

Blandyna Puszer

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

OBLIGACJE PROJEKTOWE JAKO INNOWACYJNY INSTRUMENT FINANSOWANIA STRATEGICZNYCH PROJEKTÓW W RAMACH UE

Wprowadzenie

Do niedawna europejski rynek finansujący strategiczne projekty był w dużym stopniu zależny od finansowania typu *project finance* przyznawanego przez banki komercyjne lub publiczne instytucje finansowe (np. EBI). Od momentu wystąpienia kryzysu finansowego zabezpieczenie finansowania ze strony banków komercyjnych stało się trudniejsze, a warunki udzielania pożyczek (np. wylicena, okres zapadalności, wielkość pożyczki) uległy znacznemu pogorszeniu. Poza tym coraz więcej krajów walczy z nadmiernymi deficytami finansów publicznych państw, trudno jest więc 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 poszerzą dostępną pulę finansowania pożądaných projektów. Pojęcia innowacyjne instrumenty finansowe (IIF) używa się w nomenklaturze unijnej dla określenia instrumentów finansowych wykorzystywanych przy transferze środków z budżetu unijnego, innych niż dotacje, m.in. pożyczek (*loans*), poręczeń (*guarantees*), inwestycji kapitałowych (*equity or quasi-equity investments or participations*) lub innych instrumentów wysokiego ryzyka (*risk-bearing instruments*), stosowanych również w połączeniu z dotacjami. Innowacyjne instrumenty finansowe obejmują instrumenty zapewniające kapitał wysokiego ryzyka/kapitał własny lub instrumenty dłużne (np. pożyczki lub gwarancje dla pośredników, którzy zapewniają finansowanie licznym beneficjentom końcowym borykającym się z trudnościami w dostępie do

finansowania lub podział ryzyka z instytucjami finansowymi w celu zwiększenia wielkości finansowania, a tym samym wpływu interwencji finansowanych z budżetu UE¹. Celem ich wprowadzania jest zwiększenie dostępu przedsiębiorstw produkcyjnych i usługowych oraz innych organizacji do różnych źródeł i form finansowania². W kontekście finansowania strategicznych projektów mówi się o stworzeniu i wprowadzeniu innowacyjnego instrumentu finansowego tzw. obligacji projektowych (*project bonds*). Celem niniejszego artykułu jest wyjaśnienie istoty działania obligacji projektowych jako instrumentu finansowania strategicznych projektów (infrastruktury).

1. Usytuowanie inicjatywy obligacji projektowych w kontekście polityki unijnej i kwestii budżetowych

Rola inwestycji infrastrukturalnych dostrzegana jest przez instytucje Unii Europejskiej. W związku z tym Komisja Europejska w czerwcu 2011 r. przyjęła propozycje kolejnej wieloletniej ramy finansowej na lata 2014-2020, w której jedną z decyzji w niej zawartych jest zintegrowanie wydatków na infrastrukturę rozumianą jako transport, energetyka oraz ICT (*information and communication technologies*). W tym celu ustanowiono instrument „Łącząc Europę” (*Connecting Europe Facility*, CEF), z którego finansowane będą określone wcześniej priorytetowe przedsięwzięcia infrastrukturalne w dziedzinie transportu, energii i technologii informacyjno-komunikacyjnych (zarówno w zakresie infrastruktury fizycznej, jak i informatycznej). CEF będzie wykorzystywać dotacje i instrumenty finansowe, uwzględniając odpowiednio ich mocne strony. Wśród instrumentów znajdą się zarówno instrumenty kapitałowe, jak i instrumenty oparte na podziale ryzyka. Inicjatywa w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020” będzie jednym z wielu instrumentów opartych na podziale ryzyka, na których instrument „Łącząc Europę” może się opierać w celu pozyskania prywatnych źródeł finansowania projektów³. Inicjatywa obligacji projektowych ma być elementem uzupełniającym system finansowania projek-

¹ Ramy dla nowej generacji innowacyjnych instrumentów finansowych – unijnych platform instrumentów kapitałowych i dłużnych, Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela Bruksela, dnia 19.10.2011 KOM(2011) 662, s. 6.

² Innowacyjne instrumenty finansowe w politykach UE. Dotychczasowe doświadczenia i wnioski dla projektowania PROW 2014-2020, FAPA/SAEPR Warszawa 2012, s. 4.

³ 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, nr 660, s. 2.

tów infrastrukturalnych oraz nie ma na celu zastąpienia dotychczas stosowanych metod, tj. dotacji bezpośrednich czy długoterminowych pożyczek bankowych.

Należy podkreślić, że inicjatywa obligacji projektowych jest elementem strategii „Europa 2020” przyjętej przez Radę Europejską w czerwcu 2010 r. Strategia ta stawia przed Europą ambitne cele wymagające znaczących nakładów inwestycyjnych, w szczególności na infrastrukturę. Zdefiniowano w nim 7 inicjatyw przewodnich, wśród których m.in. 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 telekomunikacji⁴.

