

II. Analiza ryzyka w projektach ppp



Dr Krzysztof Szymański,
konsultant finansowy

2.1. Alokacja i zarządzanie ryzykiem w projektach ppp z punktu widzenia banków – model Project Finance

Zarządzanie ryzykiem jest jednym z kluczowych zagadnień w przygotowaniu i realizacji projektów partnerstwa publiczno-prywatnego. Kwestia ta z uwagi na swoją złożoność przyczynia się do poważnych kontrowersji i nieporozumień, jakie ciągle otaczają ppp, stąd warto podejmować próby pogłębienia wiedzy na ten temat zarówno u potencjalnych uczestników projektów, jak i w szerszej opinii publicznej. Najwięcej uwagi i emocji w dyskusjach o ppp, zwłaszcza tych posiadających wymiar polityczny i medialny, skupia problem alokacji ryzyka pomiędzy partnerem publicznym i partnerem prywatnym w przedsięwzięciach ppp. Jednak problem zarządzania ryzykiem w projektach tego typu ma jeszcze inną kluczową płaszczyznę – jest nią podejście do zarządzania ryzykiem przez banki finansujące projekt. Ekonomiczna ocena projektu przez banki, w istocie rzeczy, przesądza o jego „być albo nie być”, jako że tylko projekt uznany za bankowalny uzyska kredyty umożliwiające jego realizację.

Niniejszy artykuł poświęcony jest podstawowym kwestiom zarządzania ryzykiem biznesowym i finansowym projektu ppp przez banki kredytujące dany projekt. Artykuł oparty jest na praktyce i doświadczeniach międzynarodowego rynku bankowego i inwestycyjnego, które w decydujący sposób kształtują także praktykę finansowania projektów ppp w Polsce (niestety dotychczas bardzo nielicznych). Główną uwagę skupiono przede wszystkim na wyjaśnieniu podejścia banków do projektów organizowanych i finansowanych w trybie Project Finance, gdyż jest to dominująca formuła realizacji projektów ppp na świecie. Jednocześnie znajomość techniki Project Finance w naszym kraju ogranicza się do wąskiego kręgu specjalistów.

Należy wyjaśnić, że kredytowanie przedsięwzięć ppp traktowane jest w działalności banków na globalnym rynku finansowym jako szczególny przypadek finansowania transakcji Project Finance. Projekty ppp mają pewną specyfikę, ale trudno mówić o wykształceniu się w praktyce rynku bankowego jakichś odrębnych zasad finansowania dotyczących ściśle projektów realizowanych w ww. formule. Natomiast technika Project Finance ma swoją bardzo głęboko ukształtowaną specyfikę i tradycję, odróżniającą się wyraźnie od ogólnych reguł finansowania przedsiębiorstw. Tak więc z perspektywy banków podejście do finansowania projektów partnerstwa publiczno-prywatnego polega na adaptacji do wymagań ppp zasadniczych reguł obowiązujących w sferze Project Finance.

1. Wprowadzenie do zarządzania ryzykiem w projektach ppp

Aby przedstawić w sposób systematyczny perspektywę banku przyjmowaną przy kredytowaniu projektu ppp, należy na wstępie wyjaśnić kilka podstawowych pojęć i zależności z generalnego zakresu zarządzania ryzykiem przez podmioty gospodarcze (w tym szczególnie pojęcie alokacji ryzyka) oraz zastosowania ogólnych reguł zarządzania ryzykiem w obszarze projektów partnerstwa publiczno-prywatnego. O ile zasadnicze rozwiązania prawne i ekonomiczne z zakresu funkcjonowania ppp są już generalnie dość dobrze znane, to wynikające z nich implikacje zarządzania ryzykiem rozumiane są znacznie słabiej.

1.1. Istota alokacji ryzyka w zarządzaniu działalnością biznesową

Ogólnie rzecz ujmując, pojęcie ryzyka odnosimy do prawdopodobnych zdarzeń, jakie mogą wystąpić w przyszłości w toku danego przedsięwzięcia czy działalności i doprowadzić do wystąpienia nieplanowanych strat (kosztów). Rozpatrując problem ryzyka nieco dokładniej, koncentrujemy się na kwestii zmienności czy też

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

nieprzewidywalności określonych zdarzeń mogących spowodować stratę, gdyż często sam fakt ich wystąpienia nie ulega wątpliwości, a straty danego rodzaju można uznać za rutynowy „koszt prowadzenia działalności”. Typowym przykładem takiej sytuacji jest np. działalność kredytowa banku – zarządzanie ryzykiem nie polega tutaj na dążeniu do uniknięcia strat kredytowych w ogóle, ale na ich minimalizacji czy nawet optymalizacji (przy wzięciu pod uwagę kwestii ogólnej opłacalności polityki kredytowej).



Zarządzanie ryzykiem jest od dawna poddawane różnym próbom sformalizowania i ujęcia w ramy zorganizowanego procesu. Według jednej z popularniejszych koncepcji formalnego uporządkowania tej dziedziny, często cytowanej w literaturze poświęconej projektom ppp, na proces zarządzania ryzykiem składa się 5 kroków¹:

- identyfikacja ryzyka (risk identification) – jest to pierwszy krok w procesie polegający na typologii zagrożeń, czyli określaniu liczby i rodzajów ryzyk występujących w danym obszarze działania oraz ich klasyfikacji ze względu na przyjęte kryteria,
- analiza ryzyka (risk assessment) – krok polegający na analizowaniu i szacowaniu dwóch wymiarów ryzyka, które dają się do pewnego stopnia kwantyfikować i modelować: (1) prawdopodobieństwa faktycznego wystąpienia poszczególnych rodzajów ryzyka oraz (2) skutków (strat), jakie wynikną, o ile dane zdarzenie wystąpi,
- alokacja ryzyka (risk allocation) – krok polegający na podziale odpowiedzialności związanej z działaniami ograniczającymi poszczególne rodzaje ryzyka pomiędzy uczestników czy kontrahentów w danym przedsięwzięciu; jest to siłą rzeczy jednocześnie podział potencjalnych strat, jakie ryzyko może spowodować,
- ograniczanie ryzyka (risk mitigation) – krok obejmujący całokształt działań ukierunkowanych na zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka oraz minimalizację strat związanych z materializacją ryzyka,
- monitoring i kontrola ryzyka (risk monitoring) – całokształt czynności zarządczych i kontrolnych związanych z organizowaniem procesu zarządzania ryzykiem.

W powyższym ujęciu pojawia się kluczowe pojęcie alokacji czy też transferu ryzyka, które będzie wielokrotnie używane w niniejszym artykule. Jak wskazuje teoria i praktyka zarządzania ryzykiem, optymalna alokacja ryzyka w kontekście zarządzania projektem powinna polegać na transferze poszczególnych rodzajów ryzyka na rzecz tego uczestnika projektu, który ma największe szanse i możliwości na efektywne ograniczenie danego zagrożenia. Należy jednak pamiętać, że przy generalnej słuszności jest to twierdzenie dość abstrakcyjne – w praktyce realizacji projektów wiele rodzajów ryzyka jest ze sobą silnie skorelowanych, stąd trudno jest oddzielić je od siebie i osiągnąć teoretyczne optimum poprzez alokację na różnych uczestników.

¹ Por. Partnerships Victoria, Risk Allocation and Contractual Issues. A Guide. June 2001, s. 16 i nast.

Zgodnie z nieco innym ujęciem tematu, podmiot gospodarczy (uczestnik projektu) może w swojej strategii zarządzania ryzykiem przyjąć trzy generalne warianty działania:

- zaakceptować ryzyko, czyli przyjąć, że będzie nim zarządzać we własnym zakresie; to podejście implikuje, że dany podmiot uznał, iż jest w stanie lepiej ograniczyć prawdopodobieństwo i/lub skutki danego zagrożenia przy działaniu samodzielnym niż poprzez transfer ryzyka na rzecz innego podmiotu (z czym wiążą się określone koszty),
- transferować ryzyko na zewnątrz, poprzez przeniesienie go w drodze odpowiedniej umowy lub transakcji na innego kontrahenta we wspólnym przedsięwzięciu (projekcie); w tym wypadku dany podmiot oczywiście uznał, że kto inny ma lepsze możliwości do ograniczenia ryzyka i że w związku z tym wariant transferu będzie bardziej opłacalny niż działanie wewnętrzne,
- transferować ryzyko na zewnątrz, poprzez przeniesienie go na wyspecjalizowany podmiot, którego przedmiotem działalności jest zarządzanie danym rodzajem ryzyka – typowym przykładem będzie tu kupno odpowiedniej polisy od zakładu ubezpieczeniowego lub zabezpieczającego instrumentu finansowego od banku².

W zarządzaniu ryzykiem w projektach ppp stosowane są wszystkie trzy wymienione wyżej podejścia, widać też wyraźnie zależność między typem ryzyka a strategią stosowaną dla jego ograniczenia. Specyfika prawna i finansowa projektów ppp przesądza o tym, że szczególną rolę, z punktu widzenia zapewnienia projektowi bankowości, odgrywa transfer ryzyka pomiędzy uczestnikami projektu. Ten wariant będzie też w dalszej części artykułu nazywany alokacją ryzyka. Rodzaje ryzyka, będące przedmiotem alokacji, to przede wszystkim zagrożenia związane bezpośrednio z charakterystyką danego, konkretnego projektu, takie jak ryzyko techniczne, budowlane, operacyjne, rynkowe itp. Tego typu szeroka kategoria ryzyka, nazywana niekiedy ogólnie „ryzykiem projektu” (project risk), może być najskuteczniej zarządzana przez podmioty zaangażowane w realizację projektu.

Obok ryzyka bezpośrednio wynikającego z profilu biznesowego i struktury prawnej projektu istnieje również inna szeroka kategoria ryzyka, obejmująca zagrożenia, jakie występują w generalnym otoczeniu makroekonomicznym, finansowym, prawnym i politycznym projektu. Ten typ ryzyka określane jest terminem ryzyka „makro” (macro risk). Żaden z uczestników projektu nie jest z reguły w stanie wziąć na siebie tego typu ryzyka, stąd typowym podejściem jest w tym przypadku transfer ryzyka na rzecz instytucji i rynków wyspecjalizowanych w zarządzaniu nim przy pomocy ubezpieczeń i zabezpieczających instrumentów finansowych³.

Dalsza część artykułu poświęcona jest alokacji ryzyka w projekcie ppp rozumianej w zdefiniowany wyżej sposób, a więc jako transfer ryzyka pomiędzy uczestnikami projektu w kontekście finansowania projektu przez banki.

1.2. Alokacja ryzyka w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego

Jak wiadomo, pojęcie partnerstwa publiczno-prywatnego odnosi się do szerokiego obszaru form współpracy między sektorem publicznym i prywatnym w zakresie świadczenia tzw. usług użyteczności publicznej, przy czym może ono obejmować zarówno działalność inwestycyjną, jak i bieżącą (eksploatacyjną). W praktyce międzynarodowej wykształciły się różnego rodzaju klasyfikacje typów projektów ppp, obejmujące cały wachlarz standardowych rozwiązań kontraktowych różniących się zakresem zadań i rodzajów ryzyka przekazanych przez stronę publiczną podmiotowi prywatnemu. Zasadniczo klasyfikacje te można podzielić na dwie grupy, które w nieco uproszczony, ale komunikatywny sposób ukazuje poniższy Rysunek 1.

² Stefano Gatti, *Project Finance In Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. Academic Press, 2008, s. 31 i nast.

³ Niektóre specjalistyczne rodzaje ubezpieczeń, np. związane z procesem budowlanym, są stosowane także w zarządzaniu ryzykiem projektu, jakkolwiek bardziej jako wzmocnienie alokacji ryzyka na danego uczestnika niż główny mechanizm ochronny. Natomiast wystandaryzowane instrumenty finansowe, takie jak derywaty i gwarancje, są podstawową formą zarządzania np. ryzykiem finansowym projektu (ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe kontrahenta).

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

Rysunek 1. Formy Partnerstwa Publiczno-Prywatnego



Źródło: Oprac. na podstawie Deloitte, Closing the Infrastructure Gap: The Role Of Public-Private Partnerships. A Deloitte Research Study, 2006.

