. Jak pomóc władzom lokalnym współpracować z kapitałem prywatnym w realizacji inwestycji publicznych

Zdając sobie sprawę z tego, że stworzenie infrastruktury nie będzie możliwe w oparciu jedynie o tradycyjne źródła finansowania, należałoby rozważyć inne sposoby znalezienia funduszy na ten cel. Jednym z możliwych rozwiązań jest model oparty na współpra-

cy sektorów państwowego i prywatnego czyli tzw. model BOT. Jest to model koncesjonowania (zbuduj – eksploatuj – przekaz) [the BOT: build-operate-transfer]. Według modelu koncesjonowania BOT, przedsiębiorstwo prywatne – zazwyczaj w formie konsorcjum finansuje, buduje i eksploatuje daną inwestycję w umówionym okresie czasu, podczas gdy rząd kraju-gospodarza, z którego inicjatywy inwestycja powstaje, spełnia wobec niej funkcje nadzorcze i regulacyjne. Pod koniec umówionego okresu cała inwestycja zostaje przekazana rządowi.

Podjęcie decyzji o zastosowaniu modelu koncesjonowania BOT to dopiero wstępny, ale bardzo ważny krok dla całości procesu mającego w efekcie doprowadzić do powstania sprawnie funkcjonującej i rentownej infrastruktury w Polsce. W kolejnym kroku należy poczynić szczegółowe analizy w celu pomyślnej realizacji inwestycji, jak np.:

- uszczegółowienie celów,
- analiza zdolności realizacyjnych,
- podział zadań, określenie kompetencji,
- nabywanie nieruchomości,
- wstępna analiza ekologiczna – ocena oddziaływania danej inwestycji na środowisko,
- przygotowanie dokumentów procesu przetargowego (wybór wykonawców),
- ocena uczestników przetargu i wynegocjowanie umowy,
- finansowanie,
- budowa,
- próba sprawnościowo-wytrzymałościowa urządzeń i ich przyjęcie.

2. 1. Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych ze środków prywatnych jest rozwiązaniem stosunkowo nowym.

W niektórych przypadkach inwestycje takie nie zapewniły oczekiwanego rezultatu, głównie z powodu źle wyważonej partycypacji sektorów państwowego i prywatnego w korzyściach i ryzyku przedsięwzięcia. Spośród nich, kilka nigdy nie wyszło poza fazę pomysłu, kilka okazało się nieudanymi w trakcie budowy, a kilka przyniosło straty po zbudowaniu. Nieudane inwestycje mogą mieć daleko idące szkodliwe konsekwencje. Ich niepowodzenie na etapie określania założeń może spowodować głębokie rozczarowanie społeczeństwa lokalnego i wielu instytucji, zainteresowanych ideą kooperacji sektorów państwowego i prywatnego. Niepowodzenie na etapie budowy, a zwłaszcza na etapie eksploatacji, może mieć jeszcze bardziej szkodliwe konsekwencje, których minimalizacja wymagać będzie olbrzymich i ciągłych zastrzyków finansowych ze strony władz samorządowych, czy nawet rządu; może to pociągnąć za sobą np. upadłość polskich firm budowlanych, wywołać liczne spory administracyjne i prawne co do własności gruntów przeznaczonych pod inwestycje i ich najbliższe otoczenie, jak również spowodować poważne problemy finansowe i tym samym wymagać będzie pilnej restrukturyzacji.

Również niekorzystnym rezultatem ewentualnego niepowodzenia może być z pewnością utrata dobrego imienia u międzynarodowych instytucji finansowych i banków krajowych, finansujących projekt koncesyjny.

2. 2. Odpowiednie wyważenie uczestnictwa w korzyściach i ryzyku przedsięwzięcia jest sprawą priorytetową w każdym projekcie zakładającym państwowo-prywatne współdziałanie.

Projekt bazujący na modelu BOT zakłada właśnie współdziałanie pomiędzy państwowym właścicielem a prywatnym koncesjodawcą. We współdziałaniu tym jednak, tak jak i w wielu innych rodzajach współdziałania, każda ze stron ma swoje cele, które chciałaby zrealizować i swoje

potrzeby, które chciałaby zaspokoić. Państwowy właściciel chciałby mieć pewność, że podjęty projekt koncesyjny jest jak najbardziej zgodny z szeroko pojętym interesem społecznym. Koncesjodawca zaś chciałby mieć poczucie stabilności całego przedsięwzięcia, niezbędnej do pokrycia kosztów projektu koncesyjnego i sprzyjającej osiągnięciu zysku. Jest więc rzeczą zupełnie zrozumiałą, że współuczestnicy projektu koncesyjnego dążą do maksymalnego zabezpieczenia swoich interesów i precyzyjnego określenia relacji między sobą tak, ażeby żaden z nich nie czuł się dyskryminowany. Jednocześnie jednak muszą oni dążyć do zbudowania wzajemnego zaufania i wiary w dobre intencje każdego z nich. Jeżeli jakiś projekt koncesyjny kończył się w przeszłości niepowodzeniem, to głównie dlatego, że jego współuczestnicy nie potrafili w wyważony sposób dzielić między sobą korzyści i ponosić ryzyka.

2. 2. 1. Potrzeby społeczne

Najlepiej ekonomicznie uzasadniony projekt koncesyjny może spowodować polityczne perturbacje. Nader często jest on wyłącznie postrzegany w kategoriach ekonomicznych jako narzędzie aktywizacji gospodarczej oraz środek służący szybkiemu zwiększeniu dochodów skarbu państwa czy władz lokalnych. Zapomina się o tym, że kosztowna, trwała, wysokiej jakości nowoczesna infrastruktura ma przecież służyć zarówno krótko- jak i długoterminowym interesom całego społeczeństwa lub danej społeczności lokalnej. Ryzyko niepowodzenia projektu koncesyjnego zwiększa się znacznie, gdy nie posiada on w miarę mocnego poparcia społecznego, czy też, innymi słowy, gdy nie jest dostatecznie zintegrowany z lokalnym środowiskiem, infrastrukturą i kulturą. Istotną sprawą dla bezkonfliktowego włączenia projektu koncesyjnego do zastanej na danym terenie szeroko pojętej infrastruktury jest uprzednie, wcześniejsze zapoznanie się z interesami społecznymi tego terenu.

2. 2. 2. Potrzeby władz lokalnych

Nierzadko zdarza się, że w projektach władze lokalne chętnie widziałyby dogodny sposób na uwolnienie się od ciężaru finansowania inwestycji. Wielu urzędników podejmujących decyzje inwestycyjne, czy to na szczeblu centralnym, czy też lokalnym uważa, że wy-

starczy wydać koncesję i zezwolić koncesjodawcy na podejmowanie wszelkich decyzji, a pieniądze będą same płynęły szerokim strumieniem do kasy. Niestety, taki scenariusz ma niewiele wspólnego z rzeczywistością. Istnieje bowiem cały szereg spraw o wymiarze społecznym i politycznym, które nie mogą być po prostu pozostawione w wyłącznej gestii koncesjodawcy, a mianowicie:

- harmonogram projektu,
- planowane zdolności realizacyjne,
- stopień społecznego poparcia,
- skutki inwestycji dla użytkowania ziemi i dla istniejących na danym terenie wzorów społeczno-kulturowych,
- skutki ekologiczne i ich monitorowanie,
- potrzeba i konsekwencje wsparcia bezpośrednio wsparcia kredytowego, czy też poprzez odpowiednie gwarancje kredytowe udzielane przez skarbu państwa, władze lokalne,
- przekazanie ziemi, urządzeń i funduszy państwowych,
- wymogi różnorodnych instytucji rządowych,
- stosunki z podobnymi, konkurencyjnymi inwestycjami,
- kontrola jakościowa budowy,
- nadzorowanie zgodności bieżącej eksploatacji i utrzymania obiektu z ustalonymi standardami,
- wysokości opłat za użytkowanie i sposób ich pobierania.

Pozostawienie podobnych kwestii bez udziału władz lokalnych może w efekcie doprowadzić do sytuacji, w której spółka koncesyjna będzie uzyskiwała niezaskarżone większe korzyści i gratyfikacje niż zakładano i tym samym zasada proporcjonalnych udziałów w korzyściach i ryzyku zostanie podważona. Projekt koncesyjny, który bezpodstawnie faworyzuje koncesjodawcę jest w pewnym momencie skazany na porażkę pod naporem niezadowolonych zarówno władz lokalnych, jak i szerokiej opinii publicznej.

2. 2. 3. Potrzeby koncesjodawcy

Celem projektu koncesyjnego jest wyselekcjonowanie prywatnego przedsiębiorstwa podejmującego się sfinansowania państwowej inwestycji, której organ pań-

stwowy/samorządowy nie jest w stanie, albo też z jakichś powodów chce sfinansować. Potrzeby i wymogi prywatnych inwestorów muszą być odpowiednio do ich statusu wzięte pod uwagę w negocjacjach z koncesjodawcą. Aby nakłonić prywatnego koncesjodawcę do sfinansowania państwowej inwestycji, należy go przekonać, iż może spodziewać się godziwego zysku w zamian za wyłożenie swojego kapitału. Nakłonienie prywatnego koncesjodawcy do finansowania projektu koncesyjnego o wysokim stopniu ryzyka wymaga, oczywiście, przekonania go, że wyłożony przez niego kapitał przyniesie większy zysk niż przy finansowaniu projektów o mniejszym stopniu ryzyka.

Trudności ze znalezieniem prywatnego kapitału gotowego sfinansować państwowe inwestycje mogą pojawiać się wtedy, gdy koncesjodawca nie zdoła zapewnić prywatnemu koncesjodawcy dogodnych warunków dla osiągnięcia godziwego zysku, a zwłaszcza, gdy będzie starał się przerzucić *gros* ryzyka na koncesjodawcę. Istotnym zatem zadaniem w procesie planowania projektu koncesyjnego jest dokonanie przez koncesjodawcę już na samym początku tego procesu rozważnej analizy metod uczestniczenia w podziale pomiędzy stronami zakresu odpowiedzialności za poszczególne ryzyka, jak i podziału zysków. Nie trzeba tu ponownie dodawać, iż traktowanie przez koncesjodawcę koncesjodawcy jako pełnoprawnego partnera do udziału w zyskach, z którym koncesjodawca również dzieli i minimalizuje ryzyko, jest wymogiem zwykłej uczciwości, nie mówiąc już o praktycznej konieczności. Brak takiego rzetelnego partnerstwa w projekcie koncesyjnym doprowadzić może do całkowitej jego porażki.

2. 2. 4. Doświadczenie w kierowaniu

Kierowanie i uwieńczenie sukcesem projektu koncesyjnego wymaga dobrej znajomości sektorów tak państwowego jak i prywatnego, które na bazie modelu koncesjonowania BOT, podejmują współpracę celem realizacji inwestycji. Zawsze istnieje potrzeba przy realizacji tego typu przedsięwzięć, zatrudnienia wysoce kwalifikowanej grupy doradców z dziedziny prawa, finansów oraz w zakresie aspektów technicznych.

