

## Wstęp

Kraje Unii Europejskiej stoją w obliczu ogromnych potrzeb inwestycyjnych. Do najważniejszych obszarów finansowania należą:

- infrastruktura transportowa,
- infrastruktura energetyczna (przesyłowa i np. magazynów gazu ziemnego),
- sieć telekomunikacyjna (szerokopasmowa).

Według szacunków Komisji Europejskiej tylko poprawa spójności w zakresie infrastruktury (sieć transportowa, przesył energii elektrycznej i gazu) wymaga nakładów w kwocie 1,5-2 biliona EUR w ramach czasowych nowej perspektywy finansowej. Mowa jest więc o inwestycjach charakteryzujących się m.in.:

- wysoką kapitałochłonnością,
- długim okresem zwrotu.

Rynek długu przeżył załamanie (dług oparty na hipotekach) w 2008 roku. Obecnie natomiast obserwuje się załamanie rynku papierów skarbowych niektórych krajów Unii Europejskiej. Jednym z narzędzi wsparcia finansów publicznych krajów UE okazały się euroobligacje Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF) oraz euroobligacje Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (ESM). Są to obligacje deficytowe, tzn. środki z ich emisji służą pokryciu deficytu i długu publicznego państw strefy euro, nie są zaś instrumentem prorozwojowym, zdejmującym ciężar zadłużenia z sektora finansów publicznych.

Istnieje potrzeba zastosowania instrumentu dłużnego o odmiennych charakterystykach niż obligacje hipoteczne i deficytowe. Chodzi o to, by papiery dłużne nie były oderwane od określonych projektów inwestycyjnych. Wtedy inwestorzy, którzy oceniliby projekt inwestycyjny jako sensowny ekonomicznie i uwzględnili określone wsparcie, byłoby gotowi nabyć papiery.

Rosnące potrzeby inwestycyjne zderzają się z falą konsolidacji fiskalnej zarówno na poziomie budżetów członków Unii Europejskiej, jak i na poziomie budżetu samej Unii (fundusz spójności i fundusze strukturalne).

Jednocześnie ujawniły się dwie podstawowe słabości banków komercyjnych w zakresie finansowania dużych projektów:

- braki kapitałowe banków powiązane z podniesionymi wymogami kapitałowymi;
- niechęć do finansowania długoterminowego, tendencja do wydłużania terminu
- wymagalności pasywów i skracania terminu zapadalności aktywów.

W rezultacie konieczne wydaje się sięgnięcie do rynków kapitałowych. Nabywcą proponowanych papierów powinny w szczególności stać się fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe.

Podobne tendencje, jak zarysowane powyżej, obserwuje się w Polsce, tj.:

- niezaspokojone potrzeby inwestycyjne;

- dofinansowanie projektów infrastrukturalnych ze środków UE w ramach polityki spójności i polityki regionalnej;
- kryzys finansów publicznych - ograniczenie możliwości współfinansowania projektów przez sektor publiczny;
- ograniczanie akcji kredytowej przez banki (delewarowanie) - konieczność sięgnięcia do rezerw coraz zasobniejszego rynku kapitałowego, w szczególności OFE.

Papierem wartościowym, który powinien spełnić oczekiwania zarówno emitentów, jak i inwestorów w wyżej omówionym zakresie, są obligacje projektowe. Jest to zdecydowanie nowy instrument, który rozwijany jest dopiero w chwili wydania niniejszej monografii, zaś jego emisje pilotażowe odbyły się dopiero w 2013 r.

Tak naprawdę twórcy i inicjatorzy koncepcji obligacji projektowych: Komisja Europejska (KE) oraz Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) nie wiedzą jeszcze precyzyjnie, jaki nadać kształt tej nowej strukturze emisyjnej. Książka ta jest pierwszą monografią poświęconą obligacjom projektowym. Jej celem jest pokazanie konstrukcji papieru wartościowego według propozycji KE i EBI oraz zaproponowanie własnych pomysłów, jak zoptymalizować konstrukcję obligacji projektowych.

