

Kamilla Marchewka-Bartkowiak*, Marcin Wiśniewski**

Obligacje projektowe – nowy instrument finansowania przedsięwzięć PPP w formule *project finance* na poziomie międzynarodowym i krajowym

Project bonds as a new tool for financing public-private partnership: The paper looks at the questions related to project bonds as an alternative source of financing investments. In the first section the project finance in public-private partnership is presented, with special attention given to its legal basis and financial arrangements. Next, the authors discuss the EU's approach to project bonds which was adopted in various documents. They also give some examples of the projects which were implemented in EU member states under this formula. In the last section challenges and opportunities related to implementation of project bonds in the Polish capital market are covered.

Słowa kluczowe: *obligacje projektowe, partnerstwo publiczno-prywatne, Polska, project finance*

Keywords: *project bonds, public-private partnership, Poland, project finance*

* Doktor hab., specjalista ds. finansów publicznych w Biurze Analiz Sejmowych, profesor nadzwyczajny Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu; e-mail: kamilla.marchewka-bartkowiak@sejm.gov.pl.

** Doktor, adiunkt w Katedrze Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu; e-mail: marcin.wisniewski@ue.poznan.pl.

Wstęp

Realizowanie inwestycji wymaga zgromadzenia odpowiednich funduszy na jej sfinansowanie. W zależności od charakteru projekty mogą być wykonywane przez podmioty prywatne lub publiczne, a także w drodze ich współpracy. Z uwagi na to, że wiele inwestycji ma charakter publiczny, zarówno Skarb Państwa, jak i samorząd terytorialny odgrywają ogromną rolę we wspieraniu różnorodnych przedsięwzięć. Dotychczas aktywność inwestycyjna tych

podmiotów koncentrowała się na bezpośrednim finansowaniu projektów lub ich dofinansowywaniu. Z uwagi na ograniczone możliwości finansowe sektora publicznego oraz ogromne potrzeby infrastrukturalne niezbędne stało się poszukiwanie alternatywnych form wspierania inwestycji. Pomysłem na wykonywanie przedsięwzięć inwestycyjnych jest przekazanie ich realizacji podmiotom prywatnym w formule PPP. Projekty takie – często ze względu na ograniczenie odpowiedzialności podmiotu publicznego – spotykają się z niską oceną kredytową wierzycieli, co powoduje wzrost ich kosztów.

Autorzy artykułu rozważają możliwości finansowania inwestycji o charakterze publicznym przez spółki celowe w drodze emisji obligacji projektowych, dzięki wsparciu przez sektor publiczny ich jakości kredytowej. Na wstępie dokonali klasyfikacji sposobów finansowania inwestycji, a następnie zaprezentowali ideę obligacji projektowych oraz przykłady ich zastosowania. Artykuł kończy bilans korzyści i kosztów wdrożenia takiego rozwiązania w Polsce – w przypadku projektów wspieranych w zakresie ich jakości kredytowej zarówno przez Skarb Państwa, jaki i jednostki samorządu terytorialnego.

Project finance w partnerstwie publiczno-prywatnym

Jednostki sektora finansów publicznych, w tym szczególnie jednostki samorządu terytorialnego (JST), pełnią ważną rolę we wspieraniu rozwoju regionalnego i lokalnego. Realizowane przez nie inwestycje infrastrukturalne w istotny sposób wpływają na poprawę warunków społeczno-gospodarczych funkcjonowania wspólnot lokalnych i regionalnych. Ponadto jednostki stanowią ważną grupę podmiotów absorbujących środki pomocowe Unii Europejskiej. Dokonywanie inwestycji z przypisanych jednostce dochodów publicznych jest wysoce utrudnione z powodu ograniczoności tych źródeł. Finansowanie projektów ze środków UE również wymaga udziału własnego beneficjenta i często prefinansowania. Niewystarczające środki własne zmuszają JST do poszukiwania alternatywnych źródeł i form finansowania inwestycji rozwojowych. Możliwość finansowania przez zaciągnięcie zobowiązań jest utrudniona z uwagi chociażby na fakt obciążenia przyszłych budżetów jednostki wydatkami związanymi z obsługą długu. Dodatkowym ograniczeniem są prawne limity zadłużenia JST, które od 2014 r. mają charakter indywidualny (art. 243 ustawy o finansach publicznych z 2009 r.) i są bardziej restrykcyjne niż obowiązujące wcześniej ograniczenia¹.

¹ Por. K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski, *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, seria „Analizy BAS” nr 21(88) 2012, www.sejm.gov.pl/analizy.php.

Alternatywnym sposobem realizacji zadań publicznych jest partnerstwo publiczno-prywatne (PPP). Jest ono procesem długoterminowym, który polega na wykorzystaniu kapitałów, doświadczenia i umiejętności partnera prywatnego w wykonywaniu zadań publicznych, należących dotychczas do podmiotu publicznego. Najważniejszym celem współpracy jest zapewnienie społeczności lokalnej ilościowo-jakościowego standardu usług o charakterze użyteczności publicznej w warunkach konkurencji przy wykorzystaniu innowacyjnych instrumentów, które wcześniej nie były dostępne dla podmiotów sektora publicznego². Taka współpraca jest oczywiście skuteczna wyłącznie w sytuacji, kiedy możliwe jest uzyskiwanie korzyści finansowych z inwestycji przez stronę prywatną.

PPP regulowane jest w Polsce ustawą³, która określa zasady współpracy podmiotu publicznego i partnera prywatnego, a jako przedmiot tej współpracy określa: *wspólną realizację przedsięwzięcia opartą na podziale zadań i ryzyk pomiędzy podmiotem publicznym i partnerem prywatnym*⁴. Przedsięwzięcia realizowane w formule PPP mają przede wszystkim charakter inwestycyjny, dlatego warto przyjrzeć się sposobom finansowania inwestycji dokonywanych przez sektor publiczny i prywatny – oddzielnie i we współpracy, a także wzajemnym ich relacjom (schemat 1). Obydwa sektory mogą finansować inwestycje indywidualnie – z własnych środków oraz finansowania zewnętrznego, zarówno o charakterze zwrotnym, jak i bezzwrotnym. Sektor prywatny część swoich inwestycji może finansować, tworząc odrębny podmiot odpowiadający za inwestycję. Z kolei zadania inwestycyjne realizowane w formule PPP mogą być dokonywane we współpracy między podmiotem publicznym a pojedynczym partnerem prywatnym (dotyczy to głównie projektów o relatywnie niskiej wartości), jednakże najczęściej (głównie w przypadku dużych inwestycji) uczestniczy w tym przedsięwzięciu kilka podmiotów, a wykorzystywanym sposobem finansowania jest formuła *project finance*⁵.

