

Wstęp

Analiza poziomu inwestycji infrastrukturalnych zrealizowanych w Polsce w latach 2005-2012 oraz ocena potrzeb w zakresie budowy, modernizacji i utrzymania infrastruktury drogowej i kolejowej w Nowej Perspektywie Finansowej 2014-2020 w odniesieniu do rzeczywistych możliwości budżetu państwa prowadzą do wniosku, że powstanie luka finansowa między potrzebami w zakresie finansowania projektów drogowych i kolejowych a środkami, które będą dostępne na ten cel w perspektywie 2014-2020.

Komercjalizacja budowy i eksploatacji obiektów infrastruktury transportu może być jedynym rozwiązaniem w sytuacji ograniczonych środków budżetowych, a przy tym zwiększa efektywność ekonomiczną. To zaangażowanie sektora prywatnego rozumiane jest w ten sposób, że podmiot prywatny z własnych lub pożyczonych przez siebie środków buduje lub kupuje istniejącą infrastrukturę w zamian za prawo do pobierania przez z góry określony czas opłat od użytkowników. Właściwym mechanizmem powiązania sektora publicznego i prywatnego w tym zakresie jest model partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Przyjęte warunki uznania transakcji za PPP są rygorystyczne. Tych kryteriów jest wiele, ale należy zwrócić uwagę przede wszystkim na to, że PPP oznacza przejęcie całości bądź części ryzyka przez podmiot prywatny. Bez transferu ryzyka od podmiotu publicznego (władzy publicznej) do podmiotu prywatnego nie można mówić o PPP.

Władza publiczna nie przestaje ponosić odpowiedzialności publicznoprawnej za wykonywanie zadań powierzonych sektorowi prywatnemu. Z tego względu zachowuje prawo do kształtowania usług publicznych zgodnie z interesem społecznym, w jej ręku pozostają uprawnienia kontrolne i regulacyjne. Z drugiej strony ta odpowiedzialność stanowi uzasadnienie podjęcia części ryzyka przez państwo, takich jak ryzyko polityczne, regulacyjne i prawne, siły wyższej. Zabezpieczenie ryzyka walutowego może dostarczyć i sfinansować Bank Gospodarstwa Krajowego wsparty publicznymi pieniędzmi w ramach programu "Inwestycje Polskie". Angażowanie się rządu ma na celu doprowadzenie do sytuacji, w której sektor prywatny będzie postrzegał inwestycję w infrastrukturę transportu jako konkurencyjną w stosunku do innych możliwości zainwestowania kapitału. Zatem udział władzy publicznej nie powinien polegać na udzieleniu przez rząd gwarancji osiągnięcia przez prywatną spółkę minimalnego opłacalnego poziomu przychodu, albowiem takie gwarancje oznaczałyby *de facto* eliminację ryzyka ponoszonych przez koncesjonariusza.

Pozyskanie finansowania na rynku długu dla projektów infrastruktury transportowej realizowanych w ramach PPP wymaga wsparcia kredytowego tych przedsięwzięć. Komisja Europejska (KE) wspólnie z EBI promuje stworzenie mechanizmu wsparcia kredytowego projektów poprzez obejmowanie transz podporządkowanych. Finansowanie dłużne i *equity* inwestycji można wzmocnić na gruncie polskim przez włączenie ich do programu "Inwestycje Polskie". Zaproponowane w monografii rozwiązania odpowiadają propozycjom Komisji Europejskiej w zakresie innowacyjnych instrumentów finansowych.

Dostawcą największego finansowania dla transakcji typu *project finance* w Europie są nadal banki. Ocenia się, że w roku 2012 transakcje tego typu w około 80% finansowane były pożyczkami bankowymi, pozostała część przypada na *equity* oraz rynki obligacji. Taka struktura źródeł finansowania utrzymuje się od kilku lat. Wydaje się, że zdolność banków do finansowania przedsięwzięć w systemie *project finance*, w tym przedsięwzięć infrastrukturalnych, w obliczu trudności kapitałowych sektora oraz zwiększonych wymogów

kapitałowych (Bazylea III) osłabi się. Coraz większe trudności finansowania będzie stwarzał rynek obligacji, zważywszy na serie bankructw ubezpieczycieli obligacji typu *monolines*.