Pierwsza grupa, na rysunku pokazana pod strzałką, obrazująca podział odpowiedzialności, obejmuje całe spektrum możliwych form partnerstwa, włączając w jego zakres działalność bieżącą i inwestycyjną. Jak widać na rysunku, w tym podejściu wyróżnia się 5 modeli, poczynając od prostej umowy o świadczenie usług, poprzez kolejne formy o coraz szerszym zakresie działania, a więc umowę rozbudowaną o zarządzanie określonym majątkiem infrastrukturalnym, umowę obejmującą dzierżawę majątku, umowę koncesyjną i wreszcie całkowitą prywatyzację określonego obszaru usług publicznych. W większości klasyfikacji miano ppp odnoszone jest do jedynie 3 spośród 5 wymienionych modeli współpracy publiczno-privatnej, a mianowicie do umów o zarządzanie majątkiem służącym do świadczenia usług użyteczności publicznej, umów dzierżawy majątku oraz do umów koncesyjnych.

Druga grupa klasyfikacji form ppp, pokazana na rysunku nad strzałką, dotyczy tylko tych projektów, które obejmują wybudowanie nowego majątku infrastrukturalnego. W najprostszym wariancie mamy więc tutaj kontrakt Design-Build (zaprojektuj-zbuduj), a w kolejnych wariantach kontrakty o coraz szerszym zakresie, obejmujące także elementy działalności eksploatacyjnej, finansowania oraz tymczasowej lub definitywnej własności wybudowanego majątku.

W niniejszym artykule problem alokacji ryzyka omawiany będzie w odniesieniu do projektów ppp zawartych w klasyfikacjach drugiej grupy, a więc projektów zawierających fazę budowy majątku infrastrukturalnego. W artykule nie będzie jednak dokonywana szersza analiza różnic pomiędzy różnymi typami kontraktu ppp, gdyż, po pierwsze, jest to problem dotyczący w pierwszym rzędzie relacji między partnerem publicznym i prywatnym, a po drugie, powyższe zagadnienie jest już dość dobrze rozpoznane w krajowej literaturze poświęconej ppp. Poniżej natomiast rozwinięty zostanie problem relacji między projektem ppp a bankiem finansującym.

W powyższym kontekście wypada jedynie ogólnie stwierdzić, że w przedsięwzięciu ppp partnerem publicznym jest instytucja rządowa lub samorządowa odpowiedzialna za funkcjonowanie określonego sektora infrastruktury społecznej (np. służby zdrowia, szkolnictwa) czy gospodarczej (np. różnych gałęzi transportu, energetyki czy telekomunikacji). Na mocy umowy ppp, partner publiczny powierza podmiotowi prywatnemu wybudowanie, względnie rozbudowę lub modernizację, określonych składników majątkowych – budynków, urządzeń i instalacji – służących do świadczenia usług użyteczności publicznej oraz eksploatację stworzonego majątku w ciągu trwania umowy ppp. W zamian za wykonanie umownych zadań i ponoszenie związanych z tym ryzyk partner prywatny uzyskuje wynagrodzenie bądź w formie opłat uzyskiwanych od końcowych użytkowników usług, bądź w formie płatności przekazywanych bezpośrednio przez partnera publicznego.

Kluczową okolicznością dla banku, z punktu widzenia oceny ryzyka projektu, jest to, że niezależnie od zastosowanego typu umowy ppp dokument ten łączy w jednej transakcji dwa zdarzenia gospodarcze o całkowicie odmiennej ekonomice i profilu ryzyka – wybudowanie majątku infrastrukturalnego (tzn. właściwą inwestycję

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

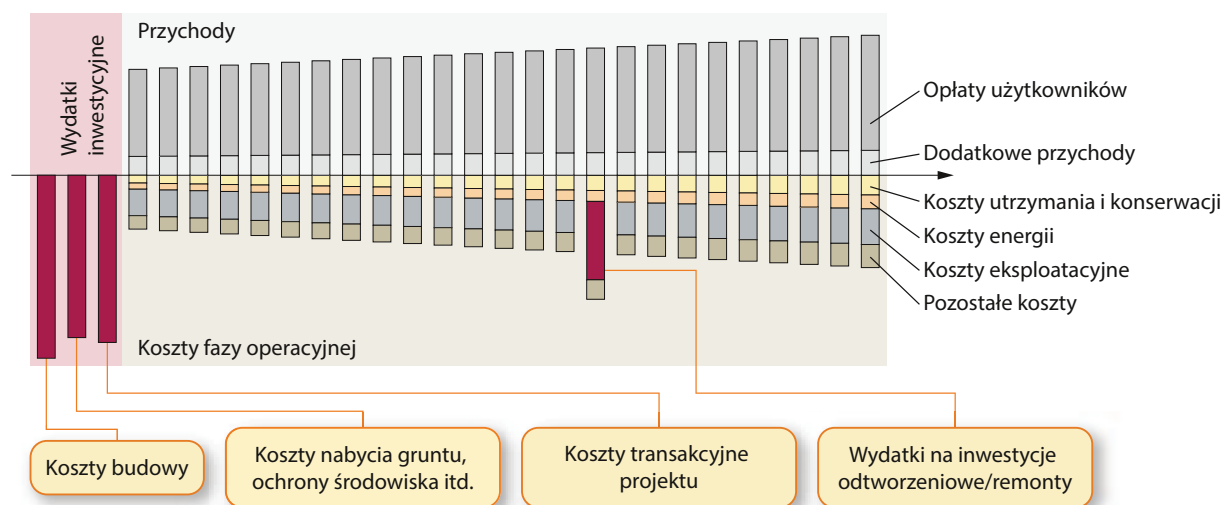
w potocznym znaczeniu tego słowa) oraz eksploatację tego majątku⁴. Teoretycznie znacznie przejrzysiej byłoby, gdyby podmiot publiczny zlecił osobno realizację inwestycji (wybudowanie drogi, tunelu, lotniska szpitala itd.) oraz na podstawie osobnej umowy i zapewne innym podmiotom zlecił zarządzanie wybudowanym majątkiem. Jednak taki tradycyjny tryb działania pozbawiłby stronę publiczną głównej przesłanki, dla której ppp w ogóle powstało, a więc możliwości przerzucenia na partnera prywatnego obowiązku sfinansowania projektu inwestycyjnego.

Z uwagi na zasadnicze odmienności w charakterystyce obu faz projektu, ryzyko fazy budowlanej (construction phase) obejmuje w dużej mierze inne rodzaje zagrożeń niż ryzyko fazy operacyjnej czy też eksploatacyjnej (operations phase). Ten zmieniający się w czasie trwania projektu zakres i profil ryzyka jest jedną z charakterystycznych cech zarządzania przez banki ryzykiem projektu ppp. Oczywiście są też elementy ryzyka wspólne dla całego okresu realizacji projektu, np. wynikające z jego struktury prawnej, względnie związane z szerszym otoczeniem makroekonomicznym i politycznym, w jakim projekt jest podejmowany. Jednakże fundamentem analizy ryzyka przez banki jest podział projektu na dwie główne fazy. Podobnie zresztą podchodzą do analizy projektów ppp agencje ratingowe, jeśli oceniają ryzyko projektu w związku z planowaną emisją obligacji – w procesie ratingu na ogół każda z faz uzyskuje najpierw swój własny rating, a dopiero w kolejnej fazie powstaje oficjalny, całościowy rating projektu.

Faza budowlana uznawana jest powszechnie za bardziej ryzykowną od fazy operacyjnej, co znajduje odpowiednie odzwierciedlenie w strukturze i warunkach jej finansowania. Faza budowlana trwa znacznie krócej – w zależności od stopnia skomplikowania inwestycji, zazwyczaj od 1 roku do 3 lat, podczas gdy faza operacyjna liczy w większości projektów od 20 do 40 lat.

Podstawowy profil przepływów finansowych w czasie w projekcie ppp jest pokazany na Rysunku 2., na którym wyraźnie widać różnice między fazą budowlaną i operacyjną. W trakcie fazy budowlanej następuje wykorzystanie na cele inwestycji 1/3 części finansowania pozyskanego na projekt, ponadto w tej fazie projekt generuje wyłącznie koszty, a praktycznie żadnych przychodów. Podczas fazy operacyjnej projekt przynosi już przychody, które przeznaczane są w pierwszym rzędzie na spłatę i obsługę zadłużenia. Ta swoista symetria przepływów pieniężnych oraz kosztów i przychodów w czasie obu faz projektu jest głównym powodem, dla którego zostają one połączone w jedno przedsięwzięcie gospodarcze – dzięki temu połączeniu stworzone zostają warunki dla samofinansowania się i opłacalności ekonomicznej projektu.

Rysunek 2. Przepływy pieniężne w cyklu życia projektu ppp



Źródło: Oprac. na podstawie World Economic Forum, Strategic Infrastructure. Steps to Prepare and Accelerate Public-Private Partnerships. Geneva, May 2013.

⁴ Oczywiście podział projektu na dwie fazy: budowlaną i eksploatacyjną, pomija fazę prac przygotowawczych i planistycznych, tzw. fazę przedrealizacyjną, poprzedzającą właściwe rozpoczęcie projektu ppp. Z formalnego i finansowego punktu widzenia start projektu następuje w momencie tzw. zamknięcia finansowego, czyli spełnienia wszystkich warunków zawieszających zawartych w umowie ppp (umowie projektu).

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

2. Ryzyko banków w projektach realizowanych w formule Project Finance

Jak wcześniej zaznaczono, w niniejszym artykule podejście banków do zarządzania ryzykiem związanym z finansowaniem projektów ppp przedstawione zostanie w kontekście projektów organizowanych i finansowanych przy zastosowaniu formuły Project Finance. Jest to dominująca forma realizacji przedsięwzięć ppp na całym świecie, natomiast trzeba pamiętać, że formuła Project Finance stosowana jest także w dużych projektach inwestycyjnych prowadzonych z wyłącznym udziałem firm sektora prywatnego, zwłaszcza w sektorze energetycznym (poszukiwania ropy i gazu) oraz transportowym⁵.

2.1. Podstawowe zasady modelu Project Finance

Project Finance jest techniką długoterminowego finansowania inwestycyjnego, które pozyskiwane jest dla potrzeb konkretnego projektu inwestycyjnego i oparte jest wyłącznie lub niemal wyłącznie o przepływy finansowe i aktywa tegoż projektu. Aby wyodrębnić przepływy finansowe projektu z bilansu firmy lub instytucji, która go inicjuje, założona zostaje spółka celowa (ProjectCo, Special Purpose Vehicle lub SPV). Działalność spółki celowej czy projektowej ograniczona jest wyłącznie do realizacji danego projektu – w sensie prawnym i finansowym spółka SPV stanowi niejako upostaciowienie projektu. W modelu Project Finance spółka celowa pozyskuje finansowanie na projekt bez korzystania z bezpośrednich gwarancji czy poręczeń ze strony swoich właścicieli (sponsorów projektu), tak więc wierzyciele nie mają wobec nich żadnego regresu (non-recourse financing) bądź jest on bardzo ograniczony i pośredni (limited-recourse financing).

Dla zrozumienia istoty formuły Project Finance, zwłaszcza w perspektywie zarządzania ryzykiem przez banki, kluczowe jest pytanie – na czym opiera się standing kredytowy spółki celowej? Jak łatwo zauważyć, nie może on być określany przez tradycyjne zasady analizy kredytowej przedsiębiorstw. Spółka SPV w momencie rozpoczęcia projektu, a więc wówczas gdy pozyskuje zewnętrzne finansowanie, z definicji nie może się poszczycić jakąkolwiek historią działalności – nie posiada żadnych aktywów ani nie osiąga przychodów. Spółka taka nie spełnia w ogóle normalnych wymogów zdolności kredytowej – jedynym jej majątkiem jest świeżo podpisana umowa ppp, która nakłada na nią szereg bardzo poważnych zadań i duże ryzyko, przy bardzo odległej perspektywie osiągnięcia pierwszych przychodów.