Pojęcie *project finance* definiuje się jako: *sposób finansowania polegający na dostarczeniu przez instytucję finansową lub grupę instytucji finansowych*

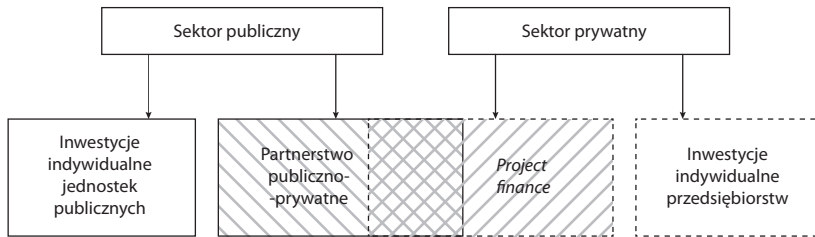
² E. Książek, W. Wereda, *Partnerstwo publiczno-prywatne jako przykład innowacyjnego zarządzania organizacjami*, „Współczesne Zarządzanie” 2012, nr 2, s. 133.

³ Początkowo była to ustawa z 25 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, obecnie zastąpiona nową ustawą z 19 grudnia 2008 r. (Dz.U. z 2009 r. nr 19, poz. 100, ze zm.).

⁴ Art. 1 ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym.

⁵ *Instrumenty wsparcia finansowego państwa dla inwestycji sektora prywatnego w rozwoju infrastruktury w formule partnerstwa publiczno-prywatnego – Case study na przykładzie Niemiec*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Konrad Adenauer Stiftung, Gdańsk 2012, s. 32, 39.

Schemat 1. Sposoby finansowania inwestycji przez sektor publiczny i prywatny



Źródło: na podstawie R. Wagenvoort, C. de Nicola, A. Kappeler, *Infrastructure finance in Europe: Composition, evolution and crisis impact* [w:] *Public and private financing of infrastructure. Evolution and economics of private infrastructure finance*, EIB Papers 2010, t. 15, nr 1, s. 18–20.

oraz inwestorów kapitałowych funduszy na pokrycie nakładów związanych z projektem inwestycyjnym, pod warunkiem że zaangażowane środki zostaną zwrócone z nadwyżek pieniężnych wygenerowanych w trakcie eksploatacji obiektu. Wyżej wspomniane nadwyżki pieniężne stanowią jedyne źródło spłaty zaciąganych na finansowanie inwestycji kredytów i pożyczek⁶. Podkreśla się, że w przypadku tej formuły finansowania następuje organizacyjne, majątkowe i prawne wydzielenie projektu ze struktur jego inicjatorów. W tym celu zakładana jest nowa spółka, której jedynym zadaniem jest przeprowadzenie projektu. Z uwagi na to, że spółka ta powołana została do realizacji konkretnego przedsięwzięcia w określonym czasie nazywa się ją mianem spółki celowej, spółki specjalnego przeznaczenia lub spółki projektowej (*special purpose vehicle* – SPV)⁷.

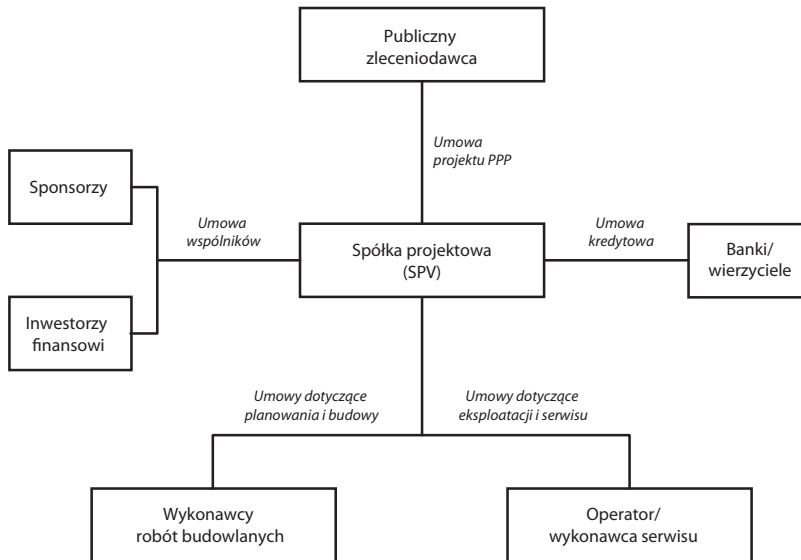
Zależności prawno-finansowe między podmiotami uczestniczącymi w *project finance* przedstawiono na schemacie 2. W ujęciu pionowym odzwierciedlono umowy łączące podmioty wykonujące projekt: umowę pomiędzy zleceniodawcą projektu a SPV i kolejne umowy zawierane przez SPV z bezpośrednimi wykonawcami i operatorami. Z kolei w ujęciu poziomym widoczne są zależności kapitałowe: z lewej strony umowy pomiędzy dostarczycielami kapitałów własnych, z prawej strony – kapitałów obcych⁸.

⁶ K. Brzozowska, *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 80.

⁷ M. Kowalczyk, *Zarządzanie ryzykiem w project finance*, seria „Materiały i Studia NBP” nr 137, Warszawa 2002, s. 21–22.

⁸ *Instrumenty*, op. cit., s. 40.

Schemat 2. Struktura prawno-finansowa projektu PPP realizowanego w formule *project finance*



Źródło: *Instrumenty wsparcia finansowego państwa dla inwestycji sektora prywatnego w rozwoju infrastruktury w formule partnerstwa publiczno-prywatnego – Case study na przykładzie Niemiec*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Konrad Adenauer Stiftung, Gdańsk 2012, s. 40.

Cechą charakteryzującą tę formułę finansowania jest bardzo wysoki stopień zadłużenia w stosunku do wartości inwestycji, sięgający 50–90%. Udział zatem kapitałów własnych, dostarczanych głównie przez inicjatora projektu i inwestorów kapitałowych, może osiągnąć poziom zaledwie 10%. Poziom zadłużenia spółki projektowej zależy w dużej mierze od oceny kredytodawców dotyczącej akceptowanego przez nich poziomu dźwigni finansowej. Na przykład projekty, w których umowy gwarantują odpowiedni poziom przychodów, zapewniających przyszłą obsługę zadłużenia (np. szpitale, więzienia), będą uznawane przez wierzycieli za bezpieczniejsze, a akceptowana dźwignia finansowa będzie na poziomie nawet 90:10. Jednakże projekty, w których przychody spółki zależą od popytu na wysoce konkurencyjnym rynku (np. elektrownie, w których nie zapewniono umownie odbioru dostaw energii elektrycznej), uznawane będą za bardziej

ryzykowne, a akceptowana relacja kapitału obcego do własnego wyniesie np. 50:50⁹.