3. System partnerstwa prywatno-publicznego

Formuła BOT jest pojęciem dosyć szerokim. Najogólniej rzecz ujmując chodzi o stworzenie sprawnego i dobrze funkcjonującego przedsięwzięcia, a nie jak ma to miejsce w wielu przypadkach realizację jedynie kontraktu budowlanego. BOT, czy może raczej w warunkach polskich, czy nawet europejskich, system partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP), na podstawie dotychczasowych, światowych doświadczeń zapewnia nie tylko największe szanse powodzenia danego przedsięwzięcia, lecz wręcz pozwala na przyspieszenie rozwoju infrastruktury w poszczególnych krajach poprzez przyjęcie nowatorskich sposobów finansowania i realizacji inwestycji. Formuła ta umożliwi władzom lokalnym, we współpracy z poszczególnymi koncesjonariuszami, stworzenie podstawy majątkowej, której żadna ze stron nie byłaby w stanie utworzyć samodzielnie.

Można wyobrazić sobie oczywiście szereg wariantów PPP (w zależności chociażby od formuły/formy zaangażowania się państwa/gminy w realizację danego przedsięwzięcia infrastrukturalnego), które mogą być korzystne dla samego przedsięwzięcia, jak i bezpośrednio dla władz terytorialnych. Bardzo istotnym jest również określenie celów, jakie przyświecają polityce regionalnej w odniesieniu do infrastruktury, które można by określić następująco:

1. Realizacja rozwoju infrastruktury tak szybko, jak to możliwe; z uwzględnieniem ograniczeń, jakie wynikają z sytuacji makroekonomicznej Polski oraz w sposób zapewniający powstanie największych korzyści makroekonomicznych, powstałych przy realizacji przedsięwzięć infrastrukturalnych.
2. Uzyskanie dostępu do prywatnych źródeł finansowania i ich wykorzystanie.
3. Zminimalizowanie udziału rządu/skarbu państwa, budżetów lokalnych.
4. Osiąganie maksymalnych korzyści, w tym społecznych w całym okresie koncesji.

Istotnym jest również stwierdzenie, że przy realizacji tego typu przedsięwzięć, dla przyciągnięcia inwestorów

prywatnych do realizacji projektu, krytycznym elementem jest określenie formuły wsparcia finansowego ze strony państwa/władz lokalnych. Nie jest to oczywiście niczym nowym w porównaniu do doświadczeń światowych przy realizacji projektów infrastrukturalnych. W wielu innych krajach powodzenie włączenia inwestorów prywatnych w realizację inwestycji infrastrukturalnych zależało od formy i zakresu udziału państwa.

Wybór struktury realizacji przedsięwzięcia, która przynosić ma najwięcej korzyści, zależy oczywiście od celów, jakie przyświecają władzom, a także warunków ekonomicznych, w jakich przypada realizacja konkretnego schematu realizacji; chodzi tu o to, czy jest to typowe BOT, określona formuła PPP, czy też bardziej tradycyjne formy realizacji (tzn. finansowane przez państwo bezpośrednio z wpływów podatkowych, czy też środków pozyskanych staraniem państwa – środki pomocowe, kredyty. Jednak, jak to zostało stwierdzone w dotychczasowej praktyce, udana realizacja przedsięwzięć infrastrukturalnych, w dużej mierze zależy od wprowadzenia właśnie formuły BOT/PPP właśnie tam, gdzie odpowiednie projekty infrastrukturalne byłyby w stanie wygenerować odpowiedni poziom przychodów, szczególnie w początkowym okresie eksploatacji, pozwalających na pokrycie:

- kosztów utrzymania i eksploatacji,
- obsługę kredytów zaciągniętych na poczet sfinansowania budowy danej inwestycji

oraz zapewniających akceptowany poziom zwrotu zaangażowanych środków finansowych przez inwestorów prywatnych.

Najczęstszą formą uczestniczenia sektora publicznego w finansowaniu projektów infrastrukturalnych jest:

- możliwość udzielania gwarancji na kredyty zaciągane na poczet sfinansowania budowy autostrady,
- udział w sfinansowaniu części kosztów budowy,
- stworzenie możliwości pokrywania niedoborów eksploatacji, w momencie kiedy by się okazało, że popyt jest niższy od prognozowanego, jednak nie z przyczyn leżących po stronie koncesjonariusza; przekazywanie gotowych elementów infrastruktury itp.

Oczywistym jest, że każdy z projektów może się różnić w zasadniczy sposób co do warunków jego realizacji,

w tym warunków finansowych i komercyjnych (struktura podziału ryzyka pomiędzy stronami), stąd decyzje o ostatecznym wyborze poszczególnej formuły realizacji będą podejmowane z uwzględnieniem korzyści jakie z tego wynikają dla rządu, władz samorządowych w porównaniu np. do tradycyjnych form realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych jakie dotychczas dominowały w Polsce.

Wspomniany system PPP nie jest przeciwieństwem systemu BOT. W każdym z przypadków bardzo istotnym jest zachowanie przejrzystości rozwiązań i procedur dotyczących finansowania oraz podziału dochodów z eksploatacji danej inwestycji. System BOT, w czystej postaci, czyli kiedy państwo, bez żadnych form zaangażowania finansowego, w warunkach rynkowych (koszty przygotowania inwestycji, wykonania dokumentacji projektowej, samej budowy, kosztów finansowych, kosztów eksploatacji, innych kategorii kosztów z jednej strony, a z drugiej strony prognozowany poziom ruchu oraz spodziewane przychody) zrzeka się części swoich praw na rzecz spółki koncesyjnej specjalnego przeznaczenia Special Purpose Company/vehicle, specjalnie powołanej do realizacji danego przedsięwzięcia jest bardzo trudny czy też wręcz niemożliwy do zrealizowania w przypadku wielu przedsięwzięć, w tym autostrad płatnych.

Przypadek autostrad jest o tyle trudny, że należy pogodzić cele czysto komercyjne z elementami i różnymi aspektami polityki społecznej. Trudno np. wyobrazić sobie sytuację, w której jedynym połączeniem na danym odcinku byłaby autostrada płatna. Zazwyczaj istnieje również równoległa droga bezpłatna, często o gorszych parametrach ruchu, jednak mimo wszystko odbiera ona znaczny procent ruchu z korytarza transportowego – szczególnie w początkowym okresie, kiedy użytkownicy nie są przyzwyczajeni do korzystania z autostrady oferującej wyższą jakość podróżowania. Ten element sprawia właśnie, że ryzyko po stronie projektu jest znacznie wyższe niż w przypadku np. metra, kiedy mamy do czynienia z *quasi* pozycją monopolistyczną danego środka transportu. Trudno wyobrazić sobie sytuację, w której będą dwie, blisko siebie rozlokowane, równoległe linie metra. Ponadto, w przypadku metra, kolejnym czynnikiem zmniejszającym ryzyko komercyjne jest fakt, że częstotliwość podróży jest znacznie wyższa niż podróżowanie autostradą pomiędzy

dużymi aglomeracjami miejskimi. Stąd wniosek, że z zastosowaniem systemu BOT znacznie łatwiej jest przeprowadzić prywatyzację metra (bo o to tak na dobrą sprawę chodzi) czy też np. elektrowni, wodociągów, oczyszczalni, gazociągów niż autostrad.

Należy zwrócić ponadto uwagę, że inwestycje infrastrukturalne są realizowane zazwyczaj w oparciu o środki finansowe, w skład których wchodzi:

- środki własne koncesjonariusza (kapitał własny, kredyty udzielone spółce koncesyjnej przez głównych jej akcjonariuszy),
- kredyty zaciągnięte na poczet realizacji przedsięwzięcia, a zabezpieczone przyszłymi przychodami (tzw. senior loans),
- różnego rodzaju środki bezzwrotne (granty, międzynarodowe środki pomocowe),
- dochody w trakcie budowy,
- gotowe odcinki lub fragmenty istniejącej już infrastruktury, która jest zazwyczaj jedynie ulepszana, co sprawia, że istniejąca i ulepszona infrastruktura w połączeniu z nowo wybudowaną daje większą wiarygodność prognozom przychodów, co z kolei zmniejsza ryzyko, a w ostateczności koszty finansowe projektu, powstałe z tytułu zaciągniętych kredytów.

Postępując się przykładem autostrad w Polsce, to gdyby oczekiwać, że każde z planowanych przedsięwzięć będzie na tyle dochodowe, aby zapewnić pokrycie bieżących kosztów utrzymania i eksploatacji, spłatę zaciągniętych kredytów oraz zapewnić akceptowalną stopę zwrotu od zainwestowanego kapitału, to w zasadzie, żaden z odcinków planowanych autostrad w Polsce nie jest dochodowy, tym samym należałoby podjęcie decyzji o rozpoczęciu budowy autostrad odsunąć o około 15 lat, kiedy to planowany poziom ruchu byłby na wystarczającym poziomie. Oczywiście nikt odpowiedzialny nie mógłby podjąć takiej decyzji. Stąd podstawowym kryterium rozstrzygającym o realizacji danej inwestycji, jest powstanie takich korzyści makroekonomicznych, powstałych w wyniku jej realizacji, które przewyższałyby koszty towarzyszące jej istnieniu.

Przykładowo władze lokalne mogą dopuszczać możliwość nieopłacalności danej inwestycji w węższym ro-

zumieniu, czysto finansowym, w określonym przedziale czasowym, kiedy mogą powstać czasowe braki środków gotówkowych na regulowanie bieżących zobowiązań spółki, pod warunkiem jednak, że rachunek makroekonomiczny uzasadnia powstanie danej inwestycji. I tak, w przypadku autostrad będzie to np. zmniejszenie ilości wypadków drogowych, zmniejszenie czasu podróży, zwiększenie aktywności gospodarczej, szczególnie na terenach wokół autostradowych, zwiększenie mobilności ludzi, spełnienie norm ochrony środowiska, zwiększenie turystyki, transfer technologii. Korzyści w rozumieniu czysto finansowym to przede wszystkim podatki (VAT, CIT), różnego rodzaju opłaty i płatności od spółki koncesyjnej na rzecz państwa/władz lokalnych.

Wymieniając ponownie szereg korzyści wynikających z wprowadzenia systemu BOT, czy też bardziej w warunkach polskich, systemu PPP, można wymienić m.in.:

1. Umożliwienie realizacji wybranych projektów infrastrukturalnych w najbliższej perspektywie czasowej.
2. Osiągnięcie najniższych łącznych kosztów w całym cyklu życia danej inwestycji, które będą ponoszone przez rząd centralny, władze terytorialne, z tytułu realizacji całej inwestycji, tj. kosztów prac projektowych, kosztów budowy, kosztów finansowych oraz kosztów utrzymania i zarządzania.
3. W przypadku pomyślnej realizacji Programu Budowy Autostrad – stworzenie nowego sektora gospodarki narodowej opartego na silnych podstawach rynkowych, tj. przedsiębiorstwach budowy i eksploatacji płatnych autostrad, które będą mogły w perspektywie 10 – 15 lat pomyślnie konkurować na rynkach krajowych i zagranicznych o zdobywanie intratnych kontraktów, szczególnie w Europie Środkowo-Wschodniej.