Co zatem decyduje o zdolności spółki projektowej do pozyskania kredytów długoterminowych o często wielomiliardowej wartości? Otóż najkrócej charakteryzując, kluczem do podejścia Project Finance jest niezwykle staranna alokacja ryzyka między spółką celową i pozostałymi uczestnikami projektu. Dzięki zastosowaniu całego wachlarza różnorodnych rozwiązań kontraktowych i gwarancyjnych, spółka celowa transferuje praktycznie całość ryzyka projektu, jakie przyjęła na siebie na podstawie umowy ppp z partnerem publicznym, na inne podmioty, w szczególności na firmy wykonawcze w fazie budowlanej oraz operatorów fazy eksploatacyjnej (operacyjnej) projektu, wreszcie na przyszłych odbiorców produktów/usług projektu.

Należy jeszcze podkreślić, że w strukturze Project Finance spółka projektowa sama nie wykonuje praktycznie żadnych zadań inwestycyjnych czy eksploatacyjnych – cała rzeczywista działalność wykonawcza zostaje przez nią powierzona kolejnym podmiotom na podstawie osobnych umów, co pozostawia spółce celowej głównie czynności administracyjne i sprawozdawcze. Na skutek takiego podziału zadań w projekcie spółka celowa staje się niejako „transparentna” pod względem ryzyka – spółka ta przenosi całą swoją odpowiedzialność i ryzyko wynikające z umowy ppp na kontrahentów, przy czym transfer ryzyka dokonany w kontraktach wykonawczych jest dokładnie symetryczny z umową ppp (zasada „back-to back”) bądź nawet zakres czy parametry zobowiązań zostają ustawione w taki sposób, aby zapewnić spółce SPV pewien margines bezpieczeństwa.

Jak wcześniej wspomniano, w kontekście całościowego zarządzania ryzykiem projektu, niektóre rodzaje ryzyka spółki projektowej mogą zostać także przejęte przez inne podmioty niż bezpośredni uczestnicy projektu. Na przykład pewne specjalistyczne rodzaje ryzyka mogą zostać uplasowane przez spółkę na rynku ubezpieczeniowym lub zabezpieczone przez instytucje bankowe (np. ryzyko walutowe lub ryzyko stopy procentowej). W szczególnym wypadku część ryzyka spółki projektowej może nawet zostać przetransferowana z powrotem

⁵ Według danych Thomson Reuters w 2012 roku na wspomniane trzy sektory przypadło łącznie 84% całkowitej globalnej kwoty kredytów udzielonych przez banki w formule Project Finance wynoszącej 195,7 mld USD. Por. Thomson Reuters, Project Finance Review, Full Year 2012.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

do sektora publicznego, jeśli projekt skorzysta z dostępnych form wsparcia państwa dla inwestycji infrastrukturalnych (np. w postaci gwarancji finansowych, względnie dotacji budżetowych lub preferencyjnych kredytów).

Formy alokacji ryzyka zastosowane w konkretnym projekcie ppp mogą być bardzo różne, w zależności od otoczenia prawnego i regulacyjnego projektu, specyfiki samego przedsięwzięcia czy wreszcie od siły przetargowej poszczególnych uczestników projektu. Podstawową zasadą pozostaje jednak zawsze minimalizacja rezydualnego ryzyka pozostającego na barkach spółki projektowej. Tylko spółka o wiarygodnym standingu kredytowym może bowiem wykonać swoje fundamentalne zadanie, czyli pozyskać finansowanie zewnętrzne na realizację projektu, w tym zwłaszcza finansowanie dłużne na warunkach zapewniających projektowi opłacalność.



Kluczowa dla modelu Project Finance idea przeniesienia przez spółkę SPV praktycznie całości jej zadań i ryzyka na inne podmioty może wydawać się genialna w teorii, ale warto w tym kontekście zadać pytanie, jak idea ta sprawdza się w praktyce? Należy pamiętać, że dokonany w projekcie transfer ryzyka nie ma charakteru absolutnego, a jego skuteczność jest uzależniona od szeregu czynników. W zasadzie transfer ten dokonywany jest głównie przy pomocy instrumentów prawnych. Jeśli z jakichkolwiek względów zobowiązania przyjęte przez kontrahentów spółki SPV nie zostaną wykonane (np. w wyniku upadłości kontrahenta, niedostatecznego potencjału wykonawczego jego podwykonawców, zmian przepisów, wzrostu kosztów budowy itd.), a podjęte działania prawne nie przyniosą zadowalającego efektu, odpowiedzialność za zaburzenia w realizacji projektu i ich skutki finansowe dotkną w końcu spółkę projektową, a w ostatecznym rozrachunku banki, które ją finansują. Warto tu zwrócić uwagę, że dla skuteczności alokacji ryzyka niezwykle istotny jest czynnik czasu, krytyczny zwłaszcza w trakcie fazy budowlanej. Prace w tej fazie przebiegają w ścisłym reżimie czasowym wyznaczonym przez harmonogram projektu, tak więc kroki naprawcze podejmowane w razie problemów muszą dać szybkie rezultaty – po prostu nie ma tu miejsca na przewlekłe procedury sądowe i administracyjne.

Z powyższego zarysu dość jasno wynika, że aby naprawdę skutecznie przerzucić ryzyko na pozostałych uczestników projektu, jakie na spółkę SPV nałożyła umowa ppp, nie wystarczą same standardowe klauzule kontraktowe. Banki muszą zastosować specyficzne rozwiązania finansowe, zarządcze i prawne, które dadzą im bardzo daleko posuniętą kontrolę zarówno nad przebiegiem projektu w ogólnym sensie biznesowym, jak i w szczególności nad strumieniami pieniężnymi w projekcie i gospodarką finansową spółki SPV. Rozwiązania te stanowią w istocie rzeczy podstawę formuły Project Finance. Konieczność zastosowania wysoce sformalizowanych i specjalistycznych procedur finansowania spółki SPV jest równocześnie wymuszana przez wysoką dźwignię finansową, przy jakiej z reguły spółka ta funkcjonuje, a która powoduje dodatkową dużą wrażliwość strumieni pieniężnych spółki – stąd zagrożenie dla obsługi długu bankowego – na różnego rodzaju nieprzewidziane zakłócenia.

Aby przedstawić możliwie wyraźnie specyfikę instrumentarium Project Finance, główne jego elementy zostaną przedstawione poniżej w zestawieniu z analogicznymi aspektami rutynowego finansowania przedsiębiorstw (Corporate Finance). Dla porządku należy podkreślić, że przedstawiony opis jest bardzo zwięzły i skupia się jedynie na najważniejszych cechach modelu Project Finance. Uwagi o kredytach czy długu spółki SPV traktować będą zadłużenie spółki jako jednolitą całość, bez wchodzenia w szczegóły struktury długu. Tymczasem w wielu projektach, obok kredytów bankowych mających charakter długu uprzywilejowanego (senior debt), występuje także dług podporządkowany (subordinated debt) oraz kredyty publicznych instytucji finansowych i (rzadziej) dług obligacyjny. Ważnym elementem kontroli przez banki ryzyka projektu jest w takiej sytuacji zarządzanie relacjami z pozostałymi wierzycielami⁶. Ponadto samo finansowanie bankowe nie jest najczęściej jednolite – obok głównego kredytu inwestycyjnego występują z reguły jeszcze dodatkowe mniejsze kredyty o odrębnym przeznaczeniu, takie jak kredyt na kapitał obrotowy spółki czy kredyt zaciągany na VAT. Wiele tego rodzaju szczegółowych kwestii zostanie pominiętych, aby skoncentrować uwagę się na najistotniejszych zagadnieniach.

⁶ Narzędziem unormowania relacji pomiędzy wierzycielami spółki projektowej są odpowiednie umowy (intercreditor agreements).

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

2.2. Czynniki ryzyka w modelu Project Finance

Zasadnicze czynniki ryzyka w modelu Project Finance związane z finansowaniem spółki projektowej można streścić następująco:

1. Project Finance stosowany jest przy kredytowaniu spółki o potencjalnie bardzo dużej niestabilności biznesowej, wynikającej z faktu, że podstawą jej działalności po stronie przychodowej jest dokładnie jeden kontrakt (umowa ppp), a aktywa składają się z jednego składnika bądź zestawu ściśle powiązanych procesem technologicznym składników majątkowych (majątek infrastrukturalny wybudowany w projekcie, np. most, terminal portowy czy szpital). Stwarza to bardzo daleko posuniętą koncentrację działalności i stąd wrażliwość na wszelkiego rodzaju zagrożenia natury biznesowej, politycznej czy zaliczane do zakresu tzw. siły wyższej⁷. Sytuacja ta zasadniczo różni się od funkcjonowania „zwykłych” firm, zwłaszcza dużych, które prowadzą często dalece zdywersyfikowaną działalność, dysponują różnorodnym majątkiem, a swoboda podejmowania przez nie nowych kierunków działania jest rzadko ograniczana formalnymi zakazami. Daje im to znaczną odporność na zaburzenia czy gwałtowne zmiany w otoczeniu rynkowym i społeczno-politycznym.
2. Dodatkowym czynnikiem biznesowym kreującym wysoką wrażliwość spółki SPV na nieoczekiwane zaburzenia jest fakt, że cała jej egzystencja zależy od udanego zrealizowania jednego dużego projektu inwestycyjnego. „Zwykle” przedsiębiorstwa realizują różnorodne inwestycje zgodnie ze swoimi planami rozwoju i praktycznie nigdy nie działają przy takiej koncentracji specyficznego ryzyka, jakie stwarza proces inwestycyjny – można tu zauważyć, że formuła Project Finance została wymyślona właśnie po to, aby przedsiębiorstwa mogły przerzucić „poza bilans” projekty inwestycyjne mogące w razie niepowodzenia zagrożić ich stabilności finansowej.
3. Spółki SPV działają przy bardzo wysokiej dźwigni finansowej (financial leverage), tj. przy niskich kapitałach własnych i wysokim zadłużeniu. Regułą jest, że relacja długu do aktywów w spółkach projektowych wynosi przeciętnie 80% do 90%, ale dla projektów o bezpiecznym profilu biznesowym nierzadko wskaźnik ten dochodzi nawet do 95%. Relacja kapitału do długu spółek projektowych na wspomnianym poziomie oddaje swego rodzaju punkt równowagi, w którym ryzyko kredytowe banków „wyrównuje się” z ryzykiem inwestycyjnym udziałowców spółki SPV (inwestorów kapitałowych w projekcie). Mówiąc inaczej, niska inwestycja kapitałowa przy danym poziomie aktywów i wyniku finansowego spółki podnosi stopę zwrotu z inwestycji osiąganą przez inwestorów do wysokości, która co najmniej pokrywa ich koszt kapitału, oddający ponoszone ryzyko⁸. Stopień zlewarowania spółek projektowych jest radykalnie wyższy niż „zwykłych” firm, gdzie relacja kapitałów własnych do aktywów nierzadko przekracza 50%.



Dla banków finansujących spółkę projektową jej wysoka dźwignia finansowa jest oczywiście czynnikiem zwiększającym znacznie ryzyko kredytowe – przy danej kwocie długu płatności z tytułu jego obsługi są faktycznie kosztem stałym dla spółki, stąd przy wysokim obciążeniu długiem wystąpienie nieprzewidzianych zakłóceń w strumieniach pieniężnych spółki może łatwo prowadzić do utraty płynności przez spółkę i choćby przejściowego zaprzestania obsługi długu. Oceniając ten aspekt modelu Project Finance, z punktu widzenia banków, należy jednak wskazać na drugą stronę medalu – banki akceptują tak wysoki poziom dźwigni, gdyż stosują wobec spółek SPV bez porównania ostrzejsze rygory kontrolne i zarządcze niż przy rutynowym finansowaniu przedsiębiorstw⁹.

⁷ Warto podkreślić, że wymóg całkowitej koncentracji działalności spółki SPV na realizacji projektu, dla którego została powołana, jest formalnie zawarty w umowach projektu. Tyko w ten sposób banki mogą sprawować stałą kontrolę nad wynikami biznesowymi i finansowymi spółki.

⁸ Pełne przedstawienie założeń kalkulacji wymaganego zwrotu z kapitału przez inwestorów w spółkę SPV w kontekście ponoszonego przez nich ryzyka inwestycyjnego wymagałoby dłuższego wywodu, poza tym kwestia ta wykracza poza ramy niniejszego artykułu.