Ponieważ opisywany sposób finansowania opiera się na zaciąganiu długu spłacanego z przepływów generowanych przez projekt, ocenie kredytowej podlega wyłącznie przedsięwzięcie inwestycyjne, a nie sytuacja finansowo-majątkowa jego inicjatora¹⁰. Ryzyko wierzycieli jest relatywnie wysokie, gdyż kapitały własne spółki nie są w stanie zapewnić spłaty długu. Dodatkowo spłata zobowiązań spółki następuje najczęściej dopiero od momentu uruchomienia przedsięwzięcia, gdyż wtedy dopiero pojawiają się finansujące ją przychody¹¹.

Finansowanie zwrotne w formule *project finance* może przyjmować kilka form. Wśród instrumentów dłużnych należy wskazać na najważniejsze, tj. kredyty, pożyczki, obligacje zwykłe, obligacje przychodowe i – będące przedmiotem niniejszego opracowania – nowe rozwiązanie w postaci obligacji projektowych. Często można spotkać się z sytuacją, w której działalność SPV finansowana jest za pomocą kilku rodzajów instrumentów i przez kilku wierzycieli. Należy podkreślić, że w polskich warunkach niezależnie od tytułu dłużnego kapitał obcy spółki projektowej będzie dostarczany w zdecydowanej większości przez sektor bankowy. Uniwersalny charakter sektora bankowego w Polsce powoduje, że to kredyty bankowe stanowią dominującą formę finansowania zarówno podmiotów prywatnych, jak i publicznych. Banki udzielają również pożyczek, które niekiedy mają charakter preferencyjny, związany np. ze wspieraniem przez państwo różnych rodzajów aktywności gospodarczej.

Nawet w przypadku emisji papierów wartościowych przez podmioty niefinansowe trzeba pamiętać, że zdecydowana większość tych walorów nabywana jest również poprzez banki. Niemniej finansowanie aktywności podmiotów publicznych i prywatnych – w tym także spółek projektowych – może dokonywać się przez emisję obligacji. W przypadku finansowania inwestycji realizowanych indywidualnie przez przedsiębiorstwa lub jednostki publiczne emitowane są niemal zawsze obligacje zwykłe, za które emitent odpowiada bezpośrednio przed wierzycielami całym swoim majątkiem. Z kolei w przypadku finansowania projektowego przez spółkę projektową zastosowanie mogą znaleźć obligacje przychodowe.

⁹ K. Sobiech-Grabka, *Analiza finansowo-ekonomiczna w PPP*, PARP, „Biuletyn Partnerstwa Publiczno-Prywatnego” 2012, nr 4, s. 11.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ W. Misterek, *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008, s. 92.

Obligacja przychodowa pozwala ograniczyć odpowiedzialność emitenta do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, powstałego ze środków pozyskanych z emisji tych obligacji¹². Prawo emisji obligacji przychodowych w Polsce ustawodawca przypisał konkretnym podmiotom, w tym jednostkom samorządu terytorialnego, Bankowi Gospodarstwa Krajowego, Krajowemu Funduszowi Kapitałowemu oraz spółkom kapitałowym wykonującym przede wszystkim zadania z zakresu użyteczności publicznej, w tym będącym własnością samorządów¹³.

Niestety możliwość emisji obligacji przychodowych do tej pory nie była często wykorzystana. Przykładami są emisje dokonane przez Bydgoskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji, Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacji w Łodzi, Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku, a także Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie. Brak popularności tej formy finansowania inwestycji wynika przede wszystkim z faktu, iż przychody spółek emitujących obligacje, z których spłacany ma być dług wierzycieli, zależą bezpośrednio od ich założycieli, tj. samorządów, których organy stanowiące ustalają np. wysokość opłat za bilety komunikacji miejskiej. Jednocześnie założyciele spółek, przez konstrukcję prawną obligacji przychodowej, wyłączają swoją odpowiedzialność za długi spółki, ograniczając ją do jej majątku i generowanych przez nią przychodów.

Powyższe uwarunkowania, obniżające atrakcyjność obligacji przychodowych jako formy inwestowania kapitału, mogą zostać zmienione przez zwiększenie wiarygodności SPV jako dłużnika. Zastosowanie częściowego współfinansowania lub publicznego gwarantowania części długu spółki podnosiłoby *standing* finansowy spółki, ułatwiając jej dostęp do kapitałów obcych i pozwalając na obniżenie kosztów takiego finansowania. Instrumentem możliwym do zastosowania w tego typu projektach jest obligacja projektowa.

Obligacje projektowe w finansowaniu projektów inwestycyjnych w polityce Unii Europejskiej

Propozycja wdrożenia obligacji projektowych pojawiła się po raz pierwszy w tzw. sprawozdaniu Montiego zatytułowanym „Nowa strategia na rzecz jednolitego rynku w służbie gospodarki i społeczeństwa Europy” opublikowanym w roku 2010¹⁴. Stała się ona jednym z głównych filarów

¹² Art. 8 ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. nr 85, poz. 420).

¹³ *Ibidem*, art. 23a.

¹⁴ Sprawozdanie dla Przewodniczącego Komisji Europejskiej, 9 maja 2010 r.

utworzonego, w ramach wieloletnich ram finansowych na lata 2014–2020, instrumentu „Łącząc Europę”¹⁵, zawierającego propozycje finansowania infrastruktury transportowej, energetycznej i telekomunikacyjnej w postaci dotacji oraz specjalnych instrumentów finansowych (rynkowych).

Koncepcja obligacji projektowych oraz zasad ich wprowadzenia na rynek finansowy w ramach etapu pilotażowego została opracowana w październiku 2011 r.¹⁶ po przeprowadzonych konsultacjach społecznych¹⁷. Wśród rozważanych trzech wariantów finansowania inwestycji infrastrukturalnych (dotacje, zachęty regulacyjne i instrumenty finansowe) propozycja konstrukcji obligacji projektowych uzyskała najwyższą ocenę w zakresie skuteczności, efektywności oraz wpływu na zainteresowane strony. Wariant wykorzystania obligacji projektowych Komisja oceniła jako preferowany, gdyż: *dostarcza uczestnikom rynku zachęt gospodarczych do dostosowania swoich zachowań bez obciążania ich ogólnymi kosztami regulacyjnymi. Wariant ten uważa się za najskuteczniejsze rozwiązanie, wywierające najbardziej pozytywny wpływ na zainteresowane strony i umożliwiające wprowadzenie najistotniejszych usprawnień w dziedzinie finansowania projektów infrastrukturalnych*¹⁸.

