

Krzysztof Żywno*

Obligacje projektowe jako innowacyjny mechanizm finansowania infrastruktury w Unii Europejskiej

Project bonds as an innovative instrument of financing infrastructure in the UE: This article provides a general overview of the concept of project bonds. It begins by reviewing the statistics on infrastructural investments. Next, the author examines the role of infrastructure in economic growth and looks at different options for financing infrastructure, with particular focus on the role of banking sector. The next sections respectively describe the idea of project bonds within the framework of EU policies and the functionalities of this innovative financial instrument, including its rating aspects. The last section assesses the factors that can facilitate success of this concept as well as challenges that need to be addressed.

Słowa kluczowe: *obligacje projektowe, infrastruktura, długoterminowe finansowanie projektów, sekurytyzacja, czynniki wzrostu gospodarczego*
Keywords: *project bonds, infrastructure, long-term project finance, securitisation, economic growth factors*

* Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie;
e-mail: krzysztof.zywno@gmail.com.

Wstęp

Obecnie, gdy coraz więcej krajów walczy z nadmiernymi deficytami finansów publicznych państw, trudno jest mówić o powiększaniu budżetu Unii Europejskiej. W tym samym czasie nowe ambitne cele stawiane przez strategię „Europa 2020” będą wymagały finansowania. Dlatego też konieczne staje się znalezienie nowoczesnych, innowacyjnych instrumentów finansowych, które poprzez zaangażowanie sektora prywatnego pomnożyłyby

dostępną pulę finansowania pożądaných projektów. Jednym z obszarów, który wymaga znacznych nakładów, jest infrastruktura. W kontekście finansowania dużych projektów infrastrukturalnych mówi się o stworzeniu tzw. obligacji projektowych (ang. *project bonds*). Celem niniejszego artykułu jest wyjaśnienie istoty działania tego nowo tworzonego instrumentu finansowego jako metody finansowania infrastruktury.

Rola infrastruktury w gospodarce w krótkim i długim okresie

Gdy wiele krajów walczy z nadmiernymi deficytami finansów publicznych, to ograniczają one wydatki na infrastrukturę. Jednak są dwa ważne powody, dla których warto skupić się na zapewnieniu finansowania inwestycji infrastrukturalnych. Po pierwsze, w krótkim okresie z punktu widzenia gospodarki lepiej jest stymulować inwestycje niż konsumpcję. Inwestycje tworzą aktywa, przyczyniając się do zwiększenia globalnego popytu w gospodarce poprzez stymulowanie całego łańcucha dostaw i poprzez kontraktowanie części zamówień, tworząc możliwości wzrostu dla małych i średnich przedsiębiorstw. Te czynniki razem przyczyniają się do tworzenia miejsc pracy. Po drugie, inwestycje infrastrukturalne w transport, energię oraz technologie komunikacyjne poprawiają warunki funkcjonowania biznesu, co przekłada się na wzrost gospodarczy w długim okresie. Ważna jest również, jakość wzrostu gospodarczego. Dla większości firm reprezentujących najnowocześniejsze technologie odpowiednia infrastruktura jest jednym z istotniejszych czynników przy decyzjach lokalizacyjnych. Dlatego, chcąc zachęcić takie firmy do ulokowania swojej działalności w Europie, należy podjąć wysiłki zmierzające do budowy i modernizacji odpowiedniej infrastruktury.

W raportach „Infrastructure Journal”, oceniających udział procentowy państw Unii Europejskiej w łącznej liczbie nowych projektów infrastrukturalnych na obszarze Unii, czytamy, że największy udział ma Wielka Brytania, a następnie Hiszpania, Francja oraz Włochy. W rozbiciu na sektory widać rosnące znaczenie transportu. Pozostałe dwa liczące się sektory to projekty społeczne i obronne oraz inwestycje w źródła energii odnawialnej. Trzeba jednak podkreślić, że odnosi się to do liczby projektów, a nie ich wartości, która jest trudna do oszacowania do momentu ukończenia projektu.

Warto dodać, że w okresie 2009–2011 około połowy projektów było podejmowanych w formule partnerstwa publiczno-prywatnego.

Tabela 1. Przegląd projektów infrastrukturalnych w ujęciu sektorowym (w %)

Sektor	2009	2010	2011*
Transport	20	21	24
Projekty społeczne i obronne	36	36	32
Energia odnawialna	29	28	25
Inne	15	15	19

* I półrocze.

Źródło: «Infrastructure Journal», www.ijonline.com [dostęp 21 grudnia 2011 r.].

Kondycja sektora bankowego a finansowanie infrastruktury

Finansowanie projektów infrastrukturalnych jest w bardzo dużym stopniu zależne od kondycji sektora bankowego, a zwłaszcza jego skłonności do udzielania dużych pożyczek z odległym terminem spłaty. Aby mieć pełen obraz sytuacji, ważne jest nie tylko kształtowanie polityki cenowej przez banki, ale także stawiane wymagania, co do zabezpieczeń i surowości kryteriów przy ocenie wniosków kredytowych. Według cyklicznych badań sektora bankowego przeprowadzanych przez Europejski Bank Centralny w III kwartale 2011 r. 37% ankietowanych bankowców zauważyło zaostrożenie kryteriów w swoich bankach w udzielaniu pożyczek przedsiębiorstwom z sektora pozafinansowego (w porównaniu z 17% w poprzednim kwartale).