Z uwagi na ograniczenia banków związane z angażowaniem się długoterminowym, w konsekwencji wydarzeń zapoczątkowanych 15 września 2008 r., należy w większym niż dotąd stopniu skorzystać z finansowania w oparciu o emisje obligacji na rynku krajowym oraz eurorynku, ze wsparciem Europejskiego Banku Inwestycyjnego lub podmiotów krajowych, np. Banku Gospodarstwa Krajowego.

Celem autora monografii jest wypracowanie konstrukcji oraz sposobu zastosowania obligacji projektowych w Polsce. Koncepcja obligacji projektowych (*project bonds*) zaproponowana przez KE i zaaprobowana przez Parlament Europejski (PE) wpisuje się w ramy innowacyjnych instrumentów finansowych. Obligacje projektowe nie zostały jeszcze zastosowane w Unii Europejskiej, dokumenty KE i PE dotyczą zamierzeń, jakie mają być osiągnięte dzięki zastosowaniu obligacji projektowych, ich ogólnej idei, nie poświęcają natomiast miejsca ich szczegółowej charakterystyce niezbędnej z punktu widzenia praktycznego zastosowania. Stąd powstaje problem badawczy: jak ukształtować emisję obligacji, aby dało się je zaklasyfikować do obligacji projektowych. Zaproponowaną konstrukcję obligacji, projektowych zastosowano do finansowania prywatnego dostarczania dobra publicznego, jakim jest infrastruktura transportowa w ramach podejścia PPP.

Prywatne finansowanie procesu dostarczania infrastruktury, a więc jej budowy oraz eksploatacji, charakteryzuje się istotnymi odmiennosiami w stosunku do finansowania dóbr prywatnych, do których należą m.in.:

- wysoka wartość przedsięwzięcia wynikająca z niepodzielności technicznej infrastruktury, a w konsekwencji:

- konieczność poniesienia wszystkich wydatków inwestycyjnych na początku okresu inwestycyjnego,

- bardzo wysoki stopień lewarowania się;

- oparcie finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego na długu - spółki celowej (spółki specjalnego przeznaczenia) - bez prawa regresu wierzycieli do innych aktywów niż projekt inwestycyjny spółki (bo innych aktywów spółka nie ma) ani do właścicieli spółki;
- wartość zabezpieczeń znacząco niższa od kwot długu;
- oparcie powodzenia przedsięwzięcia prawie wyłącznie na wpływach pieniężnych z tytułu opłat za użytkowanie pobieranych bezpośrednio od użytkowników lub opłat za dostępność.

Kolejną cechą infrastruktury warunkującą specyfikę jej finansowania jest sieciowość. Sieciowość infrastruktury ma ten skutek, że odcinek autostrady płatnej lub linii kolejowej ma wartość tylko wtedy, gdy jest położony w sieci połączeń generujących strumień zasileniowy na odpowiednim poziomie. W warunkach polskich - ubogiej i niespójnej sieci autostrad, odcinków linii kolejowych o różnych standardach utrzymania spółka celowa (w zasadzie jej właściciele) ponosi dodatkowe ryzyko popytu związane z czynnikami "egzogenicznymi".

Inwestycja realizowana w ramach PPP charakteryzuje się szczególnie złożoną strukturą prawnofinansową ze względu na wielość uczestników procesu inwestycyjnego, różne cele i kryteria stron PPP, podział ryzyk między uczestników przedsięwzięcia wynikający z zapisów umów koncesyjnych, umów o finansowanie, kontraktów budowlanych, umów z operatorem odcinka infrastruktury o eksploatację i utrzymanie itp.

Innowacyjne instrumenty finansowe, o których mowa w tytule książki, mają za zadanie wspomóc prywatne finansowanie procesu dostarczania infrastruktury. Do nich zalicza się obligacje projektowe będące przedmiotem badań przedstawionych w monografii.

Badania służące wypracowaniu modelu konstrukcji i zastosowania obligacji projektowych dotyczyły w szczególności: obszaru teorii i praktyki PPP w Polsce i innych krajach UE; warunków prawnych i ekonomicznych emisji dłużnych papierów wartościowych na rynkach krajowych i eurorynkach; analizy opłacalności projektów inwestycyjnych zrealizowanych w ramach PPP, m.in. odcinka autostrady płatnej A2 w Polsce; oszacowania niepokrytych potrzeb inwestycyjnych w zakresie infrastruktury transportowej w Polsce i UE jako całości w kontekście Nowej Perspektywy Finansowej 2014-2020.

