

CZĘŚĆ I

PROJECT FINANCE – STUDIUM TEORETYCZNE

1. Projekty inwestycyjne – wprowadzenie

1.1 Inwestycje, przedsięwzięcie, projekt inwestycyjny

Do wiodących kategorii ekonomicznych należy pojęcie „inwestycje”. Powszechnie stosowane, lecz pojmowane różnie przez ekonomistów. Według słownika języków obcych, termin „inwestycje” (ang. investment, niem. investition), to nakłady pieniężne na (roz)budowę środków trwałych oraz przedmioty będące wynikiem inwestycji. Łacińskie „investire” oznacza: odziewać, ubierać, przykrywać, otaczać; czyli dotyczy wszystkiego, co się wkoło nas znajduje, a co ma służyć zaspokojeniu określonych potrzeb¹. Z czasem inwestycje nabrały znaczenia wszelkiego rodzaju procesów gospodarczych, w wyniku których powstają obiekty trwałego użytku i narzędzia do zaspokajania wyżej wymienionych potrzeb².

Inwestycje są różnie pojmowane przez teoretyków i praktyków. Definicja tej kategorii zależy zwykle od potrzeb badawczych, obszaru wiedzy. Interesujące jest zestawienie definicji inwestycji, które sformułowane są na bazie nauk ekonomicznych - makroekonomii i mikroekonomii. Z porównania teorii nauk można zauważyć rzeczowe podejście do inwestycji (przez pryzmat ruchu dóbr) lub finansowe / monetarne (przez pryzmat ruchu pieniądza).

Amerykańscy makroekonomiści D. R. Kamerschen, R. B. McKenzie oraz C. Nardinelli definiują termin „inwestycje” następująco: „Nie rozumiemy tu nabywania akcji lub obligacji przez nabywców indywidualnych, lecz nabywanie dóbr inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa. Inwestycje są to zakupy dóbr kapitałowych – zakładów produkcyjnych, wyposażenia, budynków mieszkalnych oraz zmiany zapasów, które mogą być użyte w produkcji innych dóbr i usług”³. Według innych autorów: D. Begg, S. Fischer i R. Dornbusch piszą: „Inwestycje, są to zakupy nowych dóbr kapitałowych przez przedsiębiorstwa”⁴. Podobne stanowisko zajmują R. Hall i J. Taylor stwierdzając, iż inwestycje polegają na nabywaniu nowych domów, fabryk, zapasów⁵.

Szeroką, ale i ogólną definicję terminu „inwestycje” podają W. Behrens oraz P. M. Hawranek. Autorzy piszą: „Inwestycje można zdefiniować jako długookresowe zaangażowanie zasobów ekonomicznych w celu produkowania i uzyskiwania korzyści netto w przyszłości. Głównym aspektem takiego zaangażowania jest transformacja środków płynnych - inwestora lub pożyczonych – w aktywa produkcyjne w postaci środków trwałych i obrotowych, jak również zapewnienie płynności w trakcie korzystania z tych aktywów”⁶. Korzyści netto używa się dla uwypuklenia faktu, iż cele projektu, nie muszą być ograniczone

¹ Kopaliński W., Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych, Wiedza Powszechna, Warszawa 1998, s. 195.

² Walica H., Dywagacje na temat definicji inwestowania, Problemy inwestowania i rynku nieruchomości, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1998, s. 32.

³ Kamerschen D.R., McKenzie R. B., Nardinelli C., Ekonomia, Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991, s. 259.

⁴ Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Ekonomia, tom 2, PWE, Warszawa 1992, s. 25.

⁵ Hall R., Taylor J., Makroekonomia, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

⁶ Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility, UNIDO, W-wa 1993, s. 323.

do zysku - dochodu netto. Autorzy podkreślają znaczenie przepływów pieniężnych w inwestycjach, co jest istotne dla przedmiotu badań tej pracy.

Szersze - monetarne podejście do inwestycji, obejmuje tą kategorią inwestycje rzeczowe, finansowe oraz inwestycje w wartości niematerialne i prawne. H. Blohm i K. Lüder tak piszą: „Inwestycje mają postać wydatków na urządzenia rzeczowe i finansowe, wydatków na badania i rozwój, wdrożenia, kształcenia i na reklamę”⁷.

E. F. Brigham pisze o trzech funkcjach w obszarze inwestycji. Są to: „sprzedaż, analiza poszczególnych papierów wartościowych, określanie optymalnego portfela dla danego inwestora”⁸. W kolejnej publikacji, E. F. Brigham oraz L. C. Gapeński podają definicję inwestycji rzeczowych i piszą następująco: „termin inwestycje dotyczy środków trwałych wykorzystywanych w produkcji”⁹.

Odmienne podejście do pojęcia „inwestycje” mają E. W. Davis i J. Pointon. Stwierdzają oni, iż: „Inwestycje zależą od gotowości posiadaczy majątku do rezygnacji z bieżącej konsumpcji i zaoszczędzania kapitału, a następnie przekazania dochodów z tego kapitału na inwestycje”¹⁰. Autorzy akcentują aspekt pochodzenia kapitału na inwestycje. W domyśle szeroko pojmują tą kategorię.

Różnice w definiowaniu terminu „inwestycje” próbuje wyjaśnić H. B. Mayo, który stwierdza, że kategoria ta może mieć więcej niż jedno znaczenie: „W ekonomii odnosi się do zakupu fizycznego aktywu, na przykład nabycia przez przedsiębiorstwo fabryki, wyposażenia lub zapasów, lub / i zakupu domu przez indywidualnego nabywcę.” Dalej dodaje: „Dla specjalisty słowo to oznacza zakup akcji lub obligacji (...). W obu przypadkach kupujący chce mieć rentowne aktywa”¹¹. Czynnikiem kluczowym w inwestycjach jest więc dochodowość odroczonej konsumpcji.

Obserwowane zróżnicowanie definicji terminu „inwestycje”, M. Bryx i R. Matkowski wyjaśniają następująco: „Inwestycjami w ujęciu makroekonomicznym są inwestycje rzeczowe, natomiast patrząc z punktu widzenia mikroekonomii, inwestycjami są również zakupy papierów wartościowych. Inwestycje finansowe w rachunku makroekonomicznym tworzą jedynie obrót wtórny majątku już istniejącego na rynku, w wyniku którego nie powstaje nowy strumień dóbr”¹². Wśród rodzimych autorów, dominujące jest szerokie podejście do inwestycji - finansowe, czyli przez pryzmat ruchu pieniądza.