W bardziej szczegółowych analizach widać, że szczególne zaostrożenie kryteriów odnosi się do finansowania projektów długoterminowych, gdzie aż 43% ankietowanych bankowców dostrzega zaostrożenie standardów.

Jeśli chodzi o politykę cenową, to widać także podnoszenie marż, a zwłaszcza marż od pożyczek bardziej ryzykownych, odpowiednio zauważyło to 46% i 50% ankietowanych bankowców.

Banki zwiększają również wymagania, co do zabezpieczeń, co w ankiecie dotyczącej ostatniego kwartału 2011 r. odnotowało 17% ankietowanych bankowców, oraz zmniejszają średnią wielkość udzielanych pożyczek lub linii kredytowych, to z kolei pojawiło się w 25% udzielanych odpowiedzi.

Na podstawie przedstawionych danych łatwo ocenić, że większość czynników oddziałujących na dostępność finansowania projektów infrastrukturalnych jest bardzo zmienna, a dodatkowo skala tej zmienności jest większa niż w czynnikach mających wpływ na dostępność finansowania innych dziedzin niż infrastruktura.

Usytuowanie inicjatywy obligacji projektowych w kontekście polityk unijnych i kwestii budżetowych

Rola inwestycji infrastrukturalnych dostrzegana jest przez instytucje Unii Europejskiej. W dniu 29 czerwca 2011 r. Komisja Europejska przyjęła propozycję kolejnej wieloletniej ramy finansowej na lata 2014–2020. Jedną z decyzji w niej zawartych było zintegrowanie wydatków na infrastrukturę rozumianą jako transport, energia oraz ICT (*information and communication technologies*) wypełniające zasadę zrównoważonego rozwoju w jedną ramę prawną poprzez ustanowienie instrumentu „Łącząc Europę” (*Connecting Europe Facility*, CEF). W CEF jedną z kluczowych ról odgrywać będzie inicjatywa obligacji projektowych. Będzie to instrument dłużny wspomagający instrumenty kapitałowe oraz dotacje bezpośrednie (granty)¹.

Warte wyjaśnienia wydaje się także odniesienie inicjatywy obligacji projektowych do unijnych zasad subsydiarności i proporcjonalności. Przypomnijmy – zasada subsydiarności to zasada występująca w prawie wspólnotowym Unii Europejskiej, która oznacza, że kompetencje instytucji wspólnotowych są wykonywane przez możliwie najniższy w hierarchii organ administracji, ale będący zarazem organem odpowiednim do wykonania danej kompetencji i podejmowania określonych działań. Wspólnota podejmuje działania wtedy, gdy nie istnieje możliwość osiągnięcia danych celów w wystarczającym stopniu na szczeblu państw członkowskich, a okoliczności, cele, skutki i skala tych przedsięwzięć wskazują, że zostaną one lepiej zrealizowane przez wspólnotę niż przez każde z państw członkowskich z osobna.

Zasada subsydiarności zostanie zachowana, gdyż projekty infrastrukturalne są często ponadnarodowe, także w wymiarze fizycznym, przez co mogą napotykać wiele trudności w wymiarze ustalenia finansowania, ram prawnych i innych aspektów przeprowadzenia projektu pokrywającego obszar kilku krajów członkowskich. W takich wypadkach uzasadnione jest zaangażowanie instytucji unijnych. Dodatkowo prawo do działania Unii Europejskiej w dziedzinie finansowania infrastruktury jest przewidziane w art. 171 TFUE, w którym stwierdza się, że Unia może wspierać projekty będące przedmiotem wspólnego unijnego interesu mającego wsparcie krajów członkowskich².

¹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Decision No 1639/2006/EC establishing a Competitiveness and Innovation Framework Programme (2007–2013) and Regulation (EC) No 680/2007 laying down general rules for the granting of Community financial aid in the field of the trans-European transport and energy networks, COM(2011) 659, s. 2.

² Commission Staff Working Paper. Impact Assessment Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council,

Także zasada proporcjonalności zostanie zachowana, ponieważ inicjatywa ma na celu jedynie mobilizowanie finansowania na tyle, aby wypełnić cele stawiane w strategii „Europa 2020”.

Warto wyjaśnić, że inicjatywa obligacji projektowych nie ma na celu zastąpienia dotychczas stosowanych dotacji bezpośrednich ani pozyskiwania środków finansowych z długoterminowych pożyczek bankowych, ale ma być elementem uzupełniającym system finansowania projektów infrastrukturalnych.

W kontekście praktyk unijnych należy usytuować inicjatywę obligacji projektowych jako element strategii „Europa 2020” przyjęty przez Radę Europejską 17 czerwca 2010 r. Dokument ten stawia przed Europą ambitne cele wymagające znaczących nakładów inwestycyjnych, w szczególności na infrastrukturę. Zdefiniowano w nim 7 inicjatyw przewodnich, wśród których są „Europejska Agenda Cyfrowa” (*Digital Agenda*) oraz „Europa efektywnie korzystająca z zasobów” (*Resource Efficient Europe*). Obie te inicjatywy odnoszą się do transeuropejskich sieci w zakresie transportu, energii oraz telekomunikacji³.