Komisja Europejska szacuje, że dla spełnienia celów określonych w strategii „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. Z powyższego faktu wynika, że osiągnięcie celów określonych w strategii wymaga ponadprzeciętnych wysiłków, zastanowienia się nad sposobami finansowania projektów infrastrukturalnych. Na sumę 1,5-2 bln euro składają się przede wszystkim:

- transport – ok. 500 mld euro potrzebne głównie w ramach budowy transeuropejskich sieci transportowych (TEN-T),
- energia – ok. 600 mld euro potrzebne na sieci dystrybucji i transmisji i ok. 500 mld euro na budowę i modernizację urządzeń generujących moce wytwórcze,
- ICT – ok. 268 mld euro na zapewnienie dostępu do szybkiego szerokopasmowego internetu mieszkańcom Unii Europejskiej⁵.

Wartość dodana inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach „Europa 2020” może być rozpatrywana w dwóch podstawowych płaszczyznach. Po pierwsze, ma ona przyciągnąć i usprawnić finansowanie projektów przez sektor prywatny. Instrumenty te będą mogły ograniczyć wpływ konkretnych przeszkód, które uniemożliwiają swobodny przepływ finansowania dłużnego i kapitałowego, a jednocześnie pozwolą podmiotom sektora prywatnego na podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Po drugie, inicjatywa ta powinna umożliwić stworzenie w Europie płynnego rynku obligacji o bardzo długim terminie zapadalności. Obecnie w Europie nie istnieje prawdziwy rynek obligacji projektowych, obligacje takie umożliwi-

⁴ 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, nr 1239, s. 2-3.

⁵ K. Żywno: *Obligacje projektowe jako innowacyjny mechanizm finansowania infrastruktury w Unii Europejskiej*. „Studia BAS” 2012, nr 3, s. 210.

łyby pogodzenie oczekiwań inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń, które potrzebują długoterminowych aktywów, aby pokryć swoje długoterminowe zobowiązania, z długoterminowymi potrzebami w zakresie finansowania projektów.

Długoterminowym celem inicjatywy jest wspieranie procesu integracji europejskich rynków kapitałowych oraz ich dalszego rozwoju, a także utworzenie nowej klasy aktywów obejmującej europejskie obligacje projektowe poprzez dążenie do ustandaryzowania warunków mających do nich zastosowanie. Umożliwi to również łatwiejsze wprowadzanie inicjatyw sektora prywatnego na rynek⁶.

2. Założenia inicjatywy obligacji projektowych

Inicjatywa w zakresie obligacji projektowych ma stać się konkretnym narzędziem umożliwiającym przyczynianie się do ożywienia gospodarczego po wyjściu z kryzysu. Jest ona modelem finansowania projektów infrastrukturalnych, który polega na:

- emitowaniu przez prywatne lub publiczno-prawne spółki projektowe obligacji na rynkach finansowych, służących finansowaniu infrastruktury („obligacje projektowe),
- udzielaniu przez EBI ograniczonych gwarancji płatności lub kredytów, mających zachęcić prywatnych inwestorów do kupowania wspomnianych obligacji⁷.

„Obligacje projektowe” to obligacje, których spłata oparta jest na przepływach finansowych konkretnego projektu inwestycyjnego, wyodrębnione z całego bilansu firmy bądź instytucji sponsorującej projekt. W projektach infrastrukturalnych organizowanych i finansowanych przez firmy prywatne instrument ten wykorzystywany jest przede wszystkim w formule „Project Finance”, gdzie finansowanie dla projektu inwestycyjnego pozyskiwane jest przez spółkę celową (ProjectCo, SPV), założoną wyłącznie dla realizacji danego projektu. Tak więc termin obligacje projektowe odnosi się w kontekście inicjatywy UE i EBI do obligacji emitowanych przez prywatne spółki projektowe przy wsparciu finansowym lub gwarancyjnym udzielanym przez EBI⁸.

⁶ 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, nr 660, s. 5-6.

⁷ B. Langer, M. Schwenke: *EU support for Project Bonds*. CEP 18.04.2011. www.cep.eu

⁸ K. Szymański: *Unia Europejska testuje nową formułę inwestowania*. „Obserwator Finansowy” z 30.09.2013. www.obserwatorfinansowy.pl

Prace nad inicjatywą obligacji projektowych trwały prawie trzy lata. Po raz pierwszy o zamiarze wdrożenia obligacji projektowych poinformował oficjalnie przewodniczący Komisji Europejskiej Jose Barroso 7 września 2010 r. Idea wsparcia dla inwestycji infrastrukturalnych poprzez podnoszenie standingu kredytowego projektów nie była już wtedy dla instytucji Unii Europejskiej czymś nowym. Prekursorem obligacji projektowych stał się w szczególności instrument gwarancyjny ustanowiony w czerwcu 2007 r. dla wsparcia kluczowych projektów Transeuropejskich Sieci Transportowych (*Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Project* – LGTT). Dalsze prace nad inicjatywą zaprezentowano w tabeli 1.

Komisja Europejska zaproponowała dla programu obligacji projektowych sprawdzoną formułę współpracy pomiędzy Unią Europejską a EBI w zakresie podziału ról odgrywanych w programie oraz podziału ryzyka finansowego (*risk-sharing*).