J. Czarnek formułuje definicję inwestycji jako: „Wydatkowanie środków finansowych i/lub rzeczowych bądź własnej pracy na tworzenie (stworzenie od podstaw, zwiększenie, przekształcenie, i tym podobne) zasobu majątku – w formie materialnych obiektów majątku trwałego (uzupełniająco obrotowego), papierów wartościowych i/lub wiedzy w celu wykorzystania tego zasobu do uzyskiwania odpowiednich korzyści”¹³.

⁷ Blohm H., Lüder K., Investition, München 1991, za Dziworska K., Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000, s. 9.

⁸ Brigham E.F., Podstawy zarządzania finansami, Tom 2, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 19.

⁹ Brigham E. F., Gapeński C. L., Zarządzanie finansami, PWE, Warszawa 2000, s. 294.

¹⁰ Davis E.W., Pointon J., Finanse i firma, PWE, Warszawa 1997, s. 22.

¹¹ Mayo H. B., Wstęp do inwestowania, Wydawnictwo Liber, Warszawa 1999, s. 6.

¹² Bryx M., Matkowski R., Inwestycje w nieruchomości, Poltex 1999, s. 47.

¹³ Czarnek J., O definiowaniu pojęcia inwestycje, Problemy inwestowania i rynku nieruchomości, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1998, s. 26-27.

H. Gawron również podchodzi do inwestycji szeroko i pisze: „Inwestycje – to celowo wydatkowane środki firmy skierowane na powiększenie jej dochodów w przyszłości. Inwestycje w wyniku użycia środków finansowych tworzą lub powiększają majątek rzeczowy, majątek finansowy i wartości niematerialne firmy”¹⁴.

Podobnie do UNIDO¹⁵, z naciskiem na przepływy pieniężne, inwestycje rzeczowe definiują W. Pluta i T. Jajuga: „Przez inwestycje rzeczowe rozumie się wydatek (ujemna wartość strumienia gotówki w okresie początkowym) poniesiony na powiększenie majątku trwałego firmy, który przez wiele przyszłych lat będzie generował korzyści (dodatnie wartości strumienia gotówki w latach późniejszych)”¹⁶.

K. Marcinek posługuje się kategorią inwestowania i stwierdza: „Inwestowanie najogólniej określa się jako finansowe zaangażowanie w jakieś przedsięwzięcie w nadziei uzyskania przyszłych korzyści”. Dalej autor uszczegóławia, iż, „Inwestowanie polega na przeznaczeniu zasobów finansowych nie na bieżącą konsumpcję (wstrzymanie się od konsumpcji), lecz na innym ich zaangażowaniu, od którego oczekuje się w przyszłości określonych korzyści. Istotną cechą inwestowania jest to, że wartość finansowego zaangażowania się, które dokonuje się obecnie, jest znana i pewna, natomiast przyszłe korzyści są jedynie możliwe, a więc niepewne”¹⁷. Podstawą inwestycji i inwestowania jest więc wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji dla przyszłych niepewnych korzyści.

A co o inwestycjach mówi ustawa o rachunkowości? Inwestycje – „rozumie się przez to aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów w formie odsetek, dywidend (udziałów w zyskach) lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowej, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz zostały nabyte w celu osiągnięcia tych korzyści. W przypadku zakładów ubezpieczeń przez inwestycje rozumie się lokaty”¹⁸. W świetle tej definicji możemy mówić wyraźnie o trzech rodzajach inwestycji, o których w dalszej części.

Pewną konkluzją rozważań na temat terminu „inwestycje”, może być stanowisko K. Dziworskiej, która wyjaśnia, iż w definiowaniu pojęcia „inwestycje” nie chodzi o sformułowanie uniwersalnej definicji, lecz ważne jest sprecyzowanie tego określenia na użytek badań własnych. W badaniach dotyczących projektów inwestycyjnych autorka sugeruje, iż należy przyjąć opcję finansową, która wynika z „naturalnego związku inwestycji z finansami oraz celu firm w gospodarce rynkowej”. Dalej kontynuuje: „Pieniądz powinien pracować na właściciela, powinien przynosić dochód. Inwestor skłania kapitał do pracy, deponując go w banku, kupując złoto czy papiery wartościowe, bądź też angażując w majątek rzeczowy firmy”¹⁹. Inwestycje definiuje się więc jako działalność związaną z alokacją środków finansowych w różne rodzaje aktywności gospodarczej, która ma przynieść dochód

¹⁴ Gawron H., Ocena efektywności inwestycji, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1997, s. 13.

¹⁵ UNIDO – United Nations Industrial Development Organization. Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik..., op. cit., s. 323.

¹⁶ Pluta W., Jajuga T., Inwestycje Capital Budgeting – budżetowanie kapitałowe, Fundacja Rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995, s. 13.

¹⁷ Marcinek K., Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw, Skrypty uczelniane, Katowice 2000, s. 11.

¹⁸ Ustawa o rachunkowości, Ustawa z dn. 29 września 1994 r. ,Dz.U.02.76.694, z uwzględnieniem późniejszych zmian, Art. 3.1 punkt 17.

¹⁹ Dziworska K., Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000, s. 9.

jego właścicielom i w konsekwencji zwiększyć wartość rynkową firmy. Praktycznie bowiem, inwestycje pojmowane są jako sposób powiększania wartości²⁰.

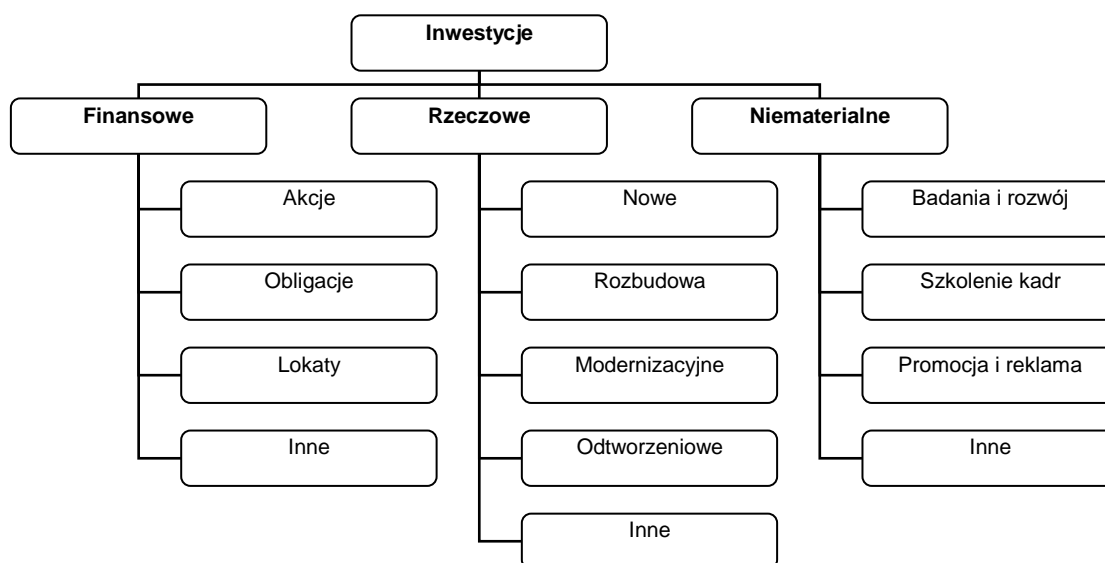
Generalnie przychylam się do monetarnego rozumienia kategorii inwestycji, jako celowo wydatkowanego kapitału na aktywa finansowe, rzeczowe oraz niematerialne i prawne, w celu osiągnięcia korzyści w przyszłości, przy założonym poziomie ryzyka.