Warto dodać, że w strategii „Europa 2020” w zakresie efektywnego wykorzystywania zasobów postawiono trzy główne cele odnoszące się do klimatu i energii. A mianowicie, znany, jako 3x20% cel oznacza redukcję emisji gazów cieplarnianych o 20% w porównaniu do poziomów z roku 1990, zwiększenie udziału energii ze źródeł odnawialnych w całkowitej konsumpcji energii do 20% oraz zwiększenie o 20% efektywności energetycznej⁴.

Aby osiągnąć te zamierzenia na poziomie Unii Europejskiej, kraje członkowskie określiły swoje cele w każdym z tych zakresów w krajowych programach reform konsultowanych z Komisją Europejską zgodnie z europejskim okresem oceny ustanowionym w tzw. sześciopaku⁵. Są one monitorowane w rocznych sprawozdaniach gospodarczych (*annual growth survey*).

Z kolei w inicjatywie przewodniej Europejska Agenda Cyfrowa skupiono się na działaniach mających m.in. zapewnić możliwość dostępu do in-

the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A pilot for the Europe 2020 Project Bond Initiative, SEC(2011) 1237, s. 11.

³ 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. 2–3.

⁴ Annual Growth Survey 2012. Annex. Progress Report on Europe 2020, COM(2011) 815, s. 4.

⁵ Szerzej o tym patrz artykuł K. Marchewki-Bartkowiak na s. 161–182 tej publikacji.

ternetu szerokopasmowego każdemu obywatelowi krajów członkowskich Unii Europejskiej. Ten element infrastruktury może mieć duży wpływ na rozwój gospodarczy. Według szacunków Komisji Europejskiej zwiększenie dostępu o 10% przekłada się na zwiększenie wzrostu gospodarczego o 0,9–1,5 punktu procentowego⁶.

Komisja Europejska szacuje, że dla spełnienia celów stawianych przez strategię „Europa 2020” w zakresie infrastruktury potrzebne będą nakłady finansowe w wysokości 1,5–2 bln euro, co przekłada się na roczne zapotrzebowanie na ponad 200 mld euro. Obecnie średnia wydatków na infrastrukturę Unii Europejskiej to ok. 120 mld euro rocznie, z czego 80 pochłania transport⁷. Jak widać, sprostanie celom strategii „Europa 2020” wymaga ponadprzeciętnych wysiłków, zastanowienia się nad sposobami finansowania projektów infrastrukturalnych i uzasadnia interwencję Unii Europejskiej.

Na sumę 1,5–2 bln euro składają się przede wszystkim:

- a) transport – ok. 500 mld euro potrzebne głównie w ramach budowy transeuropejskich sieci transportowych (TEN-T),
- b) energia – ok. 600 mld euro potrzebne na sieci dystrybucji i transmisji i ok. 500 mld euro na budowę i modernizację urządzeń generujących moce wytwórcze,
- c) ICT – ok. 268 mld euro na zapewnienie dostępu do szybkiego szerokopasmowego internetu mieszkańcom Unii Europejskiej.

Główna wartość dodana z podjęcia inicjatywy obligacji projektowych może być rozpatrywana na dwóch płaszczyznach. Po pierwsze, ma ona na celu zniwelowanie barier w przepływie środków finansowych na projekty infrastrukturalne z prywatnego sektora finansowego i tym samym powstanie efektu mnożnika finansowego (*multiplier effect*). Po drugie, ta inicjatywa powinna zadziałać jako katalizator dla ponownego ożywienia europejskiego rynku papierów dłużnych⁸. Zostało to silnie zaakcentowane w tzw. raporcie Montiego z 2010 r. Stwierdzono w nim, że finansowanie infrastruktury w Europie, szczególnie w porównaniu z Ameryką Północną, cierpi z powodu braku płynnego rynku papierów dłużnych z odległymi datami zapadalności, podczas gdy inwestorzy długoterminowi, np. fundusze

⁶ *Ibidem*.

⁷ Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment, *op. cit.*

⁸ 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, COM(2011) 660, s. 4–5.

emerytalne, nie są w stanie znaleźć wystarczającej podaży obligacji spełniających wymagania inwestycyjne takich inwestorów co do jakości i terminów zapadalności.

Inicjatywa obligacji projektowych będzie kolejnym przykładem zastosowania rynkowych instrumentów finansowych mających na celu zmobilizowanie środków finansowych z prywatnego sektora finansowego. Dotychczas stosowany przez Unię Europejską pakiet rozwiązań wykorzystywanych w programie „Konkurencyjność i innowacyjność” (CIP) zmobilizował prywatny sektor finansowy przez udzielanie gwarancji i inwestycje typu podwyższonego ryzyka (*venture capital*) do wspierania finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Innym ostatnio zastosowanym środkiem jest gwarancja pożyczki w programie „Transeuropejskich sieci transportowe” (*Loan Guarantee for TEN-T, LGTT*), która została wprowadzona w roku 2007. Ma ona na celu udzielanie gwarancji na pokrycie ryzyka operacyjnego na zdefiniowany okres po zakończeniu okresu konstrukcyjnego infrastrukturalnego projektu transportowego. Gwarancja ta służy zachęceniu do udzielenia długoterminowych pożyczek bankowych na finansowanie infrastrukturalnych projektów transportowych. Warto zwrócić uwagę, że instrument ten nie jest stosowany do energii ani ICT. Wspomniane ryzyko operacyjne w początkowej fazie operacyjnej następującej po fazie konstrukcyjnej może polegać na uzyskiwaniu mniejszego lub nierównomiernego przychodu z pobieranych opłat za przejazd.