W dniu 7 listopada 2012 r. rozpoczął się etap pilotażowy wdrożenia obligacji projektowych, który organizuje Komisja Europejska we współpracy z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (EBI) na bazie dotychczasowych doświadczeń związanych z wykorzystaniem instrumentu gwarancji kredytowych dla projektów sieci transeuropejskich (TEN). W budżecie UE wydzielono (z programów TEN-T, TEN-E oraz CIP) kwotę 230 mln euro na sfinansowanie pilotażu, którego celem jest przetestowanie projektu oraz zapewnienie akceptacji rynkowej dla nowej inicjatywy finansowej UE. Do

¹⁵ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Budżet z perspektywy „Europy 2020”, KOM(2011) 500.

¹⁶ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, Etap pilotażowy realizacji inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, KOM(2011) 660.

¹⁷ Commission Staff Working Paper. Impact Assessment Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A pilot for the Europe 2020 Project Bond Initiative, SEC(2011) 1237.

¹⁸ Commission Staff Working Paper. Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A pilot for the Europe 2020 Project Bond Initiative, SEC(2011) 1239, s. 10.

etapu pilotażowego zakwalifikowanych miało być maksymalnie 10 projektów infrastrukturalnych. Etap ten powinien zostać sfinalizowany do końca roku 2014.

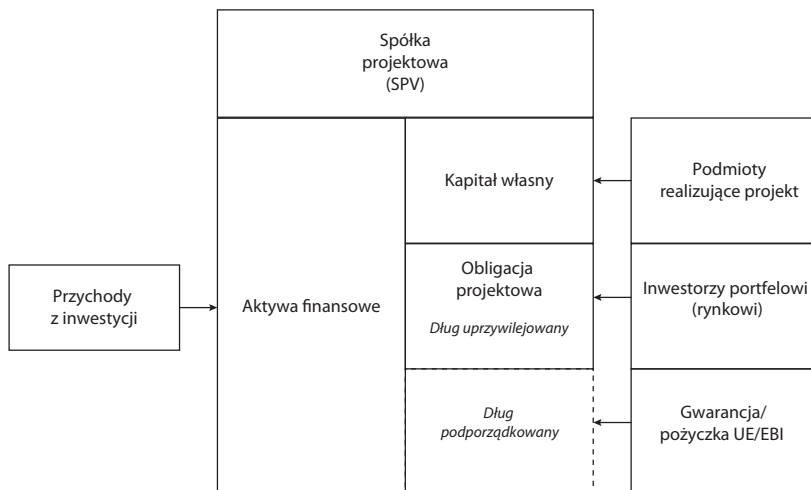
Zaproponowane obligacje projektowe są formą instrumentu finansowego, który ma być wykorzystany w Unii Europejskiej do finansowania inwestycji infrastrukturalnych, odpowiednio rentownych (generujących w przyszłości przychody). Obligacje projektowe są prywatnymi (komercyjnymi) papierami wartościowymi emitowanymi przez spółkę powołaną przez podmioty realizujące dany projekt. Należy zatem założyć, że jednym z takich podmiotów może być jednostka publiczna – w tym wypadku występować może zatem partnerstwo publiczno-prywatne. Obligacje projektowe są z założenia papierami wartościowymi o długim terminie zapadalności (wykupu) z przeznaczeniem dla inwestorów instytucjonalnych (głównie funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych).

W porównaniu z dotychczasowym mechanizmem realizacji długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych, których głównym źródłem finansowania jest kapitał własny oraz finansowanie bankowe i rynkowe (kredyty bankowe, dłużne papiery wartościowe), idea wprowadzenia obligacji projektowych opiera się na procesie tzw. transzowania długu spółki.

Celem tego procesu jest zwiększenie wiarygodności emitowanych obligacji projektowych przez ich potraktowanie jako długu uprzywilejowanego (*senior debt*) z pierwszeństwem wykupu przez wydzielenie tzw. długu podporządkowanego (*subordinated debt*), w formie bezpośredniej gwarancji, pożyczki lub linii kredytowej EBI gwarantowanej przez budżet UE (schemat 3). Zgodnie z przyjętym założeniem wprowadzenie transzy podporządkowanej długu przyczyni się do podniesienia jakości kredytowej (oceny ratingowej) transzy uprzywilejowanej długu i zwiększy atrakcyjność obligacji projektowych dla inwestorów rynkowych.

Dług podporządkowany może mieć postać m.in. gwarancji lub pożyczki na samym początku realizacji projektu albo warunkowej linii kredytowej, która może zostać także wykorzystana do obsługi długu uprzywilejowanego (obligacji projektowej). Może być to również połączenie powyższych rozwiązań, a ryzyko i dodatkowe finansowanie (np. opłaty za udzielenie gwarancji) z nich wynikające może być dzielone między EBI a UE. Przyjmuje się, że w ramach podziału ryzyka dług podporządkowany nie powinien być wyższy niż 20% wartości długu uprzywilejowanego wykorzystanego w ramach projektu. Dodatkowo jednak należy zaznaczyć, iż spłata długu podporządkowanego w strukturze zadłużenia spółki musi być uprzywilejowana wobec jej kapitału własnego.

Schemat 3. Ogólny schemat struktury finansowania inwestycji infrastrukturalnych z wykorzystaniem obligacji projektowych



Źródło: na podstawie opracowań Komisji Europejskiej.

Obligacje projektowe w wybranych krajowych projektach inwestycyjnych

Dotychczasowe doświadczenia krajowe w zakresie zastosowania obligacji projektowych dotyczą wspomnianej wyżej inicjatywy Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Do końca 2013 r. Rada EBI zatwierdziła osiem projektów energetycznych (TEN-E) i transportowych (TEN-T), kwalifikujących się do skorzystania ze wsparcia jakości kredytowej za pomocą obligacji projektowych (*Project Bond Credit Enhancement – PBCE*), które przedstawiono w tabeli 1.