Z przeprowadzonych badań wynika, że do głównych czynników ryzyka przedsięwzięcia infrastrukturalnego należy zaliczyć przekroczenie kosztów budowy (*cost overruns*) lub jej harmonogramu czasowego. To, przy uwzględnieniu wysokiego stopnia zadłużenia się spółki projektowej, rodzi istotne ryzyko dla nabywców obligacji emitowanych przez spółki projektowe - chodzi tu przede wszystkim o inwestorów zawodowych, takich jak fundusze emerytalne czy inwestycyjne. Nie dysponują oni wystarczającą wiedzą, aby samodzielnie oszacować ryzyko poszczególnych projektów inwestycyjnych, o dużej złożoności, przy tym oczekują stałych i w określonej *a priori* wysokości płatności kuponowych. Aby takie obligacje otrzymały rating inwestycyjny, konieczne jest zastosowanie do części zadłużenia mechanizmu podporządkowania (subordynacji) w kolejności zaspokajania roszczeń wierzycieli - obligatariuszy. To znaczy w wypadku zmaterializowania się ryzyka typu *cost overrun* (lub innego istotnie wpływającego na zmniejszenie się strumienia przepływów pieniężnych) strata rozumiana jako zmniejszenie wpływów środków pieniężnych na obsługę zadłużenia powinna być w pierwszej kolejności absorbowana przez dług podporządkowany. Podporządkowanie dotyczy również sytuacji upadłości emitenta.

W takim ujęciu objęcie transz podporządkowanych długu można traktować jako formę wsparcia przedsięwzięcia (*credit enhancement*). Do takiej roli najbardziej predestynowana jest międzynarodowa instytucja finansowa o celach statutowych wspomaganie rozwoju gospodarczego jej fundatorów. W skali Unii Europejskiej taką instytucją jest Europejski Bank Inwestycyjny, w Polsce - Bank Gospodarstwa Krajowego. Owo wsparcie może nastąpić w formie objęcia transzy podporządkowanej (*funded tranche*) czy zobowiązania się do objęcia transzy podporządkowanej w sytuacji materializacji ryzyka rezydualnego lub przekroczenia kosztów i terminów w fazie budowy (*unfunded tranche*). Słowo "wsparcie" nie oznacza bynajmniej zarzucenia przez wspomniane instytucje kryteriów finansowych opłacalności inwestycji. Innymi słowy, decyzja o objęciu transzy podporządkowanej powinna być podjęta w oparciu o takie same kryteria, jakimi posługują się "komercyjni" inwestorzy, przy uwzględnieniu wyższego ryzyka długu podporządkowanego.

Z uwagi na charakter długu podporządkowanego wydaje się, że najwłaściwszą formą, w której może on występować, są obligacje przychodowe oraz hybrydowe - te drugie, z uwagi na wbudowany mechanizm dający prawo przesuwania ustalonych płatności odsetkowych w

czasie (*coupon deferral*) bez ryzyka postawienia emitenta w stan upadłości. Dzięki temu emitent korzysta z większej elastyczności finansowania, obligacje emitowane w ramach długu nadrzędnego uzyskują rating inwestycyjny, korzyść społeczną zaś stanowi oddanie do użytku obiektu infrastruktury.

Recenzja

Monografia poświęcona jest tematyce stosowania klasycznych oraz innowacyjnych instrumentów finansowania infrastruktury w Polsce.

Wybór tematu należy uznać za trafny. W wielu krajach na świecie, m.in. w USA i Niemczech, a także w Polsce, trwa dyskusja teoretyków, przedstawicieli przedsiębiorstw i branżowych organizacji gospodarczych, polityków i przedstawicieli organów władzy państwowej różnych szczebli (federalnej i stanowej), samorządowej, a w Europie dodatkowo przedstawicieli organów Unii Europejskiej, czyli podmiotu funkcjonującego na szczeblu ponadpaństwowym, w jaki sposób zarządzać infrastrukturą techniczną. Jednym z podstawowych aspektów jest finansowanie modernizacji i rozwoju sieci dróg, linii kolejowych, lotnisk, portów i innych obiektów zaliczanych do infrastruktury transportowej. W sytuacji niedoboru środków publicznych (znajdujących się w dyspozycji władzy różnych szczebli) i przy coraz mniejszej możliwości zaciągania zobowiązań przez władze na rynku kapitałowym (poprzez emisję obligacji) wzrasta zainteresowanie nowymi instrumentami finansowania projektów infrastrukturalnych spełniającymi cechy innowacyjnych rozwiązań.