Tabela 1

Rozwój inicjatywy obligacji projektowych

Data	Opis
28.02.2011	Opublikowanie przez Komisję Europejską roboczego dokumentu konsultacyjnego na temat obligacji projektowych – Stakeholder consultation paper on the Europe 2020 Project Bond Initiative.
11.04.2011	Zorganizowanie w Brukseli konferencji poświęconej tej inicjatywie.
02.05.2011	Zakończenie konsultacji publicznych.
31.08.2011	Po wysłuchaniu Rady Oceny Oddziaływania (<i>Impact Assessment Board</i>), a także na bazie opinii wydanej przez Radę przygotowano raport oddziaływania tej inicjatywy (<i>Impact Assessment Report</i>). Ustalono, że w latach 2012-2013, czyli przed kolejną wieloletnią ramą finansową na lata 2014-2020, zostanie wprowadzony pilotaż programu inicjatywy obligacji projektowych.
19.11.2011	Przedstawienie przez Komisję Europejską dopracowanej koncepcji obligacji projektowych. Komisja zaproponowała przeprowadzenie pilotażu nowego instrumentu w końcowym okresie obecnej perspektywy finansowej na lata 2007-2013, a następnie pełne wdrożenie w okresie nowej perspektywy w latach 2014-2020.
11.07.2012	Przyjęcie oficjalnego aktu prawnego ustanawiającego fazę pilotażową inicjatywy oraz zatwierdzenie alokacji budżetowej w wysokości 230 mln euro.
07.10.2012	Podpisanie porozumienia o współpracy między Komisją Europejską a EBI, określającego szczegółowe zasady podziału ryzyka między obiema instytucjami. Ta data jest traktowana jako moment rozpoczęcia fazy pilotażowej programu.
Grudzień 2012	Opublikowanie przez EBI po zawarciu porozumienia z UE materiału na temat inicjatywy obligacji projektowych, który jest traktowany jako oficjalne i definitywne źródło informacji na temat programu.

Źródło: K. Szymański: *Unia Europejska testuje nową formułę inwestowania*. „Obserwator Finansowy” z 30.09.2013. www.obserwatorfinansowy.pl

Zgodnie z tą formułą, Komisja Europejska określa kształt inicjatywy na poziomie politycznym (w tym jej związek z szerszymi programami gospodarczymi Unii), co powoduje wydanie niezbędnych aktów prawnych przez Parlament Eu-

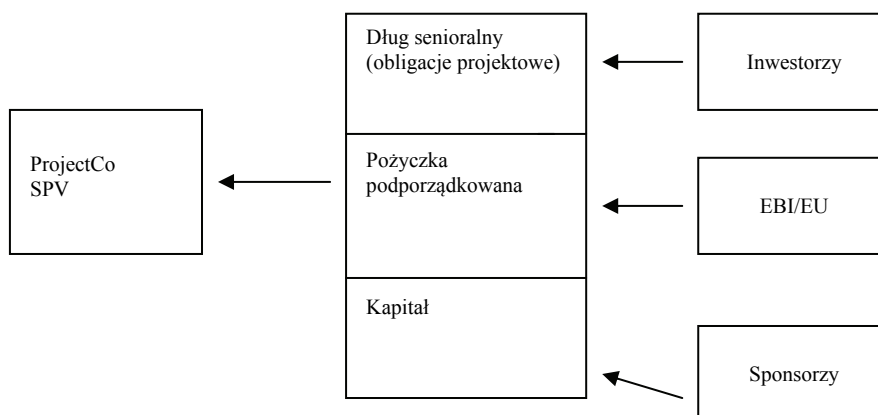
ropejski i Radę UE. Zapewnia także wkład finansowy z unijnego budżetu dla pokrycia uzgodnionej z EBI części ryzyka programu. Natomiast EBI jest partnerem programu na poziomie operacyjnym, selekcionuje i analizuje projekty pod kątem kryteriów programu, przyjmuje bezpośrednie zaangażowanie kredytowe lub gwarancyjne w projekty oraz ponosi rezydualny koszt ryzyka związanego z udzielonym wsparciem (ponad koszt pokryty przez budżet UE)⁹.

Istotą inicjatywy obligacji projektowych jest transzowanie długu, które 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 spłaty¹⁰.

Inicjatywę opracowano na podstawie koncepcji podziału ryzyka, dlatego Komisja Europejska będzie kontynuować współpracę z EBI, w ramach której EBI może pełnić rolę dostawcy długu podporządkowanego (rys. 1) lub gwaranta projektu (rys. 2).