Jak wspomniano wyżej, w etapie pilotażowym przewidywany wkład budżetu UE w finansowanie projektów wynosi 230 mln euro, jednakże w zakresie wsparcia kredytowego oczekiwana jest kwota trzykrotnie większa, tj. około 700 mln euro, dzięki czemu możliwe będzie wsparcie długów uprzywilejowanych o wartości 15–20 razy większej niż wkład z budżetu UE. Warto odnotować, że wartość instrumentów podporządkowanych w zatwierdzonych projektach (tabela 1) stanowi dwukrotność kwoty przeznaczonej na wsparcie. EBI oczekuje jednak, że środki przeznaczone na wsparcie kredytowe nie zostaną w pełni wykorzystane, co wynika z faktu, iż instrumenty

Tabela 1. Projekty zakwalifikowane przez EBI do skorzystania ze wsparcia jakości kredytowej za pomocą obligacji projektowych

Polityka	Projekt	Kraj	Spodziewana wielkość instrumentu wspierającego jakością kredytową (w mln euro)
TEN-T	Autostrada	Belgia	150
TEN-T	Autostrada	Niemcy	120
TEN-T	Autostrada	Wielka Brytania	200
TEN-E	Przyłączenie do sieci kilku morskich farm wiatrowych	Wielka Brytania	150
TEN-E	Magazynowanie gazu	Hiszpania	200
TEN-E	Magazynowanie gazu (uwarunkowane dostępnością środków z UE)	Włochy	200
TEN-T	Autostrada	Słowacja	200
TEN-E	Przyłączenie do sieci kilku morskich farm wiatrowych	Niemcy	170
Ogółem zatwierdzono			1 390

Źródło: Sprawozdanie Komisji Europejskiej – Okresowe sprawozdanie z etapu pilotażowego inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, Bruksela, 19 grudnia 2013 r., COM(2013) 929, s. 8–9.

podporządkowane stanowią jedną z form finansowania, będących do wyboru władz spółek projektowych. Przykładem na to jest brak konieczności wykorzystania instrumentu PBCE w zatwierdzonych przez EBI projektach budowy autostrad realizowanych w Wielkiej Brytanii i na Słowacji. W tych przypadkach nie wystąpiła konieczność zapewniania wyższych ratingów za pomocą tego instrumentu, jednak uważa się, że było to możliwe dzięki samej dostępności wsparcia EBI¹⁹.

Kolejnym przykładem, że sama „asysta” EBI poprawia *standing* spółki projektowej, a instrumenty podporządkowane nie muszą być w pełni wykorzystane przy finansowaniu projektu, jest wskazany w tabeli 1 projekt przyłączenia do sieci energetycznej morskich farm wiatrowych w Wielkiej Brytanii – *The Greater Gabbard offshore transmission link*. W celu sfinansowania inwestycji spółka projektowa wyemitowała obligacje na kwotę 305 mln funtów, przy czym gwarancją EBI w ramach instrumentu PBCE objętych zostało 15% obligacji, tj. na kwotę 46 mln funtów – z planowanych 150 mln funtów. Pozwoliło to uzyskać rating agencji Moody's na poziomie A3 z perspektywą stabilną²⁰.

¹⁹ Sprawozdanie Komisji Europejskiej – Okresowe sprawozdanie z etapu pilotażowego inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, Bruksela 19 grudnia 2013 r., COM(2013) 929, s. 9.

²⁰ L. Doumenc, *Infrastructure financing by the EIB, Regional Conference on Infrastructure Financing in Central Africa, Yaoundé, 10 march 2014*; www.moody.com.

Oprócz przedsięwzięć finansowanych przez EBI i wspieranych gwarancjami budżetu UE znaleźć można także przykłady projektów wykorzystujących wsparcie jakości kredytowej z innych źródeł (tabela 2). Przedstawione przedsięwzięcia uzyskały w 2013 r. finansowanie projektowe – głównie przez emisję obligacji, których rating został podniesiony dzięki różnym formom wsparcia jakości kredytowej. Wśród tych form należy wymienić przede wszystkim gwarancje rządowe lub gwarancje instytucji publicznych. Jednakże wśród instrumentów wsparcia jakości kredytowej znalazły się także te prywatne – jako przykład może posłużyć wsparcie emisji obligacji projektowych, emitowanych w celu sfinansowania budowy zakładu penitencjarnego w Zaanstad, przez podporządkowane finansowanie dłużne ze strony banków.

Dużą część prezentowanych projektów dotyczy inwestycji w infrastrukturę mieszkaniową, gdzie ryzyko jest relatywnie niższe, a same projekty opiewają na kwoty nie tak wysokie, jak przy finansowaniu budowy autostrady czy też gazociągu. Warto podkreślić, że te właśnie projekty zlokalizowane są w Wielkiej Brytanii, gdzie finansowanie projektów PPP bezpośrednio przez rynki kapitałowe jest bardziej rozpowszechnione niż w krajach Europy kontynentalnej. Dodatkowo można zauważyć, że nie wszystkie projekty korzystały ze wsparcia gwarantów – w niektórych przypadkach wysoki rating długu zapewniał sam projekt (przemyślany, pewny pod względem popytu) i jego inicjator (doświadczony inwestor), np. ULiving i UPP.

Przegląd przedsięwzięć finansowanych za pomocą obligacji projektowych pozwala stwierdzić, że taka forma finansowania inwestycji z zakresu PPP jest nie tylko dostępna, ale i wysoce pożądana, zarówno z punktu widzenia inicjatorów projektów, jak i inwestorów kapitałowych. Przykłady pokazują, że możliwe jest wzmacnianie *standingu* finansowego projektu przez stosowanie instrumentów podporządkowanych, dostarczanych przez podmioty publiczne. Świadczą o tym wysokie ratingi przyznawane przez uznane agencje oraz fakt, że projekty znajdowały zawsze swoje finansowanie, co oznacza występowanie na rynku kapitałowym popytu na dłużne instrumenty uprzywilejowane, w tym przede wszystkim pod postacią obligacji projektowych.

Przedstawione w tabeli 2 przykłady pokazują, że w zakresie przedsięwzięć PPP możliwe jest finansowanie przez podmioty prywatne bez wsparcia (gwarancji) publicznego przede wszystkim, gdy projekt opiewa na relatywnie niskie kwoty i nie jest obciążony dużym ryzykiem, co może być związane np. z zapewnionym popytem na świadczone usługi. Problemem jest jednakże finansowanie inwestycji kapitałochłonnych i obciążonych znacznym ryzykiem. W takich wypadkach wsparcie finansowe i poręcze-