Przegląd dostępnych sposobów finansowania infrastruktury

Przy finansowaniu infrastruktury można korzystać z trzech głównych sposobów.

Pierwszym jest pozostawienie *status quo*. W dotychczasowym systemie finansowym infrastruktura finansowana jest głównie poprzez bezpośrednie przekazywanie środków z zasobów budżetów publicznych. Jest to wspierane pożyczkami bankowymi. Jednak w obecnych warunkach w prywatnym sektorze finansowym ze względu na trudności w pozyskiwaniu finansowania długoterminowego i zasady zarządzania zapadalnością aktywów i pasywów dostępnych środków na udzielanie pożyczek długoterminowych jest coraz mniej. Jak widać, to rozwiązanie bazowe nie jest wystarczające.

Drugim sposobem byłoby stworzenie zachęt regulacyjnych do finansowania infrastruktury mających na celu stworzenie zintegrowanego i płynnego rynku długoterminowych papierów dłużnych. O powstaniu takiego rynku można mówić dopiero po wprowadzeniu wspólnej waluty, jednak

Tabela 2. Porównanie wariantów pod względem stymulacji inwestycji w infrastrukturę

	Wpływ na interesariuszy	Wpływ na interesariuszy	Efekt	Efektywność
Wariant 1	Bez zmian	Bez zmian	Bez zmian	Bez zmian
Wariant 2	Ciężar administracyjny dla spółek projektowych i inwestorów. Bez dodatkowego ciężaru dla krajów.	Częściowo umożliwiała realizację celu zwiększenia finansowania infrastruktury.		Nie ma wpływu na budżet Unii Europejskiej.
Wariant 3	Mniejszy ciężar administracyjny dla spółek projektowych, ale wymaga edukacji inwestorów.	Stymulowanie konkurencji pomiędzy sektorem bankowym a rynkiem papierów dłużnych, jako dostarczycielami finansowania projektów infrastrukturalnych. Sukces zależy od akceptacji przez rynek.		Wpływ na budżet na określonym z góry poziomie. Dużo niższe koszty dla projektów infrastrukturalnych.

Źródło: na podstawie *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.*

Tabela 3. Porównanie wariantów pod względem rozwoju rynku papierów dłużnych jako nowego źródła finansowania

	Wpływ na interesariuszy	Wpływ na interesariuszy	Efekt	Efektywność
Wariant 1	Brak zachęt dla inwestorów i projektów.	Bez zmian	Bez zmian	Bez zmian
Wariant 2	Nie tworzy nowego instrumentu finansowego jako takiego.	Częściowo umożliwiała odnowienie rynków papierów dłużnych jako źródła finansowania infrastruktury. Może przyciągnąć dodatkowe fundusze na rzecz finansowania infrastruktury.		Prawdopodobnie zwiększone koszty finansowania.
Wariant 3	Większy wachlarz wyboru instrumentów finansowych. Wymagana promocja i edukacja wśród interesariuszy.	Stymuluje nowe źródła finansowania i potencjalnie tworzy nową klasę aktywów inwestycyjnych.		Mniej spodziewane koszty finansowania. Pewne kwestie szczegółowe wymagają doprecyzowania.

Źródło: jak pod tabelą 2.

późniejsze zawirowania na rynkach finansowych zahamowały ten rozwój. Kolejną przeszkodą dla rozwoju tej metody finansowania infrastruktury jest stopień skomplikowania infrastrukturalnych projektów finansowych, przez co baza inwestorów w takie papiery dłużne ograniczała się głównie do banków. To z kolei stwarzało problemy koncentracji, gdyż banki występują w finansowaniu projektów infrastrukturalnych jako długoterminowi pożyczkodawcy. A zatem zachęty takie musiałyby skupić się także na stworzeniu dodatkowych mechanizmów bezpieczeństwa, które zachęcałyby innych inwestorów poza inwestorami bankowymi. Dodatkowo regulowanie mogłoby polegać na stworzeniu obowiązku uzyskania określonej struktury pasywów poprzez wymóg zaangażowania większego kapitału, co oznaczałoby większe koszty dla sponsora lub sponsorów projektów.

Trzecią możliwością jest wprowadzenie użycia rynkowych instrumentów finansowych, które przyciągnęłyby dodatkowe środki z rynku finansowego na sfinansowanie infrastruktury. Na pewno takim potencjałem cechuje się finansowanie przez emisję papierów dłużnych, a w tym wypadku konkretnie obligacji projektowych, która to metoda nie była do tej pory wykorzystana przez żaden inny instrument finansowy Unii Europejskiej.

Porównanie trzech wariantów przedstawiono w tabeli 2 i 3.