Z definicji tej wyłaniają się następujące rodzaje inwestycji:

- inwestycje finansowe (inaczej kapitałowe: akcje, obligacje, lokaty i inne);
- rzeczowe (obejmują materialne składniki majątku firmy) – ich realizacja to głównie tworzenie materialnych obiektów majątku trwałego;
- niematerialne (stanowią o wielkości i strukturze majątku niematerialnego i prawnego – wykształcenie, badania i rozwój, systemy informatyczne, patenty, reklama, i tym podobne).

Poniższy podział inwestycji jest często przywoływany ze względu na relatywnie jednoznaczne kryteria klasyfikacji inwestycji (Rysunek 1)²¹.

Rysunek 1 Rodzaje inwestycji



Źródło: Czechowski L., Dziworska K., Gostkowska-Drzewicka T., Górczyńska A., Ostrowska E., Projekty inwestycyjne, ODDK Gdańsk 1997, s. 13.

Cechami wspólnymi inwestycji rzeczowych, finansowych i niematerialnych jest konieczność zaangażowania określonego kapitału, zwykle na stosunkowo długi okres, co związane jest z niepewnością i ryzykiem osiągnięcia założonych korzyści. Różnice między powyższymi rodzajami inwestycji, oprócz przedmiotowego zakresu, dotyczą również stopnia płynności oraz charakteru generowanych efektów. W przypadku inwestycji rzeczowych, efekty mierzy

²⁰ Dziworska K. w pracy zbiorowej Czechowski L., Dziworska K., Gostkowska-Drzewicka T., Górczyńska A., Ostrowska E., Projekty..., op. cit., s. 18.

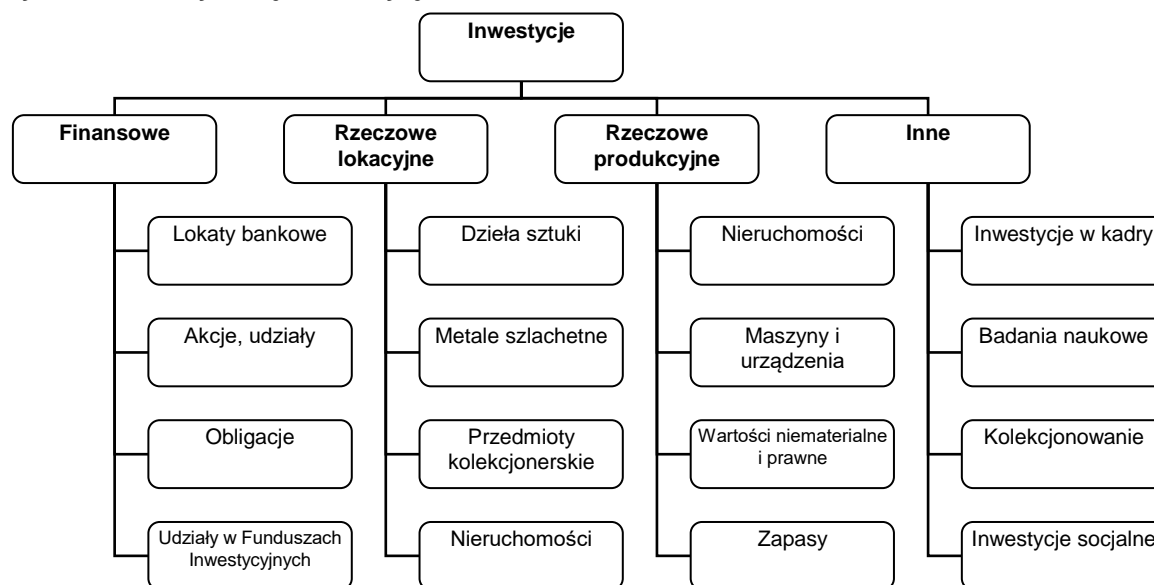
²¹ Zobacz szerzej m.in.: Brandenburg H., Zarządzanie projektami, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach 2002, s. 12; Bryx M., Matkowski R., Inwestycje..., op. cit., s. 16; Gawron H., Ocena ..., op. cit., s. 14-15; Marcinek K., Finansowa ocena..., op. cit., s. 11-12; Pastusiak R., Ocena efektywności inwestycji, Cedetu, Warszawa 2003, s. 9-14; Piasecki B. [red.], Ekonomika i zarządzanie małą firmą, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź 1998, s. 501.

się poziomem zysku lub nadwyżki finansowej; w przypadku inwestycji finansowych efektem jest dochód w postaci odsetek i dywidend oraz różnicy między ceną zakupu a sprzedaży²². Podkreślić jednocześnie należy, iż inwestycje rzeczowe i finansowe są komplementarne, a nie konkurencyjne²³.

Odmienny podział inwestycji wyróżnia inwestycje dochodowe i niedochodowe. Dla inwestycji dochodowych impulsem do realizacji jest osiąganie korzyści finansowych, natomiast dla inwestycji niedochodowych wiodącą korzyścią jest zaspokojenie określonych potrzeb indywidualnych oraz społecznych²⁴. Nie wyprzedzając zanadto treści pracy, można powiedzieć, iż ten podział, aczkolwiek niezbyt ostry, wydaje się istotny dla pracy, bowiem przedmiotem badań jest metoda finansowania inwestycji Project Finance, która stosowana jest z powodzeniem również dla realizacji tradycyjnie nazywanych niedochodowymi, to jest inwestycji infrastrukturalnych gmin i państwa. W istocie wiadomo, że inwestycje te, nie wykluczają ich dochodowego charakteru.