Tabela 2. Projekty inwestycyjne wykorzystujące wsparcie jakości kredytowej

Projekt	Rating	Okres zapadalności	Kwota (w mln)	Cechy charakterystyczne
High Speed 1 – kolej dużych prędkości Londyn–Eurotunnel (Wielka Brytania)	A	25 lat	760 funtów	Gwarancje rządu Wielkiej Brytanii
Open Grid – gazociąg (Niemcy)	A	7, 10 i 12 lat (obligacje)	1 200 euro (pożyczki, konsorcjum firm inwestycyjnych) 1 500 euro (obligacje)	Gwarancje rządu Niemiec
Obwodnica L2/A507 (Maisylla, Francja)	Baa3	28 lat (transza I) 30 lat (transza II)	79 euro (transza I) 86 euro (transza II)	Ponad 65% finansowania zapewnił rząd francuski, pozostałe 165 mln euro zostało zakupione przez grupę ubezpieczeniową wraz z transzą II z wykorzystaniem Dailly (gwarancji państwa francuskiego), proponowane wsparcie EBI 320 mln euro
Zakwaterowanie dla studentów Holyrood (Edynburg, Wielka Brytania)	AA-/A2	35 dla obligacji o stałym oprocentowaniu i indeksowanych	63 funtów	Obligacje uprzywilejowane o ratingu BBB/Baa3 (bez gwarancji), wsparte przez Assured Guaranty, co pozwoliło podnieść rating do A2
Domy Mieszkalne Pendleton Together (Manchester, Wielka Brytania)	nie dotyczy	29 lat	71,7 funtów (transza A) 10,9 funtów (transza B)	Częściowe, powiązane (typu „wrap”) finansowanie za pomocą obligacji (uprzywilejowane obligacje klasy A ze wsparciem jakości kredytowej w ramach podporządkowanej transzy klasy B)
Wieżenie w Zaanstad (Holandia)	nie dotyczy	28 lat	195 euro	Obligacje uprzywilejowane ze wsparciem jakości kredytowej poprzez podporządkowaną transzę pożyczki klasy B – wsparcie banków: ING i NIBC (PEBBLE-Commute)
Zakwaterowanie dla studentów ULiving (Hertfordshire, Wielka Brytania)	A-	41 lat dla obligacji indeksowanych	144 funtów	Podniesienie jakości kredytowej przez finansowanie długoterminowe; dodatkowym zabezpieczeniem jest osoba inwestora (Meridiam Infrastructure), który od przeszło 25 lat zajmuje się finansowaniem inwestycji PPP w krajach OECD i korzysta w wielu projektach ze wsparcia EBI
University Partnership Programm – UPP, zakwaterowanie dla studentów w różnych lokalizacjach, Wielka Brytania	A-	27 dla obligacji o stałym oprocentowaniu, 34 lata dla obligacji indeksowanych	382 funtów	Podniesienie jakości kredytowej przez ograniczenie ryzyka popytu – spółka czerpie dochody od kilkunastu uczelni z wynajmu domów studenckich
Sustainable development for Leeds	AA-/A2	19 lat	102 funtów	Obligacja uprzywilejowana, wsparta przez Assured Guaranty

Źródło: na podstawie Sprawozdanie Komisji Europejskiej – Okresowe sprawozdanie z etapu pilotażowego inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, Bruksela, 19 grudnia 2013 r., COM(2013) 929, s. 12–13; www.eib.org; www.moody.com; www.projectfinancemagazine.com; strony internetowe i prospekty emisyjne projektów.

niowe ze strony publicznej stają się niezbędne. Stąd ogromną rolę w tym zakresie odgrywają programy, takie jak opisywana inicjatywa Komisji Europejskiej i EBI – Project Bonds Initiative, która stanowi ważny krok w finansowaniu projektów PPP, zmieniając model wspierania inwestycji przez UE z dofinansowywania projektów na zapewnianie wsparcia jakości kredytowej. Samą ideę inicjatywy wypada ocenić zatem pozytywnie.

Jednakże należy też zwrócić uwagę na istotne ograniczenie wynikłe z dotychczasowych doświadczeń z obligacjami projektowymi na poziomie wsparcia ponadnarodowego (EBI, UE). Przedsięwzięcia pilotażowe wskazują bowiem na to, że adresowane jest ono głównie dla dużych projektów z preferowanych dziedzin, które zostały uznane za kluczowe w nowej perspektywie finansowania UE na lata 2014–2020, tj. transport, energia i komunikacja. Spowoduje to zatem, że wiele projektów PPP z państw członkowskich UE nie będzie mogło skorzystać z tej formy wsparcia z budżetu UE. W tym zakresie warto zatem rozważyć wdrożenie analogicznej inicjatywy także na poziomie krajowym (lokalnym).

Krajowe obligacje projektowe – korzyści i koszty wprowadzenia na polski rynek kapitałowy

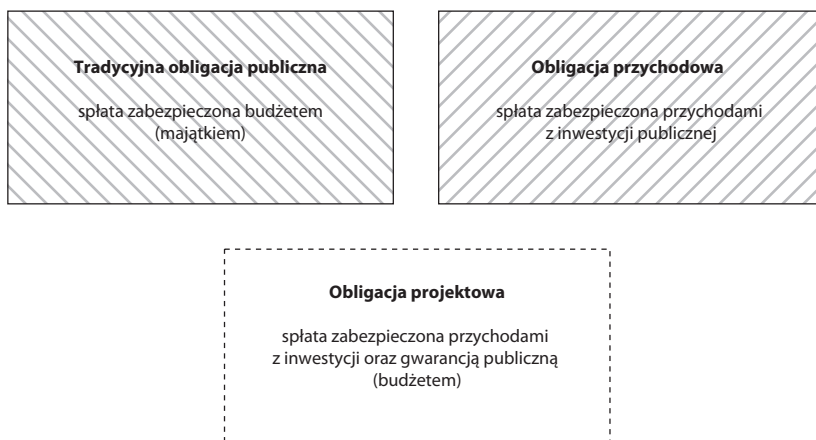
Jak wspomniano wyżej, obligacje projektowe zaproponowane przez Komisję Europejską mają formę instrumentu hybrydowego. Oznacza to, że w celu jego efektywnego wykorzystania konieczne jest zastosowanie dodatkowych finansowych instrumentów wsparcia umożliwiających podział ryzyka w celu zwiększenia oceny kredytowej instrumentu bazowego. Takim „instrumentem wsparcia” ze strony jednostek publicznych może być np. gwarancja publiczna²¹ na zobowiązanie finansowe podmiotu komercyjnego (spółki) z tytułu emisji obligacji. Gwarancja publiczna jest zobowiązaniem warunkowym (potencjalnym), a jej ewentualna wypłata zabezpieczona jest środkami budżetowymi. Zobowiązanie to nie jest jednak bezpośrednio włączane do państwowego długu publicznego (w tym długu samorządowego), w odróżnieniu np. od kredytu bankowego czy klasycznej obligacji komunalnej.

²¹ Gwarancje publiczne (państwowe) w opracowaniach European PPP Expertise Centre definiuje się jako umowy, na mocy których jednostka państwowa wyższego szczebla lub podobna („samorząd”) wyraża zgodę na ponoszenie niektórych rodzajów lub całości ryzyka poniesienia strat w związku z projektem PPP. Gwarancja publiczna stanowi zobowiązanie wtórne. Prawnie zobowiązuje władze publiczne do przejścia zobowiązania w przypadku zaistnienia określonych okoliczności, za: *Gwarancje państwowe w projektach PPP. Przewodnik po zagadnieniach lepszej oceny, projektowania, wdrażania i zarządzania*, EPEC 2011.