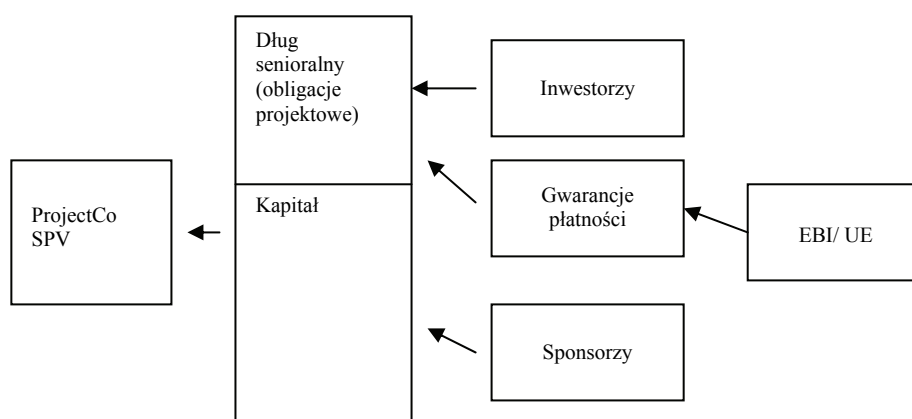
⁹ Ibid.

¹⁰ K. Żywno: Op. cit., s. 215.



Rys. 1 Obligacje projektowe UE – struktura długu podporządkowanego

Źródło: Special Comment – Europa 2020 Project Bond Initiative, Capable of Credit-Enhancing PFI/PPP Project Bonds from Low Investment-grade to Single-A Ratings. Moody's Investor Servis, 2011, s. 5.



Rys. 2. Obligacje projektowe UE – gwarancje płatności

Źródło: Ibid., s. 8.

Wsparcie jakości kredytowej¹¹ zapewniane przez EBI poprzez inicjatywę w zakresie obligacji projektowych ma za zadanie wypełnić lukę pomiędzy zazwyczaj niskimi ratingami klasy inwestycyjnej projektów infrastrukturalnych finansowanych ze środków prywatnych a wyższymi ratingami oczekiwanymi przez

¹¹ Jakość kredytowa – wiarygodność kredytowa, ocenia pod kątem wiarygodności finansowej emitenta oraz warunków panujących na rynku.

inwestorów. Rozszerzyłyby to wachlarz dostępnych źródeł finansowania i powinno wydłużyć terminy zapadalności oraz zmniejszyć koszty finansowania¹².

Projekty infrastrukturalne cechują się wysokimi kosztami inwestycji i niepewną perspektywą bieżących dochodów, rozłożonych (być może) na dziesięciolecia, związku z tym nabycie obligacji projektowych oznacza dla prywatnych inwestorów podjęcie poważnego ryzyka. Ryzyko staje się mniejsze, jeśli część bieżących dochodów zostanie zabezpieczona gwarancjami spłaty. Prowadzić to będzie do uzyskania przez obligacje projektowe lepszych ocen ratingowych. W przeszłości podmioty zabezpieczające obligacje, znane jako „monoline”, wystawiały gwarancje spłaty obligacji projektowych w zależności od premii za ryzyko. W efekcie finansowego kryzysu w 2008 r. model biznesowy ubezpieczeń typu monoline „załamał się”. W ich miejsce Komisja zaproponowała wprowadzenie gwarancji spłaty (lub kredytów) udzielanych przez EIB. EIB przyznaje gwarancję spłaty obejmującą cały okres funkcjonowania obligacji w zależności od wysokości premii za ryzyko a suma gwarantowana nie może przekraczać 20% sumy inwestycji. Gwarancje te mają zagwarantować uzyskanie przez obligacje projektowe ocen ratingowych „w okolicach oceny A” („poziom inwestycyjny”). Uruchomienie gwarancji następuje wówczas, gdy obligacje nie mogą być obsługiwane z bieżących dochodów „z jakiegokolwiek powodu”, wtedy obligatariusze korzystają z gwarancji spłaty udzielonych przez EIB do maksymalnej, wcześniej ustalonej sumy gwarancyjnej, a partnerzy w spółce projektowej nie uczestniczą w jakiegokolwiek wypłacie zysku do momentu, aż gwarancje spłaty zapewnione przez EIB nie zostaną w pełni zrekomensowane. Zamiast wystawiać stałą gwarancję, EIB może udzielić spółce projektowej kredytu w wysokości do 20% sumy inwestycji. Unia Europejska dzieli ryzyko niespłacenia zobowiązań z EIB, ponieważ UE wystawia bowiem gwarancje spłaty dla EIB do wysokości jego udziałów w ryzyku niespłacenia zobowiązań¹³. Wkład UE w instrument w postaci obligacji projektowych służy częściowemu przejęciu dodatkowego ryzyka ponoszonego przez EBI w związku z jego udziałem w transakcjach, które są bardziej ryzykowne niż standardowe transakcje, poprzez pokrycie pierwszych strat w ramach portfela projektów, do pewnej maksymalnej kwoty. Jednak projekty muszą spełniać unijne wytyczne dotyczące kryteriów kwalifikowalności w każdym z wyżej wymienionych trzech sektorów, muszą generować stabilne i dostatecznie wysokie przepływy pieniężne, a także być racjonalne z ekonomicznego punktu widzenia oraz wykonalne pod względem technicznym¹⁴.

¹² Okresowe sprawozdanie z okresu pilotażowego Inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach Strategii „Europa 2020”. Sprawozdanie Komisji Europejskiej Bruksela, 19.12.2013 COM(2013) 929, s. 7.

¹³ B. Langer, M. Schwenke: *EU support for Project Bonds*. CEP 18.04.2011. www.cep.eu

¹⁴ Ibid.