M. Bryx oraz R. Matkowski dokonują klasyfikacji inwestycji według kryterium celu inwestowania. Taka klasyfikacja pozwala, według autorów, wyjść poza ramy makroekonomii, reprezentującej podejście rzeczowe (Rysunek 2).

Rysunek 2 Klasyfikacja inwestycji



Źródło: Bryx M., Matkowski R., *Inwestycje w nieruchomości*, Poltex 1999, s. 18.

Jak stwierdza H. Gawron, na inwestycje firmy składa się tak wiele różnorodnych działań i można je poddać klasyfikacji z różnych punktów widzenia²⁵. Podzielając ten pogląd można stwierdzić, że przytoczone klasyfikacje inwestycji z pewnością nie wyczerpują zagadnienia, ukazują natomiast szeroki zakres działań zaliczanych do inwestycji.

Kategorię inwestycji, zwłaszcza inwestycji rzeczowych, konkretyzuje się przedmiotowo przypisując im takie określenia jak: „przedsięwzięcie inwestycyjne” i „projekt inwestycyjny”. Oprócz pojęcia „inwestycje”, kategorie te należą do kluczowych pojęć związanych z

²² Pastusiak R., *Ocena ...*, op. cit., s. 11.

²³ Marcinek K., *Finansowa ocena...*, op. cit., s. 12.

²⁴ Czarnek J., *O definiowaniu...*, op. cit., s. 23 i dalej.

²⁵ Więcej na ten temat m. in. pisze Gawron H., *Ocena...*, op. cit., s. 15-17.

przedmiotem badań. W istocie, przedsięwzięcie i projekt inwestycyjny są kategoriami zakresowo tożsamymi, aczkolwiek akcentują inne aspekty, inne podejścia. Najczęściej przedsięwzięcie związane jest z podejściem czynnościowym, zaś projekt z podejściem zadaniowym.

„Przedsięwzięcie jest zespołem zaplanowanych, wzajemnie ze sobą powiązanych czynności, których celem jest powstanie lub unowocześnienie określonego pod względem rzeczowym, finansowym, lokalizacyjnym i czasowym zasobu majątku trwałego”²⁶, pisze K. Marcinek. Innymi słowy, przedsięwzięcie inwestycyjne to docelowy, określony rzeczowo i finansowo program inwestycyjny, przewidziany do realizacji na określonym terenie, nastawiony na osiągnięcie zamierzonego efektu²⁷, stwierdzają H. Towarnicka i A. Broszkiewicz. K. Marcinek zwraca też uwagę na praktyczny aspekt przedsięwzięcia inwestycyjnego związany z wyznaczeniem granic przedsięwzięcia. Często określone przedsięwzięcie wywołuje działania poza przedsiębiorstwem, dlatego zakres finansowy i rzeczowy, który dane przedsięwzięcie tworzy i który powinien być objęty analizą, wyznaczany jest często arbitralnie²⁸. Również w przypadku Project Finance, skutki jego realizacji mogą wykraczać poza obszar bezpośrednich powiązań, jak również z powodu wielości uczestniczących podmiotów, jak i zróżnicowanego ryzyka, jego trzeba zwykle odgórnie określić.

W przedsięwzięciu inwestycyjnym, jako działaniu zorganizowanym, zmierzającym do osiągnięcia określonego celu, uczestniczy wiele samodzielnych podmiotów, realizujących określone zadania cząstkowe w wyznaczonym miejscu i czasie, aż do momentu zakończenia przedsięwzięcia jako całości i osiągnięcia wyznaczonego celu²⁹ - pisze H. Hajduk. Autor podkreśla następujące cechy przedsięwzięcia: wyraźnie określony cel, jednorazowy charakter działania pod kątem wyznaczonego celu, złożoność działania, uczestnictwo wielu podmiotów oraz własna autonomiczna organizacja.

Na przedsięwzięcie inwestycyjne składa się wiele zadań o różnym charakterze i zakresie, które mogą funkcjonować niezależnie i zarazem przynosić konkretny, wymierny efekt produkcyjny lub usługowy³⁰. Podobnie uważa H. Gawron: „Każde większe przedsięwzięcie będzie składać się z licznych zadań inwestycyjnych”. Autor zaznacza jednocześnie, że przedsięwzięcie inwestycyjne ma charakter kompleksowy, co oznacza, że: „W dokumentacji projektowej takiego przedsięwzięcia ujmuje się całokształt robót, usług i dostaw urządzeń niezbędnych dla osiągnięcia założonego celu produkcyjnego przedsięwzięcia i wszystkie związane z nimi konieczne nakłady kapitałowe”³¹.

Również na kompleksowy charakter przedsięwzięcia zwraca uwagę R. Borowiecki, który pisze, iż przedsięwzięcie inwestycyjne to: „Kompleksowo ujęty zakres rzeczowy inwestycji (obiekt lub inny wytwór materialny wraz z wyposażeniem), przewidziany do zrealizowania w celu, miejscu i czasie charakteryzujące się określonym cyklem żywotności”³². Cykl ten: „Rozpoczyna się wydatkami na przygotowanie i realizację inwestycji, kończy zaś wpływami

²⁶ Marcinek K., *Finansowa ocena...*, op. cit., s. 28.

²⁷ Towarnicka H., Broszkiewicz A., *Przygotowanie...*, op. cit., s. 12.

²⁸ Marcinek K., *Finansowa ocena...*, op. cit., s. 28. Por. Behrens W., Hawranek P. M., *Poradnik...*, op. cit., s. 34.

²⁹ Hajduk H., *Przedsięwzięcia...*, op. cit., s. 8.

³⁰ Czechowski L., Dziworska K., Gostkowska-Drzewicka T., Górczyńska A., Ostrowska E., *Projekty ...*, op. cit., s. 34, 16.