z recenzji prof. dr. hab. Wojciecha Paprockiego

Katedra Transportu SGH w Warszawie

Spis treści

Wprowadzenie

I. WYDATKI NA INFRASTRUKTURĘ TRANSPORTOWĄ

W ŚWIETLE NOWEJ PERSPEKTYWY FINANSOWEJ 2014-2020

1. Podział środków

2. Potrzeby inwestycyjne a fundusze dostępne w latach 2014-2020

II. EFEKTYWNOŚĆ EKONOMICZNA ZAANGAŻOWANIA SIĘ SEKTORA PRYWATNEGO

W PROCES DOSTARCZANIA INFRASTRUKTURY TRANSPORTU NA PRZYKŁADZIE INFRASTRUKTURY DROGOWEJ

1. Przesłanki angażowania się sektora prywatnego w dostarczanie infrastruktury drogowej

1.1. Zawodność rynku

1.1.1. Droga jako dobro publiczne

1.1.2. Droga a efekt zewnętrzny

1.1.3. Monopol naturalny w przypadku autostrad

1.1.4. Rosnące korzyści skali

1.1.5. Dobra społecznie pożądane

2. Kształtowanie cen za korzystanie z drogi

2.1. Definicja i rodzaje opłat

2.2. Funkcje opłat za korzystanie z odcinka drogi

2.3. Ustalanie cen i optymalna alokacja

2.3.1. Określenie kosztów

2.3.2. Efektywna alokacja a opłacalność finansowa projektu

2.3.3. Stawki wyższe niż koszty krańcowe (ceny monopolistyczne)

2.3.4. Wpływ cen powyżej kosztów krańcowych na alokację zasobów

2.4. Opłata jako instrument internalizacji efektów zewnętrznych

3. Kryterium sprawiedliwego podziału zasobów

4. Analiza ekonomiczna a analiza finansowa projektu

III. PARTNERSTWO PUBLICZNO-PRYWATNE

1. Definicja partnerstwa publiczno- prywatnego

2. Określenie pojęć

2.1. Władza publiczna

2.2. PPP a prywatyzacja

2.3. "Dobra publiczne" a "zadania z zakresu użyteczności publicznej"

2.4. Dotacje a PPP

2.5. Powierzenie zadań w drodze umowy

2.6. Powierzenie zadań w drodze aktu administracyjnego

2.6.1. Koncesja jako forma powierzenia zadań

2.6.2. Zezwolenie

2.6.3. Spółka prawa handlowego jako organ administracji

2.6.4. PPP a zobowiązania sektora finansów publicznych

3. Ramy prawne partnerstwa publiczno- prywatnego w Polsce

3.1. Ustawa o partnerstwie publiczno- prywatnym

3.2. Ustawa o koncesji na roboty budowlane lub usługi

3.3. Modele PPP w programie budowy autostrad w Polsce - wprowadzenie

3.4. Drogowe spółki specjalnego przeznaczenia

4. Zasady wyboru partnera prywatnego

IV. FINANSOWANIE SPÓŁKI PROJEKTOWEJ

1. Inicjatywy dotyczące innowacyjnego finansowania w UE

2. Specyfika modelu finansowania infrastruktury - *project finance*

3. Źródła finansowania spółki projektowej

3.1. Kapitał własny

3.2. Finansowanie hybrydowe typu *mezzanine*

3.2.1. Obligacje przychodowe - konstrukcja i emitenci

3.3. Finansowanie dłużne

3.3.1. Rynek krajowy obligacji przedsiębiorstw

3.3.2. Obligacje przychodowe w finansowaniu publicznego transportu zbiorowego

3.3.3. Finansowanie na rynku euroobligacji

3.3.4. Model finansowania dłużnego drogowych spółek specjalnego przeznaczenia

4. Program rządowy "Inwestycje Polskie"

5. Instrument finansowy: płatności zaliczkowe dla wykonawców w projektach infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków europejskich (z Funduszu Spójności)