3. Obligacje projektowe jako alternatywne źródło finansowania dla partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP)

Do niedawna europejski rynek partnerstwa publiczno-prywatnego¹⁵ był w znacznym stopniu zależny od finansowania typu project finance przyznawanego przez banki komercyjne lub publiczne instytucje finansowe (np. EBI). Od momentu wystąpienia kryzysu finansowego zabezpieczenie finansowania ze strony banków komercyjnych stało się trudniejsze, a warunki udzielania pożyczek uległy pogorszeniu, co wpłynęło na możliwość zabezpieczenia pożyczek na realizację projektów PPP oraz na stosunek ich ceny do jakości. Europejskie potrzeby inwestycyjne w ramach PPP są olbrzymie. Sfinansowanie realizacji koniecznych inwestycji wyłącznie środkami publicznymi nie byłoby możliwe nawet w okresie dobrej kondycji finansów publicznych w krajach unijnych. Tymczasem większość państw członkowskich zarówno obecnie, jak i w perspektywie kilku najbliższych lat będzie miała ograniczone możliwości ponoszenia bezpośrednich wydatków związanych z finansowaniem bardzo kapitałochłonnych inwestycji w infrastrukturę publiczną. Jest to, w pierwszej kolejności, pochodna trwającego już od kilku lat kryzysu finansów publicznych, który dotknął państwa członkowskie i doprowadził do konieczności podjęcia przez nie pilnych działań, mających na celu ograniczenie poziomu zadłużenia oraz deficytu publicznego. Od 2008 r. źródłem finansowania projektów infrastrukturalnych przestały być także rynki kapitałowe. W przeszłości, w związku z pozyskiwaniem finansowania dla wybranych projektów infrastrukturalnych realizowanych w Europie (szczególnie projektów o znacznej wartości), spółki projektowe sięgały po fundusze inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne czy zakłady ubezpieczeń. Dokonywały tego emitując obligacje, które uzyskiwały odpowiedni rating inwestycyjny dzięki gwarancjom udzielanym przez wyspecjalizowane firmy ubezpieczeniowe (tzw. monolines). Ze względu na zaprzestanie działalności przez monolines, spółki projektowe w praktyce utraciły zdolność pozyskiwania finansowania na rynkach kapitałowych w drodze emisji obligacji (obligacje emitowane przez spółki projektowe realizujące projekty inwestycyjne miały zbyt niski rating inwestycyjny, aby mogły być nabywane przez inwestorów instytucjonalnych)¹⁶.

¹⁵ Partnerstwo publiczno-prywatne (*public-private partnerships*), czyli współpraca pomiędzy jednostkami administracji publicznej i samorządowej a podmiotami prywatnymi w sferze usług publicznych.

¹⁶ M. Bejm: *Project Bond Initiative – obligacje emitowane przez spółkę projektową*. „Biuletyn Partnerstwa Publiczno-Prywatnego” 2013, nr 6, s. 32-33.

W związku z powyższą sytuacją, finansowanie z wykorzystaniem obligacji projektowych może odegrać istotną rolę w zmniejszaniu luki finansowej występującej w przypadku inwestycji infrastrukturalnych. Obligacje projektowe mogą być emitowane przez przedsiębiorstwa odpowiedzialne za dany projekt PPP (spółki specjalnego przeznaczenia), a kupowane przez inwestorów instytucjonalnych (np. fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń). Obligacje mogą być zbywalne na rynkach wtórnych. O ile finansowanie z wykorzystaniem obligacji projektowych odgrywa istotną rolę na niektórych rynkach PPP poza Europą (np. w Kanadzie), natomiast te obligacje wciąż nie są wykorzystywane w Europie na szerszą skalę i stanowią źródło wielu problemów, w szczególności dla zamawiających, prowadzących działania w fazie realizowania zamówień publicznych dla projektu. Sektor publiczny odgrywa kluczową rolę w ułatwianiu korzystania z obligacji projektowych w ramach PPP¹⁷.

Rozważając możliwość wprowadzenia finansowania z wykorzystaniem obligacji jako alternatywnego źródła finansowania dla PPP, należy wziąć pod uwagę wiele właściwości tego finansowania, w tym: ryzyko związane z terminem zapadalności/refinansowaniem, wycenę, jakość kredytową, wielkość transakcji, koszty wstępne, możliwość dostarczenia obligacji oraz wątpliwości związane z wyceną, koszty przeniesienia, zapisy dotyczące rozwiązania umowy, wierzyciela kontrolującego¹⁸.