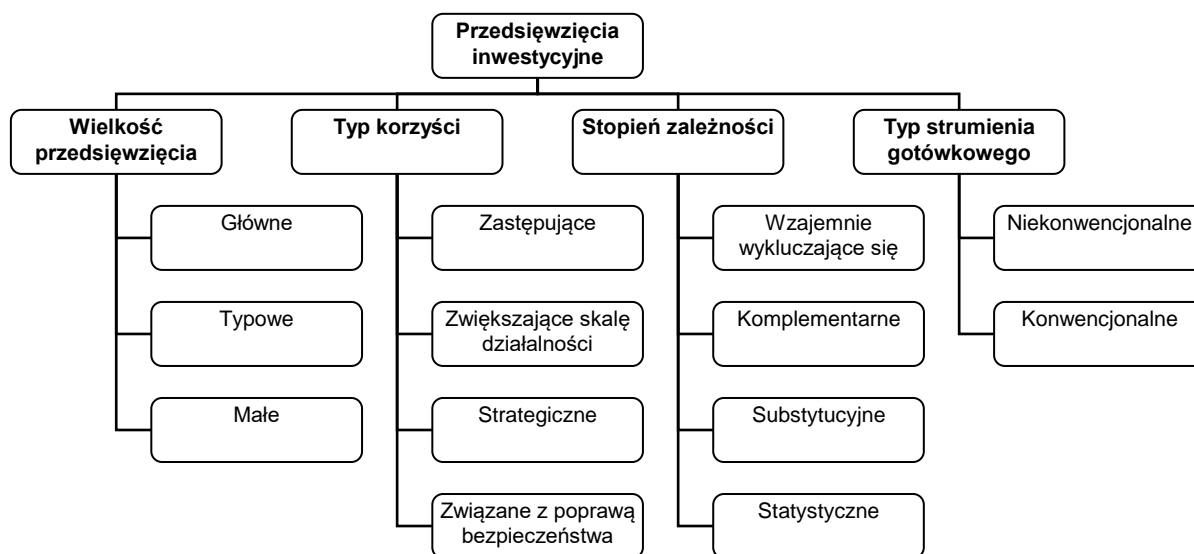
³¹ Gawron H., *Ocena...*, op. cit., s. 18.

³² Borowiecki R., *Efektywność...*, op. cit., s. 10.

ze sprzedaży likwidowanego obiektu³³, jeśli na przedsięwzięcie inwestycyjne spojrzemy przez pryzmat przepływu środków pieniężnych.

Również przedsięwzięcia podejmowane przez przedsiębiorstwa można sklasyfikować według różnych kryteriów, o czym pisze tudzież K. Marcinek (Rysunek 3). Dla tej pracy użyteczną wydaje się klasyfikacja przedsięwzięć inwestycyjnych wedle kryterium: „typ korzyści”. Ten bowiem podział jest klasyfikacją pragmatyczną, a praktyczne podejście jest uzasadnione zakresem badań.

Rysunek 3 Klasyfikacja przedsięwzięć inwestycyjnych



Źródło: Marcinek K., Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw, Skrypty uczelniane, Katowice 2000, s. 30-31.

Z kolei miano „projekt inwestycyjny”, traktowany jest często jako odwzorowanie przedsięwzięcia inwestycyjnego, lecz przez pryzmat działań związanych z przygotowaniem inwestycji, realizacją i użytkowaniem zasobów przez nią stworzonych³⁴. W konsekwencji, projekt inwestycyjny tworzy proces o określonym charakterystycznym cyklu. Projekt inwestycyjny dotyczy indywidualnego przedsięwzięcia, „ściśle określającego przedmiot, zakres, miejsce i czas realizacji oraz koszt i spodziewane efekty ekonomiczne” i stanowi podstawę realizowania działalności inwestycyjnej. Celem samego projektu jest „optymalna kombinacja wszystkich elementów technicznych i ekonomicznych, mająca na względzie minimalizację ryzyka”³⁵.

Przychyłam się do pojmowania kategorii projektu inwestycyjnego przez K. Marcinka, jako zbioru „zorganizowanych czynności o określonych w dokumentacji projektowo - budowlanej terminach wykonania i wielkościach niezbędnych zasobów, technologii oraz lokalizacji, których celem jest wybudowanie nowych lub dokonanie zmian w istniejących obiektach majątku trwałego”³⁶.

³³ Czechowski L., Dziworska K., Gostkowska-Drzewicka T., Górczyńska A., Ostrowska E., Projekty..., op. cit., s. 34, 44.

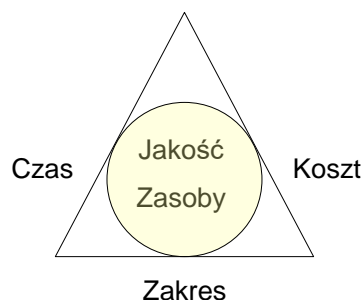
³⁴ Tamże, s. 34.

³⁵ Hajduk H., Przedsięwzięcia..., op. cit., s. 7-8.

³⁶ Marcinek K., Finansowanie projektów inwestycyjnych na zasadach Project Finance, Katowice 2005, s. 17.

Podobną definicję projektu proponują specjaliści dyscypliny naukowej zwanej „project management” (zarządzanie projektem). W tym ujęciu, jak pisze N. Mingus „Termin *projekt* ma wiele definicji, jednak najprostsza, a jednocześnie najbardziej rzeczowa, odnosi się do sekwencji zadań podjętych z zamierzeniem osiągnięcia unikalnych celów w określonych ramach czasowych. Kluczem jest (...) unikalność (...), co odróżnia projekt od operacji i powoduje, że jest on trudniejszy do stworzenia”³⁷. Miarą sukcesu projektu jest jego realizacja w wyznaczonym terminie i w ramach zaplanowanego budżetu oraz spełnienie celów projektu (zakres), zadowolenie klientów (jakość) i brak strat w zasobach³⁸ (Rysunek 4).

Rysunek 4 Mierniki sukcesu projektu



Źródło: Mingus N., Zarządzanie projektami, Wydawnictwo Helion, 2002, s.22.

Wszystkie kategorie celów, niekiedy sprzeczne, są ze sobą powiązane, a ich ciężar gatunkowy dla jednego projektu może znacznie się różnić od innego, zwłaszcza, że w przypadku określonych projektów, priorytet może zostać przyznany jednemu z celów³⁹. Wydaje się to zasadniczą kwestią szczególnie w projektach infrastrukturalnych, gdzie na przykład bezpieczeństwo (jakość) dostarczanej wody będzie kryterium nadrzędnym w inwestycji związanej z układem wodno-sanitarnym.

Klasyfikację projektów inwestycyjnych proponuje E. F. Brigham. Uwzględniając doświadczenia przedsiębiorstw amerykańskich, ekonomista ten wyróżnia następujące kategorie projektów inwestycyjnych: wymiana – utrzymanie działalności, wymiana – obniżenie kosztów, rozwijanie istniejących produktów lub rynków, ekspansja na nowe produkty i rynki, projekty dotyczące bezpieczeństwa pracy i ochrony środowiska⁴⁰.