Harmonogram wprowadzenia oraz faza pilotażowa programu

Jednostką organizacyjną, która przewodniczy inicjatywie obligacji projektowych, jest Generalna Dyrekcja ds. Gospodarczych i Finansowych Komisji Europejskiej (DG ECFIN). Konsultacje publiczne zostały ogłoszone 28 lutego 2011 r. i trwały do 2 maja 2011 r. Dodatkowo w okresie konsultacyjnym zorganizowano konferencję poświęconą tej inicjatywie, która odbyła się 11 kwietnia 2011 r. w Brukseli. Jedną z powtarzających się propozycji było rozszerzenie zasięgu działania inicjatywy na takie obszary jak infrastruktura socjalna, środowiskowa i projekty energii odnawialnej oprócz już przewidzianych – transportu, energii i ICT. Te propozycje zostaną rozpatrzone na późniejszym etapie. Następnie po wysłuchaniu 31 sierpnia 2011 r. Rady Oceny Oddziaływania (Impact Assessment Board), a także na bazie opinii wydanej przez Radę przygotowano raport oddziaływania tej inicjatywy (*Impact Assessment Report*). Ustalono, że w latach 2012–2013, czyli przed kolejną wieloletnią ramą finansową na lata 2014–2020, zostanie wprowadzony pilotaż programu inicjatywy obligacji projektowych. Propozycję regulacji ustanawiającą fazę pilotażową inicjatywy obligacji projektowych Komisja Europejska przesłała do Parlamentu

Europejskiego i Rady Europejskiej 19 października 2011 r. Jako że faza pilotażowa odbywać się ma w ramach obecnej wieloletniej ramy finansowej na lata 2007–2013, postanowiono ją ograniczyć do wybrania od 5 do 10 projektów, które powinny być już na pewnym stadium zaawansowania, polegającym na rozpoczęciu procesu pozyskiwania środków finansowych lub będących w momencie, gdy refinansowanie jest potrzebne. Całkowity budżet pilotażu w zakresie inicjatywy obligacji projektowych będzie wynosić do 230 mln euro poprzez zmianę regulacji transeuropejskich sieci oraz programu „Konkurencji i innowacyjności” w następującym rozbiciu: 210 mln euro poprzez realokację środków finansowych z TEN-T (a dokładniej głównie z części przeznaczonych na LGGT) oraz 20 mln euro z CIP (a dokładniej z części przeznaczonych na ICT). Faza pilotażowa będzie miała na celu zdefiniowanie parametrów dla inicjatywy obligacji projektowych na lata po roku 2013, a szczególnie określenie wymogów budżetowych na kolejną wieloletnią ramę finansową. W związku z przedstawionym modelem budżetowym fazy pilotażowej wybrane projekty pilotażowe muszą wypełniać warunki programów TEN-T i CIP⁹.

Model finansowy działania obligacji projektowych

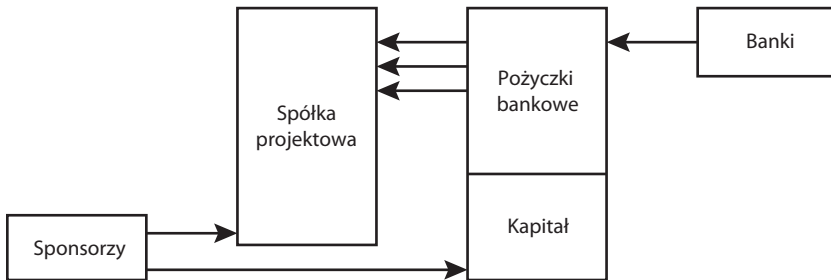
Tradycyjnie finansowanie projektów infrastrukturalnych w sektorze prywatnym odbywa się przez stworzenie spółki specjalnego przeznaczenia powołanej przez sponsora lub sponsorów projektu, której jedynym celem jest sfinansowanie, wybudowanie, obsługa i utrzymanie projektu. Jeśli w projekcie wśród sponsorów jest jednostka administracji publicznej, to mówi się o partnerstwie publiczno-prywatnym. Spółka taka otrzymuje wszystkie przychody generowane przez projekt, które stanowią jej aktywa. Pasywami spółki jest kapitał wpłacony przez sponsorów projektu i innych inwestorów oraz zaciągnięty dług (np. pożyczka bankowa). Taką sytuację przedstawiono na wykresie 1.

Warto zauważyć, że w projektach infrastrukturalnych z uwagi na długość trwania fazy konstrukcyjnej mamy do czynienia z dużym kosztem kapitału, a następnie z relatywnie małymi kosztami operacyjnymi w porównaniu z wartością całego projektu.

Aktywami spółki są przychody generowane przez projekt. W projektach infrastrukturalnych przychody zaczynają się z reguły pojawiać po wykonaniu całego projektu. Dodatkowo pojawia się też sprawa oszaco-

⁹ A pilot for Europe 2020 Project Bond Initiative – legislative proposal adopted by the Commission, MEMO/11/707, s. 1–3.