Udział państwa w realizacji projektów infrastrukturalnych, zgodnie z zasadami PPP, w formie bezpośredniej (granty, gotowe elementy infrastruktury, itd.), czy pośredniej (zwolnienia podatkowe, gwarancje, środki finansowe do wykorzystania w okresie eksploatacji, fundusze specjalnego przeznaczenia, itd.) jest rzeczą jak najbardziej powszechną. Państwo zazwyczaj określa poziom i formę zaangażowania w taki sposób, aby umożliwiała to „zamknięcie projektu i w efekcie jego re-

alizację”. Najważniejszym jest jednak, aby realizacja takich przedsięwzięć odbywa się w oparciu o międzynarodowe, otwarte przetargi, według standardów, które pozwalają na zachowanie konkurencyjności dla uzyskanych ofert od sektora prywatnego.

Często skala projektowanych przedsięwzięć sprawia, że do przetargów przystępują całe grupy przedsiębiorstw, z partnerem zagranicznym, składające się z firm, działających w różnych dziedzinach:

- projektowanie,
- organizacja i wykonanie budowy,
- organizacja finansowania,
- zarządzanie projektem,
- utrzymanie i eksploatacja,
- marketing, itp.

W okresie trwania całego okresu koncesji, powstała firma będzie uiszczala należne podatki, szereg opłat niezależnych od przychodów, tj. o charakterze czysto uznaniowym i określonym przez państwo/władze lokalne oraz opłaty, które zależą od przepływów finansowych (tzw. opłaty podporządkowane – czyli podział zysków). Należy jednak pamiętać, że wszystkie te opłaty będą ostatecznie odzwierciedlać skalę i sposób podziału ryzyka pomiędzy stronami umowy koncesyjnej, czyli skarbem państwa a sektorem prywatnym.

Należy mieć również na uwadze, w każdej z wybranych form realizacji danej inwestycji, że koncesjonariusz będzie zobowiązany do spełnienia szeregu warunków, co do jakości i standardów świadczonych usług (osiągnięcie satysfakcji klientów, itd.).

Wydaje się, że z punktu widzenia zarówno rządu, jak i władz lokalnych najważniejszą korzyścią z zastosowania metody BOT („budowa – eksploatacja – przekazanie”) w przedsięwzięciach infrastrukturalnych jest fakt, iż rząd może polegać na zainteresowaniu koncesjonariusza i jego kredytodawców osiągnięciem eksploatacyjnego i finansowego sukcesu (powodzenia) przedsięwzięcia. W przeciwieństwie do typowych wykonawców robót zleczanych przez rząd, otrzymujących od rządu zryczałtowane wynagrodzenie za wykonanie określonego zakresu prac, koncesjonariusz w systemie BOT wykorzystuje przychody z eksploatacji obiektów w celu pokrycia swoich kosztów bieżących oraz uzyskania zysku z wnie-

sionej inwestycji kapitałowej. Zatem, koncesjonariusz w systemie BOT i jego kredytodawcy są żywotnie zainteresowani tym, aby budowa została zrealizowana w terminie, aby obiekty były zaprojektowane i wybudowane w sposób zapewniający ich atrakcyjność dla użytkowników, aby obiekty były efektywnie i oszczędnie eksploatowane i utrzymywane w dobrym stanie technicznym nie wpływającym na zmniejszenie przychodów, jak również aby opłaty uiszczane przez użytkowników (w przypadku autostrad – opłaty za przejazd) były na poziomie zapewniającym uzyskiwanie optymalnych przychodów.

W przedsięwzięciu typu BOT, rząd może skoncentrować swoje wysiłki na kontroli stosunkowo niewielu umownych zobowiązań koncesjonariusza (np. dotyczące ochrony środowiska lub też przekazania obiektów w dobrym stanie technicznym po zakończeniu okresu koncesji), kiedy interes własny koncesjonariusza i jego kredytodawców nie zawsze jest zgodny z interesem państwa.

Przedsięwzięcia typu BOT wymagają od akcjonariuszy spółki specjalnego przeznaczenia znacznego zainwestowania w przedsięwzięcie *equity*, tzn. kapitału własnego i kredytów podporządkowanych (zazwyczaj pomiędzy 10 – 30% kosztów całkowitych przedsięwzięcia), co sprawia, że akcjonariusze spodziewając się zwrotu zainwestowanych środków w postaci zysków, cały czas są zainteresowani maksymalizacją przepływów gotówkowych netto.

Typowe umowy oparte na zasadach BOT przewidują, iż wszystkie przychody z eksploatacji danego przedsięwzięcia zostaną złożone na specjalnym rachunku, z którego środki będą w pierwszej kolejności wykorzystywane na pokrycie bieżących wydatków związanych z eksploatacją i utrzymaniem danego obiektu, a następnie na utworzenie rachunków rezerwowych zapewniających fundusze na pokrycie, według określonego harmonogramu, kosztów realizacji okresowych remontów głównych, czy też modernizacji, a następnie na spłatę kwoty głównej i odsetek zadłużenia typu *senior* (nadrzędnego lub inaczej z pierwszeństwem spłaty), zaciągniętego uprzednio na poczet sfinansowania realizacji przedsięwzięcia.

Zazwyczaj nie dopuszcza się możliwości osiągnięcia przez akcjonariuszy żadnych zysków, jeżeli będzie nie-

spłacona jakakolwiek część długu głównego lub długu gwarantowanego przez skarb państwa lub jego podmioty, jeśli taki występuje. W takiej sytuacji można oczekiwać, że potencjalny akcjonariusz będzie w odpowiednim stopniu zainteresowany istnieniem sytuacji, w której jak najszybciej zostanie spłacony kredyt główny oraz uwolnione zostaną wszelkie ewentualne gwarancje rządowe, czy też udzielone przez władze samorządowe/lokalne.

Typowa umowa BOT powinna zapewnić władzom lokalnym udział w przychodach w inwestycji, czyli prawo do uzyskania różnych płatności gotówkowych, których łączna kwota będzie ostatecznie zależna od ekonomicznego sukcesu (powodzenia) przedsięwzięcia. Można tutaj sobie wyobrazić różnego rodzaju opłaty za udzielenie koncesji, czy też wyłącznego prawa na określoną działalność, następnie opłatę dzierżawną za wydzierżawienie danego terenu, czy też w końcu, dzielenie się zyskiem począwszy od momentu, kiedy całość zadłużenia typu *senior* zostanie odpowiednio spłacona.

Od koncesjonariusza wymaga się również uiszczenia podatku VAT od przychodów z eksploatacji danej inwestycji oraz podatku dochodowego od otrzymanych zysków. Konstrukcja transakcji powinna sprawiać, że bezpośredni interes własny spółki koncesyjnej będzie ją motywował do maksymalizacji tych płatności na rzecz odpowiednich władz.

3. 1. Ryzyko jednostek/organów zlecających

Istotną korzyścią modelu BOT jest fakt, iż pozwala on rządowi czy władzom lokalnym uniknąć odpowiedzialności za koszty, które rząd/ władze lokalne musieliby ponieść (finansując te wydatki z różnego rodzaju podatków lub z funduszy pożyczonych), gdyby zamawiali na konwencjonalnych zasadach projekt, budowę, zarządzanie i/lub utrzymanie obiektu, oraz/lub uniknąć ryzyka związanego z niedostatecznymi przychodami, na które to ryzyko projekt byłby wystawiony w przypadku finansowania poprzez kredyt zaciągnięty przez skarb państwa/władze lokalne.

Jednakże, byłoby nierealistycznym założeniem ze strony władz oczekiwać od koncesjonowanej spółki i jej

pożyczkodawców, że zwolnią władze lokalne ze wszystkich rodzajów ryzyka związanych z projektem. Rozróżnienie, które czasami daje się zaobserwować pomiędzy „BOT” a „partnerstwem publiczno-prywatnym” jest różnicą między fałszywym. Bez względu na to jakich używa się określeń, każda koncesja związana z infrastrukturą zawiera w sobie negocjowalną alokację ryzyka i wynagrodzeń pomiędzy władzami lokalnymi a koncesjonariuszem; i jest czymś typowym dla umów koncesyjnych typu BOT przydzielanie władzom lokalnym różnorodnych rodzajów ryzyka, do których kontroli i absorbowania są one lepiej przygotowane niż koncesjonariusze lub ich pożyczkodawcy.

Dlatego też przy ocenie ryzyka transakcji nie jest czymś właściwym porównywanie „na siłę” transakcji do standardu jakiejś wymyślonej transakcji, w której władze lokalne czy też rząd nie przyjmują na siebie jakiegokolwiek ryzyka. Takie ryzyko powinno być raczej porównywane z ryzykiem alternatywnego scenariusza,

w którym władze lokalne przejmują 100% kosztów projektu, biorą na siebie odpowiedzialność wygenerowania z projektu dostatecznych przychodów dla obsługi zadłużenia z nim związanego, a także samodzielnie podpisują umowę (albo poprzez pojedynczy kontrakt albo poprzez osobne kontrakty) dotyczącą projektu, budowy, następnie eksploatacji i utrzymania infrastruktury.

* Autor jest naczelnikiem Wydziału Koncesji i Finansowania Agencji Budowy i Eksploatacji Autostrad

**KONCEPCJA BOT:
MOŻLIWOŚĆ ZASTOSOWANIA
PRZY INWESTYCJACH
INFRASTRUKTURALNYCH**

PREZENTACJA

**Koncepcja BOT:
możliwość zastosowania
przy inwestycjach infrastrukturalnych**

Warszawa
21 września 2000 r.

**SYSTEMY FINANSOWANIA
INFRASTRUKTURY**

- 
- **SYSTEM TRADYCYJNY**
 - **SYSTEM NIETRADYCYJNY (KONCESYJNY) - BOT**
 - **W PRAKTYCE WYSTĘPUJE RACZEJ SYSTEM PARTNERSTWA PUBLICZNO – PRYWATNEGO (PPP)**
-

SYSTEMY FINANSOWANIA

TRADYCYJNY

- Budowa finansowana ze środków własnych władz lokalnych oraz środków zdobytych ich staraniem (kredyty, granty, m.in. od MIF).

KONCESYJNY

- Inwestorem jest koncesjonariusz, który przygotowuje i przeprowadza cały proces budowy i eksploatacji, w tym przede wszystkim zdobycie środków finansowych. Kredytodawcy zazwyczaj zobowiązują koncesjonariusza do wykonania niezależnego studium na temat spodziewanego popytu na daną usługę.