Obligacja projektowa powinna mieć konstrukcję obligacji przychodowej, co oznacza, że spłata długu zaciągniętego na finansowanie danego projektu następuje z przychodów uzyskanych z jego późniejszej eksploatacji (wykorzystania). Formuła taka nakłada oczywiste ograniczenia w wyborze projektów inwestycyjnych (kryterium efektywności inwestycji powiązane jest z założeniem generowania z niej określonych przychodów), jednak umożliwia rzeczywistą ocenę ich rentowności. Należy też dodać, iż w Polsce zgodnie z art. 23 ust. 2 ustawy o obligacjach w przypadku emisji obligacji przychodowych przez określone spółki (w tym również z udziałem JST) zobowiązania z tego tytułu także nie są zaliczane do państwowego długu publicznego.

Konstrukcyjnie zatem obligacja projektowa łączy zarówno cechy tradycyjnej obligacji publicznej, tj. skarbowej czy komunalnej (zabezpieczonej majątkiem publicznym), jak i obligacji przychodowej (zabezpieczonej przyszłymi przychodami z inwestycji), co ilustruje schemat 4.

Schemat 4. Koncepcja obligacji projektowej jako instrumentu strukturyzowanego



Wsparcie w postaci gwarancji udzielanych przez jednostki publiczne na zobowiązania finansowe w Polsce nie jest niczym nowym²², choć publiczne gwarancje na zobowiązania z tytułu emisji obligacji stosowane są relatywnie rzadziej. Jako przykład może posłużyć wykorzystanie gwarancji Skarbu Państwa dla obligacji infrastrukturalnych emitowanych przez Bank Gospo-

²² Ustawa z 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne (Dz.U. nr 79, poz. 484).

darstwa Krajowego w ramach Krajowego Funduszu Drogowego²³, którego celem było, po pierwsze, obniżenie ryzyka kredytowego tego instrumentu dla inwestorów rynkowych, po drugie, wydzielenie i ograniczenie emisji obligacji skarbowych w celu finansowania projektów infrastrukturalnych (a przez to ograniczenie państwowego długu publicznego). Struktura wykorzystania „instrumentu wsparcia” w tym wypadku dotyczy udzielania gwarancji dla całości zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji infrastrukturalnych (w tym przychodowych), bez zastosowania procesu transzowania długu. Tym samym Skarb Państwa bierze na siebie, jako gwarant, całość ryzyka kredytowego związanego z ewentualnym brakiem możliwości (lub nieterminowością) spłaty tych obligacji przez BGK.

W Polsce powoli rozwija się również rynek obligacji przychodowych, emitowanych dotychczas głównie przez spółki komunalne, jak zakłady komunikacji miejskiej czy przedsiębiorstwa wodociągów i kanalizacji w ramach finansowania inwestycji transportowych, modernizacji lub budowy oczyszczalni ścieków bądź kanalizacji sanitarnej. Oznacza to, że instrument ten jest już znany zarówno jednostkom publicznym, jak i inwestorom rynkowym.

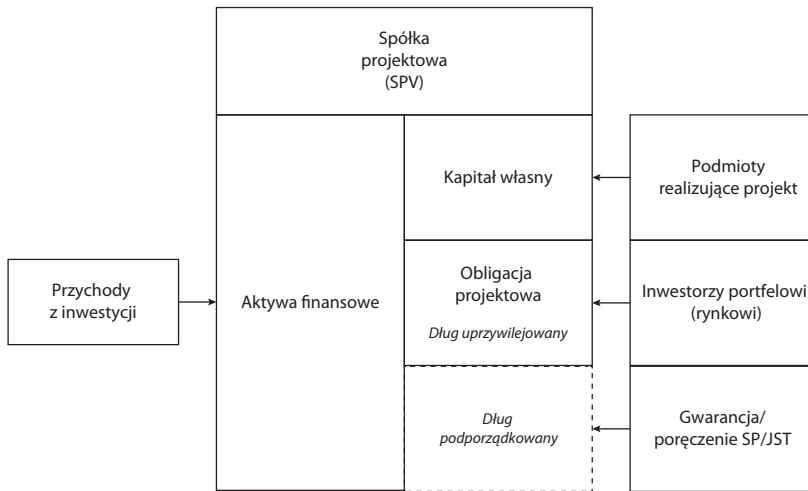
W powyższym kontekście wydaje się zatem, że możliwe jest zaproponowanie mechanizmu finansowania długoterminowych inwestycji infrastrukturalnych na poziomie regionalnym czy nawet lokalnym w Polsce z wykorzystaniem koncepcji transzowania długu w ramach emisji obligacji projektowych przy użyciu limitowanych gwarancji (poręczeń) publicznych, zarówno Skarbu Państwa, jak i jednostek samorządu terytorialnego przy uwzględnieniu obowiązujących obecnie prawnych ograniczeń²⁴ (schemat 5).

Podstawą do podjęcia szerszej dyskusji w zakresie efektywności obligacji projektowych i ich zastosowania także na poziomie krajowym będą przede wszystkim wyniki etapu pilotażowego przeprowadzonego przez Komisję Europejską, które powinny zostać opublikowane w bieżącym roku. Jednak już dzisiaj należy uwzględnić fakt, że wysokie potrzeby inwestycyjne, możliwość dalszego korzystania przez Polskę z finansowania unijnego w kolejnych latach oraz prawne ograniczenia dotyczące zadłużenia publicznego są główną przesłanką do wprowadzenia nowych instrumentów finansowania i wsparcia publicznego. Niemniej rozważyć należy zarówno argumenty za

²³ Od roku 2011 BGK otrzymał także prawo do emitowania obligacji przychodowych – art. 23a ustawy o obligacjach.

²⁴ Zgodnie z art. 6 ustawy o obligacjach JST mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych m.in. przez spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo spółki akcyjne, w których dana jednostka dysponuje odpowiednio ponad 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu, przedsiębiorstwa, dla których organem założycielskim jest jednostka samorządu terytorialnego.

Schemat 5. Propozycja konstrukcji krajowych obligacji projektowych



wykorzystaniem, jak i przeciw wykorzystaniu konstrukcji obligacji projektowych w rozwiązaniach krajowych.