Dla tej pracy wyjątkowo ważny jest podział projektów inwestycyjnych przez pryzmat ich wielkości. Zwraca szczególną uwagę kategoria tak zwanych dużych projektów inwestycyjnych, o których piszą, między innymi, K. Marcinek oraz B. C. Esty⁴¹. Kryterium zaliczania projektów do dużych jest ich wartość⁴². Jest to kryterium jednoznaczne i precyzyjne, lecz różnie wyceniane.

K. Marcinek przedstawia duże projekty inwestycyjne jako: „szczególny podzbiór wśród projektów inwestycyjnych podejmowanych przez podmioty zarówno sektora komercyjnego, sektora publicznego, jaki i wspólne przez oba te sektory”⁴³. Dalej autor opisuje duże projekty,

³⁷ Mingus N., Zarządzanie projektami, Wydawnictwo Helion, 2002, s. 20-21.

³⁸ Tamże, s. 21.

³⁹ Brandenburg H., Zarządzanie..., op. cit., s. 22.

⁴⁰ Brigham E.F., Podstawy zarządzania finansami, Tom 2, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 57.

⁴¹ Marcinek K., Finansowanie projektów..., op. cit., s. 30; Esty B.C., Why study large projects? An introduction to research on project Finance, „European Financial Management”, Vol. 10, No. 2, 2004, s. 213-224; por. Brandenburg H., Zarządzanie..., op. cit., s. 22.

⁴² Według autora duże projekty mają wartość powyżej 500 mln USD [za] Esty B.C., Why..., op. cit., s. 218.

⁴³ Marcinek K., Finansowanie projektów..., op. cit., s. 30.

akcentując sposób ich finansowania i dystrybucję ryzyka wśród uczestników projektu. Właściwością tych projektów jest: kapitałochłonność projektu i długi cykl inwestycyjny, trudności w oszacowaniu przyszłych efektów projektu i jego efektywności, istotny wpływ projektów na środowisko i jego konsekwencje finansowe, wysokie ryzyko oraz specyficzne źródła finansowania. Wśród pozaekonomicznych efektów implementacji dużych projektów inwestycyjnych należy wyróżnić między innymi aspekty socjologiczne, ekologiczne. Efekty dużych projektów są jednak zróżnicowane i złożone, bowiem jednocześnie mogą mieć wpływ pozytywny, jak i negatywny⁴⁴. Dodatkowo, niezbędne jest nie tylko rozpoznanie, ale i finansowe oszacowanie efektów złożonych problemów społecznych i ekologicznych związanych z danym projektem, co może okazać się wyjątkowo trudne. Duże projekty inwestycyjne charakteryzują się określonymi cechami i wymagają specyficznego podejścia we wszystkich fazach życia projektu inwestycyjnego.

Kwestię podziału inwestycji jedynie zasygnalizowałam, wskazując na trudności w sformułowaniu wyraźnych i jasnych kryteriów. „Niemniej jednak rozróżnienie takie wydaje się konieczne (...) – ułatwia ono teoretyczne i praktyczne komunikowanie się pomiędzy uczestnikami procesu inwestycyjnego”, pisze K. Dziworska⁴⁵. Jest to ważne i dla tej pracy.

Na zakończenie, warto zwrócić uwagę na pojęcie często pomijane w literaturze, a pojawiające się w praktyce gospodarczej - zjawisko „dezinwestycji”. Generalnie „dezinwestycje” to proces wyzbywania się przez przedsiębiorstwo aktywów o niskiej produktywności lub uznanych za zbędne⁴⁶. Dezinwestycje traktowane są jako znaczące źródło finansowania procesów restrukturyzacji przedsiębiorstw. Według magazynu kadry zarządzającej CEO, dezinwestycje stanowią 75% źródeł finansowania procesów restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw z Europy Środkowej, podczas gdy na zachodzie Europy ten odsetek wynosi 33%. To zróżnicowanie może wynikać z większej dyscypliny i świadomości przedsiębiorstw zachodnich w kwestii ograniczania kosztów czy optymalizacji kapitału obrotowego⁴⁷. Wydaje się konieczne zwrócenie uwagi na to pojęcie, bowiem w Polsce jest wiele branż, które czeka proces restrukturyzacji, również drogą dezinwestycji z wykorzystaniem metody Project Finance⁴⁸.

Konkludując powyższą dyskusję, można przychylić się do stwierdzenia, iż definicje omówionych kategorii są różne, głównie z powodu odmiennych celów prowadzonych badań.

W warunkach ograniczonych możliwości finansowych i rosnących potrzeb inwestycyjnych, Project Finance jako metoda finansowania inwestycji powinna być wykorzystywana w projektach infrastrukturalnych w Polsce, dlatego podejście mikroekonomiczne do przedmiotu badań wydaje się odpowiednie. Mikroekonomia bowiem: „Zajmuje się sposobem rozwiązywania problemu rzadkości przez poszczególne podmioty gospodarujące”⁴⁹, stosując, między innymi, zasadę, iż: „Jednostki w swoim postępowaniu kierują się wyłącznie

⁴⁴ Tamże, s. 32.

⁴⁵ Dziworska K., *Decyzje...*, op. cit., s. 16.

⁴⁶ Słownik Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska, bossa.pl/dmbos/ z dn. 2006-08-25.

⁴⁷ Augustyniak S., Jak finansować restrukturyzację, „CEO - Magazyn kadry zarządzającej”, 2005/01/2005, serwis internetowy www.cxo.pl/artykuly/49791.html z dn. 2006-08-25.

⁴⁸ Zagadnienie restrukturyzacji przekracza zakres badawczy pracy, a autorka jedynie chciała zwrócić uwagę na istotną kwestię dezinwestycji przy okazji definiowania pojęć kluczowych dla przedmiotu badań.

⁴⁹ Kamińska T., Kubska-Maciejewicz B., Laudańska-Trynka J., *Teoria podejmowania decyzji przez podmioty rynkowe, Wybrane problemy z mikroekonomii*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego 1993, s. 14; por. Laider D., Estron S., *Wstęp do mikroekonomii*, Gebethner i Ska, Warszawa 1991, s. 1.

interesem własnym i dążą do maksymalizacji swoich indywidualnych celów”⁵⁰. Oznacza to, że finansowe podejście do inwestycji, czyli przez ruch pieniądza, to praktyczne podejście, które wydaje się słuszne. W dalszych elementach pracy mianem inwestycji nazywać będą celowe wydatkowanie kapitału dla osiągnięcia oczekiwanych korzyści w przyszłości, przy założonym przez inwestora poziomie ryzyka. Przy czym korzyści nie są tożsame z wymiernymi korzyściami finansowymi, a mogą oznaczać satysfakcję inwestora przez zaspokojenie określonych potrzeb społecznych.