5.1. Płatności zaliczkowe z Unii Europejskiej (DG Regio) do odpowiedzialnej instytucji w Polsce (Ministerstwa Rozwoju Regionalnego)

5.2. Możliwości płatności zaliczkowych poprzez odpowiedzialne instytucje w Polsce

5.3. Zaliczka na gruncie ustawy o finansach publicznych

5.4. Dopuszczalność płatności zaliczkowych w umowach już realizowanych

5.5. Zmiana sposobu płatności w odniesieniu do umów już istniejących, bez klauzul zaliczkowych

5.6. Płatność częściowa

5.6.1. Płatność częściowa zdyskontowana

5.6.2. Zbycie wierzytelności w drodze faktoringu

5.6.3. Zastosowanie akredytywy dokumentowej

V. WYBRANE RODZAJE RYZYKA PRZEDSIĘWZIĘCIA NA PRZYKŁADZIE PROJEKTU AUTOSTRADOWEGO

1. Ryzyko popytu (ryzyko zmienności przychodów)

2. Sieciowy charakter infrastruktury transportowej

- 3. Zagadnienia dotyczące zabezpieczeń i masy upadłości**
- 4. Ryzyko wypowiedzenia umowy/cofnięcia koncesji**
- 5. Ryzyko technologiczne**
- 6. Ryzyko związane z projektowaniem i budową**
- 7. Ryzyko zarządzania i utrzymywania autostrady**
- 8. Ryzyko związane z przekazaniem obiektów autostrady płatnej**
- 9. Ryzyko regulacyjne i prawne**
- 10. Ryzyko polityczne**
- 11. Ryzyko siły wyższej**
- 12. Ryzyko finansowe**
 - 12.1. Ryzyko inflacji
 - 12.2. Ryzyko kursu walutowego
 - 12.3. Ryzyko stop procentowych
- 13. Wybrane sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem**
 - 13.1. Rachunek powierniczy
 - 13.2. Umowy wsparcia w emisji obligacji przychodowych
 - 13.3. Klauzule kredytowe
- 14. Wsparcie rządowe**
 - 14.1. Kompensacja na wypadek nieprzewidzianych wydatków ponoszonych przez koncesjonariusza
 - 14.2. Gwarancje osiągnięcia minimalnego poziomu przychodu
 - 14.3. Gwarancje Skarbu Państwa - zagadnienia ogólne
 - 14.4. Podział zysku

VI. ANALIZA EKONOMICZNA ZASTOSOWANIE PRAKTYCZNE

1. Założenia i metodologia

1.1. Ocena użyteczności autostrady

1.2. Koszty eksploatacji pojazdów

1.3. Koszty czasu użytkowników infrastruktury drogowej

1.4. Koszt wypadków drogowych i ofiar

1.5. Koszty zanieczyszczenia środowiska

1.6. Założenia dotyczące natężenia i struktury ruchu drogowego w Polsce

2. Obliczenia korzyści ekonomiczno-społecznych przejezdności odcinka C autostrady A2

2.1. Charakterystyka odcinka C autostrady A2 i przyległych odcinków

2.2. Oszacowanie korzyści wynikających z wcześniejszego otwarcia odcinka C uzyskanych bezpośrednio na odcinku C

2.2.1. Koszty eksploatacji

2.2.2. Koszty czasu

2.2.3. Koszty ofiar

2.2.5. Koszty zanieczyszczeń

2.3. Obliczenie korzyści związanych ze wzrostem natężenia ruchu na pozostałych odcinkach A2 w wyniku przejezdności odcinka C

2.3.1. Koszty eksploatacji

2.3.2. Koszty czasu

2.3.3. Koszty ofiar

2.3.4. Koszty zanieczyszczeń

2.4. Oszacowanie korzyści związanych z przeniesieniem ruchu z drogi alternatywnej i skróceniem dystansu Warszawa-Stryków o 30 km

2.5. Wzrost PKB województwa mazowieckiego

2.6. Efekty wizerunkowe oraz wpływ na wzrost turystyki

3. Podsumowanie

Bibliografia

Spis tabel

Spis rysunków