BOT - ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

- EQUITY (GOTÓWKA + KREDYTY PODPORZĄDKOWANE)
10-30% KOSZTÓW CAŁKOWITYCH
- BANKI KOMERCYJNE- 70-90%
- INNE (przychody w trakcie budowy, naliczone odsetki)
- Formy wsparcia

STRUKTURA FINANSOWANIA LIMITED REOURSE

Korzyści dla uczestników



- Wymaga opracowania starannego biznes planu, którego zakres odpowiedzialności jest bardzo jasno sprecyzowany a podział ryzyka dokonany jest w najodpowiedniejszy sposób. Tak więc przed rozpoczęciem realizacji inwestycji wszyscy uczestnicy będą w pełni świadomi swojej roli oraz spodziewanych kosztów i korzyści.
 - Zmniejszenie wymaganego kapitału na początku inwestycji.
-

PRZESUNIĘCIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

WAŻNE



- PRZEKAZANIE WYBORU OPTYMALNEGO WARIANTU FINANSOWANIA ZE SFERY DECYZJI USTAWODAWCZYCH DO SFERY ODPOWIEDZIALNOŚCI SPECJALNIE DO TEGO CELU POWOŁANYCH ORGANIZACJI
-

CELE WŁADZ -

**POWSTANIE INFRASTRUKTURY TAK SZYBKO JAK TO
ROZSĄDNIEMOŻLIWE**

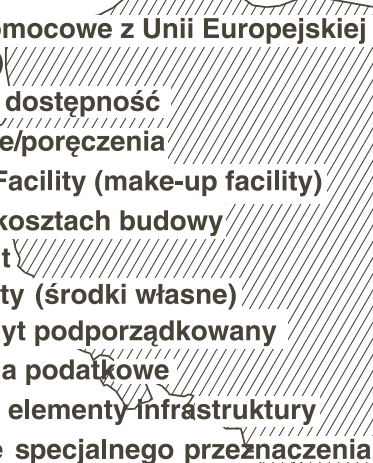
**DOSTĘP/ WYKORZYSTANIE PRYWATNYCH ŚRODKÓW
FINANSOWYCH
ZMINIMALIZOWANIE WŁASNEGO ZAANGAŻOWANIA ZE
WZGLĘDU NA ISTNIENIE INNYCH PRIORYTETÓW**

UZYSKANIE TZW. VALUE FOR MONEY

CZYLI

**Public Private Partnership oraz
łączenie różnych form finansowania
infrastruktury technicznej**

FORMY UCZESTNICZENIA WŁADZ LOKALNYCH WE WSPÓLFINANSOWANIU INFRASTRUKTURY

- 
- Środki pomocowe z Unii Europejskiej (np. ISPA)
 - Opłaty za dostępność
 - Gwarancje/poręczenia
 - Standby Facility (make-up facility)
 - Udział w kosztach budowy
 - - grant
 - - equity (środki własne)
 - - kredyt podporządkowany
 - Zwolnienia podatkowe
 - Istniejące elementy infrastruktury
 - Fundusze specjalnego przeznaczenia
-

GWARANCJE/PORĘCZENIA DLA PROJEKTÓW INFRASTRUKTURALNYCH

ANALIZA SYTUACJI

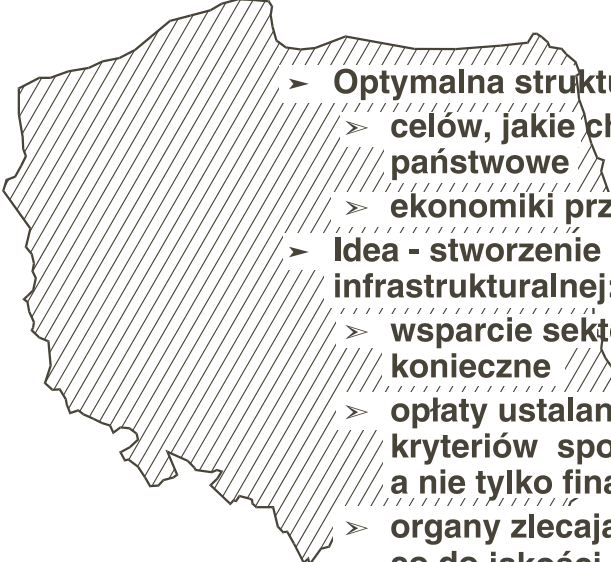
- Gwarancje są O.K., jeśli projekt zapewnia w pełni spłatę zadłużenia na podstawie spodziewanych dochodów, ale może się zdarzyć, że ryzyko związane z projektem nadal jest zbyt duże, żeby banki zaangażowały swoje środki,
 - należy unikać gwarancji, jeśli na podstawie studium spodziewanych dochodów są one niewystarczające – gwarancja będzie URUCHOMIONA;
 - Gwarancja zmniejsza korzyści z tytułu transferu ryzyka
-

ŹRÓDŁA FINANSOWANIA INFRASTRUKTURY

WŁADZE LOKALNE

- GRANT RZĄDU/UNII EUROPEJSKIEJ
 - ZACIĄGNIĘTY KREDYT
 - EMISJA OBLIGACJI (W TYM ZEROKUPONOWYCH)
 - PODATEK AKCYZOWY (OD PALIW, REJESTRACJI POJAZDÓW),
 - PRZYSZŁE DOCHODY Z EKSPLOATACJI INWESTYCJI
 - OPŁATY ZA DZIERŻAWĘ TERENU, REKLAMĘ
 - OPŁATY ZA WYŁĄCZNE PRAWA (KONCESYJNE)
 - OPŁATY ZA DODATKOWE INWESTYCJE (KABLE ŚWIATŁOWODOWE)
- NAJWAŻNIEJSZE - ŚRODKI WYDATKOWANE NA INFRASTRUKTURĘ
ZMINIMALIZOWANIE/ UNIKNIĘCIE WPŁYWU NA INNE PRIORYTETY
-

INWESTYCJE INFRASTRUKTURALNE W SCHEMACIE PPP?

- 
- **Optymalna struktura zależy od:**
 - celów, jakie chcą osiągnąć władze państwowe
 - ekonomiki przedsięwzięcia
 - **Idea - stworzenie i utrzymanie tzw. usługi infrastrukturalnej:**
 - wsparcie sektora publicznego jest konieczne
 - opłaty ustalane z uwzględnieniem kryteriów społecznych/ekonomicznych, a nie tylko finansowych
 - organy zlecające muszą być pewne co do jakości wykonania
 - umożliwia transfer ryzyka
-

POSTĘPOWANIE PRZETARGOWE

ZAGROŻENIA/RYZYKO

PUBLICZNY I PRZEJRZYSTY KONKURS, JEŚLI MOŻLIWE MIĘDZYNARODOWY

- rozważenie prekwalfikacji – oszczędność czasu, uniknięcie przypadkowych ofert (niska jakość)
 - ogólne warunki umowy już na etapie przetargu oraz zachowanie kontroli nad przygotowaniem projektu umowy
 - znana forma i zakres wsparcia strony publicznej
 - ocena wiarygodności oferenta (w tym finansowej),
 - rozstrzygnięcie przetargu szybko, ale nie za szybko
 - nie ogłaszać zwycięzcy, dopóki nie musimy (zachowanie konkurencyjności vs. monopol)
 - kontrolować negocjacje do zamknięcia finansowego
-

PRZYKŁADY ALOKACJI RYZYKA POMIĘDZY STRONAMI

SEKTOR PUBLICZNY

- Zmiana warunków ekonomicznych, w których wykonywana jest koncesja, na skutek wszelkich władczych działań państwa lub siły wyższej
- Brak możliwości prowadzenia budowy zgodnie z terminami ustalonymi w umowie koncesyjnej ze względu na nieprzewidziane przeszkody
- Nałożenie na koncesjonariusza nowych obowiązków, niewynikających z treści koncesji

SEKTOR PRYWATNY

- Wykonanie dokumentacji projektowej, zgodnie z obowiązującym prawem
- Koszty budowy i eksploatacji
- Popyt na dane usługi
- Zdobywanie finansowania

Przykłady dokumentów projektowych na etapie zamknięcia finansowego

- Umowa Koncesyjna
 - Umowa ze spółką budowlaną,
 - Umowa ze spółką operatorską
 - Umowa niezależnego inżyniera
 - Umowa kredytowa, umowa o rachunkach specjalnych
 - Master Disbursement Agreement
 - Niezależne raporty dla kredytodawców głównych (techniczne, prawne, finansowe)
 - Umowa między akcjonariuszami
 - Umowy ubezpieczeniowe

ROLA BANKÓW W FINANSOWANIU PRZEDSIĘWZIĘĆ O ZNACZENIU STRATEGICZNYM DLA GOSPODARKI

*Edmund Cumber**

1. Wstęp

W gospodarce rynkowej banki mogą i powinny pełnić aktywną rolę w alokowaniu krajowych oszczędności w tych dziedzinach gospodarki, które przynoszą najwyższą stopę zwrotu z włożonego kapitału. Podstawowymi przesłankami do takiego twierdzenia są:

- zgromadzone przez banki depozyty, które powinny być w efektywny sposób inwestowane,
- wiedza i doświadczenie specjalistów bankowych, służące do oceny efektywności inwestycji, a także ustalenia właściwej struktury finansowania.

Szczególnie ten drugi aspekt ma niewrażliwe znacznie dla rozwoju gospodarczego, bo to banki najczęściej są kluczowym ogniwem w procesie weryfikowania opłacalności inwestycji zanim zostanie ona rozpoczęta, a więc zanim wydane zostaną pieniądze. Wcześniej czy później każdy projekt będzie podlegał weryfikacji przez rynek. Nietrafione projekty oznaczają zmarnowane pieniądze i nie ma znaczenia, czy pochodzą one z prywatnych czy publicznych źródeł.

Jako źródło finansowania banki mogą zasadniczo występować w jednej z dwu ról lub w obu jednocześnie. Są to:

- rola kredytodawcy, pojedynczego lub występującego w konsorcjum bankowym.
- rola organizatora emisji obligacji (w tym wypadku bank występuje jako pośrednik między inwestorem a rynkiem kapitałowym).

Czasami bank może występować również jako udziałowiec spółki, ale wówczas jego rola jest zupełnie inna od wymienionych wyżej, a co więcej koliduje z nimi. Zasadna więc wydaje się teza, że raczej powinno się

uniknąć sytuacji, w których bank jest zaangażowany kapitałowo i jednocześnie jest aranżerem kredytu lub emisji obligacji, bowiem w przypadku wystąpienia problemów nieunikniony jest konflikt interesów między kredytodawcami a udziałowcami.