Podnosi się, że atrakcyjność obligacji przychodowych dla instytucji rynku kapitałowego uwarunkowana jest:

- wysoką jakością kredytową papierów - rating AA, jeżeli nie AAA;
- powołaniem spółki specjalnego przeznaczenia (SPV - *special purpose vehicle*) - oderwaniem ryzyka projektów od potencjalnego innego ryzyka;
- transzowaniem papierów (*transza senior, subordinated i equity*);
- wzięciem na siebie części ryzyka (*risk sharing*) przez budżet Unii Europejskiej lub instytucji sponsorowanych częściowo przez kraje UE (np. Europejski Bank Inwestycyjny), przy czym:

- maksymalny poziom zaangażowania budżetu UE byłby ograniczony,

- pozostałą część ryzyka (tzw. ryzyko rezydualne) bierze na siebie EBI;

- wyborem projektów inwestycyjnych sensownych ekonomicznie, dobrze zrozumianych przez inwestorów.

Nadmienić należy, że EBI jest instytucją finansującą się również długiem na rynkach kapitałowych.

Nowatorstwo tej publikacji polega na tym, że dla obligacji projektowych autor proponuje, w przypadku papierów emitowanych przez określoną grupę emitentów w Polsce, konstrukcję obligacji przychodowych jako element wzmacniający wiarygodność kredytową emitenta i rating papierów, ponieważ:

- jedynym zabezpieczeniem roszczeń obligatariuszy są przychody gotówkowe (*cash flow*) z projektu, ewentualnie inne aktywa (majątek przedsięwzięcia, jeżeli nadaje się jako zabezpieczenie);
- obligatariusze obligacji projektowych mają pierwszeństwo przed wszystkimi pozostałymi wierzycielami.

Warto zwrócić uwagę, że obligacjami projektowymi nazywa się obligacje uprzywilejowane (*senior bonds*), które emitowane są przez spółkę celową z uwzględnieniem mechanizmu wsparcia kredytowego (*credit enhancement*) dostarczanego przez EBI i zaproponowanego w ramach inicjatywy wprowadzenia obligacji projektowych (*Project Bonds Initiative*).

W niniejszej monografii postawiono hipotezę, że dodatkowym wsparciem kredytowym projektu powinna okazać się konstrukcja transz podporządkowanych (*subordinated bonds*) wzorowana na obligacjach hybrydowych (*hybrid bonds*). Obligacje hybrydowe są stosowane szczególnie przez banki i towarzystwa ubezpieczeniowe do pozyskiwania środków na rynku kapitałowym, zaliczanych potem do kapitałów stopnia I albo stopnia II. Ponadto instrumenty te posiadają korzystne dla dłużnika klauzule dotyczące spłaty kapitału i odsetek: klauzulę *coupon deferral* pozwalającą opóźnić lub nawet zaniechać wypłaty odsetek w określonych przypadkach; klauzulę przedterminowego wykupu *call*; oprócz tego mogą one zawierać opcję przymusowej, z punktu widzenia nabywcy, wymiany na akcje w przypadku obniżenia wiarygodności emitenta. W praktyce wielkie korporacje coraz częściej emitują dług hybrydowy, odwzorowując klauzule wbudowane w obligacje emitowane przez banki i ubezpieczycieli.

Z tego względu autor monografii zaprezentował teorię wyceny obligacji i uwzględnił klauzule charakterystyczne dla obligacji typu *hybrid*. Zrozumienie wpływu poszczególnych parametrów emisyjnych na ich wycenę i ryzyko pozwoli lepiej ustalać parametry emisji.

Niniejsza monografia zawiera teorię połączenia struktur obligacji projektowych z koncepcją *project finance* oraz partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Celem nadrzędnym obligacji projektowych jest zaangażowanie kapitału prywatnego w wymienione już projekty strategiczne z punktu widzenia interesów Unii Europejskiej. Same obligacje projektowe pozwalają na pozyskanie kapitału w formie długu nadrzędnego dzięki wsparciu na poziomie transz podporządkowanych długu oraz instrumentów typu *hybrid*. Tym samym struktura obligacji projektowych umożliwi finansowanie projektu na wszystkich poziomach pasywów emitenta. Koncepcja PPP pozwala znaleźć finansowanie na poziomie kapitałów własnych ze strony partnerów prywatnych transakcji. Ponadto zaproponowano autorską strukturę transakcji w zakresie finansowania płatnej infrastruktury w Polsce z uwzględnieniem euroobligacji projektowych, udziału EBI oraz Banku Gospodarstwa Krajowego i mechanizmu PPP.