⁹ Banki dokładnie modelują i prognozują oczekiwane strumienie pieniężne w projekcie, z czego ostatecznie wynika m.in. akceptowany przez nie poziom dźwigni finansowej spółki SPV. W pewnym uproszczeniu głównym parametrem decydującym o dźwigni będzie zmienność strumieni pieniężnych projektu wyrażana poprzez wskaźniki DSCR (tj. wskaźniki pokrycia obsługi długu przez dostępny cash flow). Problem też zostanie poruszony w dalszej części artykułu. Por. także Project Finance, [w:] The EPEC PPP Guide, przewodnik on-line na stronie internetowej Europejskiego Banku Inwestycyjnego www.eib.org



2.3. Instrumenty zarządzania ryzykiem przez banki w modelu Project Finance

Przechodząc do metod zarządzania przez banki ryzykiem w formule Project Finance, wskazać można na następujące środki i narzędzia utrzymywania kontroli nad przebiegiem projektu i sytuacją finansową spółki SPV:

1. Spółka celowa, prowadząca projekt ppp, jest w gruncie rzeczy traktowana przez banki jako ich własny instrument o charakterze finansowym, będący centralnym, integrującym elementem całokształtu relacji kontraktowych w projekcie, poprzez które wszystkie rodzaje ryzyka w projekcie zostają transferowane do tych uczestników, którzy stwarzają najlepszą szansę na zaabsorbowanie ryzyka. Bankowalność indywidualnych kontraktów polega m.in. na tym, że ich zapisy są dokładnie skoordynowane ze sobą i podporządkowane zapisom w „umowie-matce”, czyli umowie ppp, w taki sposób, aby zapewnić spółce projektowej możliwie jak najkorzystniejszą pozycję w każdym kontrakcie. Wzmacnia to bezpieczeństwo wykonania zobowiązań projektowych przez spółkę SPV, co w ostatecznym rachunku stabilizuje strumienie pieniężne w projekcie.
2. Ponieważ ryzyko biznesowe zostaje alokowane poprzez różnorakie relacje kontraktowe na kontrahentów spółki SPV, to od nich zależy w decydującym stopniu ostateczny sukces lub porażka projektu. Tak więc kluczowym aspektem ryzyka projektu jest ryzyko kontrahenta (counterparty risk). Środkiem na ograniczenie tego ryzyka jest w pierwszym rzędzie stawianie bardzo wyśrubowanych wymagań potencjalnym partnerom biznesowym w projekcie zarówno od strony czysto wykonawczej (potencjał i doświadczenie w danej branży, historia pomyślnej realizacji podobnych projektów), jak i standingu finansowego.

Charakterystycznym rysem projektów realizowanych w trybie Project Finance, w kontekście ryzyka kontrahenta, jest fakt, że wiele kluczowych kontraktów wykonawczych realizowanych jest przez firmy, które są jednocześnie inwestorami kapitałowymi w spółce SPV, czyli tzw. sponsorami projektu¹⁰. Wynika to z faktu, że bardzo często te właśnie firmy od początku niejako „stoją za projektem”, tj. uczestniczyły w pracach przygotowawczych, wypracowały strategię biznesową projektu i przygotowały ofertę ppp dla partnera publicznego. Inwestycja kapitałowa w spółkę SPV jest dla tych firm elementem większej całości, na którą składają się także (a często przede wszystkim) kontrakty wykonawcze. Udział tych samych firm w projekcie w podwójnej niejako roli może budzić wątpliwości co do tego, jakie są ich główne interesy i motywy działania, a zwłaszcza, czy nie nadużywają swojej specyficznej pozycji. Niezależnie od nieuniknionego w tej sytuacji braku przejrzystości, stwierdzić jednak należy, że sytuacja ta ma, z punktu widzenia banków, także istotne potencjalne plusy¹¹. Wspomniane firmy, będąc inwestorami w spółce SPV, są zainteresowane

¹⁰ W praktyce zazwyczaj nie są to dokładnie te same firmy, ale podmioty afiliowane ze sobą, tj. należące do tej samej grupy kapitałowej.

¹¹ Można tu zauważyć, że punkt widzenia banków nie musi być w tym przypadku tożsamy z perspektywą partnera publicznego w projekcie ppp, który może nie czuć się komfortowo we wspomnianej sytuacji, np. wtedy, gdy widać, że strona prywatna znacznie lepiej rozumie założenia projektu, a jednocześnie realizuje dość złożoną strategię biznesową i kontraktową.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

ostatecznym sukcesem projektu, tak więc fakt, że znajdują się niekiedy „po obu stronach” stołu negocjacji, eliminuje w naturalny sposób typowe konflikty interesów i gry kontraktowe, jakie na ogół występują pomiędzy zamawiającym i wykonawcą. Jeśli firmy te spełniają jednocześnie wszystkie wymogi stawiane kontrahentom dotyczące potencjału, doświadczeń i wyników działalności, ich udział może istotnie zmniejszać generalne ryzyko projektu.

3. Elementem wzmacniającym efektywność alokacji ryzyka na kontrahentów są typowe dla modelu Project Finance klauzule kontraktowe, które dają spółce SPV większą swobodę działania w porównaniu z kontrahentem, np. w kwestii zakończenia kontraktu w związku z niewykonywaniem obowiązków przez drugą stronę, egzekwowania standardów jakościowych wykonania kontraktu, uzyskania odszkodowań czy zmiany warunków umowy (np. indeksacji cen umożliwiającej spółce SPV przerzucenie wzrostu kosztów na kontrahenta).
4. Relacja dłużnik-wierzyciel pomiędzy bankami i spółką SPV jest w modelu Project Finance w zasadzie całkowicie jednostronna i podporządkowana głównemu priorytetowi, jakim jest niezakłócona obsługa kredytów bankowych. Cała działalność spółki projektowej jest drobiazgowo kontrolowana przez banki poprzez system prognozowania i budżetowania finansowego powiązany z mechanizmami „szybkiego reagowania” (forward-looking triggers), uruchamiającymi automatycznie działania naprawcze w razie pogorszenia się założonych wskaźników finansowych, zwłaszcza dotyczących płynności oraz zdolności obsługi długu. Spółka SPV ma wyraźnie określony czasowo okres „życia”, czyli zarówno realizacja projektu, terminy kredytów, jak i cały system planowania i prognozowania są, co do zasady, powiązane z terminem zakończenia działalności spółki. Kwota i rodzaje zadłużenia spółki są również szczegółowo planowane i kontrolowane. Terminy płatności z tytułu obsługi kredytów są dostosowane do strumieni pieniężnych wynikających z przebiegu realizacji projektu, tak więc każda spłata długu ma ściśle określone źródło środków.

Powyższe reguły wyglądają zupełnie inaczej przy kredytowaniu „zwykłych” przedsiębiorstw, zwłaszcza tych znajdujących się w normalnej sytuacji biznesowej i finansowej, która nie wymaga od banku podejmowania nadzwyczajnych kroków naprawczych i kontrolnych. Relacja banku z firmą ma znacznie bardziej partnerski charakter, kontrola sytuacji finansowej firmy-dłużnika jest znacznie łagodniejsza w zakresie obowiązków sprawozdawczych, a zwłaszcza automatyzmu mechanizmów korekcyjnych. Firmy z natury rzeczy traktowane są jako podmioty o nieograniczonym terminie działania, stąd projekcje finansowe wykonywane przez banki nigdy nie dotyczą całego „życia” firmy. Generalnie zakłada się, że kwota ich zadłużenia będzie wzrastać wraz z rozwojem firmy. Szereg składników zadłużenia bankowego firm nie ma bądź ustalonego z góry terminu spłaty („evergreen facilities”), bądź spłacana jest w jednym końcowym terminie, a nie w trybie regularnych amortyzowanych spłat.

5. Strumienie pieniężne w projekcie i gospodarka płynnością spółki SPV są ściśle kontrolowane przez banki poprzez system rachunków bankowych dedykowanych dla określonego typu rozliczeń i płatności oraz poprzez dokładnie i z góry określoną kolejność regulowania poszczególnych rodzajów wydatków z dostępnych, płynnych środków w drodze tzw. kaskady gotówki (cash waterfall). Głównym priorytetem po pokryciu bieżących kosztów projektu jest zapewnienie bezpieczeństwa obsługi długu. Możliwości zaciągania nowych długów bądź dokonywania lokat środków przez spółkę SPV poza systemem rachunków kontrolowanym przez banki są radykalnie ograniczone. Zwiększeniu stabilności i przewidywalności strumieni pieniężnych służy m.in. systematyczne zasilanie rachunków rezerwowych projektu gromadzących środki na przewidywane wypłaty z określonych tytułów.

Rozwiązania powyższego typu w relacjach ze „zwykłymi” firmami również występują, ale stosowane są przez banki w sposób selektywny i bez porównania bardziej liberalny, przy generalnej swobodzie kierownictwa firm do zarządzania swoimi finansami.

6. Całe zadłużenie spółki SPV w bankach ma charakter długu zabezpieczonego (secured debt), przy czym zakres stosowania zabezpieczeń jest bez porównania szerszy niż przy standardowym kredytowaniu przedsiębiorstw. Zabezpieczenia banków ustanowione są praktycznie na wszystkich aktywach rzeczowych i finansowych spółki SPV, obejmują też cesję na rzecz banków praw majątkowych z wszystkich kontraktów, polis ubezpieczeniowych, wartości niematerialnych itd. Ważnym instrumentem kontroli spółki jest ponadto zastaw na jej akcjach/udziałach ustanowiony przez właścicieli na rzecz banków. Wreszcie charakterystyczną, typową dla Project Finance formą zabezpieczenia prawnego jest formalna możliwość zajęcia przez bank miejsca poszczególnych kontrahentów lub spółki SPV w posiadanych przez nich kontraktach w razie sytuacji kryzysowej, grożącej wypowiedzeniem danego kontraktu (step-in rights). Celem tego rozwiązania jest zastąpienie podmiotu, który stracił zdolność do prawidłowego wykonywania kontraktu przez

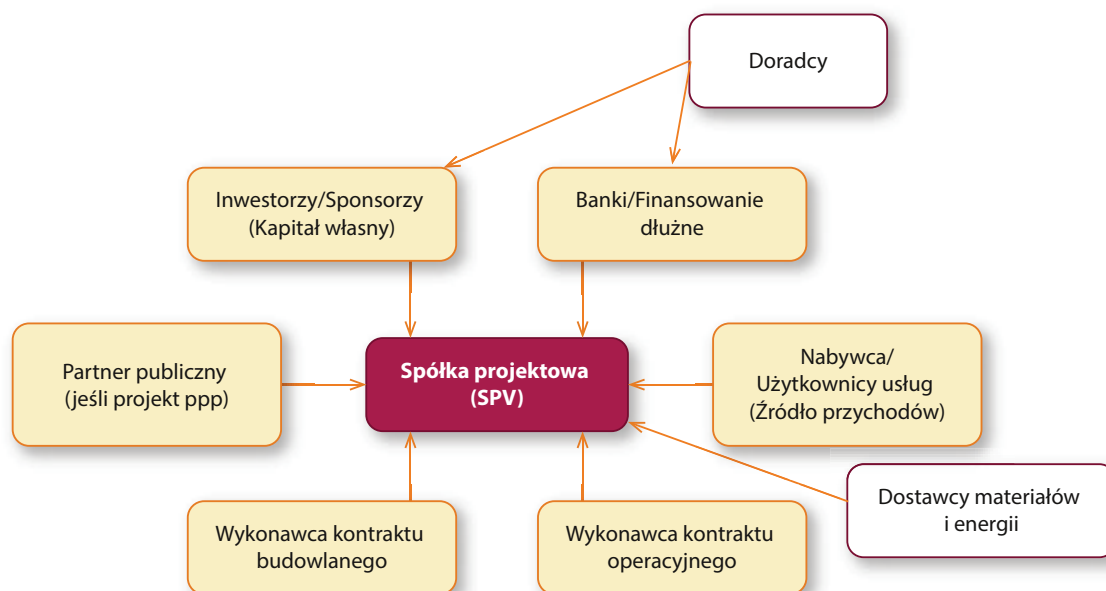
II. Analiza ryzyka w projektach ppp

inny i uniknięcie w ten sposób załamania się całego projektu oraz długotrwałych i kosztownych procedur prawnych związanych z restrukturyzacją projektu bądź realizacją zabezpieczeń.