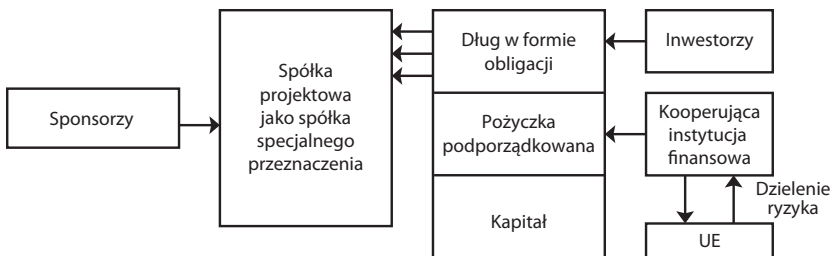
Wykres 1. Tradycyjny model finansowania projektów infrastrukturalnych



wania ich wielkości. Tradycyjnie użytkownicy płacą za każdorazowe skorzystanie z elementu infrastruktury. Tak się dzieje np. w pobieraniu opłat na bramkach za przejazd autostradami. Jednak takie rozwiązanie może nie być optymalne w innego typu projektach infrastrukturalnych. Z tego powodu w ostatnich latach wykorzystuje się rozwiązanie (szczególnie wynikające z doświadczeń partnerstwa publiczno-prywatnego) oparte na opłatach za dostępność (*availability payments*). Polega ono na tym, że jednostka administracji publicznej zobowiązuje się do uiszczania spółce projektowej stałej opłaty przez pewien początkowy okres w zamian za udostępnienie projektu infrastrukturalnego użytkownikom. W ten sposób zapewniona jest stałość przychodów dla spółki projektowej w początkowym okresie.

Istotą inicjatywy obligacji projektowych jest reorganizacja strony pasywów poprzez transzowanie długu. Transzowanie długu polega na rozbiciu go na części o różnym stopniu podporządkowania kolejności otrzymywania spłaty: część z pierwszeństwem zaspokojenia spłaty tzw. *senior tranche* i część podporządkowaną tzw. *subordinated tranche*. Część podporządkowana miałaby pozostać w formie pożyczki bankowej lub otwartej linii kredytowej. Natomiast długiem z pierwszeństwem zaspokojenia spłaty byłyby emitowane obligacje projektowe z długim terminem zapadalności. Wskutek takiego transzowania część podporządkowana byłaby spłacana po wykupie obligacji projektowych, czyli tym samym ponosiłaby większe ryzyko absorpcji braków generowania wystarczających przychodów, a jednocześnie podnosiłoby to jakość kredytową emitowanych obligacji projektowych i ich atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów. O proporcjach wielkości pomiędzy dwiema transzami zdecydowałyby standardowe techniki strukturyzowania transakcji, jednak wstępnie szacuje się, że część podporządkowana stanowiłaby 20% części z pierwszeństwem zaspokojenia spłaty. Omówione założenia przedstawiono na wykresie 2.

Wykres 2. Finansowanie projektów infrastrukturalnych poprzez obligacje projektowe



Warto zwrócić uwagę również na koszty generowane przez część podporządkowaną. W przypadku pożyczki bankowej będą one wyższe niż w przypadku otwartej linii kredytowej, która zapewnia większą elastyczność w tym zakresie.

Interwencja Unii Europejskiej polegałaby na zapewnieniu pojawienia się finansowania w części podporządkowanej przez współpracę z partnerami w postaci instytucji finansowych, które zgodziłyby się udzielić takiej podporządkowanej pożyczki lub zapewnić otwarcie linii kredytowej pomimo zwiększonego ryzyka, jakie zostałyby w procesie strukturyzowania całej transakcji połączone z tą częścią długu. Unia Europejska dzieliłaby ryzyko takiej pożyczki lub linii kredytowej wspólnie z kooperującym z nią wybranym partnerem finansowym, którym najprawdopodobniej mógłby zostać jeden z międzynarodowych banków rozwoju (*multilateral development bank*). Dwoma problemami wynikającymi z takiej interwencji jest wynagrodzenie i podział ponoszonego ryzyka.

Interwencja Unii Europejskiej generowałaby korzyść dla pożyczkobiorcy, czyli spółki projektowej. W takim wypadku wynagrodzenie jest uzasadnione, ponieważ jego brak oznaczałoby subsydiowanie wybranych projektów, a dokładniej ich sponsorów zapewniających część kapitałową. W ten sposób dochodziłoby do silnego faworyzowania pewnych projektów, co zakłócałoby działanie mechanizmów rynkowych. A zatem wynagrodzenie to powinno odzwierciedlać cenę ponoszonego ryzyka przez stronę zapewniającą finansowanie części podporządkowanej. Z drugiej strony należy uważać, aby cena nie była zbyt wysoka i nie zniechęciła do korzystania z całego rozwiązania. Cena taka powinna także uwzględniać korzyści społeczne wynikające z projektu. Cena byłaby pobierana i określana przez kooperującego partnera finansowego i dzielona zgodnie z ponoszonym ryzykiem pomiędzy Unię Europejską i kooperującego partnera finansowego. Cena oparta byłaby na odpowiedniej metodologii zaakceptowanej przez Unię

Europejską i bazowałyby na danych historycznych lub mechanizmach wyceny opcji, o ile takie byłyby dostępne w dziedzinie, w jakiej projekt byłby wykonywany. W przypadku pożyczki cena ta byłaby wyrażona w punktach procentowych jako prowizja od pożyczonej kwoty. Natomiast w przypadku linii kredytowej miałyby formę jednorazowej opłaty płaconej z góry i późniejszych rocznych opłat.