Można stwierdzić, że obligacje projektowe poszerzą katalog potencjalnych źródeł finansowania spółki projektowej także w związku z realizacją projektów partnerstwa publiczno-prywatnego. Wydaje się jednak, że obligacje te odegrają istotną rolę jako instrument wspierający pozyskiwanie finansowania oraz obniżający koszty tego finansowania w projektach partnerstwa publiczno-prywatnego realizowanych w Unii Europejskiej. Trzeba pamiętać, iż konieczność poniesienia dodatkowych kosztów związanych z wprowadzeniem do projektu, jako dodatkowej opcji finansowania, obligacji kierowanych do inwestorów instytucjonalnych (np. wynikających z pozyskania przez obligacje ratingu inwestycyjnego) powoduje, iż tego rodzaju rozwiązanie ma uzasadnienie jedynie w przypadku realizacji projektów inwestycyjnych o bardzo dużej wartości (rzędu kilkuset milionów euro). Na rynku unijnym dominują i prawdopodobnie będą dominować w kolejnych latach projekty dotyczące modernizacji lub budowy dróg publicznych o charakterze lokalnym lub regionalnym, projekty w sektorze ochrony środowiska, projekty dotyczące miejskich systemów transportowych czy wreszcie projekty dotyczące tzw. infrastruktury socjalnej (budowa i moder-

¹⁷ *Finansowanie PPP z wykorzystaniem obligacji projektowych*. Platforma Partnerstwa Publiczno-Prywatnego, 2012, s. 3.

¹⁸ *Ibid.*, s. 4-5.

nizacja szkół, szpitali, budynków komunalnych). Jak pokazuje dotychczasowa praktyka rynkowa, będą to najczęściej projekty o znacznej wartości nakładów, jednak należy pamiętać, iż czynnikiem pobudzającym obecnie aktywność rynku partnerstwa publiczno-prywatnego jest konieczność pilnego zrealizowania wielu inwestycji w infrastrukturę publiczną¹⁹.

4. Działania pilotażowe inicjatywy obligacji projektowych

Wprowadzenie innowacyjnego instrumentu jakim są obligacje projektowe jest czasochłonne, dlatego ustanowiono pilotażowy etap tej inicjatywy z budżetem unijnym w wysokości 230 mln EUR, aby zainteresowane strony mogły zapoznać się z nowym instrumentem na podstawie konkretnych transakcji przeprowadzonych w czasie takiego wstępnego etapu realizacji programu. Etap pilotażowego rozpoczął się 7 listopada 2012 r., projekty mogą być zatwierdzone przez EBI do 31 grudnia 2014 r., a ich zamknięcie finansowe musi nastąpić przed 31 grudnia 2016 r. W związku z tym, że faza pilotażowa przypada 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 fazy pilotażowej inicjatywy obligacji projektowych ma wynieść do 230 mln euro. W tym celu nastąpiła zmiana regulacji dotyczących finansowania sieci transeuropejskich sieci oraz programu „Konkurencji i innowacyjności”, a podział środków jest następujący:

- 200 mln euro poprzez realokację środków finansowych z TEN-T (a dokładniej głównie z części przeznaczanej na LGGT),
- 10 mln euro z pozycji w budżecie TEN-E pierwotnie przewidzianej do wykorzystania wyłącznie na dotacje,
- 20 mln euro z CIP (a dokładniej z części przeznaczanej na ICT)²⁰.

Podczas pierwszego roku funkcjonowania etapu pilotażowego Rada EBI zatwierdziła 8 projektów jako potencjalnych beneficjentów inicjatywy obligacji projektowych. Wśród projektów znajdują się projekty dotyczące budowy autostrad w kilku państwach członkowskich, przyłączenia do sieci morskich farm wiatrowych w Niemczech i Wielkiej Brytanii oraz budowy obiektów do maga-

¹⁹ M. Bejm: Op. cit., s. 34-35.

²⁰ *A Pilot for Europe 2020 Project Bond Initiative – Legislative Proposal Adopted by the Commission*. „MEMO” 2011, nr 707, s. 3.

zynowania gazu we Włoszech i Hiszpanii. Wykaz projektów zatwierdzonych przez EBI do grudnia 2013 r. przedstawia tabela 2. EBI prowadzi również aktywnie prace nad wykonalnym harmonogramem realizacji projektów dotyczących sieci szerokopasmowych.

Tabela 2

Wykaz projektów zatwierdzonych przez EBI w ramach inicjatywy obligacji projektowych

Polityka	Projekt	Kraj	Spodziewana wielkość instrumentu wspierającego jakość kredytową (w mln EUR)
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	Włochy	200
TEN-T	Autostrada	Słowacja	200
TEN-E	Przyłączenie do sieci kilku morskich farm wiatrowych	Niemcy	170
OGÓLEM			1390

Źródło: *Report from the Commission, Interim Report on the Pilot Phase of the of the Europe 2020 Project Bond Initiative*. COM 2013, nr 929, s. 8.