W standardowym finansowaniu firm zabezpieczenia prawne i rzeczowe stosowane są w sposób selektywny, istotna część kredytów bankowych ma charakter niezabezpieczony. Zabezpieczenia banków mają na ogół mniej wszechstronny charakter, jeśli brać pod uwagę wachlarz objętych nimi aktywów majątkowych firm, a podstawowym celem ustanowienia zabezpieczeń jest upłynnienie obciążonych aktywów i odzyskanie wierzycelności banku już po wypowiedzeniu umowy kredytowej i wszczęciu procedur windykacyjnych.

Na zakończenie uwag o modelu Project Finance warto jeszcze przedstawić strukturę powiązań między głównymi uczestnikami projektu w postaci graficznej. Warto podkreślić, że z projektem ppp będziemy mieli do czynienia wówczas, gdy wśród uczestników projektu wystąpi partner publiczny, który przekaże określone zadania inwestycyjne i eksploatacyjne prywatnej spółce SPV. Jednakże projekt organizowany i finansowany w modelu Project Finance może też odbywać się wyłącznie z udziałem podmiotów prywatnych. Dlatego na Rysunku 3. partner publiczny pokazany jest jako jeden z możliwych uczestników projektu.

Rysunek 3. Struktura powiązań między uczestnikami projektu w modelu Project Finance



Źródło: Oprac. na podstawie Moody's Investors Service, Generic Project Finance Methodology, December 20, 2010.

Należy wyraźnie podkreślić, że powyższy schemat relacji w projekcie ma charakter bardzo uproszczony, w rzeczywistych projektach ppp ilość podmiotów oraz łączących ich relacji prawnych i finansowych może być znacznie większa. W szczególności warto wspomnieć o specyficznym dla Project Finance typie umowy, który nie występuje na Rysunku 3., a mianowicie o tzw. umowach bezpośrednich (direct agreements). Są to umowy zawierane przez banki ze wszystkimi kontrahentami spółki SPV (w tym zwłaszcza z wykonawcą kontraktu budowlanego i operatorem fazy operacyjnej, ale także ich podwykonawcami), jak również z podmiotem publicznym – stroną umowy ppp. Umowy bezpośrednie są instrumentem prawnym dającym bankom możliwość przejęcia kontraktów spółki SPV w razie istotnego zagrożenia ich realizacji w celu znalezienia szybkiego rozwiązania problemu bez konieczności zrywania kontraktu. Ważna rola tych umów w zarządzaniu ryzykiem projektów potwierdza, że najważniejszym, z punktu widzenia banków, składnikiem majątkowym spółki SPV nie są wcale jej aktywa rzeczowe, ale właśnie kontrakty wykonawcze, umożliwiające jej wykonanie zobowiązań wynikających z umowy ppp¹².

¹² Jak będzie to szerzej wyjaśnione w dalszej części artykułu, konstrukcja prawna projektów ppp sprawia, że w większości wypadków spółka SPV nie jest pełnym i formalnym właścicielem majątku rzeczowego, jaki został wybudowany i funkcjonuje w projekcie, stąd dostęp banków i innych wierzycieli spółki do tego majątku jest mocno utrudniony.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

3. Alokacja i zarządzanie ryzykiem w fazie budowlanej projektu ppp

W trakcie fazy budowlanej projektu ppp zostaje wybudowany i doprowadzony do gotowości eksploatacyjnej zespół aktywów majątkowych – budynki, instalacje i urządzenia – które będą służyły do świadczenia usług użyteczności publicznej w czasie fazy operacyjnej projektu. Faza budowlana rozpoczyna się w momencie wejścia w życie całego pakietu umów projektu, czyli w chwili tzw. zamknięcia finansowego projektu, a kończy się z chwilą przeprowadzenia wszystkich stosownych testów technicznych oraz dokonania formalnego odbioru inwestycji przez inwestora (spółkę projektową) i instytucje nadzorcze¹³.

Warto jeszcze dodać, że pewne podobieństwa do fazy budowlanej wykazuje pod względem ryzyka także początkowy okres fazy operacyjnej, czyli okres tzw. rozruchu („ramp-up phase”), gdy majątek projektu dochodzi do pełnej zaplanowanej sprawności i efektywności. Stąd w niektórych analizach, obok pojęcia „ryzyko budowlane” („construction risk”), względnie „ryzyko fazy budowlanej”, używane jest nieco szersze pojęcie „ryzyko ukończenia realizacji projektu” („completion risk”)¹⁴, obejmujące także czynności związane z rozruchem. Fundamentem analizy ryzyka projektu pozostaje jednak rozróżnienie fazy budowlanej i operacyjnej.

3.1. Charakterystyka ryzyka fazy budowlanej projektu ppp

Ryzyko fazy budowlanej projektu można najogólniej określić jako zagrożenie związane z fazą budowy, która zostanie zrealizowana przy przekroczeniu założonego poziomu kosztów inwestycji i/lub terminu zakończenia prac, względnie przy niedotrzymaniu zamierzonych standardów technicznych i wskaźników efektywności majątku, niezbędnych dla osiągnięcia poziomu przychodów planowanego na okres eksploatacji (oczywiście w skrajnym przypadku rozpoczęta inwestycja może zostać w ogóle nieukończona).

Kluczowym i najbardziej kontrolowanym aspektem ryzyka budowlanego jest kwestia przekroczeń planowanego poziomu kosztów. Nieplanowany wzrost kosztów lub zwłoka w realizacji budowy (prowadząca nieuchronnie do przekroczenia budżetu kosztów projektu) mogą być wynikiem bardzo wielu czynników, które są zupełnie niezależne od wykonawcy (warunki geologiczne, techniczne i pogodowe na placu budowy, dostępność materiałów, sytuacja na rynku pracy) oraz mogą wynikać z błędów w planowaniu projektu i koordynacji działań uczestników projektu oraz innych podmiotów mających potencjalny wpływ na przebieg projektu, np. władz administracyjnych.

Zagrożenie stwarzane przez ryzyko wzrostu kosztów budowy nie jest oczywiście jednakowe w przypadku wszystkich projektów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury. Dwa podstawowe czynniki różnicujące pod tym względem ryzyko projektu to:

- stopień technicznej trudności danego projektu,
- potencjał wykonawczy i doświadczenie firmy wykonawczej realizującej fazę budowlaną projektu (construction contractor).

Stopień trudności projektu zależy w ogólnym sensie od skali skomplikowania projektu budowlanego i przyjętej technologii, warunków placu budowy oraz dostępności i stabilności kosztów czynników produkcji. Istotny jest także sektor infrastruktury, w którym ma miejsce dane przedsięwzięcie. Większość projektów ppp, realizowanych w obszarze infrastruktury społecznej czy transportowej (drogownictwo), uznawanych jest generalnie za projekty niskiego lub umiarkowanego ryzyka budowlanego, ale nie musi to być regułą – np. projekt drogowy o wysokim nasyceniu obiektami inżynierskimi (tunele, mosty) może okazać się bardzo trudny w realizacji.

W przypadku firmy wykonawczej ważny, z punktu widzenia ryzyka projektu, jest zarówno jej standing finansowy, jak i jej możliwości wykonawcze widziane w kontekście konkretnego rodzaju projektu (doświadczenie

¹³ Pakiet wszystkich kluczowych umów biznesowych i finansowych projektu ppp wchodzi w życie jednocześnie wraz ze spełnieniem wszystkich warunków zawieszających zawartych w tych umowach. Natomiast moment podpisania głównej umowy projektu, czyli umowy ppp, jest nazywany zamknięciem komercyjnym projektu. Zamknięcie finansowe (financial close) ma często miejsce wiele miesięcy po zamknięciu komercyjnym projektu (commercial close), gdyż spełnienie niektórych warunków zawieszających, np. dotyczących uzyskania określonych zezwoleń administracyjnych, może być bardzo czasochłonne.

¹⁴ Podejście to stosuje m.in. agencja ratingowa Fitch Ratings w swoich ocenach projektów infrastrukturalnych i realizowanych w trybie Project Finance. Por. Fitch Ratings, Completion Risk In Project Finance. Special Report, 16 October 2013.

i reputacja w kwestii realizacji podobnych projektów w terminie i zgodnie z budżetem kosztów, zdolność do zarządzania podwykonawcami itd.).

3.2. Alokacja ryzyka poprzez kontrakt budowlany

Zgodnie z typową sytuacją w projektach ppp, partner publiczny przenosi odpowiedzialność za realizację fazy budowlanej i związane z tym ryzyko na spółkę SPV na mocy postanowień umowy projektu. Z kolei spółka projektowa alokuje ryzyko związane z fazą budowy na firmę wykonawczą poprzez kontrakt budowlany. Efektywność transferu ryzyka w tym ostatnim wypadku zależy będzie od tego, na ile skutecznie odpowiedzialność za ewentualne przekroczenia kosztów i terminów budowy oraz naruszenie jakościowych standardów wykonania zostanie przeniesiona na rzecz firmy wykonawczej. Będzie to funkcją warunków kontraktu, ale także poziomu ceny i generalnej zgodności strony formalnej kontraktu z wymogami i celami danego projektu.

W praktyce międzynarodowego rynku inwestycyjnego wykształciły się pewne standardowe formy/typy kontraktów budowlanych, które można uporządkować według stopnia kompletności transferu ryzyka (oczywiście należy pamiętać, że w realnych transakcjach rzadko występują umowy w czystych standardowych postaciach). Generalnie, im większe potencjalne ryzyko budowy – wyrażane przez duży stopień technicznej komplikacji i/lub wątpliwości co do potencjału wykonawcy – tym bardziej rygorystyczny, pod względem alokacji ryzyka na wykonawcę, powinien być wybrany typ kontraktu.

Najbardziej efektywny transfer ryzyka zapewniany jest przez kontrakt budowlany przewidujący realizację zadań przy stałej cenie, ustalonej dacie zakończenia prac i szczegółowo zdefiniowanych standardach efektywności funkcjonowania wybudowanej instalacji potwierdzonych wiarygodnym testem („fixed-price, date-certain, fit for the purpose contract”). Kontrakt taki powinien przewidywać tylko bardzo ograniczone i rygorystycznie zdefiniowane możliwości odstępstw od warunków wykonania i zarazem silnie motywować firmę wykonawczą do realizacji zadań w pełni zgodnej z ustalonymi warunkami poprzez mechanizm gwarancji wykonawczych i finansowych, kar umownych, odszkodowań itp. Tego rodzaju typem kontraktu zapewniającym spółce projektowej maksymalny stopień transferu ryzyka na firmę budowlaną jest tzw. kontrakt pod klucz (Turnkey contract)¹⁵.



Nieznacznie niższy, ale również bardzo wysoki stopień transferu ryzyka zapewnia spółce projektowej bodaj najbardziej powszechnie stosowany w projektach ppp typ kontraktu budowlanego, tzw. kontrakt EPC (Engineering, Procurement and Construction contract). Jest to również umowa o stałej cenie ryczałtowej i ustalonym terminie realizacji przewidująca jedynie nieco większą elastyczność w podejściu do zmian parametrów wykonania kontraktu i większe zaangażowanie spółki projektowej w zarządzanie projektem¹⁶.

Na odwrotnym biegunie typologii kontraktów budowlanych, z uwagi na zakres alokacji ryzyka, znajduje się kontrakt realizowany przez wykonawcę przy formule cenowej „koszt plus marża” (cost-plus contract), nieprzewidujący jednocześnie zdecydowanych instrumentów motywujących firmę wykonawczą do wykonania prac po maksymalnie niskich kosztach lub w jak najkrótszym terminie. Kontrakty tego rodzaju mogą być

¹⁵ Klasyfikację typów kontraktów budowlanych pod względem stopnia alokacji ryzyka zawiera m.in. publikacja Standard and Poor's, Request for Comment: Global Project Finance Methodology – Construction Phase, January 28, 2013, Table 5.