Jeśli rozważany jest podział ryzyka, to generalnie istnieją dwie metody takiego podziału pomiędzy dwie dzielące się tym ryzykiem strony: wertykalna i horyzontalna. W metodzie wertykalnej straty dzielone są według ustalonej proporcji pomiędzy obie strony (Unię Europejską i kooperującego partnera finansowego). W metodzie horyzontalnej straty są przypisywane według kolejności pojawiania się najpierw do pierwszej strony (w tym wypadku do Unii Europejskiej) aż do osiągnięcia ustalonego maksimum, a potem pozostałe straty, które pojawią się po osiągnięciu ustalonego maksimum, są przypisywane do drugiej strony. Dokładne proporcje podziału ryzyka pomiędzy Unię Europejską i kooperującego partnera finansowego będą ustalone na późniejszym etapie wdrożenia inicjatywy obligacji projektowych.

Jak zostało to wspomniane, część podporządkowana stanowiłaby do 20% części z pierwszeństwem zaspokojenia spłaty. Część kapitałowa stanowiłaby pomiędzy 10% a 20% wartości całego projektu. Unia Europejska w części podporządkowanej działałaby z kooperującym partnerem finansowym, dzieląc ryzyko. To pokazuje, że przy zaangażowaniu pewnych unijnych środków finansowych możliwe jest zmobilizowanie kilkunastokrotnie większych środków z sektora prywatnego.

Idea obligacji projektowych zakłada zaangażowanie wielu stron: sponsorów projektu, spółki projektowej, inwestorów nabywających obligacje projektowe, banku udzielającego pożyczki podporządkowanej, a także wykonawców robót projektowych i wielu innych podmiotów. Oczywiście zakłada się, że każdej ze stron będzie zależeć na powodzeniu przedsięwzięcia, ale ich interesy jednostkowe mogą być sprzeczne, a zwłaszcza w sytuacji napotkania trudności i potrzebie podjęcia działań restrukturyzacyjnych. Istotne staje się więc ustalenie zasad zapewniających ład w całej sieci tych powiązań. Jednym z możliwych rozwiązań jest stworzenie tzw. kredytodawcy kontrolującego, który byłby upoważniony do reprezentowania wszystkich wierzycieli.

Emitowane obligacje otrzymywałyby rating, który byłby oceną ich ryzyka kredytowego. Tabela 4 przedstawia skale ratingowe trzech najbardziej znanych agencji ratingowych.

Większość emisji papierów dłużnych w transakcjach finansowania projektów infrastrukturalnych w Europie ma rating albo tuż powyżej, albo po-

Tabela 4. Skale ratingowe

S&P	Moody's	Fitch
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA-	Aa3	AA-
A+	A1	A+
A	A2	A
A-	A3	A-
BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB
BBB-	Baa3	BBB-
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB
BB-	Ba3	BB-
B+	B1	B+
B	B2	B
B-	B3	B-
CCC+	Caa1	CCC
CCC	Caa2	DDD
CCC-	Caa3	DD
CC	Ca	D
C	C	
D		

Poziom
inwestycyjny

nizej poziomu inwestycyjnego. Dla inicjatywy obligacji projektowych strukturyzacja instrumentu ma przebiegać w taki sposób, aby osiągnąć rating na poziomie AA lub A. Jako że część inwestorów instytucjonalnych jest ograniczona w swoich praktykach inwestycyjnych, które mogą wynikać też z ustawodawstwa, do inwestowania tylko w papiery dłużne powyżej pewnego minimalnego ratingu, sprawa ratingu determinuje wielkość bazy potencjalnych inwestorów, czyli wielkość potencjalnego popytu na papiery dłużne, jakim będą obligacje projektowe, a zatem ma duże znaczenie w powodzeniu całej inicjatywy. Warto też wspomnieć o informacyjnej roli ratingu w projektach infrastrukturalnych. Ze względu na stopień skomplikowania przepływów finansowych i oceny ich ryzyka wynikającego z możliwych opóźnień w poszczególnych etapach projektu, opóźnień w płatnościach oraz innych czynników, wielu inwestorów niewyspecjalizowanych w inwestycjach w infrastrukturę, a tym samym nieposiadających możliwości przeprowadzenia wyliczeń analitycznych, bazuje na ratingu jako informacji o jakości kredytowej projektu. W tym sensie rating niweluje asymetrię informacji istniejącą pomiędzy sponsorami projektu a inwestorami. Bez tego inwestorzy reagovaliby zapewne na niepewność i ryzyko poprzez ograniczenie inwestowa-

nia w tę grupę aktywów lub poprzez wymaganie zapewnienia wyższej stopy zwrotu z zainwestowanych środków bądź wymaganie użycia ubezpieczenia. Wszystkie te rozwiązania byłyby niekorzystne dla realizacji projektu przez ograniczenie źródeł finansowania lub zwiększenie ich kosztów.

W czasie konsultacji społecznych Komisja Europejska zebrała wstępne opinie trzech głównych agencji ratingowych na temat inicjatywy obligacji projektowych.

Agencje zauważają, że większość papierów dłużnych emitowanych w celu finansowania projektów ma w Europie ratingi w kategorii poziomów inwestycyjnych, jednak częściej na poziomach BBB niż A czy AA. Agencje w swojej ocenie jakości kredytowej skupiają się na racjonalności całego projektu i podchodzą do każdego projektu indywidualnie zgodnie z określonymi kryteriami. Istotną rolę w przypisywaniu ratingu odgrywa struktura finansowa projektu. Struktura pasywów zaproponowana w ramach inicjatywy obligacji projektowych została dość dobrze przyjęta. Wzmocnienie struktury transzą podporządkowaną uznano za znaczące. Jednak podkreślono, że same proporcje w budowaniu struktury finansowej nie są determinantą ratingu.