Nawiązując do przedstawionej klasycznej klasyfikacji inwestycji (Rysunek 1), w przypadku Project Finance będziemy mieć do czynienia z inwestycjami rzeczowymi, finansowymi oraz niematerialnymi – w zależności od tego, którego uczestnika punkt widzenia zostanie przyjęty.

Z treści przyjętych definicji wynika, iż w sytuacji, gdy mówimy o konkretnej inwestycji, to terminy: „inwestycja”, „przedsięwzięcie inwestycyjne” i „projekt” mogą być traktowane zamiennie⁵¹.

1.2 Okres życia projektu inwestycyjnego

Cykl życia projektu to złożony i wielopłaszczyznowy proces⁵², który rozpoczyna się wydatkami na przygotowanie i realizację inwestycji, kończy zaś wpływami ze sprzedaży likwidowanego obiektu. Należy go postrzegać przez pryzmat ruchu pieniądza, przepływów pieniężnych. Cykl ten najogólniej składa się z następujących faz:

1. Gromadzenia środków finansowych (kapitału), czyli faza akumulowania kapitału. Proces ten w przypadku nowych przedsięwzięć ma zawsze charakter zewnętrzny.
2. Wydatkowania środków pieniężnych na niezbędne do egzystowania zasoby ekonomiczne – aktywa.
3. Zwrotu wydatkowanych środków wpływami ze sprzedaży dóbr i usług.
4. Reinwestowania zysków niepodzielonych, tworzenie następnego obrotu środków inwestycji.

Podejście do projektu inwestycyjnego przez pryzmat przepływów pieniężnych to podejście praktyczne, bowiem zachowanie płynności, czyli synchronizacja wpływów i wyływów, w trakcie całego okresu życia projektu wraz z generowaniem gotówki netto w okresie eksploatacji, jest kluczowe dla jego powodzenia i przetrwania. Nie wyprzedzając treści pracy trzeba już w tym miejscu wyjaśnić, że jest to o tyle ważne, iż w Project Finance jedynym zabezpieczeniem zwrotu zainwestowanych funduszy, są w zasadzie przepływy pieniężne netto projektu.

Rozkład wpływów i wyływów związanych z przygotowaniem, realizacją i eksploatacją inwestycji zależy od czynników o charakterze obiektywnym, czyli od rodzaju danego projektu, oraz od czynników subiektywnych, przede wszystkim organizacji procesu

⁵⁰ Kątownski T., Podstawowy wykład z mikroekonomii, Wydawnictwo UG, Gdańsk 1997, s. 10.

⁵¹ Dziworska K., Decyzje..., op. cit., s. 12.

⁵² Davis E.W., Pointon J., Finanse i firma, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1997, s. 21 i dalej; Buljevich E. C., Park Y. S., Project Financing and the International Financial Markets, Kulwer Academic Publisher, London 1999, s. 131.

inwestycyjnego. Koncepcja cyklu życia projektu wedle organizacji UNIDO, ściśle koresponduje z przedmiotem badań tej pracy. Według UNIDO, cykl projektu inwestycyjnego obejmuje następujące fazy: przedinwestycyjną, inwestycyjną oraz operacyjną⁵³ (Rysunek 5).

Rysunek 5 Cykl projektu inwestycyjnego

Projekt inwestycyjny	Faza przedinwestycyjna	Identyfikacja, studium możliwości
		Wybór wstępny, studium prefeasibility
		Studia pomocnicze
		Feasibility study
	Faza inwestycyjna	Ocena i raport oceniający
		Negocjacje i podpisywanie umów
		Projektowanie techniczne
		Budowa
		Marketing przedprodukcyjny
		Szkolenie
	Faza operacyjna	Odbiór i rozruch
		Eksploracja
		Rozbudowa

Źródło: Opracowanie z wykorzystaniem: Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility, UNIDO, W-wa 1993, s.10.

Metodologia UNIDO stanowi, iż projekt inwestycyjny rozpoczyna się studium możliwości (feasibility study), a kończy likwidacją lub zbyciem projektu. W kolejności przedstawię krótko istotę poszczególnych faz rozwoju projektu inwestycyjnego.

Faza przedinwestycyjna

Faza przedinwestycyjna rozpoczyna się generowaniem idei i studium możliwości. Generalnie, studium możliwości inwestycyjnych obejmuje studia rozpoznawcze, dotyczące samego przedmiotu projektowania i studia pomocnicze. Studia rozpoznawcze mają za zadanie określenie możliwości podjęcia decyzji o realizacji inwestycji lub też sformułowanie głównych idei projektu (inaczej jego koncepcji). Obejmują one analizę takich zagadnień jak: zasoby naturalne nadające się do przetworzenia i dalszej produkcji, konkurencja ze strony rynku lokalnego, krajowego lub zagranicznego, przewidywane rynki zbytu, analiza wielkości nakładów inwestycyjnych. Analizowane czynniki są specyficzne dla każdego projektu. Studia rozpoznawcze mogą mieć charakter ogólny, albo szczegółowy, jeśli koncepcja danego projektu jest już wyraźnie określona. Często prowadzone są najpierw studia ogólne, a następnie szczegółowe, które są zwykle kontynuacją ogólnych i zmierzają do określenia konkretnych propozycji inwestowania. Jeśli studium rozpoznawcze wzbudzi zainteresowanie inwestorów, kolejnym etapem jest przygotowanie studium wstępnego (prefeasibility study).

Zainteresowanie inwestorów można zdobyć dzięki efektywnemu procesowi promowania. Zwykle rozciąga się on na całą fazę przedinwestycyjną, a niekiedy wkracza w fazę inwestycyjną. Obejmuje on szereg powiązanych ze sobą czynności, takich jak: identyfikacja potencjalnych sponsorów, negocjacje i zawarcie umów o współpracy dla całego projektu inwestycyjnego lub pewnych jego części, określenie potencjalnych źródeł finansowania. Właściwa współpraca wszystkich zainteresowanych stron projektu jest niezbędna, aby promocja projektu mogła zakończyć się sukcesem. Jest to istotne w kontekście badanej

⁵³ Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik..., op. cit., s. 9.

metody Project Finance, bowiem cechą charakterystyczną tych projektów jest znaczna liczba uczestników. Sukces promocji projektu zależy również od panującego klimatu inwestycyjnego, co jest istotne zwłaszcza w przypadku dużych projektów inwestycyjnych infrastrukturalnych.