EBI wybrał na debiut inicjatywy obligacji projektowych hiszpański Projekt Castor, obejmujący budowę i eksploatację wielkiej instalacji przechowywania gazu ziemnego, zlokalizowanej pod dnem Morza Śródziemnego w pobliżu delty rzeki Ebro na wybrzeżu południowej Katalonii. Obligacje projektowe o wartości 1,4 mld EUR z terminem zapadalności w grudniu 2034 r. wyemitowano w lipcu 2013 r., z kuponem na poziomie 5,756%. Agencja Standard & Poor's przyznała obligacjom rating „BBB”. W obligacje zaangażowało się 30 inwestorów, przy czym ubezpieczyciele i fundusze emerytalne wykupiły ponad 60% emisji, a wśród pozostałych inwestorów znalazły się agencje, zarządzający funduszami i banki (jedynie 4%). Obligacje wyemitowała Watercraft Capital, spółka celowa z siedzibą w Luksemburgu. W ramach inicjatywy w zakresie obligacji projektowych wsparto również emisję obligacji o wartości 305 mln GBP, z kuponem o stałym oprocentowaniu w wysokości 4,137% i terminem zapadalności 29 listopada 2032 r., dla projektu Greater Gabbard OFTO realizowanego w Wielkiej Brytanii, który obejmuje zasoby do przesyłania energii elektrycznej w ramach

morskich farm wiatrowych do sieci energetycznej Wielkiej Brytanii na lądzie. Agencja Moody's przyznała emisji rating A3, przy stabilnych perspektywach²¹.

W ramach partnerstwa publiczno-prywatnego przewidziany jest projekt A11 Brugge – projekt budowy nowej autostrady łączącej port w Zeebrugge z drogą E40 do Gandawy i E34 do Antwerpii, co poprawi połączenie między portem a Brugią, a także połączenia turystyczne z wybrzeżem belgijskim, w szczególności z Knokke i Blankenberge. Prace nad strukturą finansowania A11, mają zakończyć się w 2014 r., pod warunkiem zakończenia negocjacji i zatwierdzenia projektu przez instytucje zamawiające. Projekt budowy A11 jest pierwszym transportowym projektem TEN-T w ramach inicjatywy w zakresie obligacji projektowych oraz pierwszą transakcją „od podstaw”. Oczekuje się, że wartość 575 mln EUR obligacje otrzymają wsparcie w wysokości około 114 mln EUR w ramach niefinansowanego instrumentu PBCE (wsparcie jakości kredytowej za pomocą obligacji projektowych – *Project Bond Credit Enhancement*) w postaci podporządkowanej akredytywy wystawionej przez EBI²².

Faza pilotażowa będzie miała na celu zdefiniowanie parametrów dla inicjatywy obligacji projektowych na lata po 2013 r., a szczególnie określenie wymogów budżetowych na kolejną wieloletnią ramę finansową.

5. Dylematy związane z inicjatywą obligacji projektowych

Celem inicjatywy obligacji projektowych jest zapewnienie konkretnego narzędzia umożliwiającego przyczynienie się do ożywienia gospodarczego po wyjściu z kryzysu. Inicjatywa ta ma dwa główne cele:

- stymulowanie inwestycji w projekty o dużym znaczeniu dla Europy, realizowane w sektorze transeuropejskich sieci transportowych, energetycznych i szerokopasmowych o wyraźnej europejskiej wartości dodanej, tym samym wspierając wzrost inwestycji do poziomów sprzed kryzysu,
- ułatwienie zwiększenia udziału inwestorów instytucjonalnych w finansowaniu długoterminowym wykonalnych z ekonomicznego punktu widzenia projektów w tych sektorach, za pomocą rynków dłużnych instrumentów kapitałowych²³.

²¹ *Report from the Commission, Interim Report on the Pilot Phase of the of the Europe 2020 Project Bond Initiative*. COM 2013, nr 929, s. 10.

²² *Okresowe sprawozdanie z okresu pilotażowego Inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach Strategii „Europa 2020”*. Sprawozdanie Komisji Europejskiej Bruksela, 19.12.2013 r. COM(2013) 929, s. 11.

²³ *Report from the Commission...*, op. cit., s. 7.

Inicjatywa obligacji projektowych stwarza szansę na zwiększenie udziału sektora prywatnego w finansowaniu strategicznych projektów UE, co staje się szczególnie ważne w warunkach ograniczonych zasobów publicznych w następstwie kryzysu finansowego. Inicjatywa odnosi się do projektów o relatywnie wysokim ryzyku inwestycyjnym, dlatego w ramach niej EBI oraz Komisja Europejska będą wierzycielami podporządkowanymi, co oznacza, że dług publiczny będzie zaspokajany za długiem senioralnym.

Emisja obligacji projektowych może stać się interesującą propozycją finansowania strategicznych projektów przy założeniu, że stanowić ona będzie rozwiązanie komplementarne wobec dostępnego do tej pory finansowania. Emisja nie powinna doprowadzić do ograniczenia puli środków dostępnych w budżecie UE oraz w EBI. Niezbędne jest zatem uzyskanie zapewnienia, że środki przeznaczone na ten cel nie zmniejszą puli tradycyjnych instrumentów, które są sprawdzone i efektywne²⁴.

Istotne jest także zapewnienie odpowiedniej kontroli nad wykorzystaniem środków przez prywatnych inwestorów (nie mniejszej niż nad tradycyjnymi środkami wydawanymi z budżetu UE). Mechanizmy kontrolne powinny zostać dostosowane do oceny ryzyka wdrożenia instrumentów finansowych oraz zapewniać efektywność ich implementacji.