¹⁶ Warto zauważyć, że w publikacjach traktujących o zarządzaniu projektami w formule Project Finance występują pewne różnice w charakterystyce poszczególnych standardów kontraktowych, co należy wiązać z faktem, że praktyka w tej dziedzinie jest bardzo dynamiczna. Na przykład niektóre publikacje traktują kontrakt pod klucz i kontrakt EPC równorzędnie, a w innych różnica między nimi sprowadzana jest do tego, że kontrakt pod klucz obejmuje fazę przygotowania projektu budowlanego, zaś kontrakt EPC jej nie zawiera.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

akceptowalne tylko w wypadku najprostszyc technicznie projektów, np. budowy drogi lub rurociągu na płaskim terenie przy znanych parametrach ilościowych zadania i wysoce przewidywalnych warunkach realizacji.

Należy wyraźnie podkreślić, że skuteczna alokacja ryzyka budowlanego przez spółkę projektową nie może sprowadzać się wyłącznie do wyboru najbardziej wymagającego wobec wykonawcy wariantu kontraktu budowlanego. Istotne znaczenie w tym kontekście mają jeszcze dwa czynniki: cena kontraktu oraz pakiet szczegółowych warunków mających na celu zapewnienie tego, aby wykonawca działał w sposób maksymalnie zgodny z interesem projektu.

Cena kontraktu z natury rzeczy odzwierciedlać będzie założony przez kontrahentów transfer ryzyka na wykonawcę. W praktyce oznacza to, że rozsądna kalkulacja ceny powinna w sobie zawierać, obok oczekiwanych kosztów i marży zysku wykonawcy, także rezerwę na potencjalne i nieprzewidziane wzrosty kosztów. Bardzo niska cena oferowana przez wykonawcę może oznaczać bądź jego bardzo agresywną strategię realizacji kontraktu (zamiar wymuszenia podwyżek ceny w trakcie prac), bądź brak doświadczenia w projektach danego typu. Zarówno spółka SPV, jak i banki finansujące powinny to ocenić, analizując przedłożony budżet kosztów i porównując go w miarę możliwości z warunkami cenowo-kosztowymi innych podobnych projektów.

Pakiet instrumentów motywacyjnych zawarty w kontrakcie budowlanym, obejmujący zwłaszcza kary umowne i odszkodowania związane z nienależytym wykonaniem warunków kontraktu, ma zapewnić, aby spółka SPV faktycznie zrealizowała korzyści, jakich oczekuje w wyniku transferu ryzyka dokonanego poprzez kontrakt. Podobną rolę odgrywają ewentualne gwarancje finansowe i wykonawcze (performance bonds) stron trzecich dostarczone przez wykonawcę.

3.3. Kontrola ryzyka fazy budowlanej projektu ppp przez banki

Stanowisko banków finansujących projekt w kwestii transferu ryzyka budowlanego przez spółkę SPV na wykonawcę kontraktu oraz środków wzmacniających (uwiarygodniających) ten transfer jest łatwe do przewidzenia. Banki są tutaj naturalnym sojusznikiem spółki projektowej. Naczelny interes banków polega na tym, aby zapobiegać jakimkolwiek naruszeniom warunków finansowania projektu, które mogą wyniknąć z zaburzeń w założonym przebiegu prac budowlanych i związanych z tym zakłóceń w strumieniach płatności kontraktowych. Przy rygorystycznych zasadach Project Finance naruszenie warunków umów kredytowych prowadzi bowiem do podjęcia przez banki kroków obronnych, które nieuchronnie muszą uderzyć w projekt i w ostatecznym rozrachunku także w same banki: formalnego ogłoszenia faktu niewykonania umowy kredytowej (default), wstrzymania kolejnych uruchomień funduszy, realizacji zabezpieczeń, wszczęcia stosownych procedur prawnych itd. Tak więc banki będą zawsze dążyć do tego, aby rzeczywisty wykonawca kontraktu ponosił



jak najszerszy zakres odpowiedzialności i zarazem, aby miał jak najmniejsze możliwości naruszania warunków i parametrów kontraktu powodującego uszczerbek dla przepływów finansowych w projekcie.

Banki będą zatem:

- preferować najbezpieczniejsze dla spółki SPV warianty kontraktu budowlanego, przewidujące stałą cenę i stały termin wykonania (kontrakt pod klucz lub EPC), przy ograniczonych możliwościach zmiany tych warunków na korzyść wykonawcy,
- działać w kierunku ograniczenia postanowień umownych, umożliwiających wykonawcy uwolnienie się od odpowiedzialności za wykonanie kontraktu, zwłaszcza poprzez zawężenie zakresu klauzuli siły wyższej (Force Majeure),
- przestrzegać, aby wszelkie możliwości zmiany pierwotnych warunków kontraktu budowlanego na korzyść wykonawcy (wzrost ceny, wydłużenie terminu wykonania itd.) były dokładnie odwzorowane w symetrycznych zapisach umowy ppp, i tym samym nie powodowały pogorszenia pozycji spółki projektowej,
- wymagać, aby kalendarz płatności kontraktowych dla wykonawcy, odpowiadający terminarzowi uruchomień kredytu, był ściśle powiązany z wykonaniem kolejnych istotnych elementów prac w projekcie (project milestones), tak aby uniknąć faktycznych przedpłat na rzecz wykonawcy (front-loading); wymóg ten będzie realizowany poprzez wprowadzenie obowiązku spełnienia przez wykonawcę określonych warunków zawieszających wypłatę i/lub zabezpieczenia wypłaty zewnętrznymi gwarancjami wykonawczymi dotyczącymi danego elementu prac,
- wymagać ponadto, aby kolejne uruchomienia kredytu były w części przeznaczane na tworzenie rezerw finansowych projektu poprzez potrącanie określonego procentu płatności (zazwyczaj do 5%) z kwoty przekazywanej wykonawcy (price retention); rezerwy tego typu są rozliczane z wykonawcą po zakończeniu prac i przeprowadzeniu ich odbioru jakościowego,
- wymagać, aby poziom umownych odszkodowań (liquidated damages) należnych spółce projektowej od wykonawcy z tytułu opóźnień, błędów budowlanych itp. ustalany był w określonej relacji do kosztów i strat poniesionych lub oczekiwanych przez spółkę projektową w związku z zakłóceniami w realizacji fazy budowlanej,
- wymagać, aby zwyczajowy limit ustalany w kontrakcie dla kwoty maksymalnej odpowiedzialności wykonawcy z tytułu naruszeń kontraktu (liability cap) był nie niższy niż szacowana potencjalna strata projektu wywołana przekroczeniami kosztów i terminów budowy,
- wymagać, aby łączny poziom zewnętrznych gwarancji finansowych i wykonawczych zapewniony przez wykonawcę pozostawał w rozsądnej proporcji do kosztów projektu (za bezpieczny uznawany jest poziom gwarancji nie niższy niż 10%).

3.4. Zarządzanie finansowaniem fazy budowlanej projektu ppp przez banki

Oczekiwania i wymagania banków w ostatecznym rozrachunku będą służyć zapewnieniu, aby zapotrzebowanie projektu na fundusze w trakcie fazy budowlanej zostało możliwie jak najdokładniej pokryte przez dostępną podaż finansowania. Ryzyko banków wiąże się przede wszystkim z faktem, że ostateczne zapotrzebowanie na finansowanie – dla pokrycia kosztów fazy budowlanej, ale także stworzenia rezerw kapitału obrotowego niezbędnych dla rozpoczęcia fazy operacyjnej oraz pokrycia kosztów kredytu w fazie budowlanej¹⁷ – okaże się wyższe od przewidzianego w umowie kredytowej i innych dokumentach projektu. Ryzyko banków występuje jednak także, choć może to wydać się zaskakujące, po stronie podaży finansowania. Podaż ta zwłaszcza w dużych projektach może pochodzić z szeregu źródeł, które różnią się znacząco pod względem terminu i stopnia uwarunkowania ich dostępności. Opóźnienie w uruchomieniu danej transzy finansowania lub w ogóle niedostarczenie funduszy, przy generalnie bardzo „ciasnym” planie przepływów finansowych, może spowodować zakłócenie w realizacji projektu i w efekcie naruszenie umowy kredytowej ze wszystkimi negatywnymi skutkami.

W przypadku samych banków i głównej umowy kredytowej ryzyko może wydawać się niewielkie, jednak istnieje. Paradoksalnie może ono wynikać ze zbyt ostrego zdefiniowania warunków zawieszających dla uruchomień kredytu (np. w kwestii sprawozdawczości), co może zakłócić płynne finansowanie. Potencjalnie ważniejszym problemem mogą okazać się kłopoty z terminowym dostarczaniem funduszy przez inwestorów kapitałowych (kapitał spółki SPV jest z reguły wnoszony sukcesywnie w miarę postępu prac w projekcie i wzrostu kwoty

¹⁷ Odsetki od kredytu w okresie fazy budowlanej są z reguły kapitalizowane, ale ich kwota jest uwzględniana w limitach kredytowania, stąd jest ona składnikiem zapotrzebowania na fundusze traktowane tak samo, jak wydatki ponoszone w gotówce. Trzeba też pamiętać, że koszt odsetek zależy od okresu finansowania, tak więc wszelkie przekroczenia terminów prac skutkują wzrostem kosztów kredytu.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

długu, aby utrzymać wskaźnik dźwigni finansowej) oraz przez dawców różnego rodzaju dotacji i subwencji ze źródeł publicznych. Pewną niepewnością obarczona jest wreszcie warunkowa dostępność funduszy z instrumentów gwarancyjnych i zabezpieczających, jakie otrzymała spółka projektowa.

Tak jak w przypadku głównego ryzyka fazy budowlanej, czyli zagrożeń związanych z poprawną realizacją kontraktu budowy, ryzyko zakłóceń w podaży finansowania jest minimalizowane przez jak najwyższy standing dawców funduszy oraz efektywne gwarancje dostarczenia środków. Zadaniem banków finansujących projekt jest natomiast ścisła koordynacja wszystkich przepływów gotówki, aby dokładnie zgrać popyt i podaż gotówki w projekcie w wymiarze kwotowym i czasowym (przy pozostawieniu niezbędnej rezerwy na to, czego nie da się przewidzieć).

4. Alokacja i zarządzanie ryzykiem w fazie operacyjnej projektu ppp

Faza operacyjna projektu ppp obejmuje okres komercyjnej eksploatacji majątku wybudowanego podczas fazy budowlanej projektu, co polega na świadczeniu przez spółkę SPV usług użyteczności publicznej i uzyskiwaniu z tego tytułu opłat pochodzących bądź od końcowych użytkowników, bądź od partnera publicznego, który zainicjował dane przedsięwzięcie. Faza operacyjna powinna zasadniczo rozpocząć się równocześnie z zakończeniem fazy budowlanej, czyli uzyskaniem przez projekt pełnej gotowości technicznej, biznesowej i formalno-prawnej do sprzedaży usług. W praktyce zdarza się, że start fazy operacyjnej następuje z pewną zwłoką w stosunku do finalizacji głównego procesu inwestycyjnego, gdyż np. brakuje w tym momencie wyników wszystkich testów technicznych lub zezwoleń. Formalnie ujmując to zagadnienie, zakończenie fazy operacyjnej następuje wraz z wygaśnięciem terminu umowy ppp z partnerem publicznym i całego pakietu kontraktów wykonawczych, co często łączy się z likwidacją spółki SPV.



Z punktu widzenia banków, zakończenie fazy operacyjnej projektu powinno nastąpić równocześnie ze spłatą całego zadłużenia projektu i zasadniczo w oparciu o takie założenie konstruowany jest model finansowy projektu. Jednak realia finansowe często modyfikują to założenie. Konieczność uzyskania przez spółkę projektową przychodów wystarczających dla pokrycia kosztów eksploatacyjnych, spłaty zadłużenia i osiągnięcia odpowiedniego zwrotu z kapitału oznacza w praktyce, że faza operacyjna typowego projektu infrastrukturalnego musi trwać 20 do 40 lat, a finansowanie o takim terminie ze źródeł rynkowych jest często niedostępne. Stąd montaż pakietu finansowego dla wielu projektów następuje przy zaciągnięciu kredytów o krótszych terminach niż planowany okres fazy operacyjnej – z założeniem, że zadłużenie projektu będzie refinansowane (tzn. pierwotne zadłużenie zostanie spłacone poprzez zaciągnięcie nowego).