Opisywany mechanizm niesie za sobą następujące **korzyści**:

- uruchomienie „instrumentów wsparcia” publicznego, szczególnie ważnego obecnie w sytuacji ograniczenia wykorzystania finansowania bankowego (rynkowego) oraz konieczności zagwarantowania wkładu własnego dla inwestycji współfinansowanych ze środków uzyskanych przez Polskę w nowych wieloletnich ramach finansowych UE na lata 2014–2020,
- zwiększenie zdolności finansowania inwestycji publicznych ograniczonych przez wskaźnik zadłużenia publicznego, gdyż obligacje przychodowe, gwarancje (poręczenia) publiczne oraz partnerstwo publiczno-prywatne nie są wliczane w całości (jak np. obligacje przychodowe) lub częściowo (po uwzględnieniu analizy ryzyka dla PPP od strony sektora publicznego) do limitów prawnych długu publicznego,
- zwiększenie zainteresowania inwestorów komercyjnych koncepcją *project finance* oraz PPP z uwagi na możliwość finansowania inwestycji po niższym koszcie, dzięki wsparciu gwarancjami publicznymi,
- możliwe szerokie zainteresowanie inwestorów rynkowych obligacjami projektowymi na szczeblu krajowym dzięki wysokiej wiarygodności i pozytywnym doświadczeniom we wdrażaniu tego instrumentu na poziomie ponadnarodowym.

Z kolei wśród **kosztów** krajowych obligacji projektowych należy wskazać:

- ryzyko fiskalne, jakie zawsze niesie za sobą zaciągnięcie zobowiązania przez jednostki sektora finansów publicznych, w tym także długu potencjalnego (warunkowego) w postaci gwarancji i poręczeń, związane z możliwością realizacji w przyszłości wypłat z budżetu z tytułu gwarantowanego zobowiązania finansowego (obligacji),
- możliwa klasyfikacja gwarancji publicznych w bilansie sektora instytucji rządowych i samorządowych w sytuacji niekorzystnego rozkładu ryzyka w ramach analizy ryzyka w projektach PPP niezależnie od prawdopodobieństwa wezwania jednostki publicznej do wypłaty z tego tytułu,
- możliwa klasyfikacja gwarancji publicznych udzielonych w ramach procesu transzowania długu przy emisji obligacji projektowej jako pomoc publiczna w rozumieniu przepisów prawa unijnego,
- ryzyko legislacyjne, związane z możliwą zmianą regulacji prawnych w rozpatrywanym przedmiocie analizy tak na poziomie krajowym, jak i unijnym.

Podsumowanie

W najbliższych latach należy się spodziewać zahamowania finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Polsce bezpośrednio przez sektor finansów publicznych z uwagi na ograniczenia budżetowe, prawne i instrumentalne. Ograniczenia te sprawiają, że niezbędna jest zmiana modelu publicznego finansowania inwestycji – z finansowania bezpośredniego lub dofinansowywania na rzecz wspierania jakości kredytowej poszczególnych projektów. Wykonywanie tych przedsięwzięć w znacznej mierze należy powierzyć podmiotom prywatnym, a wsparcie publiczne ograniczyć do udziału w projekcie PPP, np. przez gwarantowanie części długu zaciągniętego w związku z przedsięwzięciem.

Przedstawione rozwiązanie stanowi swoistą transpozycję na grunt polski rozwiązań przyjętych już na szczeblu unijnym w ramach EU, EIB Project Bonds Initiative. Autorzy proponują stworzenie w Polsce mechanizmu pozwalającego jednostkom publicznym (w tym samorządom) na realizowanie zadań inwestycyjnych z zakresu użyteczności publicznej we współpracy z podmiotem prywatnym, jednakże przy minimalnym udziale jednostki w finansowaniu projektu. Rola strony publicznej mogłaby się ograniczać np. do przekazania inwestorowi (spółce celowej, prywatnej lub publiczno-prywatnej) własności gruntów komunalnych, na których powstanie finansowana infrastruktura, oraz do gwarantowania określonej części pozyskanego dla finansowania projektu długu, przyjmującego postać np. obligacji

projektowych. Pozwoliłoby to stronie publicznej zapewnić wspólnie lokalnej dostęp do niezbędnej, oczekiwanej przez nią infrastruktury, bez konieczności obciążania budżetu jednostki obsługą długu, przy jednoczesnym wypełnianiu prawnych limitów zadłużenia. Z kolei inwestor prywatny mógłby łatwiej zrealizować inwestycję z uwagi na niższy koszt finansowania zwrotnego, wynikający ze zwiększenia jego wiarygodności kredytowej dzięki gwarancjom publicznym.

Ponadto emitowane przez spółki specjalnego przeznaczenia obligacje projektowe, zabezpieczone gwarancjami publicznymi (w tym samorządów), mogłyby również przynieść rozwiązanie atrakcyjne dla inwestorów, umożliwiając bardziej dynamiczny rozwój w Polsce rynku obligacji o charakterze przychodowym. Rozwiązanie to mogłoby stanowić również przesłankę do szerszego rozwoju w Polsce rynku instrumentów zabezpieczających emisje obligacji przychodowych w formule PPP oferowanych przez instytucje finansowe (bankowe czy ubezpieczeniowe).

Bibliografia

- Brzozowska K., *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych przez kapitał prywatny na zasadach project finance*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Gwarancje państwowe w projektach PPP. Przewodnik po zagadnieniach lepszej oceny, projektowania, wdrażania i zarządzania, EPEC 2011.
- Instrumenty wsparcia finansowego państwa dla inwestycji sektora prywatnego w rozwoju infrastruktury w formule partnerstwa publiczno-prywatnego – Case study na przykładzie Niemiec, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Konrad Adenauer Stiftung, Gdańsk 2012.
- Kowalczyk M., *Zarządzanie ryzykiem w project finance*, seria „Materiały i Studia NBP” nr 137, Warszawa 2002.
- Książek E., Wereda W., *Partnerstwo publiczno-prywatne jako przykład innowacyjnego zarządzania organizacjami*, „Współczesne Zarządzanie” 2012, nr 2.
- Marchewka-Bartkowiak K., Wiśniewski M., *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, seria „Analizy BAS” nr 21 (88) 2012, www.sejm.gov.pl/analizy.php.
- Misterek W., *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008.
- Sobiech-Grabka K., *Analiza finansowo-ekonomiczna w PPP*, PARP, „Biuletyn Partnerstwa Publiczno-Prywatnego” 2012, nr 4.
- Wagenvoort R., de Nicola C., Kappeler A., *Infrastructure finance in Europe: Composition, evolution and crisis impact [w:] Public and private financing of infrastructure. Evolution and economics of private infrastructure finance*, EIB Papers 2010, t. 15, nr 1.