1. 2. Bank jako kredytodawca

Banki jako kredytodawcy bardzo lubią angażować się w zarządzanie projektami. W negocjacjach kredytowych są trudnym partnerem, przywiązującym nieraz nadmierną wagę do drobnych detali, co powoduje opóźnienie zamknięcia finansowania i zagraża opłacalności projektu. Żądają spełniania przez projekt całego mnóstwa wskaźników technicznych, finansowych i innych, które potem z lubością monitorują, czym uprzykrzają życie kredytobiorcy. Z drugiej strony w trakcie długich i szczegółowych negocjacji wychodzi na jaw szereg czynników ryzyka, które można w porę usunąć lub ograniczyć z korzyścią dla wszystkich stron.

Zaletą kredytu jest to, że może on być lepiej dostosowany do potrzeb i możliwości projektu, jak to się mówi „jest skrojony na miarę”. Oznacza to większą elastyczność w trakcie jego wykorzystywania, szybsze dostosowywanie do zmieniających się warunków. Wreszcie banki są bardziej cierpliwe i skłonne do ustępstw w przypadku trudności w realizacji projektu. Czują się poniekąd sponsorami projektu!

Biorąc pod uwagę fakt, iż kredyt bankowy jest instrumentem poufnym, którego szczegóły nigdy nie są upubliczniane, istnieje możliwość zawarcia transakcji o bardzo nietypowej strukturze czy zabezpieczeniach. Przyj-

mowane w negocjacjach kredytowych rozwiązania czasami mogą wręcz wydać się nielogiczne, ale najważniejsze, że działają i zapewniają stronom komfort, bowiem bardziej standardowe rozwiązania mogą być obciążone większym ryzykiem. Stosowane w kredycie klauzule czasami nasuwają na myśl zasadę wet za wet, której nie zobaczymy w prospekcie emisyjnym obligacji dopuszczonych do publicznego obrotu.

Kredyt bankowy z reguły jest oparty na zmiennej stopie procentowej, co naraża klienta na ryzyko jej zmiany, a w konsekwencji grozi niewypłacalnością. Dzieje się tak szczególnie wówczas, gdy stopy bazowe WIBOR, LIBOR itp. osiągają wartości znacznie powyżej wskaźnika inflacji w długim okresie czasu. Realizowanie inwestycji w takich warunkach jest obciążone dużym ryzykiem i bank musi stosować ostre kryteria wyboru najlepszych projektów. Niestety, na mało płynnych rynkach, jakim jest rynek polski, trudno jest oferować stałą stopę procentową, a instrumenty zabezpieczające z tego samego względu (płynność) są drogie.

Okres kredytowania może być bardzo różny, ale najczęściej nie przekracza 10 – 12 lat. Wiąże się to z zapadalnością depozytów bankowych. Przy obecnej strukturze depozytów złotych w polskich bankach, nawet kilka lat jest długim okresem kredytowania. Rynek kapitałowy w Polsce nie jest w stanie zaoferować dłuższych okresów niż kredyt bankowy, ale w ciągu kilku ostatnich lat na Zachodzie upowszechniły się emisje obligacji z okresem wykupu nawet kilkadziesiąt lat.

1. 3. Bank jako organizator emisji obligacji

Bank jest z reguły nieodzowny również wtedy, kiedy jest możliwe sięgnięcie do rynku kapitałowego w formie emisji obligacji. Zważmy, że nabywcy obligacji rzadko posiadają wystarczającą wiedzę i doświadczenie do oceny projektów inwestycyjnych, a tym bardziej do negocjacji z klientem. Oczekują oni gotowego produktu przedstawionego w prospekcie emisyjnym najlepiej z ratingiem projektu i jego sponsorów. Renomowany bank stojący za emisją niewątpliwie może przyciągnąć uwagę inwestorów do danego projektu.

Korzyści dla inwestora wynikające z emisji obligacji w porównaniu z kredytem to niższe oprocentowanie, a często także dłuższy termin spłaty, okres karencji i kapitalizacji odsetek. Ważne jest również to, że obligatariusze przyjmują zwykle bierną postawę wobec projektu nie interesując się nadmiernie jego losami, chyba że dzieje się coś naprawdę złego – przez co są znacznie mniej uciążliwi dla klienta.

Do wad emisji obligacji w pierwszym rzędzie należy zaliczyć mniejszą elastyczność tego instrumentu w porównaniu z kredytem. Kwoty emisji muszą być stosunkowo duże i nie można ich dzielić na szereg ciągłych dopasowanych do harmonogramu wydatków inwestycyjnych, inaczej koszty emisji nadmiernie wzrosną.

Inną wadą jest duża zmienność nastrojów panująca na rynkach kapitałowych, która powoduje, że długotrwałe przygotowywane emisje mogą raptem okazać się niesprzedawalne albo znacznie droższe niż przewidywano, bo zmieniła się koniunktura na rynku. Zabezpieczeniem przed tym może być gwarancja objęcia całej lub części emisji przez bank (underwriting).

2. Klienci banków

Podstawowymi partnerami banków są klienci komercyjni potrzebujący banku do rozliczania bieżącej działalności gospodarczej, finansowania tej działalności, a także korzystający z rozmaitych instrumentów finansowych pozwalających odpowiednio zarządzać zasobami finansowymi firmy i wiążącym się z tym ryzykiem. Większość banków komercyjnych w pierwszym rzędzie stara się zapewnić kredytowanie swoim stałym klientom w formie krótkoterminowych kredytów obrotowych, gwarancji i akredytyw finansujących handel. W mniejszym stopniu bank jest zainteresowany udzielaniem wieloletnich kredytów inwestycyjnych przeznaczonych na rozwój i modernizację, oczekując, że firmy produkty te sfinansują z kapitału i wypracowywanych zysków. Polityka ta wiąże się z jednej strony z wyższym ryzykiem takich kredytów, a z drugiej ze strukturą pasywów banku, które w zdecydowanej większości są krótkoterminowe (szczególnie złotowe).

W niektórych bankach lepiej jest pod tym względem z walutami obcymi, ale nadmierne zadłużanie się firm w dewizach rodzi ryzyko kursowe i kryzysu walutowego.

Banki niechętnie udzielają kredytów nowym podmiotom gospodarczym. Zbyt bowiem często okazuje się, że mieć dobry pomysł i trochę kapitału na start to za mało, aby móc przetrwać w warunkach gospodarki konkurencyjnej. Jednak nie znaczy to, że banki nie kredytują zupełnie nowych przedsięwzięć gospodarczych. Wymaga to jednak długotrwałej i specyficznej analizy i negocjacji.

Większe przedsięwzięcia są najczęściej finansowane na zasadzie „project finance”. Jest to powszechnie stosowana na świecie metoda, która pozwala precyzyjnie rozłożyć ryzyko projektu, jasno określić obowiązki i odpowiedzialność stron uczestniczących oraz zachować kontrolę nad przepływami finansowymi. Co więcej, zapewnia ona brak lub ograniczony tylko regres banku do sponsorów projektu w przypadku niepowodzenia.

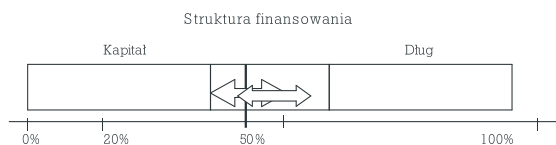
3. Kryteria udzielania kredytów inwestycyjnych

Warto chociaż pobieżnie omówić generalne zasady udzielania kredytów inwestycyjnych, gdyż pozwoli to lepiej zrozumieć logikę, jaką kierują się kredytowcy w swojej pracy.

Najważniejszą zasadą jest właściwe rozłożenie ryzyka projektu między stronami zaangażowanymi w jego finansowanie. Właściciel, wkładający kapitał zakładowy/akcyjny, zarządza projektem i czerpie z niego zyski, które teoretycznie mogą być nieskończone. Natomiast zarobek banku udzielającego kredytu jest ściśle określony i rzadko przekracza kilka punktów procentowych w postaci marży i prowizji. Bardzo ważną konsekwencją, tej zasady jest to, że ryzyko straty poniesionej przez bank musi być mniejsze niż marża, a więc naprawdę minimalne. Można powiedzieć, że bank nie powinien tracić więcej niż 1 kredyt na 50 udzielonych, inaczej będzie to działalność charytatywna.

Ta asymetria w potencjalnych zarobkach jest wyrównywana przez to, że bank ma pierwszeństwo w zaspo-

kajaniu swoich roszczeń przed udziałowcami firmy. W razie niepowodzenia to ich kapitał idzie w pierwszym rzędzie na straty. Tak więc podstawowym sposobem zmniejszenia ryzyka banku jest wystarczający udział własny (kapitał wniesiony przez właścicieli). Powinien on wahać się od 30 do 50 proc. całości nakładów inwestycyjnych, jednak nie są to bezwzględnie obowiązujące granice. Można znaleźć projekty, w których 20-proc. udział kapitału jest wystarczający dla banku, jak również projekty w których 80-proc. udział kapitału jest zbyt mały. Jako przykład tych pierwszych mogą nam posłużyć projekty elektrowni, które mają zawarte długoterminowe umowy sprzedaży energii elektrycznej z wiarygodnymi odbiorcami. Natomiast przedsięwzięcia z branży IT z reguły nie nadają się w ogóle do kredytowania, bowiem ich przychody są niemożliwe do przewidzenia w perspektywie kilku miesięcy, a w przypadku upadłości można nie odzyskać nawet 10 proc. udzielonego kredytu, gdyż praktycznie jedynymi aktywami tych firm są ludzie, na których nie można ustanowić hipoteki ani zastawu.



W przypadku niedokapitalizowania projektu bank może zaoferować udzielenie kredytu typu *mezzanine*, tzn. podporządkowanego względem innych kredytów ale nadrzędnego wobec kapitału z dodatkowym wynagrodzeniem w postaci udziału w przyszłych zyskach lub możliwości zamiany na akcje. Odpowiednią proporcję kapitału własnego do długu można określić dopiero po dokonaniu pełnej analizy projektu.

3. 1. Analiza techniczna wykonalności

Polega ona na zbadaniu technicznych możliwości realizacji danego projektu. Bank powinien przy tym opierać się na opinii wyspecjalizowanych firm konsultingowych, gdyż bankowi eksperci nie są w stanie podołać temu zadaniu.

Warto podkreślić, że projekty typowo innowacyjne nie mają szans na kredyt bankowy, chyba że będzie on poręczony przez sponsorów. Ryzyko, że produkt czy technologia są niedopracowane jest nie do przyjęcia. Innym aspektem tego samego problemu jest to, jakie jest ryzyko wprowadzenia przez konkurencję nowych produktów czy technologii, które dokonają przetomu, odbierając w krótkim czasie rynek naszemu klientowi.

Ważnym elementem tej analizy jest sprawdzenie, czy wykonawcy są doświadczeni i zapewniają realizację projektu „pod klucz” za określoną cenę. Bank musi zapewnić własny nadzór nad realizacją projektu, przede wszystkim po to, aby mieć pewność, że kredyt jest wykorzystany zgodnie z przeznaczeniem.