4.1. Charakterystyka ryzyka fazy operacyjnej projektu ppp

Ekonomika fazy operacyjnej projektu ppp różni się w istotny sposób od ekonomiki fazy budowy, co oczywiście oznacza też istotne przesunięcie w czynnikach ryzyka projektu. Ryzyko fazy budowlanej było głównie funkcją zagrożeń dla trwającego procesu inwestycyjnego, dotyczących utrzymania reżimu technologicznego budowy oraz wykonania zadań w ramach sztywnych parametrów kosztowych i czasowych. W czasie fazy operacyjnej spółka projektowa prowadzi już w zasadzie normalną, bieżącą działalność biznesową – ponosi koszty świadczonych usług oraz, co najważniejsze, otrzymuje już przychody. Długi okres fazy operacyjnej oznacza, że spółka musi również dokonywać pewnych inwestycji, głównie związanych z utrzymaniem i remontami użytkowanego majątku, ale fakt ten nie ma już tak dominującego wpływu na jej działalność jak w poprzedniej fazie projektu.

Z czysto biznesowego punktu widzenia, spółka SPV ponosi w trakcie fazy operacyjnej dwa główne rodzaje ryzyka. Pierwsze z nich można określić jako właściwe ryzyko operacyjne (operating risk), a odnosi się ono do

zagrożeń dotyczących tego, czy spółka będzie w stanie świadczyć usługi przewidziane w umowie ppp zgodnie z założonym poziomem kosztów własnych oraz standardami jakościowymi i technicznymi. Drugie podstawowe ryzyko to ryzyko rynkowe (market risk), zwane też dochodowym (revenue risk) lub popytowym (demand risk). Polega ono na niepewności, czy niekorzystne zmiany ceny lub wolumenu sprzedawanych usług związane z niższym niż przewidywany popytem nie spowodują spadku przychodów spółki w stosunku do planu finansowego projektu.

Przy wszystkich istotnych różnicach w ekonomice i finansach projektu ppp pomiędzy fazą budowlaną i operacyjną, można też wskazać na pewną fundamentalną cechę wspólną obu faz projektu, z punktu widzenia banków – w jednym i drugim przypadku – ich naczelnym priorytetem jest utrzymanie ścisłej kontroli nad przepływami gotówkowymi spółki projektowej, do czego służy cały arsenał specjalistycznych środków planistycznych, monitoringowych i dyscyplinujących.

Specyfiką usług infrastrukturalnych jest to, że spółka SPV ponosi zazwyczaj w fazie operacyjnej niskie koszty eksploatacyjne w stosunku do przychodów. Jednak bardzo wysokie zadłużenie (przypomnijmy o dźwigni finansowej) powoduje, że gros przychodów spółki musi być wydawana na obsługę i spłatę kredytów. W rezultacie, mimo że w fazie operacyjnej projekt jest już wysoko dochodowy, banki nadal stosują w czasie jej trwania rygorystyczną kontrolę przepływów gotówkowych spółki i stosują rozbudowane instrumentarium chroniące przepływy przed nieplanowanymi fluktuacjami tak, jak w trakcie fazy budowy, gdy projekt nie miał jeszcze żadnych przychodów. Mówiąc w skrócie, w fazie budowlanej banki pokrywały wydatki projektu z uruchomień kredytu, zaś w fazie operacyjnej zabierają przychody projektu na spłatę tegoż kredytu.

Alokacja ryzyka w trakcie fazy operacyjnej projektu ppp dokonuje się w ogólnym sensie na takiej samej zasadzie, jak podczas wcześniejszej fazy budowy. Tak więc spółka projektowa przekazuje praktycznie wszystkie swoje zadania związane z działalnością eksploatacyjną, oraz wynikające z nich ryzyko, stronom trzecim – kontrahentom, z którymi zawiera stosowne umowy. Kontrakty te muszą być bankowalne, tzn. spełniać wymagane przez banki reguły zapewniające spółce projektowej maksymalną ochronę przed ryzykiem biznesowym, a dzięki temu możliwie najwyższą przewidywalność przepływów finansowych i płynność zapewniającą bezpieczną obsługę zaciągniętych w bankach kredytów.

Kluczowe kontrakty zawierane przez spółkę SPV w fazie operacyjnej to:

- kontrakt ze specjalistyczną firmą wykonującą bezpośrednio usługi na rzecz końcowych użytkowników i eksploatującą w tym celu majątek infrastrukturalny projektu, nazywaną zazwyczaj „operatorem” (Operations and Maintenance agreement, O&M contract),
- kontrakty zaopatrzenia w materiały, energię i inne czynniki produkcji niezbędne dla prowadzenia bieżącej działalności przez spółkę (Supply contracts), o ile zakupy te nie pozostają w gestii operatora,
- kontrakt ustalający warunki zbytu usług świadczonych na mocy umowy ppp, w tym zwłaszcza cenę usług i mechanizm płatności (Off-take agreement).

4.2. Alokacja ryzyka operacyjnego i kosztowego poprzez kontrakt O&M

Ryzyko projektu związane z kontraktem O&M wiąże się zarówno ze stroną przychodową, jak i kosztową działalności w fazie operacyjnej. Związek ze stroną przychodową wynika przede wszystkim z obowiązujących spółkę SPV wymogów/standardów jakości usług (performance standards), jakie z reguły zawierane są w umowie ppp i/lub umowie o warunkach zbytu usług. Wymogi te obwarowane są sankcjami finansowymi, tj. przewidują, że w razie ich niespełnienia wynagrodzenie spółki SPV będzie pomniejszane (z reguły proporcjonalnie do naruszenia wymogów), a w wypadku skrajnych naruszeń mogą wręcz doprowadzić do zerwania umowy. Alokacja ryzyka będzie tu polegać, z jednej strony, na przerzuceniu wymogów jakościowych na operatora w kontrakcie O&M, a z drugiej strony, na zastosowaniu rutynowego zestawu kroków ograniczających ryzyko, takich jak:

- zastosowanie w projekcie sprawdzonej technologii oraz rozwiązań minimalizujących ryzyko wystąpienia zakłóceń w ciągłości świadczenia usług i ich jakości,
- wybór wiarygodnego operatora z odpowiednim doświadczeniem, technicznymi możliwościami działania i standingiem finansowym,
- zabezpieczenie przez operatora jego zobowiązań kontraktowych poprzez gwarancje finansowe i wykonawcze wystawione przez pierwszorzędne instytucje finansowe.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

Ryzyko wynikające z kontraktu O&M po stronie kosztów projektu wiąże się z trudnościami w oszacowaniu miarodajnego poziomu kosztów świadczonych usług (i stąd wynagrodzenia operatora) w długim, minimum 20-letnim okresie czasu. Teoretycznie spółka SPV powinna dążyć do zawarcia kontraktu O&M na cały okres fazy operacyjnej projektu, co w sensie formalnym zapewniłoby jej stabilność kosztowych warunków działania, ale pociąga też za sobą ryzyko błędnej decyzji. W praktyce umowa O&M jest nierzadko zawierana na okres krótszy od terminu umowy ppp (umowy koncesyjnej), co oznacza potencjalną zmianę operatora i posiada także pewne potencjalne zagrożenia¹⁸. Jedną z form ograniczenia ryzyka nietrafionej polityki kosztowej jest przyjęcie w kontrakcie O&M reguły okresowego przeprowadzania benchmarkingu lub testu rynkowego dla zweryfikowania aktualnego poziomu kosztów w danym sektorze infrastruktury. Ponadto spółki projektowe stosują klasyczny dla Project Finance instrument stabilizowania przepływów finansowych projektu w postaci tworzenia rezerw na nieprzewidziane wzrosty kosztów eksploatacyjnych (Maintenance Reserving Mechanism, MRM).

4.3. Alokacja ryzyka popytu

Krytycznym aspektem zarządzania ryzykiem fazy operacyjnej projektu ppp jest zapewnienie sobie przez spółkę SPV stabilności przychodów poprzez ograniczenie ryzyka dochodowego/rynkowego. Przeszacowanie spodziewanych przychodów było przyczyną poważnych problemów finansowych, jakie wystąpiły w wielu projektach infrastrukturalnych posiadających stronę przychodową wrażliwą na ryzyko popytu¹⁹. Warto ten fakt podkreślić, gdyż obszar infrastruktury jest generalnie uważany za relatywnie bezpieczny dla inwestorów pod względem ryzyka biznesowego – większość inwestycji infrastrukturalnych uznawana jest za przedsięwzięcia stabilne, chronione przed typowymi zagrożeniami stwarzanymi przez fluktuacje koniunktury gospodarczej i działaniami konkurencji dzięki oficjalnym regulacjom cen usług, długoterminowym umowom z sektorem publicznym, gwarantującym uzgodniony poziom sprzedaży, a często także dzięki pozycji tzw. naturalnego monopolu.

Szeroko stosowanym w projektach ppp sposobem na uniknięcie przez spółkę SPV ryzyka popytu i zapewnienie jej długofalowych stabilnych przychodów jest mechanizm tzw. opłat za dostępność (availability payments). Wdrożenie tej formuły płatności w praktyce uniezależnia stronę przychodową projektu od faktycznego stopnia wykorzystania infrastruktury przez końcowych użytkowników oraz płaconych przez nich cen (jeśli w ogóle ponoszą jakieś opłaty). Wynagrodzenie płacone jest spółce projektowej przez partnera publicznego w projekcie ppp tytułem wybudowania określonych obiektów infrastrukturalnych i postawienia ich do dyspozycji użytkowników oraz utrzymywania ich dostępności przy zachowaniu odpowiednich standardów jakości. Uzasadnieniem dla mechanizmu opłat za dostępność jest założenie, że ryzyko zmian w zapotrzebowaniu na usługi infrastrukturalne w perspektywie kilkudziesięciu lat nie powinno być ponoszone przez firmy prywatne, gdyż jest to w pewnym sensie długofalowe ryzyko makroekonomiczne, które powinien raczej wziąć na siebie sektor publiczny.

Należy podkreślić, że mechanizm płatności za dostępność (bądź zbliżone formy długoterminowych kontraktów zawieranych z partnerem publicznym) nie musi całkowicie eliminować ryzyka spółki projektowej w kwestii niestabilności przychodów. Stopień ochrony projektu przed ryzykiem popytu będzie zależał od różnych czynników. I tak porozumienie z partnerem publicznym w kwestii płatności może być zawarte tylko na część okresu fazy operacyjnej, pozostawiając niepewność co do dalszych lat projektu, względnie partner publiczny może próbować zmienić warunki mechanizmu płatności, np. jeśli uzna je za niekorzystne z politycznego czy medialnego punktu widzenia²⁰. Ponadto niektóre formuły płatności partnera publicznego mogą tylko częściowo neutralizować ryzyko popytu – np. w modelu „shadow tolls” stosowanym w projektach drogowych i autostradowych partner publiczny przyjmuje na siebie obowiązek wypłacania spółce SPV wynagrodzenia,

¹⁸ Typowy kontrakt O&M jak praktycznie każdy kontrakt zawierany przez spółkę projektową przewiduje możliwość zastąpienia operatora, który nie wywiązuje się ze swoich umownych obowiązków przez inną firmę. Zmiana operatora zawsze pociąga za sobą jednak pewne koszty i niepewność co do efektów współpracy z nowym kontrahentem.

¹⁹ Aktualnym przykładem jest seria upadłości hiszpańskich spółek koncesyjnych eksploatujących w formule ppp płatne odcinki autostrad w rejonie Madrytu. Przeszacowanie przez nie ruchu na autostradach (i w konsekwencji przychodów) wynikało z głębokiej recesji gospodarczej oraz skutecznej konkurencji ze strony darmowych dróg lokalnych, rozbudowywanych równoległe do sieci autostrad, czego oczywiście inwestorzy nie przewidzieli. Por. szerzej na powyższy temat piszą Jose Manuel Vassallo, Alejandro Ortega, Maria de los Angeles Baeza, Risk Allocation In Toll Highway Concessions In Spain. Journal of the Transportation Research Board No. 2297. Washington, D.C., 2012.