Oprócz racjonalności całego projektu, oceny parametrów jego struktury finansowej oraz prognoz generowania przychodów i kosztów operacyjnych podkreślono także inne elementy jakościowe i ilościowe, jakie są oceniane w projektach. Wśród nich wymieniano najważniejsze grupy ryzyka, w tym ryzyko konstrukcyjne (długość okresu konstrukcyjnego, skomplikowanie technologiczne, możliwość zastąpienia wykonawcy, opóźnienia w poszczególnych etapach), trudności w oszacowaniu przychodów w przypadku braku rozwiązania opłat za dostępność (a w przypadku ich zastosowania wiarygodność kredytową jednostki administracji publicznej), ryzyko operacyjne (determinowane oceną głównego operatora projektu).

Czynniki wpływające na atrakcyjność obligacji projektowych dla potencjalnych inwestorów

Pierwszym z czynników pozytywnie wpływających na atrakcyjność omawianego instrumentu będzie jego bezpieczeństwo. Według danych historycznych zgromadzonych przez agencje ratingowe projekty infrastrukturalne charakteryzują się małym odsetkiem niewypłacalności i wyższym poziomem odzyskania w razie zaistnienia upadłości w porównaniu z podobnymi długami przedsiębiorstw. Drugim czynnikiem jest to, że projekty infrastrukturalne wykazują małą korelację z innymi aktywami, co może być szczególnie istotne dla zarządzających dywersyfikacją ryzyka w portfelach inwestycyjnych.

Do czynników zewnętrznych negatywnie wpływających zaliczyć można zaostrożenie różnych regulacji sektora bankowego, jak chociażby zwiększenie wymogów kapitałowych czy wskaźników płynności, które skutkowałyby ograniczeniem akcji kredytowej banków lub nie kwalifikowałyby obligacji projektowych jako aktywów wystarczająco płynnych. Samo skomplikowanie działania instrumentu też może się odbić negatywnie na chęci inwestowania w niego.

Czynnikami osłabiającymi atrakcyjność obligacji projektowych jest też niepewność co do reakcji rynku na pojawienie się tego instrumentu, stworzenie płynności w jego obrocie oraz same kwestie techniczne, które jeszcze nie są doprecyzowane, jak np. kwestia kredytodawcy kontrolującego czy dokładne oprocentowanie poszczególnych części długu.

Podsumowanie

Infrastruktura determinuje rozwój gospodarczy w długim okresie. Jednocześnie projekty infrastrukturalne są bardzo kapitałochłonne i długie w realizacji, przez co też obciążone ryzykiem. Z tego wynikają trudności w pozyskaniu finansowania. Te aspekty zostały dostrzeżone w strategii „Europa 2020”, gdzie znalazła się inicjatywa obligacji projektowych.

Inicjatywa obligacji projektowych to nowatorskie zastosowanie instrumentów inżynierii finansowej do zwiększenia puli dostępnego finansowania infrastruktury. Poza swoim głównym celem, którym jest zapewnienie finansowania europejskich projektów infrastrukturalnych, może ona poprzez użycie technik sekurytyzacyjnych stworzyć w Europie płynny rynek dłużnych papierów wartościowych o długim terminie wykupu. Powodzenie inicjatywy polegające na znalezieniu inwestorów (jakimi mogłyby być fundusze emerytalne poszukujące aktywów długoterminowych) i realizacji projektów infrastrukturalnych służących Europie i jej wzrostowi zależy od dopracowania elementów szczegółowych i dalszej edukacji uczestników rynku na temat charakterystyki tego instrumentu finansowego.

Należy jednak pamiętać, że obligacje projektowe jako instrument dłużny przyczynią się do wzrostu mechanizmów zadłużeniowych.

Bibliografia

- Annual Growth Survey 2012, Annex, Progress Report on Europe 2020, COM(2011) 815.
- A pilot for Europe 2020 Project Bond Initiative – legislative proposal adopted by the Commission, MEMO/11/707.

- Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A Budget for Europe 2020, COM(2011) 500.
- 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, COM(2011) 660.
- 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.
- 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.
- Credit FAQ – How Europe’s Initiative To Stimulate Infrastructure Project Bond Financing Could Affect Ratings*, Standard & Poor’s, 2011.
- Fitch Comments on EU Project Bond Initiative*, FitchRatings, 27 kwietnia 2011 r.
- Infrastructure to 2030. Volume 2. Mapping Policy for Electricity, Water and Transport*, OECD, 2007.
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Decision No 1639/2006/EC establishing a Competitiveness and Innovation Framework Programme (2007–2013) and Regulation (EC) No 680/2007 laying down general rules for the granting of Community financial aid in the field of the trans-European transport and energy networks, COM(2011) 659.
- Special Comment – Europe 2020 Project Bond Initiative: Capable of credit-enhancing PFI/PPP project bonds from low investment grade to single-A ratings, Moody’s Investor Service, 2011.
- The Euro Area Bank Lending Survey January 2012*, ECB, 2012.