Operacyjne ryzyko techniczne to inny problem lekceważony często przez inwestorów rozpoczynających nową działalność. Wydaje im się, że po zainstalowaniu technologii renomowanej zachodniej firmy, wystarczy nacisnąć guzik i wszystko dalej toczy się automatycznie. Niestety nie. Znamy przykłady bardzo długiego dostarczania maszyn i urządzeń zanim osiągną one zakładaną wydajność i jakość produkcji. A to kosztuje czas i pieniądze.

3.2. Analiza ekonomiczna projektu

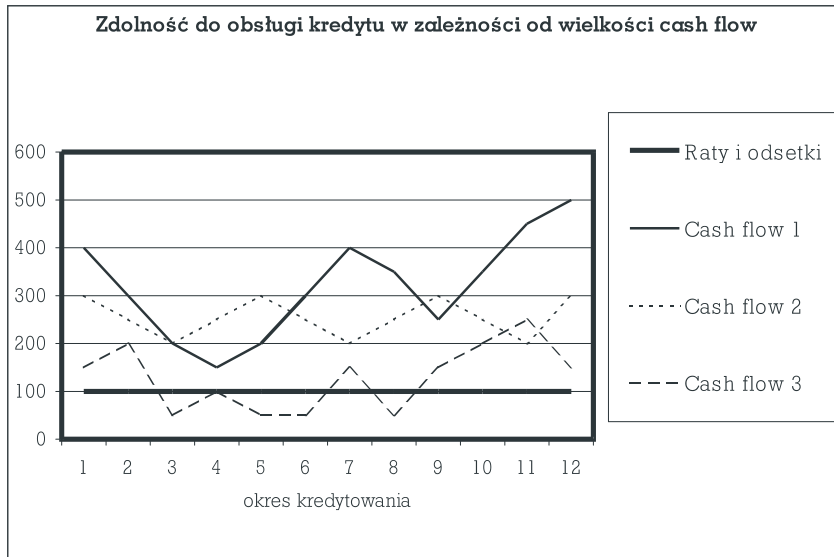
Analiza ekonomiczna, w której weryfikuje się przyjęte założenia co do przychodów i kosztów operacyjnych, buduje model finansowy projektu i bada zdolność do obsługi zadłużenia przy możliwie najbardziej konserwatywnym podejściu. Liczne przykłady świadczą o tym, jak bardzo złudne są wszelkie prognozy popytu oparte na wyczuciu, czy raczej „widzimisię” sponsorów, a czasami także ich konsultantów. Rzetelne badania rynkowe są absolutnie niezbędne, a i tak bank musi kierować się wielką dozą zdrowego rozsądku i nie ulegać iluzjom, jak na przykład banki finansujące Eurotunel, które zakładały, że potencjalny rynek, to wszyscy podróżujący z Wielkiej Brytanii na kontynent i odwrotnie, także ci, którzy jadą np. na wakacje do Grecji, zapominając, że będą to zawsze klienci linii lotniczych!

Banki pragną uniknąć niepewności co do przyszłych przychodów najlepiej przez związanie kredytobiorcy długoletnią umową sprzedaży z wiarygodnym odbiorcą. Tak się dzieje zwłaszcza w energetyce. Ale postęp technologiczny jest bardzo szybki i po kilku latach okazuje się, że firmy odbierające energię są zobowiązane płacić cenę znacznie wyższą niż rynkowa i próbują wyplątać się z zawartych kontraktów. Dlatego coraz częściej odstępuje się od tego modelu na rzecz finansowania niezabezpieczonego kontraktem odbioru, ale wówczas banki żądają znacznie wyższego udziału kapitału własnego.

Co robić z projektami eksploatacji złóż surowców mineralnych? Dziś ropa jest po ponad 30 dolarów za baryłkę, więc opłaca się podejmować wydobywanie ze złóż o kosztach eksploatacyjnych poniżej 20 dolarów, ale co będzie, gdy cena ropy spadnie z powrotem do poziomu 10-15 dolarów, jak już nieraz bywało? Kto jest w stanie to przewidzieć? Na początku 1999 roku, gdy cena ropy wahała się tuż powyżej 10 dolarów, szanowany tygodnik *The Economist* nie wykluczał jej spadku nawet do 5 dolarów, a już kilka tygodni później zaczął się wzrost aż do obecnego poziomu

Są również projekty, w których nie ma mowy o kontraktach odbioru, jak np. autostrady. Szczególną trudność następcza przewidzenie natężenia ruchu oraz wrażliwości na cenę przejazdu. W przypadku budowy nowych połączeń drogowych pozostaje przecież istniejąca droga, z której nadal będą korzystać oszczędni kierowcy. Dość sprytnym rozwiązaniem zapobiegającym temu zjawisku jest tzw. „shadow tolling”, czyli pokrywanie opłat przez państwo na podstawie rzeczywistej liczby pojazdów korzystającej z autostrady. Jednak pieniądze na to idą z budżetu, a nie o to chodzi państwu borykającemu się z deficytem budżetowym. Niebagatelny wpływ na powodzenie projektu może mieć również cena paliwa. Czy do protestujących przeciwko akcyzie kierowców dołączą firmy koncesjonariusze autostrad?

Najważniejszym dokumentem, który otrzymujemy w wyniku analizy ekonomicznej jest prognoza przepływów pieniężnych, najlepiej sporządzona w kilku wersjach dla kilku różnych założeń. W całym okresie kredytowania generowany przez projekt strumień gotówki, która może być przeznaczona na obsługę zadłużenia,



podlega wahaniom w czasie, ale w każdym roku powinna z zapasem wystarczyć na spłatę rat i odsetek od kredytu. Jeżeli tak nie jest, to należy zwiększyć udział finansowania własnego w projekcie, czy to w formie kapitału, czy pożyczek podporządkowanych.

Jeżeli bank stwierdzi, że ma do czynienia z projektem, w którym nie można przewidzieć z jakimś sensownym prawdopodobieństwem przychodów i kosztów, to nie powinien w ogóle zajmować się takim projektem.

Nawet wówczas, gdy projekt z wielkim zapasem generuje gotówkę na spłatę kredytu, to pewien udział środków własnych właścicieli jest nieodzowny, po to, aby i oni mieli coś do stracenia. Inaczej lepiej byłoby dla banku zostać faktycznym właścicielem, a do zarządzania projektem zatrudnić profesjonalnych menedżerów.

3.3. Identyfikacja i alokacja ryzyka

Analiza techniczna i ekonomiczna projektu pozwalają stwierdzić, czy projekt nadaje się do sfinansowania przez banki. Ale ustalenie ostatecznej struktury kredytu, wszystkich warunków, umów i zabezpieczeń, to najczęściej jeszcze długa i żmudna praca. Polega ona na identyfikacji czynników ryzyka, które mogą wystąpić i przydziale ich do najodpowiedniejszego partnera. Może być nim w pierwszym rzędzie spółka realizująca projekt, ale również sponsorzy, czyli jej główni udziałowcy, banki, instytu-

cje ubezpieczeniowe, rząd lub jego agencje, dostawcy i wykonawcy itd.

Najważniejsze rodzaje ryzyka są następujące:

1. Ryzyko kraju – najczęściej bierze je na siebie agencja ubezpieczania kredytów eksportowych.
2. Ryzyko polityczne – zagrożenie zmianami prawa; o ile to możliwe(?) należy dążyć do zagwarantowania w umowie, że konsekwencje niekorzystnych zmian prawa będzie ponosiło państwo.
3. Ryzyko kursowe (walutowe) – waluta kredytu powinna odpowiadać walucie, w jakiej będą przychody spółki. Jeżeli jest to niemożliwe, wówczas ryzyko powinna wziąć na siebie strona niezwykle silna finansowo. Jednak nie zawsze daje się wszystko przewidzieć. Na przykład w finansowaniu elektrowni budowanych przez sponsorów zachodnich w krajach rozwijających się naturalne jest ustalenie waluty płatności za dostarczaną energię w USD. Ryzyko dewaluacji bierze na siebie odbiorca, którym najczęściej jest lokalny monopolista, zdolny do przerzucenia tego ryzyka na finalnych odbiorców. Ale w przypadku wystąpienia kryzysu walutowego i drastycznej dewaluacji miejscowej waluty, jak to było w Azji trzy lata temu, nawet ten sponsor może okazać się za słaby. W Indonezji rupia została zdewaluowana o 300 proc. i nie było możliwe przerzucenie tego na odbiorców, gdyż ci nie wytrzymałoby takiej wyżki cen energii elektrycznej.
4. Ryzyko konstrukcyjne – wiąże się z niedotrzymaniem terminu oddania obiektu, przekroczeniem kosztów budowy, nieosiągnięciem założonych zdolności produkcyjnych; może być zabezpieczone kontraktem „pod klucz” z wiarygodną firmą i gwarancjami dobrego wykonania.
5. Ryzyko stóp procentowych – wyżka stóp bazowych WIBOR, LIBOR może rozłożyć niejednego projekt, a jednocześnie, o czym już wcześniej mówi-

tem, nie jest łatwo się zabezpieczyć przed tym ryzykiem. Nie jest źle, jeżeli ta zwyżka idzie w parze ze wzrostem inflacji, gdyż można liczyć na proporcjonalny wzrost przychodów (ale i kosztów). Źle, gdy wzrastają stopy realne. Tylko dobrze skapitalizowane projekty mogą to wytrzymać.

Mocnym argumentem na korzyść projektu jest sponsor, jego doświadczenie w danej dziedzinie i gotowość wsparcia w każdej sytuacji.

4. Współdziałanie publiczno-prywatne w inwestycjach

Idea ta polega na wspólnym finansowaniu rozmaitych inwestycji przez rząd bądź władze samorządowe i prywatnych przedsiębiorców. Jest to konieczne tam, gdzie nakłady inwestycyjne są zbyt duże, a jednocześnie potencjalne zyski zbyt małe, aby przyciągnąć prywatny kapitał. Państwo jest zainteresowane realizacją danego projektu ze względu na jego znaczenie dla ogólnego rozwoju i dlatego ponosi część kosztów. Resztę dają prywatni przedsiębiorcy, którzy na mocy koncesji zarządzają projektem po jego ukończeniu.

Odciaża to budżet nie tylko na etapie inwestycyjnym, ale również podczas eksploatacji, gdyż projektem zarządza prywatny właściciel, który może zapewnić lepszą kontrolę kosztów, a przez to większą efektywność. Dlaczego w takim razie całkowicie nie sprywatyzować takich przedsięwzięć? Niestety, część z nich jest z natury deficytowa, jak więzienia; inne, jak szkoły czy szpitale, nie zawsze dają się w stu procentach skomercjalizować. Może to dotyczyć również niektórych innych przedsięwzięć, jak np. drogi płatne, koleje, oczyszczalnie ścieków itd. Wiadomo, że zacofany system transportowy odstrasza inwestorów, więc czasami warto dołożyć z budżetu, żeby projekt mógł „wystartować” niż liczyć wyłącznie na finansowanie komercyjne.