²⁰ Naturalnie, jeśli jednostronne działanie partnera publicznego będzie stanowić naruszenie zawartej umowy ppp, spółka projektowa będzie dysponować środkami prawnymi dla obrony swoich interesów. Jednak spór z władzą publiczną z różnych względów może nie zawsze się firmie prywatnej kalkulować, ponadto procedury sądowe mogą być przewlekłe i kosztowne.

ale opłaty są tu uzależnione od faktycznego ruchu na drogach, więc tzw. ryzyko ruchu pozostaje po stronie spółki. Wreszcie warto pamiętać, że, w zależności od konkretnego systemu regulacji danego sektora infrastruktury, płatnikiem opłat za dostępność nie musi być instytucja rządowa, ale może to być także lokalny samorząd lub firma prywatna, zarządzająca regulowanym przez państwo systemem rozliczeń za użytkowanie infrastruktury transportowej czy energetycznej. Kreuje to dla spółki projektowej pewne ryzyko nieotrzymania należnych płatności w razie kłopotów finansowych płatnika.

4.4 Kontrola ryzyka fazy operacyjnej projektu ppp przez banki

Ocena przez banki stopnia ryzyka biznesowego i rynkowego projektu w fazie operacyjnej prowadzić będzie do ich konkretnych wymagań dotyczących ograniczenia tego ryzyka poprzez alokację na kontrahentów, włączając tu nawet ewentualnie partnera publicznego ppp w wypadku ryzyka popytu (spółka SPV zwraca tu niejako część ryzyka projektu z powrotem do sektora publicznego). Jednak sama alokacja ryzyka poprzez kontrakty najczęściej nie wystarcza do tego, aby banki uznały bez zastrzeżeń projekt za bankowalny. Dobrze alokowane ryzyko rynkowe i operacyjne zwiększa stabilność przepływów gotówkowych projektu, ale wobec wysokiej dźwigni finansowej w spółce SPV (zazwyczaj na poziomie 80-90%) pewność banków co do uzyskania niezakłóconej obsługi długu wymaga z reguły jeszcze dodatkowych zabezpieczeń.

Owe dalsze środki zarządzania ryzykiem projektu przez banki to:

- szczegółowe i systematyczne modelowanie przepływów pieniężnych projektu prowadzące do określenia, a następnie monitoringu wymaganych wskaźników finansowych – w pierwszym rzędzie wskaźników zdolności projektu do obsługi długu,
- pakiet instrumentów wzmacniających dyscyplinę finansową spółki projektowej, zwłaszcza w zakresie zarządzania płynnością,
- pakiet zabezpieczeń prawnych banków na aktywach rzeczowych i finansowych spółki projektowej (jako środek ostateczny).

Generalnie biorąc, im mniej solidny będzie profil ryzyka biznesowego projektu i wynikająca z niego stabilność przepływów pieniężnych, tym bardziej rygorystyczne będą banki w kwestii wymaganych wskaźników finansowych, zarządzania płynnością i zabezpieczeń prawnych.

4.5. Wskaźniki finansowe projektu w modelu Project Finance

Banki budują i stale aktualizują model finansowy projektu w celu systematycznego prognozowania strumieni pieniężnych spółki SPV oraz poddawania przyjętej projekcji bazowej (Cash flow base case) różnorodnym stress testom, obrazującym wpływ istotnych czynników biznesowych na wielkość nadwyżki gotówkowej i w końcowym rozrachunku na zdolność projektu do obsługi długu.

Klasyczne wskaźniki stosowane przez banki w analizie finansowej projektu to:

- średnie i minimalne wskaźniki pokrycia obsługi długu dla różnych okresów (Debt Service Coverage Ratios, DSCR), wyliczane jako iloraz strumienia gotówki dostępnej dla płatności obsługi długu (Cash Flow Available for Debt Service, CFADS) do całkowitej kwoty płatności wymaganych z tytułu obsługi długu w danym okresie – może to być rok lub np. okres do najbliższej płatności z tytułu obsługi kredytu,
- wskaźniki ilustrujące zdolność projektu do obsługi/spłaty długu w całym okresie trwania projektu; mogą być one wyliczane w postaci wskaźników pokrycia dla poszczególnych kredytów czy składników całkowitego zadłużenia (Loan Life Cover Ratio, LLCR), jako iloraz zdyskontowanej wartości obecnej CFADS w okresie od daty kalkulacji wskaźnika do daty spłaty długu oraz kwoty długu pozostającej do spłaty w dacie kalkulacji. Mogą być także wyliczane w postaci wskaźników obrazujących szerszej rozumianą ekonomiczną zdolność projektu do spłaty długu (Project Life Coverage Ratio, PLCR), gdzie przyjęta w liczniku wielkość CFADS nie dotyczy pozostającego okresu życia kredytu, ale pozostałego okresu koncesji/umowy ppp lub okresu ekonomicznego użytkowania majątku projektu. Wskaźnik PLCR może być przydatny zwłaszcza w sytuacji, gdy projekt finansowany jest kredytami o krótszych terminach niż założony termin zakończenia projektu.

Wielkość wskaźników obsługi długu jest przez banki oceniana i wykorzystywana do kształtowania struktury finansowania projektów w sposób bardzo selektywny, odzwierciedlający kontekst całościowej charakterystyki

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

ryzyka projektu. Ogólnie biorąc, wskaźniki DSCR ze swej natury muszą być większe od 1, a im niższy będzie całkowity stopień ryzyka projektu, tym banki będą skłonne akceptować niższy wskaźnik. Na przykład typowy projekt ppp o relatywnie mało ryzykownym profilu technicznym i z mechanizmem płatności za dostępność będzie mógł na ogół mieć DSCR w przedziale 1,15x-1,30x²¹.

4.6. Kontrola płynności spółki SPV

Instrumenty wzmacniające dyscyplinę finansową spółki projektowej działają na zasadzie dość prostego automatu: pogorszenie się wskaźników DSCR powoduje uruchomienie mechanizmów, które racjonują płynność spółki i alokują ją według ściśle określonych priorytetów, dając spółce czas na rozwiązanie problemów i nie pozwalając, aby wymknęły się spod kontroli.

Przykładem restrykcyjnego kowenantu może być ograniczenie wypłat dla udziałowców spółki SPV (equity lock-up). Gotówka dostępna po uregulowaniu bieżących kosztów jest alokowana na rachunki rezerw różnego rodzaju, a jakakolwiek nadwyżka wykorzystywana do przedpłaty kredytów poprzez mechanizm tzw. „wymiatacza gotówki” (cash sweep). Najwyższy priorytet przy zasilaniu rachunków rezerwowych spółki ma oczywiście rachunek rezerw na obsługę długu (Debt Service Reserve Account, DSRA), z tym zastrzeżeniem, że jego zasilenie do standardowego poziomu 6-miesięcznych kosztów obsługi długu ma charakter rutynowy, a za krok ochronny można zasadniczo uznać tworzenie tej rezerwy na wyższym poziomie. Inne rachunki rezerwowe mogą służyć do gromadzenia środków na konkretne planowane wydatki, np. na inwestycje odtworzeniowe lub płatności podatków, w sytuacji gdy widać, że w terminach przewidywanych wypłat spółka nie będzie miała wystarczających wpływów. Spółka SPV może wreszcie tworzyć rezerwy bez konkretnego przeznaczenia np. na nieoczekiwane koszty operacyjne (back-up reserves).

4.7. Rola zabezpieczeń w zarządzaniu ryzykiem w projekcie ppp przez banki

Ostatecznym narzędziem w ręku banków, służącym ochronie strumieni pieniężnych projektu i redukującym ryzyko wynikające z funkcjonowania spółki SPV, przy bardzo wysokiej dźwigni finansowej, są zabezpieczenia prawne. Warto tu zwrócić uwagę na dwie okoliczności.

Pierwsza dotyczy roli zabezpieczeń w formule Project Finance. Banki dysponują oczywiście przy finansowaniu projektów pełnym pakietem konwencjonalnych zabezpieczeń ustanowionych na praktycznie wszystkich aktywach spółki projektowej. Jednak banki korzystają z nich w sposób specyficzny, starając się przede wszystkim zachować ciągłość funkcjonowania projektu, a nie jedynie ograniczyć wielkość strat kredytowych. Stąd najważniejszym elementem prawnych zabezpieczeń są dla banków zawarte we wszystkich kontraktach projektu zapisy wzmacniające dokonany przy ich pomocy transfer ryzyka. Są to uprawnienia do przejęcia kontroli nad kontraktami jeszcze przed ich formalnym wypowiedzeniem (pre-enforcement controlling rights), względnie uprawnienia do wejścia w prawa kontrahentów wynikające z kontraktów (step-in rights). Daje to bankom możliwość szybkiego działania w razie poważnego kryzysu w projekcie oraz ochrony interesów projektu w odniesieniu do kluczowych kontraktów i aktywów.

Drugą kwestią są specyficzne rozwiązania dotyczące ustanawiania i realizacji zabezpieczeń na aktywach spółki SPV w projektach ppp. Wiele (jeśli nie większość) formuł umów ppp nie przewiduje pełnej własności majątku wybudowanego w projekcie przez spółkę celową, a jedynie jakąś formę jego użytkowania. Zasadniczo przyjmuje się, że w okresie trwania projektu spółka SPV pokryje koszty inwestycji oraz uzyska zwrot z zainwestowanego kapitału, po czym w momencie zakończenia projektu przekaże majątek partnerowi publicznemu.

Specyficzny status własnościowy głównego składnika aktywów spółki SPV komplikuje siłą rzeczy zarządzanie zabezpieczeniami kredytu przez banki finansujące projekt. Należy jednak podkreślić, że jeśli spółka SPV będzie pomyślnie wykonywać swoje zadania przez cały okres fazy operacyjnej, kwestia własności majątku spółki w momencie zakończenia projektu będzie w zasadzie bez znaczenia dla banków, gdyż można zakładać, że w tej sytuacji ich kredyty zostały bez problemów w całości spłacone.

²¹ Por. Fitch Ratings, Rating Criteria for Availability-Based Projects, 19 June 2012.

II. Analiza ryzyka w projektach ppp

Realnym ryzykiem dla banków jest natomiast niewykonanie przez spółkę kluczowych zobowiązań z tytułu umowy ppp jeszcze w trakcie projektu i spowodowane w związku z tym zakończenie umowy przez partnera publicznego. Umowa ppp może zawierać różne rozwiązania powyższej sytuacji. Generalnie, mimo iż zakończenie projektu nastąpiło z winy partnera prywatnego, w większości krajów spółka SPV jest uprawniona do otrzymania od partnera publicznego końcowej płatności, stanowiącej rekompensatę za wykonane prace i poniesione wydatki (termination payment, compensation payment). Płatność ta może być ustalona w relacji do aktualnej wartości rynkowej projektu (koncesji), wartości zrealizowanych inwestycji reprezentowanej przez aktywa księgowe spółki SPV czy wreszcie do długu spółki (w tym ostatnim wariancie faktycznym adresem rekompensaty są banki)²².

Można zakładać, że niezależnie od tego, który z powyższych wariantów będzie zastosowany, przeprowadzenie formalnej procedury zakończenia projektu ppp z winy spółki SPV prowadzić będzie do znaczących strat banków finansujących spółkę, gdyż niewykonanie zobowiązań umownych przez spółkę projektową sugeruje wystąpienie bardzo istotnych problemów w projekcie, rzutujących na wartość koncesji czy aktywów spółki. Natomiast warto w tym miejscu podkreślić potencjalną wartość praw banków do wejścia w prawa spółki SPV, gdyż daje im to szansę na restrukturyzację projektu (i uratowanie swoich kredytów) poprzez zastąpienie pierwotnego partnera przez inną firmę lub konsorcjum, zanim jeszcze partner publiczny zakończy umowę ppp.

²² Szczegółowe omówienie problemu płatności kompensacyjnych związanych z zakończeniem projektu ppp zawiera wspólna publikacja European PPP Expertise Centre i kancelarii prawniczej Allen Overy. Por. EPEC, Termination and Force Majeure Provisions In PPP Contracts. Review of European practice and guidance, March 2013.