Zastosowanie konstrukcji *hybrid bonds* jest na rynku polskim niemożliwe ze względu na niedopasowanie ustawy o obligacjach do wymogów nowoczesnych struktur emisyjnych. Z tego powodu emisje transz podporządkowanych muszą dokonywać się na eurorynku, a tym samym transze podporządkowane, obejmowane przez EBI, powinny przyjąć formę prawną euroobligacji.

Ostatni rozdział monografii zawiera opis strukturyzowania prawnego emisji euroobligacji, dzięki czemu uzupełnia istniejącą w Polsce, zdaniem autora, lukę informacyjną w tym zakresie. Ponieważ ten fragment monografii dotyczy wspólnotowych aktów prawnych, użyta podczas tłumaczenia terminologia odpowiada co do zasady oficjalnemu tłumaczeniu tychże aktów dostępnych w serwisie [www.eur-lex.pl](http://www.eur-lex.pl), nie zaś terminologii używanej przez polskiego ustawodawcę w aktach prawnych implementujących przedmiotowe wspólnotowe akty prawne, jak Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

(Dz. U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.). Podkreślić należy, że pomiędzy tymi terminologiami występują pewne różnice.

## **Recenzja**

Autor odkrywa wolną i niezbadaną przestrzeń na rynku kapitałowym, a następnie wypełnia ją budową teorii nowego instrumentu finansowego, jakim jest koncepcja euroobligacji projektowych.

prof. dr hab. Jan Komorowski

## **Spis treści**

### **WSTĘP**

## **1. EUROPEJSKA INICJATYWA OBLIGACJI PROJEKTOWYCH**

1.1. Potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury transportowej, energetycznej oraz teleinformatycznej w Unii Europejskiej

1.2. Ramy prawne wprowadzania IFIS

1.2.1. Kompetencje Komisji Europejskiej (KE) w zakresie wprowadzania innowacyjnych instrumentów finansowych (IFIS)

1.2.2. Europejski Bank Inwestycyjny (EBI)

1.2.3. Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI)

1.3. Dotychczas stosowane IFIS

1.3.1. Pojęcie IFIS

1.3.2. IFIS kapitału wysokiego ryzyka i instrumentów kapitałowych

1.3.3. Innowacyjne instrumenty finansowe o charakterze dłużnym

1.3.4. IFIS łączące wsparcie kapitałowe i dłużne

1.3.5. IFIS związane z wykorzystaniem funduszy strukturalnych

1.3.6. Ocena dotychczasowego funkcjonowania IFIS

1.3.7. Unijne platformy instrumentów kapitałowych i dłużnych - nowe ramy prawne dla IFIS

1.4. Inicjatywa wprowadzenia obligacji projektowych - innowacyjnego instrumentu

finansowego nowej generacji

1.4.1. Szersze tło inicjatywy PBI

1.4.2. Założenia inicjatywy PBI

1.4.3. Sektory gospodarki będące przedmiotem PBI

1.4.4. Duże inwestycje infrastrukturalne jako przedmiot PBI

1.4.5. Wady tradycyjnego modelu *project finance* w przypadku dużych inwestycji infrastrukturalnych

1.4.6. Wsparcie jakości kredytowej obligacji projektowych (*Project Bonds Credit Enhancement*, PBCE)

1.4.7. Podział ryzyka pomiędzy UE a EBI

1.4.8. Procedura przyznawania PBCE

1.5. Faza pilotażowa PBI

1.5.1. Przykłady realizowanych PBI

1.5.2. Ocena etapu pilotażowego PBI

1.5.3. Podsumowanie

1.6. Inne wybrane banki państwowe i program "Inwestycje Polskie" wspierany przez Bank Gospodarstwa Krajowego

1.7. Euroobligacje deficytowe

1.7.1. Euroobligacje EFSF oraz ESM

1.7.2. Projekty wspólnych obligacji skarbowych państw strefy euro i UE

## **2. ELEMENTY TWORZĄCE STRUKTURĘ EMISYJNE OBLIGACJI PROJEKTOWYCH**

2.1. Charakterystyka finansowania przedsięwzięć infrastrukturalnych w modelu publiczno-prywatnego partnerstwa (PPP) i *project finance*