Warto zauważyć, że obligacje projektowe w praktyce będą mogły być stosowane tylko w przypadku projektów charakteryzujących się odpowiednią rentownością. Projekty, które ze względu na swoją specyfikę nie będą generować odpowiednich dochodów w okresie ich eksploatacji zostaną zmuszone do korzystania z tradycyjnych form finansowania. Ponadto, istnieje istotne ryzyko, iż beneficjentami tych instrumentów będą przede wszystkim państwa charakteryzujące się wysokim rozwojem rynków kapitałowych oraz infrastruktury, a tym samym znacznym udziałem sektora prywatnego w finansowaniu tych przedsięwzięć, dlatego też powinny zostać wprowadzone odpowiednie modyfikacje, które zminimalizują takie ryzyko oraz umożliwią zastosowanie instrumentu obligacji projektowych w państwach o niższym ratingu. Poza tym obligacje projektowe mogą stać się potencjalną konkurencją dla krajowych papierów wartościowych, związku z tym powinno się ocenić jej konsekwencje. Skala konkurencji będzie uzależniona od wartości oraz koincydencji terminów emisji obligacji²⁵.

²⁴ A. Krysiak: *Emisja euroobligacji jako sposób finansowania strategicznych projektów w ramach Unii Europejskiej*. W: *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza euro?* Red. K. Opolski, J. Górski. UW, Warszawa 2012, s. 185.

²⁵ *Odpowiedź Polski na dokument konsultacyjny w sprawie inicjatywy dotyczącej obligacji projektowych Europa 2020*. www.ec.europa.eu/economy_finance/article

Czynnikami wpływającymi na atrakcyjność obligacji projektowych są: 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, zaostrenie regulacji sektora bankowego (zwiększenie wymogów kapitałowych czy wskaźników płynności), bezpieczeństwo tego instrumentu.

Podsumowanie

Inicjatywa obligacji projektowych to nowatorski instrument służący do zwiększenia puli dostępnego finansowania infrastruktury. Poza swoim głównym celem, inicjatywa ta może poprzez użycie technik sekurytyzacyjnych stworzyć w Europie płynny rynek dłużnych papierów wartościowych o długim terminie wykupu. Jej powodzenie, 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 również wskazać na fakt, że obligacje projektowe jako instrument dłużny przyczynią się do wzrostu mechanizmów zadłużeniowych.

Bibliografia

- A Pilot for Europe 2020 Project Bond Initiative – Legislative Proposal Adopted by the Commission.* „MEMO” 2011, nr 707.
- Bejm M.: *Project Bond Initiative – obligacje emitowane przez spółkę projektową.* „Biuletyn Partnerstwa Publiczno-Prywatnego” 2013, nr 6.
- 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, nr 660.
- 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, nr 1239.
- Finansowanie PPP z wykorzystaniem obligacji projektowych.* Platforma Partnerstwa Publiczno-Prywatnego, 2012.

- Innowacyjne Instrumenty Finansowe w politykach UE. Dotychczasowe doświadczenia i wnioski dla projektowania PROW 2014-2020.* FAPA/SAEPR, Warszawa 2012.
- Krysiak A.: *Emisja euroobligacji jako sposób finansowania strategicznych projektów w ramach Unii Europejskiej.* W: *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza euro?* Red. K. Opolski, J. Górski. UW, Warszawa 2012.
- Langer B., Schwenke M.: *EU Support for Project Bonds.* CEP 18.04.2011. www.cep.eu
- Okresowe sprawozdanie z okresu pilotażowego Inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach Strategii „Europa 2020”.* Sprawozdanie Komisji Europejskiej, Bruksela 19.12.2013 r. COM(2013) 929.
- Ramy dla nowej generacji innowacyjnych instrumentów finansowych – unijnych platform instrumentów kapitałowych i dłużnych. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, Bruksela 19.10.2011 KOM(2011) 662.
- Report from the Commission, Interim Report on the Pilot Phase of the of the Europe 2020 Project Bond Initiative.* COM 2013, nr 929.
- Special Comment – Europa 2020 Project Bond Initiative, Capable of Credit – Enhancing PFI/PPP Project Bonds from Low Investment-grade to Single-A Ratings. Moody’s Investor Servis, 2011.
- Szymański K.: *Unia Europejska testuje nową formułę inwestowania.* „Obserwator Finansowy” z 30.09.2013. www.obserwatorfinansowy.pl
- Żywno K.: *Obligacje projektowe jako innowacyjny mechanizm finansowania infrastruktury w Unii Europejskiej.* „Studia BAS” 2012, nr 3.

PROJECT BONDS AS AN INNOVATIVE INSTRUMENTS FOR FINANCING STRATEGIC PROJECTS WITHIN THE EU

Summary

In the context of financing strategic projects speaks about the creation of project bonds. The instrument of project bonds provides an opportunity to increase private sector participation in the financing of strategic projects of the European Union, which is especially important in conditions of limited public resources as a result of the financial crisis. This initiative is directed to projects with relatively high investment risk, under which the EIB and the European Commission will be subordinated creditors, which means that the public debt will be satisfied for the debt senior. This article provides a general overview of the concept of project bonds, describe the idea of project bonds within the framework of EU policies and the functionalities of this innovative financial instrument, including its rating aspects, assesses the factors that can facilitate success of this concept as well as challenges that need to be addressed.