Stosując *shadow tolling*, państwo płaci określoną stawkę za rzeczywisty ruch na autostradzie. Ale są takie projekty drogowe za granicą, w których państwo płaci za

dostępność drogi, biorąc na siebie ryzyko ruchu. Pozwala to lepiej zarządzać płynnością ruchu w dużych skupiskach miejskich, gdzie natężenie ruchu jest bardzo duże. Szpitale bądź inne obiekty publiczne budowane bywają za prywatne pieniądze, ale za ich użytkowanie płaci w formie rat leasingowych lub czynszu ubezpieczalnia, albo wprost budżet.

Warto zwrócić uwagę, że w ten sposób finansowane projekty nie zdejmują z budżetu państwa obciążenia, a odkładają je w czasie. Tym niemniej jest to ważny argument, zwłaszcza że dodatkowo można liczyć na niebagatelne oszczędności związane z lepszym zarządzaniem procesem inwestycyjnym.

Powyższe projekty mogą być z sukcesem realizowane pod bardzo ważnym warunkiem, a mianowicie, że władze państwowe lub samorządowe posiadają odpowiednie kwalifikacje do oceny efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych i korzystają z fachowych doradców, którzy znają wszystkie aspekty danego projektu i problemy, z jakimi można się zetknąć. I tu jest miejsce dla banków, które mogą z powodzeniem pełnić rolę doradców finansowych.

5. Bank jako doradca finansowy

Duży renomowany bank z doświadczeniem w realizacji i finansowaniu wielu projektów z danej dziedziny jest absolutnie niezbędny jako doradca władz państwowych czy samorządowych i jakiegokolwiek oszczędności w tym względzie mogą bardzo niekorzystnie wpłynąć na realizację i efektywność projektu. Z drugiej strony nie można oczekiwać cudów i żadne metody inżynierii finansowej nie są w stanie zmienić praw ekonomii. Jeżeli miasto nie ma pieniędzy na metro, a wpływy z biletów nigdy nie pokryją kosztów finansowania budowy i eksploatacji, to nie ma cudów, żeby z tego uczynić projekt samofinansujący się. Jeżeli ktoś mówi, że można przecież spłacać kredyty z wpływów ze sprzedaży (lub czynszu) obiektów handlowych czy usługowych wybudowanych przy tej okazji na stacjach metra, to mówi o dwóch różnych projektach, które powinno się rozpatrywać nie-

zależnie, a pytanie co zrobi z zyskami właściciel dochodowego interesu (np. pokryje deficyt innego projektu) nie wchodzi w zakres zainteresowań banku.

Jego rola obejmuje nie tylko sprawdzenie, czy dopilnowanie efektywności finansowej projektu. To może być szczegółowa strukturyzacja projektu, włącznie z zaplanowaniem np. cen czy taryf, standardów obsługi, czy poziomu kosztów. Bank może pomóc w przyciągnięciu inwestorów (wielu z nich zna jako klientów), zasięgnięciu ich opinii co do struktury transakcji, a wreszcie w przeprowadzeniu przetargu i negocjacjach z inwestorami.

Zadaniem banku może być zbudowanie modelu oceny ofert i współpraca z prawnikami w przygotowaniu dokumentacji projektowej i negocjacji z investorem.

* Autor jest dyrektorem Departamentu Finansowania Projektów BRE Banku SA

WSPARCIE FINANSOWE DUŻYCH PRZEDSIĘWZIĘĆ ŚRODKAMI UNII EUROPEJSKIEJ PRZED I PO PRZYSTĄPIENIU POLSKI DO UNII

*Paweł Samecki**

1. Program PHARE

1. 1. Cel ogólny programu PHARE

Ogólnym celem programu jest pomoc krajom kandydującym w ich przygotowaniach do wejścia do Unii Europejskiej. Koncentruje się na wspieraniu priorytetów, które pomogą państwom kandydującym wypełnić kryteria kopenhaskie.

W związku z tym, wsparcie w ramach tego programu koncentruje się na obszarach priorytetowych zidentyfikowanych w dokumentach Partnerstwo dla Członkostwa (Accession Partnership) oraz Narodowy Program Przygotowania do Członkostwa (NPPC). Nowe podejście programu PHARE polegające właśnie na kierunkowym wspieraniu przygotowań do integracji z Unią Europejską, opartym na ograniczonej ilości priorytetów, zostało uzupełnione zmianami w systemie zarządzania programem. Mają one na celu poprawę tempa, wydajności, efektywności oraz przejrzystości działań. Wprowadzona w 1998 roku Nowa Orientacja PHARE określiła minimalną wielkość projektu (2 mln euro) oraz wybór wyłącznie gotowych do realizacji projektów (wdrożona i zgodna z prawodawstwem wspólnotowym legislacja, zezwolenia budowlane, uregulowane stosunki własnościowe, studia wykonalności, oceny oddziaływania na środowisko itp.).

1. 2. Programowanie – zasady ogólne

Programowanie PHARE od roku 2000 będzie oparte, jak poprzednio na dokumentach: Partnerstwo dla

Członkostwa oraz Narodowy Program Przygotowania do Członkostwa.

Dla wszystkich krajów kandydujących do członkostwa w UE na lata 2000 – 2006 przewiduje się, iż budżet programu PHARE wyniesie 10.920 mld euro, zaś roczne wsparcie ma wynieść 1.560 mld euro. Komisja nie wyklucza rocznych wahań budżetu. Wielkość kwot dla każdego z krajów kandydujących będzie wyliczona w oparciu o następujące kryteria: udział ludności danego kraju w ludności całkowitej państw objętych PHARE, wysokości produktu krajowego brutto oraz zdolność absorpcji jak i postępy we wdrażaniu Partnerstwa dla Członkostwa. Z prawnego punktu widzenia PHARE może być alokowany wyłącznie w rocznych przedziałach czasowych, jednakże stwierdzono przydatność programowania wieloletniego. Dlatego Komisja Europejska zaproponowała wstępną alokację dla Polski średnio 398 mln euro rocznie w okresie 2000 – 2002. Ostateczna kwota jest alokowana co roku i wskazana w Memorandum Finansowym. W odniesieniu do połączenia współfinansowania z budżetu oraz ze środków pochodzących z trzech instrumentów (PHARE, ISPA, SAPARD) należy planować z rocznym przesunięciem w czasie tzn. budżet 2001 – PHARE 2000.

W odniesieniu do mechanizmów implementacyjnych, będą one oparte na Narodowym Funduszu i jednostkach implementacyjnych z zachowaniem Centralnej Jednostki Finansująco-Kontraktującej.

Program Crossborder Cooperation będzie nadal funkcjonował zgodnie z Rozporządzeniem 2760/98 z 18 grudnia 1998 roku i stopniowo stanie się częścią zintegrowanej polityki rozwoju regionalnego.

1. 3. Zawartość merytoryczna programu

Od roku 1998 wraz z wejściem Nowej Orientacji PHARE wprowadzono kierunkowy podział programu, gdzie 30% jego rocznej alokacji będzie przeznaczony na projekty wspierające rozwój instytucjonalny, zaś 70% na projekty typu inwestycyjnego. Ten sam podział utrzyma się w następnych latach.

1. 4. Wsparcie inwestycyjne

Przyjmuje ono dwie formy:

1. Inwestowanie w infrastrukturę niezbędną do stosowania zharmonizowanych przepisów prawnych oraz inwestycje bezpośrednio związane z wdrażaniem: *acquis communautaire*, norm i standardów. Obejmuje to wyposażanie wiodących instytucji, których zdolność do monitorowania i wdrażania *acquis* musi być wzmocniona. Przykładem może być inwestowanie w obszarach: bezpieczeństwo i higiena pracy, sprawiedliwość i sprawy wewnętrzne, kontrola granic oraz kontrola weterynaryjna.
2. Inwestowanie w spójność gospodarczo-społeczną poprzez działania zaradcze podobne do tych, które wspierane są w krajach członkowskich w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Europejskiego Funduszu Społecznego.

1. 5. Wsparcie rozwoju społeczno-gospodarczego (spójność gospodarczo-społeczna)

Wyrównywanie poziomu gospodarczego, jak i społecznego pomiędzy regionami stanowi część dorobku prawnego Unii i w jego ramach jest wspierane przez Fundusze Strukturalne. Jest to również priorytet zidentyfikowany w Partnerstwie dla Członkostwa i w najbliższym czasie znaczenie tego priorytetu będzie rosło.

Jest zrozumiałe, iż część PHARE przeznaczona na tego typu inwestycje nie będzie mogła zaspokoić wszystkich potrzeb państw kandydujących, dlatego program ten winien odegrać rolę katalizatora w odniesieniu do przedsięwzięć finansowych podejmowanych przez Eu-

ropejski Bank Inwestycyjny (EBI) lub inne międzynarodowe instytucje finansowe. W tym też celu zostało zawarte porozumienie z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju oraz Bankiem Światowym dotyczące współpracy w przygotowaniach przedakcesyjnych, z którymi związany jest EBI. Porozumienie to ma na celu wzmocnienie koordynacji, zharmonizowania działań i wzmocnienia współpracy pomiędzy wspomnianymi instytucjami tak, aby identyfikować przedsięwzięcia do wspólnego dofinansowania oraz stosowania zbliżonych procedur.

Wyrównywanie poziomu gospodarczego, jak i społecznego pomiędzy regionami będzie finansowane przez PHARE. Wsparcie będą mogły uzyskać projekty rozwoju instytucjonalnego realizowane na poziomie krajowym, regionalnym jak i lokalnym, jak i projekty inwestycyjne.

Ostatni typ wsparcia, skoncentruje się na priorytetach zidentyfikowanych we Wstępnym Narodowym Planie Rozwoju. Zasadnicze wsparcie finansowe na realizację zadań przewidzianych we Wstępnym Narodowym Planie Rozwoju będzie musiało pochodzić od krajów kandydujących (zasada współfinansowania).

1. 6. Wstępny Narodowy Plan Rozwoju

Wstępny Narodowy Plan Rozwoju (WNPR) będzie strategicznym wieloletnim dokumentem określającym między innymi wsparcie środkami PHARE procesu wyrównywania dysproporcji gospodarczych i społecznych. Priorytety przedstawione do sfinansowania ze środków PHARE winny być zbieżne z priorytetami w dokumencie Partnerstwo dla Członkostwa oraz NPPC.