2.1.1. Różnice między *project finance* a tradycyjnym finansowaniem

2.1.2. *Project finance a asset-based financing*

2.1.3. Ograniczone możliwości zaspokojenia się wierzycieli z majątku spółki celowej

2.1.4. *Project finance a PPP*

2.2. Zdolność tradycyjnego finansowania dużych przedsięwzięć inwestycyjnych przez banki w UE w świetle nowych regulacji dotyczących wymogów kapitałowych

2.3. Obligacje hybrydowe

2.3.1. Nieokreślony lub bardzo długi termin wykupu

2.3.2. Niewystępowanie ustalonych płatności

2.3.3. Niższy stopień uprzywilejowania niż roszczenia w razie niewypłacalności lub likwidacji emitenta

2.4. Obligacje przychodowe w Polsce jako jeden z modeli obligacji projektowych

2.4.1. Ochrona praw obligatariuszy obligacji przychodowych

2.4.2. Obligacje przychodowe w finansowaniu publicznego transportu zbiorowego

2.4.3. Umowa wsparcia w emisji obligacji przychodowych

2.5. Strukturyzowanie obligacji projektowych

2.5.1. Ryzyka projektu infrastrukturalnego

2.5.2. Wpływ mechanizmów wsparcia w ramach europejskiej inicjatywy obligacji projektowych na rating

2.5.3. Propozycja struktury emisyjnej w warunkach polskich

### **3. UWAGI DO WYCENY OBLIGACJI Z UWZGLĘDNIENIEM PODPORZĄDKOWANIA DŁUGU I WBUDOWANYCH KLAUZUL OPCYJNYCH**

3.1. Wycena obligacji zwykłych, obligacji wieczystych, obligacji *stepped coupon bond*. Modele aproksymujące strukturę terminową stop procentowych i spreadów kredytowych

3.2. Uwzględnienie dynamiki stopy procentowej, wycena obligacji z opcją przedterminowego wykupu/odkupu

3.3. Model oparty na migracji ratingów

### 3.4. Model Mertona

3.4.1. Uwzględnienie subordynacji transz długu w modelu Mertona

3.4.2. Ocena przydatności podejścia Mertona w analizowanym przypadku

## **4. STRUKTURYZOWANIE PRAWNE EMISJI EUROOBLIGACJI**

4.1. Oferowanie papierów dłużnych w świetle dyrektywy prospektowej

4.1.1. Publiczny obrót

4.1.2. Wpływ amerykańskich regulacji dotyczących emisji papierów wartościowych

4.1.3. Treść prospektu

4.1.4. Forma prospektu emisyjnego lub prospektu emisyjnego podstawowego

4.1.5. Główne elementy prospektu emisyjnego lub prospektu emisyjnego podstawowego

4.1.6. Warunki emisji dłużnych papierów wartościowych

4.1.7. Procedura zatwierdzenia prospektu emisyjnego lub prospektu emisyjnego podstawowego

4.1.8. Suplementy do prospektu emisyjnego

4.2. Zasady dystrybucji

4.2.1. Oferty przeprowadzone poprzez pojedynczego dealera (w przypadku programu emisji) lub subemitenta, lub przez konsorcjum dealerów lub subemitentów

4.3. Oferty przeprowadzone jako oferty niepubliczne (*private placement*)

4.3.1. Oferty niepubliczne w świetle dyrektywy prospektowej

4.3.2. Oferta niepubliczna w regulacjach USA

4.3.3. Konstruowanie emisji niepublicznej

## **ZAKOŃCZENIE**