Prefeasibility study (studium wstępne) określane jest w praktyce jako projektowanie inwestycji lub wytyczne projektowo - koncepcyjne. Celem prefeasibility study jest przygotowanie i przeprowadzenie analiz porównawczych dla danego projektu inwestycyjnego. Na podstawie prefeasibility study dokonuje się wyboru wariantu lub kilku wariantów, które będą przedmiotem analiz w ramach studium ostatecznego, czyli feasibility study. Innymi słowy, na etapie prefeasibility study podejmowana jest decyzja odnośnie prowadzenia studiów feasibility. Zawartość formalna obydwu tych opracowań jest taka sama, ale różnią się one stopniem dokładności badań, kosztami wykonania oraz wagą podejmowanych na ich podstawie decyzji. Powstały projekt jest oceniany pod względem finansowym i ekonomicznym. Studium wykonalności przemysłowych studiów inwestycyjnych obejmuje zwykle dziesięć wyodrębnionych tytułów (Tabela 1).

Tabela 1 Studium wykonalności projektu

Studium wykonalności projektu	Opis
1. Podsumowanie i wnioski.	Informacje o danych wyjściowych do projektu i przyjętych założeniach; streszczenie i wnioski poszczególnych obszarów studium; rekomendacje.
2. Geneza i koncepcja projektu.	Przedstawia inicjatorów i promotorów projektu; opisuje jego historię, przebieg i koszt studiów przedinwestycyjnych.
3. Analiza rynku i koncepcja marketingu.	Analiza rynku, sformułowanie strategii projektu i jego koncepcji marketingowej; prognozy sprzedaży i kosztów marketingu.
4. Materiały i inne nakłady.	Dostępność i zużycie materiałów, surowców i półfabrykatów i koszty ich zużycia; program zaopatrzenia i marketingu w zaopatrzeniu.
5. Lokalizacja i środowisko.	Zasady i czynniki lokalizacji; uzasadnienie lokalizacji; wpływ projektu na środowisko; warunki infrastrukturalne i otoczenia; szacunki nakładów.
6. Strona techniczna projektu.	Projekt techniczny i technologiczny z uwzględnieniem programu produkcji i zdolności produkcyjnych; miejsce zakupu i transferu technologii; uzasadnienie technologii; szczegółowe plany techniczne; ostateczne nakłady inwestycyjne na projekt.
7. Organizacja i koszty ogólnozakładowe.	Formuła organizacyjna firmy; kompetencje i odpowiedzialność pracowników; koszty ogólnozakładowe.
8. Zasoby ludzkie.	Zapotrzebowanie na kadry, sposoby rekrutacji, szkolenia; poziom kosztów wynagrodzeń.
9. Planowanie i bilansowanie realizacji.	Zakres i harmonogram prac budowlanych i montażowych, czas rozruchu i osiągnięcia zdolności produkcyjnej; identyfikacja działań krytycznych.
10. Analiza finansowa i ocena projektu.	Kryteria oceny projektu; nakłady inwestycyjne; koszty produkcji; finansowanie projektu; ocena inwestycji; ocena ryzyka; wnioski.

Źródło: Opracowanie własne z wykorzystaniem: Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik przygotowania przemysłowych studiów feasibility, UNIDO, W-wa 1993, s. 69-72; Dziworska K., Decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2000, s. 35-36.

W przypadku dużych projektów prowadzone mogą być też studia pomocnicze, które często stanowią warunek wstępny dla kontynuacji studiów przedrealizacyjnych. W zależności od potrzeb, studia pomocnicze prowadzone są po zakończeniu studiów wykonalności. W większości przypadków wyniki badań pomocniczych, niezależnie od tego, kiedy je opracowywano, stają się integralną częścią ostatecznej wersji projektu inwestycyjnego.

Na ogół, kolejna faza projektu rozpoczyna się po zaakceptowaniu rezultatów poprzedniej fazy, w rzeczywistości jednak może mieć miejsce równoległa realizacja poszczególnych faz

projektu, w szczególności w sytuacji, gdy ryzyko uważane jest jako niewysokie. Równoległa realizacja poszczególnych faz projektu przyczynia się do skrócenia okresu wdrażania projektu⁵⁴.

Faza inwestycyjna (realizacyjna)

Akceptacja dokumentacji wykonawczej projektu umożliwia przejście do fazy inwestycyjnej, zwanej również fazą realizacyjną. Faza ta obejmuje, między innymi, negocjacje i podpisywanie umów, szczegółowe projektowanie techniczne, budowę, szkolenie kadr. Faza kończy się rozruchem i odbiorem obiektu. Dwa ostatnie etapy zaliczane są często do kolejnej, operacyjnej fazy projektu.

Faza operacyjna (eksploatacyjna)

Faza operacyjna zwykle dzielona jest na trzy etapy: rozruch, dochodzenie do projektowanych zdolności produkcyjnych oraz pełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Fazę operacyjną i jednocześnie okres życia projektu kończy sprzedaż lub likwidacja obiektu. W przypadku sprzedaży, okres eksploatacji obiektu jest krótszy niż jego cykl życia. Jednocześnie warto zaznaczyć, iż okres eksploatacji projektu może być dłuższy od cyklu życia produktu - sprzyjają temu przedsięwzięcia inwestycyjne, modernizacja, rekonstrukcja, odtworzenie, rozbudowa. Podjęcie któregokolwiek z tych przedsięwzięć w okresie eksploatacji projektu wymaga zaangażowania środków w reinwestycje i działania te powinny być w miarę możliwości przewidziane już w fazie przedinwestycyjnej.

Przedstawione fazy cyklu życia projektu stanowią pewien porządek, ale nie należy traktować ich bezwzględnie. Liczba wyodrębnionych faz projektu może być zróżnicowana – większa liczba faz umożliwia dokładniejsze ich nazwanie i bardziej szczegółowe przedstawienie ich treści⁵⁵. Każdą z wyodrębnionych trzech faz, przedinwestycyjną, inwestycyjną i operacyjną, można podzielić na etapy. Również w przypadku studiów przedinwestycyjnych, jak i studium wykonalności projektu nie ma ustalonego wzorca postępowania. Poszczególne obszary badawcze inwestycji mogą być zróżnicowane ze względu na rodzaj i rozmiar inwestycji, czy branżę⁵⁶.

⁵⁴ Marcinek K., *Finansowanie projektów...*, op. cit., s. 22.

⁵⁵ Tamże, s. 22.

⁵⁶ Dziworska K., *Decyzje...*, op. cit., s. 35; Brandenburg H., *Zarządzanie...*, op. cit., s. 32.