Wstępny Narodowy Plan Rozwoju zawiera:

- analizę obecnej sytuacji w kraju kandydującym, identyfikującą zasadnicze różnice w poziomie rozwoju wewnątrz terytorium kraju oraz pomiędzy krajem kandydującym i Unią Europejską;
- zidentyfikowane priorytety służące rozwojowi regionalnemu i społecznemu, których osiągnięcie będzie istotne w okresie przedakcesyjnym (jeżeli władze regionu uznają za jeden z priorytetów rozwojowych współpracę transgraniczną, możliwość wspierania takich inicjatyw istnieje w części doty-

czącej spójności społeczno – gospodarczej programu PHARE);

- ogólną perspektywę finansowania w odniesieniu do środków krajowych oraz wspólnotowych w tym zakresie na lata 2000-2002 dla całego kraju oraz dla wybranych regionów. Nie będzie on jednak określał alokacji na poszczególne projekty.

Ze względu na ograniczoność środków wsparcie w jego ramach musi na początku:

- skupić się wyłącznie na priorytetach zidentyfikowanych w WNPR,
- skoncentrować się na ograniczonej liczbie regionów, jeżeli wsparcie to ma przynieść efekt.

Przy programowaniu należy uwzględnić podstawowe zasady:

- program PHARE będzie zgodny z Wstępnym Narodowym Planem Rozwoju,
- zidentyfikuje kluczowe regiony, które otrzymają wsparcie w 2000 roku,
- w odniesieniu do każdego z tych regionów należy zidentyfikować priorytety, które uzyskają wsparcie,
- ogólna perspektywa finansowa na lata 2000-2002 określi potrzeby finansowe poszczególnych regionów, określając środki krajowe jak i PHARE – szczegóły współfinansowania będą przedstawione w projektach,
- koordynacja – zapewnienie zasady uzupełniania się pomiędzy PHARE, SAPARD i ISPA oraz środkami z budżetu państwa.

1. 7. Rodzaje wsparcia

W ramach części PHARE określonej jako spójność gospodarczo-społeczna program będzie wspierał:

- 1. Wzrost działalności sektora produkcyjnego.** Działania te będą skierowane na pomoc w zróżnicowaniu działalności gospodarczej, rozwój sektora prywatnego i modernizację przemysłu. Głównym adresatem pomocy w tej części programu jest sektor MŚP.
- 2. Wzmocnienie zasobów ludzkich** – będzie miało na celu wsparciu czterech filarów Europejskiej Społecznej Strategii tzn.:

- poszerzenie możliwości uzyskania pracy,
- rozwój przedsiębiorczości,
- wspieranie procesów dostosowawczych w przedsiębiorstwach, a także wśród ich pracowników,
- równość szans dla kobiet i mężczyzn.

Może to być osiągnięte poprzez szereg środków jak: przeszkolenia pracowników, podnoszenie umiejętności do zarządzania w MŚP i działania na rzecz wzrostu innowacyjności. Należy podkreślić, iż PHARE będzie wspierał działania zgodne z krajowymi strategiami w tym obszarze.

3. Poprawa infrastruktury związanej z prowadzeniem działalności gospodarczej – skoncentruje się na projektach infrastrukturalnych, które w bezpośredni sposób będą służyły sektorowi produkcyjnemu oraz środowisku lokalnych przedsiębiorców. W tym obszarze finansowane będą mogły być inwestycje poprawiające dostęp do miejsc, w których rozwija się przemysł i handel, czy infrastruktury ochrony środowiska sprzyjającej rozwojowi inwestycyjnemu, turystyce itp.

2. Program Współpracy Przygranicznej PHARE Crossborder Co-operation Programme – CBC

Propozycje projektów powinny spełniać następujące warunki:

- zgodność z założeniami określonymi we wstępnych lub przyjętych wersjach regionalnych dokumentów programowych na lata 2000-2006;
- zgodność z dokumentem Komisji Europejskiej Partnerstwo dla Członkostwa oraz Narodowym Programem Przygotowania do Członkostwa – dokumentem rządowym;
- posiadać opracowany projekt na podstawie wzoru karty projektowej stosowanej przy ubieganiu się o środki pomocowe z programu PHARE;
- być zlokalizowanym na obszarze działania programu tj. w pasie 2 powiatów od granicy z Niemcami, Republiką Czeską i Słowacją (lub w przypadku bałtyckiej części programu graniczyć z państwami

-
- nadbałtyckimi poprzez granice lądowe lub morskie) – dotyczy to projektów infrastrukturalnych. Projekty „miękkie” takie jak np. szkolenia, organizacja wymiany studentów i uczniów, konferencje mogą być finansowane również poza pasem dwóch powiatów nadgranicznych, czyli mogą objąć swoim zasięgiem terytorium euroregionów znajdujących się obszarach objętych programem;
- w przypadku projektów inwestycyjnych dofinansowanie z CBC nie może być mniejsze niż 2 mln euro;
 - minimalny wkład własny beneficjenta nie może być mniejszy niż 25% wartości ogólnej projektu;
 - być uzgodnione na poziomie regionalnym (z marszałkiem województwa, wojewodą i euroregionami);
 - być uzgodnione z partnerami po drugiej stronie granicy (w każdym z projektów winien być wskazany partner, który partycypuje w realizacji projektu np. w fazie przygotowania, realizacji lub finansowania projektu);
 - powinien być całkowicie przygotowany do realizacji;
 - nie może mieć komercyjnego charakteru.

3. Program ISPA

W ramach programu ISPA (Przedakcesyjny Instrument Polityki Strukturalnej – *ang. Instrument for Structural Policies for Pre-Accession*), państwa kandydujące będą otrzymywały pomoc na wsparcie przedsięwzięć w dziedzinie ochrony środowiska i transportu. Program ten, wzorowany na Funduszu Spójności, będzie **wdrażany w okresie przedakcesyjnym**.

Rozporządzenie w sprawie programu wsparcia Wspólnoty ustanawiające przedakcesyjny instrument ISPA zostało zatwierdzone przez Radę Unii Europejskiej 21 czerwca 1999 r.

Budżet ISPA szacuje się na poziomie 1040 mln euro rocznie, dla wszystkich krajów kandydujących. Podział środków na indykatywne alokacje dla poszczególnych krajów kandydujących oparty jest na następujących kryteriach: liczba ludności, wielkości produktu krajowego brutto na głowę mieszkańca liczonego według parytetu siły nabywczej, powierzchnia kraju. Przewidywana ma-

ksymalna alokacja dla Polski w roku 2000 może wynieść od 30 do 37% całości budżetu.

ISPA zapewni wsparcie mające na celu:

- przygotowanie do członkostwa w Unii Europejskiej państw kandydujących w obszarze spójności ekonomicznej i społecznej dotyczącej polityki ochrony środowiska i polityki transportowej;
- w obszarze ochrony środowiska wspieranie przedsięwzięć umożliwiających krajom beneficjentom dostosowanie się do wspólnotowego prawa ochrony środowiska oraz do celów Partnerstwa dla Członkostwa;
- w obszarze infrastruktury transportowej wspieranie przedsięwzięć promujących zrównoważoną mobilność, a w szczególności stanowiących projekty o powszechnym znaczeniu, które umożliwiają krajom beneficjentom dostosowanie się do celów Partnerstwa dla Członkostwa, co obejmuje wzajemne połączenie i operacyjność sieci krajowych z trans-europejskimi oraz dostęp do tych sieci.

Ministerstwo Środowiska odpowiada za przygotowanie i zgłoszenie polskiej propozycji projektów w sektorze ochrony środowiska do finansowania z funduszu ISPA. Ministerstwo określiło podstawowe kryteria udziału przedsięwzięć w ISPA w „Strategii wykorzystania funduszu ISPA jako uzupełniającego instrumentu realizacji polityki ekologicznej państwa”.

Wnioski o dofinansowanie z funduszu ISPA złożone w Sekcji Przygotowania Projektów w Biurze Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska (NFOŚiGW) są oceniane i wybierane według zatwierdzanych corocznie przez Ministra Środowiska „Zasad wyboru przedsięwzięć przewidzianych do współfinansowania z funduszu ISPA”. Zasady te wynikają z zapisów porozumienia między Ministerstwem Środowiska a NFOŚiGW z dnia 3 września 1999 r.

Wybór przedsięwzięć do finansowania w roku 2001 będzie przebiegał w trzech etapach.

Pierwszy etap będzie polegał na aktualizacji zarejestrowanych dotychczas wniosków oraz przygotowaniu dla Ministerstwa Środowiska propozycji listy najlepszych przedsięwzięć do finansowania z funduszu ISPA w roku 2001.

W ramach drugiego etapu zostanie wyłoniona ostateczna lista, która po zatwierdzeniu przez Ministra Środowiska będzie stanowić krajową propozycję w ramach sektora środowiska dla funduszu ISPA na rok 2001.

Trzeci, końcowy etap jest niezależny od strony polskiej. Komisja Europejska podejmuje decyzje o przyznaniu pomocy finansowej oraz jej wysokości.

O dofinansowanie z funduszu ISPA ubiegać się mogą:

- samorząd terytorialny,
- organizacje samorządowe,
- inne podmioty publiczne.

Następujące sektory z ochrony środowiska mogą być dofinansowywane:

- woda do picia,
- ścieki,
- odpady,
- ochrona powietrza.

Kwota dofinansowania przez fundusz ISPA zależy od wypadkowych parametrów społeczno-ekonomicznych. Środki z funduszu mogą zostać zaangażowane w przedsięwzięcie w maksymalnej wysokości 75% wydatków publicznych (wydatków ze środków publicznych lub wydatków instytucji i przedsiębiorstw, które mogą zostać uznane za ekwiwalent jednostek publicznych). Komisja Europejska zastrzega sobie prawo, w uzasadnionych przypadkach, podnieść swój udział w dofinansowaniu przedsięwzięcia.

Następujące typy przedsięwzięć mogą uzyskać dofinansowanie:

- fazy projektów,
- samodzielne projekty inwestycyjne,

– grupy projektów.

Wszystkie projekty inwestycyjne zgłaszane do funduszu ISPA, zarówno finansowane ze środków własnych jak i ze środków unijnych nie mogą podlegać procedurze przetargowej w chwili zgłoszenia.

Projekty ISPA wymagają współfinansowania ze środków publicznych. Skala przedsięwzięć realizowanych w ramach Funduszu ISPA musi być wystarczająco duża, by realizacja projektu wywarła znaczący wpływ na sektor ochrony środowiska. Mając to na uwadze przyjęto, że zasadniczo całościowy koszt przedsięwzięcia nie może być niższy niż 5 mln euro.

6 czerwca br. Komitet Zarządzający ISPA w Brukseli zaaprobował pierwsze dwa projekty dla Polski: modernizacja i rozbudowa sieci kanalizacji ściekowej dla Bydgoszczy oraz budowa autostrady A-4 na odcinku Kleszczów – Sośnica.

* Autor jest podsekretarzem stanu w Urzędzie Komitetu Integracji Europejskiej

ZESZYTY BRE BANK-CASE

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki