



---

## INSTYTUT BADAŃ NAD GOSPODARKĄ RYNKOWĄ

ul. Do Studzienki 63, 80-227 Gdańsk  
tel. (48 58) 524 49 00  
faks (48 58) 524 49 08  
<http://www.ibngr.edu.pl>  
[ibngr@ibngr.edu.pl](mailto:ibngr@ibngr.edu.pl)

### FUNDUSZ GWARANCYJNY ROZWOJU INFRASTRUKTURY

*Odpowiedzi na pytania Ministerstwa Skarbu Państwa (e-mail Zbigniewa Dury z 12 stycznia 2012) związane z materiałem Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową pt. Fundusz Gwarancyjny Rozwoju Infrastruktury z dnia 28 października 2011.*

#### **Uwaga wstępna**

Pierwotny materiał Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową z 28 października 2011 zawierał przykładową koncepcję publicznego funduszu gwarancyjnego mającego na celu wspieranie inwestycji w infrastrukturze finansowanych przez kapitał prywatny w formule PPP. Niniejsza notatka koncentruje się – zgodnie z pytaniami MSP - głównie na sektorze energetycznym i gazowym, w którym – jak dowodzimy – znaczna część projektów inwestycyjnych będzie musiała być finansowana z biegiem czasu poprzez wehikuły (SPV) z wyodrębnionym ryzykiem (*project finance*), co powoduje iż podobne instrumenty będą mogły być zastosowane w ich przypadku do instrumentów stosowanych w PPP. Należy tutaj podkreślić, iż dobór instrumentów finansowych oferowanych przez Fundusz zależy od doprecyzowania obszarów, w które fundusz miałby angażować się. Część instrumentów finansowych może mieć charakter standardowy, jednak w przypadku niektórych – zwłaszcza bardzo dużych i unikalnych projektów – takich jak budowa elektrowni atomowej – instrumenty mogą być „uszyte na miarę” (*tailor made*). Posługując się pojęciem instrumentów finansowych „szytych na miarę” mamy na myśli szerokie ich spektrum. W niniejszym materiale koncentrujemy się na instrumentach gwarancyjnych ze względu na ich liczne zalety (między innymi efekt mnożnikowy w stosunku do kapitału funduszu oraz niewielkie konsekwencje płynnościowe).

## **Jakie są potencjalne potrzeby inwestycyjne w sektorze energetycznym i gazowym (źródła wytwarzania, sieć przesyłowa, infrastruktura wydobywcza)?**

Najbardziej autorytatywnym źródłem zawierającym kompleksowe, długofalowe szacunki środków inwestycyjnych niezbędnych dla modernizacji polskiej energetyki, jest niewątpliwie Zielona Księga Narodowego Programu Redukcji Emisji Gazów Ciepłarnianych, opublikowana przez Społeczną Radę NPRE. Zgodnie z Zieloną Księgą, potrzeby inwestycyjne polskiej energetyki wyniosą w 20-letnim okresie od 2011 do 2030 roku 320 mld euro, czyli 16 mld euro rocznie<sup>1</sup>. Ta olbrzymia kwota związana jest z bardzo wysokim stopniem dekapitalizacji polskiej elektroenergetyki (tzn. technicznym zużyciem istniejących jednostek wytwórczych), pogłębiającą się niekonkurencyjnością starych bloków wobec nowych jednostek wykorzystujących nowoczesne technologie, oraz rosnącymi wymaganiami w zakresie ochrony środowiska. Przybliżona struktura potrzeb inwestycyjnych podana w Zielonej Księdze jest następująca:

- Elektroenergetyka – 100 mld euro
- Ciepłownictwo i budynki – 100 mld euro
- Transport – 100 mld euro
- Gazownictwo – 20 mld euro.

Powyższe szacunki nie uwzględniają założeń dotyczących sfinansowania Polskiego Programu Energii Jądrowej, który w pierwszej fazie (dwie elektrownie po dwa bloki po 1600 MW każdy) ma kosztować 110 mld zł w zakresie samego wytwórstwa energii, tj. bez nakładów na rozbudowę sieci<sup>2</sup>.

Bliższy czasowo i bardziej konkretny szacunek planowanych inwestycji w polskiej energetyce, zawierający także analizę mechanizmu finansowania przewidywanych projektów inwestycyjnych, zawiera raport PricewaterhouseCoopers i ING pt. Finansowanie inwestycji energetycznych w Polsce. Jest on oparty na prognozowanych inwestycjach i projekcjach finansowych obejmujących trzy największe polskie grupy energetyczne – PGE, Tauron i Eneę.

Zgodnie z cytowanym raportem PWC i ING, planowane łączne wydatki inwestycyjne na lata 2011-2020 wspomnianych trzech grup mają wynieść około 170 mld zł (bez elektrowni jądrowej PGE), przy czym przeważająca większość planowanych inwestycji powinna być zrealizowana w ciągu najbliższych sześciu lat, z uwagi na planowane wyłączenia bloków i wymogi środowiskowe<sup>3</sup>.

Prognozowane zyski (EBITDA) grup energetycznych z istniejących instalacji powinny im pozwolić na przeznaczenie na inwestycje w latach 2011-2016 kwoty 55 mld zł, co oznacza że 115 mld zł (około 2/3 wartości inwestycji) będzie musiało zostać pozyskane ze źródeł zewnętrznych, przede wszystkim w postaci długu. Przyjmując model finansowania w formule *project finance* (por. wyjaśnienia w dalszej części materiału) oraz strukturę finansowania projektów na poziomie 50% środków własnych i 50% długu, można się spodziewać że dług pozyskany na poziomie spółek SPV wyniesie 85 mld zł. Fundusze własne spółek SPV sfinansowane zostałyby w tej sytuacji z zysków sponsorów (55 mld zł) oraz z długu

---

<sup>1</sup> Zielona Księga Narodowego Programu Redukcji Emisji Gazów Ciepłarnianych. Społeczna Rada Narodowego Programu Redukcji Emisji, Warszawa wrzesień 2010 r., Tabela nr 1, s.30

<sup>2</sup> Tamże, s. 42

<sup>3</sup> PricewaterhouseCoopers – ING, Finansowanie inwestycji energetycznych w Polsce, Maj 2011, s. 28.

pozyskanego przez sponsorów/inwestorów na własnych bilansach, względnie innych źródeł zewnętrznych jak unijne fundusze pomocowe (pozostające 30 mld zł)<sup>4</sup>.

Zdaniem ekspertów PWC i ING, przy przyjęciu wskaźnika długu netto do EBITDA na bezpiecznym akceptowanym przez banki poziomie 2,5, trzy największe polskie grupy energetyczne mogą być w stanie pozyskać około 35 mld zł długu. Tak więc grupy te powinny być w stanie domknąć finansowanie wszystkich założonych inwestycji. Może się jednak okazać, że wielkość EBITDA z istniejących instalacji wspomnianych grup będzie znacząco niższa, np. w wyniku zakupu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. W takiej sytuacji dług niezbędny do sfinansowania założonych inwestycji, konieczny do pozyskania na poziomie bilansów grup sponsorujących inwestycje, będzie znacznie wyższy od założonych 115 mld zł<sup>5</sup>. To zaś oznaczałoby konieczność zapewnienia polskim grupom energetycznym wsparcia finansowego ze strony państwa.

Z kolei firma konsultingowa PMR podaje w raporcie opublikowanym w marcu 2011, że plany inwestycyjne największych koncernów energetycznych w Polsce w perspektywie do roku 2025 obejmują projekty o łącznej mocy blisko 30 tys. MW i szacowanej wartości około 220 mld zł<sup>6</sup>. Firma jednocześnie ocenia, że nie więcej jak połowa przygotowywanych projektów ma szansę na wejście w fazę realizacji – wynika to z powszechnej praktyki przygotowywania przez inwestorów większej liczby projektów i ostatecznego kierowania do realizacji jedynie tych najbardziej opłacalnych w danych warunkach ekonomicznych.

### **Jakiego rodzaju ryzyka związane z inwestycjami w sektorze energetycznym i gazowym mogłyby być objęte gwarancjami przez fundusz?**

Zgodnie ze wstępną, ciągle jeszcze ogólną koncepcją funduszu gwarancyjnego, rozpatrywane są dwa rodzaje produktów gwarancyjnych funduszu:

- gwarancje typu finansowego, obejmujące spłatę długu zaciągniętego przez podmioty realizujące projekty energetyczne lub gazowe w formie kredytu bankowego lub emisji obligacji. Beneficjentami gwarancji będą w tym wypadku wierzyciele projektu – banki lub inwestorzy w obligacjach. Dług może być zaciągany bezpośrednio przez podmiot inwestujący (finansowanie poprzez własny bilans inwestora), bądź w wypadku projektów których wielkość i skala ryzyka przekraczają możliwości finansowe inwestorów, przez specjalnie utworzone dla potrzeb danego projektu spółki celowe (SPV).
- gwarancje typu systemowego i kontraktowego, obejmujące zobowiązania podmiotów sektora publicznego (władz administracyjnych różnego szczebla, instytucji regulacyjnych, a także podmiotów publicznych uczestniczących w projektach PPP) do wykonania określonych czynności administracyjnych, prawnych i regulacyjnych, niezbędnych dla pomyślnej realizacji projektu (gwarancją mogą zostać objęte także zobowiązania sektora publicznego do nie podejmowania czynności niekorzystnych dla projektu). Ten obszar ryzyka określany jest często z perspektywy podmiotów prywatnych jako ryzyko „polityczne”, „prawne” i „regulacyjne”. Gwarantowane czynności mogą wystąpić na etapie przygotowania inwestycji, na etapie samej inwestycji (budowy obiektów infrastruktury) lub na etapie eksploatacji wybudowanych

---

<sup>4</sup> Tamże.

<sup>5</sup> Tamże.

<sup>6</sup> PMR, Budownictwo energetyczne w Polsce 2011 – Prognozy rozwoju i planowane inwestycje, Raport, marzec 2011. Cyt. Za skróconą wersją pt. „220 mld zł na inwestycje energetyczne do 2025 r.”, PMR, marzec 2011.

obiektów. Beneficjentem gwarancji jest podmiot prywatny, który dzięki temu zabezpieczeniu zyskuje bardziej równoważną i stabilną pozycję wobec sektora publicznego – w mniejszym stopniu staje się on „petentem”, zależnym od decyzji „władzy”, a w większym stopniu partnerem biznesowym. Reasumując, podmiot prywatny mógłby uzyskać gwarancje przewidujące np. pokrycie przez publiczny fundusz gwarancyjny nieoczekiwanych strat poniesionych w wyniku istotnych zmian uwarunkowań regulacyjnych lub decyzji politycznych.

Oto przykładowa lista głównych typów ryzyka z drugiego obszaru ryzyka wspomnianego powyżej, jakie są przedmiotem gwarancji w rozwiązaniach wsparcia projektów inwestycyjnych stosowanych na świecie:

- zwłoka lub odmowa wydania licencji, zgód lub zezwoleń władz publicznych mające negatywny efekt finansowy dla projektu,
- zwłoka lub odmowa zamknięcia finansowego projektu wynikająca z działań lub zaniechań partnera publicznego,
- zmiany w regulacjach prawnych i administracyjnych mające negatywny efekt finansowy dla projektu, pod warunkiem że umowa realizacyjna odnosi się wyraźnie do odnośnych przepisów,
- działania lub zaniechania partnera publicznego stanowiące naruszenie warunków umowy realizacyjnej lub jednostronną zmianę warunków umowy,
- wybudowanie urządzeń/instalacji infrastrukturalnych podobnych do tych, które są przedmiotem umowy realizacyjnej i stanowiących dla nich konkurencję,
- ryzyko nie wywiązania się partnera publicznego z płatności nałożonych na niego w treści umowy realizacyjnej,
- ryzyko podjęcia przez partnera publicznego działań mających negatywny efekt dla popytu na usługi oferowane w ramach projektu inwestycyjnego,
- ryzyko jednostronnej zmiany taryf/cen na usługi oferowane w fazie eksploatacji projektu, powodującej obniżenie planowanych dochodów projektu,
- ryzyko ekspropriacji (przejęcia) przez partnera publicznego lub inną instytucję państwową majątku wytworzonego w trakcie projektu, powodujące jego zakończenie,
- ryzyko *force majeure*, zachodzące gdy zajdzie wydarzenie pozostające całkowicie poza kontrolą obu stron i spowoduje niewykonanie lub zwłokę w wykonaniu umownych zobowiązań przez partnera publicznego.

Chcąc doprecyzować możliwy zakres gwarancji dla sektora energetycznego i gazowego należałoby określić, jakie konkretne typy ryzyka stwarzają w tym sektorze największe problemy z punktu widzenia zachęcenia podmiotów prywatnych do zaangażowania kapitałowego w projekty inwestycyjne (w tym przeanalizować z tego punktu widzenia konkretne potencjalne projekty). Na tej bazie można byłoby określić, które z tych typów ryzyka może czy powinno być przedmiotem gwarancji. Jest to zadanie wymagające dużej wiedzy branżowej z zakresu energetyki i pozostaje ono do wykonania.

Wsparcie publicznego funduszu gwarancyjnego może być rozpatrywane w odniesieniu do projektów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury (w tym energetycznej i gazowej), które podmioty prywatne organizują, realizują i finansują w dwóch głównych formach: projektów własnych (inwestorem i właścicielem tworzonych aktywów infrastrukturalnych jest firma prywatna) i projektów PPP (podstawą projektu jest umowa PPP z partnerem publicznym, który po upływie umownego okresu eksploatacji/koncesji przejmuje wybudowaną

infrastrukturę). Jak wspomniano, projekty własne mogą być finansowane bądź ze środków pozyskiwanych bezpośrednio przez inwestora („finansowanie bilansowe”), bądź w formule pozabilansowej (*project finance*).

### **Koszt uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>**

Kwestia czy gwarancje publicznego funduszu mogłyby objąć ryzyko inwestorów prywatnych w energetyce związane ze wzrostem kosztu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> wygląda dość niejednoznacznie i wymagałaby szczegółowego zbadania jej aspektów formalnych i finansowych.

Odnosząc się do wcześniejszej klasyfikacji typów ryzyka, nie ma wątpliwości że gwarancje publiczne mogłyby objąć ryzyko wprowadzenia nowych, niekorzystnych dla inwestorów rozwiązań prawnych i regulacyjnych dotyczących systemu handlu uprawnieniami do emisji CO<sub>2</sub>. Natomiast co do gwarancji dotyczących bezpośrednio kosztu (ceny) uprawnień, temat wydaje się dyskusyjny. Prawdopodobnie nie byłoby prawnych przeszkód dla wprowadzenia tego typu gwarancji, ale miałyby one politycznie dość dwuznaczny charakter, gdyż ich udzielanie w pewnym sensie zakłócałoby funkcjonowanie systemu handlu uprawnieniami do emisji CO<sub>2</sub>. W krajach członkowskich UE system ten (EU Emissions Trading System) podlega jednolitym regulacjom unijnym, a jego celem jest wymuszenie drogą ekonomiczną obniżki emisji CO<sub>2</sub> przez gospodarkę (zgodnie z celami nałożonymi przez Unię na dany kraj). Podmioty emitujące CO<sub>2</sub> porównują koszt dokonania inwestycji pozwalających na ograniczenie emisji CO<sub>2</sub> z kosztem nabycia na rynku stosownych uprawnień, i zależnie od relatywnej opłacalności obu wariantów bądź obniżają emisję (gdy koszt uprawnień przewyższa koszt inwestycji), bądź kupują uprawnienia (gdy ich cena jest relatywnie niska).

Tu warto nadmienić, że prywatne rynki/instytucje finansowe oferują obecnie podmiotom gospodarczym instrumenty hedgingowe i programy zarządzania ryzykiem związane z systemem ETS (*carbon risk hedging*). Jednak występują one z innej pozycji niż ewentualny publiczny fundusz gwarancyjny, tak w sensie politycznym, jak i biznesowym – taki hedging jest dla banków częścią zintegrowanego tradingu produktami energetycznymi. Ponadto, regularna dostępność instrumentów hedgingowych w systemie finansowym w zasadzie oznacza, że fundusz gwarancyjny nie miałby tutaj szczególnej luki rynkowej do zapelnienia.

Przyjmując podejście pragmatyczne, można oczywiście przeanalizować, jak istotne z punktu widzenia ryzyka ewentualnych projektów inwestycyjnych podejmowanych w energetyce w formule PPP jest ryzyko wzrostu kosztu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>, i jeśli okazałoby się, że jest to ryzyko o kluczowym znaczeniu, określić sposoby zabezpieczenia przed nim inwestorów.

### **Budowa elektrowni jądrowej – czy gwarancje będą mogły objąć także ryzyko opóźnienia budowy i przekroczenia budżetu (-> budowa reaktorów EPR przez Arewę w Finlandii i Francji)**

Co do konkretnie przywołanych dwóch rodzajów ryzyka, naszym zdaniem NIE, ponieważ ryzyko opóźnienia budowy i przekroczenia budżetu projektu są klasycznymi przykładami ryzyka fazy inwestycyjnej (budowlanej) projektu PPP. W alokacji ryzyka w projekcie PPP pomiędzy partnera publicznego i prywatnego, kompleks różnych rodzajów ryzyka składających się na szeroką kategorię „ryzyka budowlanego” (*construction risk*) jest w praktyce zawsze przypisywany partnerowi prywatnemu, i praktyka ta jest całkowicie zgodna z analizą teoretyczną, gdyż zgodnie z istotą projektu PPP, organizacja i wykonawstwo



inwestycji są najważniejszym zadaniem powierzonym stronie prywatnej. Zdejmowanie tego ryzyka ze strony prywatnej poprzez udzielenie gwarancji przez fundusz publiczny nie ma żadnego uzasadnienia – generalną regułą jest, że poszczególne rodzaje ryzyka powinny być alokowane na tego z partnerów, który jest lepiej przygotowany do zarządzania danym ryzykiem, a ryzyko budowlane zdecydowanie lepiej zarządzane będzie partnera prywatnego.

Warto też podkreślić, że w decyzji Eurostatu nr 18/2004 określającej sposób ujmowania projektów PPP w systemie rachunków narodowych UE (ESA95), jednym z dwóch warunków jakie muszą być spełnione aby projekt klasyfikowany był poza bilansem sektora finansów publicznych jest, że to partner prywatny musi ponosić ryzyko budowlane. Jak wiadomo, koncepcja funduszu gwarancyjnego została sformułowana przy założeniu, że gwarantowane przez niego projekty nie mają obciążać bilansu sektora publicznego, więc wspomniany warunek dotyczący ryzyka budowlanego musiałby być spełniony. Ściśle biorąc, przy spełnieniu określonych warunków można osiągnąć sytuację, w której fundusz byłby klasyfikowany w systemie ESA95 jako podmiot finansowy lub biznesowy funkcjonujący poza sektorem finansów publicznych, co oznaczałoby że transfer ryzyka do funduszu w wyniku udzielenia gwarancji nie zmieniałby alokacji ryzyka w projekcie z punktu widzenia spełnienia unijnych wymogów dyscypliny fiskalnej dotyczących sektora finansów publicznych. Natomiast aby utrzymać projekt poza bilansem sektora publicznego, w pierwszym rzędzie musiałyby być spełnione wszystkie wymogi z decyzji nr 18/2004.

Powyższe uwagi dotyczą jedynie wskazanych w pytaniu typów ryzyka, a więc opóźnienia w realizacji budowy i przekroczenia budżetu inwestycji. Natomiast patrząc szerzej, inwestycje w energetykę jądrową z uwagi na wyjątkową skalę i specyfikę ryzyka wymagają oczywiście daleko idącego wsparcia finansowego ze strony państwa.

### **Czy gwarancje będą udzielane inwestycjom w sektorze energetycznym i gazowym na tych samych zasadach, jak projekty PPP (większość inwestycji nie jest tu objęta formułą PPP)?**

Pierwotnie przygotowana, wstępna koncepcja funduszu gwarancyjnego zakładała, ma on udzielać gwarancji tylko podmiotom prywatnym realizującym projekty PPP – przez projekt PPP należy tutaj rozumieć projekt, w którym podmiot publiczny zleca podmiotowi prywatnemu wybudowanie, sfinansowanie i eksploatację przez określony okres czasu obiektu infrastrukturalnego, w zamian za odpowiednie do zakresu i charakteru zleconych zadań świadczenia finansowe. Kształt zawartej między partnerami umowy PPP określa m.in. sposób alokacji ryzyka pomiędzy nimi, który jest kluczowym elementem ekonomiki projektu i ma decydujący wpływ na mechanizm rozliczeń i warunki finansowe/cenowe projektu.

Można natomiast przyjąć, że cel proponowanego funduszu gwarancyjnego jest zdefiniowany szerzej, i że jest nim stworzenie sprzyjających warunków dla inwestorów prywatnych w zakresie alokacji ryzyka we wszystkich projektach inwestycyjnych w infrastrukturze, zarówno tych realizowanych w formule PPP, jak i własnych projektach inwestycyjnych realizowanych przez podmioty prywatne (w formule bilansowej lub w formule *project finance* poprzez SPV). Ostateczny cel jest identyczny – jest nim szersze przyciągnięcie kapitału prywatnego do inwestycji w infrastrukturze. Wybór formuły projektu – czy inwestycji własnej, czy PPP – zależeć będzie od konkretnych uwarunkowań finansowych i prawnych istniejących w danym sektorze. Dla projektów w energetyce i przemyśle gazowym można zakładać, że główną rolę odegrają inwestycje własne czterech dużych grup energetycznych.

Zasadniczo można przyjąć, że w przypadku inwestycji własnych podmiotów prywatnych w sektorze energetycznym i gazowym zakres gwarancji publicznych będzie węższy, niż

w typowych PPP. W projektach PPP gwarancje funduszu dotyczyć będą przede wszystkim, choć nie tylko, konkretnych zobowiązań umownych strony publicznej, zawartych w pakiecie umów projektu. W projektach własnych sektora prywatnego gwarancje o charakterze „kontraktowym” nie mają miejsca, bo nie ma tutaj umowy PPP między partnerem publicznym i prywatnym. Natomiast również występuje tutaj zapotrzebowanie na bardziej systemowe zabezpieczenie interesów partnera prywatnego – z uwagi na specyficzny charakter infrastruktury, będącej sektorem zarządzanym i regulowanym w dużej mierze przez sektor publiczny, stopień ryzyka prawnego, politycznego i regulacyjnego (inaczej mówiąc: stopień zależności od decyzji państwa) jest tutaj z punktu widzenia partnera prywatnego szczególnie wysoki. Tak więc podmiot prywatny rozpatrujący inwestycję własną w infrastrukturze, podobnie jak podmiot przystępujący do PPP, z większym prawdopodobieństwem podejmie decyzję jeśli wspomniane wyżej rodzaje ryzyka przejmie na siebie przynajmniej w części publiczny fundusz gwarancyjny. Reasumując, o ile w projektach PPP występować będzie zapotrzebowanie zarówno na gwarancje typu kontraktowego jak i systemowego, w projektach prywatnych występować będzie tylko to ostatnie.

### **Czy będzie różnica w udzielaniu gwarancji:**

- dla odnawialnych źródeł energii, korzystających ze wsparcia w postaci dotacji
- dla inwestycji związanych z poszukiwaniem i wydobywaniem gazu łupkowego, które co do zasady nie będą wspierane przez państwo (ich opłacalność umożliwi przyciągnięcie prywatnego kapitału)?

Tak, dla obu wymienionych przypadków zachodzi istotna różnica w podejściu do ewentualnego wsparcia gwarancyjnego przez fundusz publiczny.

W przypadku projektów dotyczących odnawialnych źródeł energii, jak i w ogóle wszystkich, które korzystają z dotacji unijnych, mamy do czynienia z dodatkową specyfiką związaną z koniecznością przestrzegania przez inwestorów przy strukturyzacji projektów wytycznych sformułowanych przez UE w odniesieniu do zasad wykorzystywania funduszy pomocowych dla finansowania projektów PPP, czy szerzej, projektów realizowanych przez sektor prywatny. Jest to istotne zwłaszcza w przypadku funduszy strukturalnych dystrybuowanych w ramach polityki regionalnej Unii, z uwagi na wielką skalę tych dotacji (Polska jest zdecydowanie największym beneficjentem funduszy strukturalnych w Unii – w okresie perspektywy finansowej 2007-2013 otrzymała z tego źródła 67 mld euro). Generalnie biorąc, możliwość łączenia funduszy pomocowych UE z kapitałami prywatnymi istnieje, i w ostatnim okresie jest dość aktywnie promowana przez władze unijne, natomiast wiąże się z nią określone biurokratyczne komplikacje.

Natomiast co do inwestycji związanych z gazem łupkowym, o ile rzeczywiście zakładamy, że nie będą one wymagać żadnego wsparcia finansowego państwa dla przyciągnięcia prywatnego kapitału, zapotrzebowanie na gwarancje publiczne niejako z definicji w ogóle nie wystąpi. Idea funduszu gwarancyjnego powstała dokładnie dla sytuacji, gdzie poprawa alokacji ryzyka na korzyść partnera prywatnego (poprzez przejęcie części ryzyka przez fundusz) jest niezbędnym warunkiem przyciągnięcia kapitałów z rynku i zaistnienia projektu. Jak się wydaje, jest jeszcze zbyt wcześnie by ocenić, czy rzeczywiście inwestycje w gaz łupkowy nie będą wymagać żadnego wsparcia państwa – jakkolwiek jest faktem, że trwająca obecnie faza poszukiwań geologicznych jest całkowicie finansowana przez inwestorów prywatnych (co więcej, opłacają oni stosowne koncesje). Można sądzić, że kwestia stosowania lub nie gwarancji publicznych dla realokacji ryzyka w projektach związanych

z wydobyciem gazu łupkowego będzie mogła zostać w konkretny sposób zdecydowana, gdy profil ryzyka w tych projektach zostanie dostatecznie precyzyjnie opracowany.

Należy tu podkreślić, że racjonalna polityka państwa w kwestii rozwijania projektów PPP nie może polegać na nieograniczonym czy też nadmiernie szczodrym oferowaniu gwarancji publicznych na ryzyka związane z tymi projektami, gdyż kreowałoby to bardzo poważny problem „hazardu moralnego”.

### **Jaki czas byłby potrzebny na stworzenie funduszu w proponowanych formach?**

Prace niezbędne dla utworzenia funduszu gwarancyjnego rozwoju infrastruktury można w skrócie przedstawić następująco:

#### **I. FAZA ANALITYCZNA**

1. Opracowanie materiału przedstawiającego analizę reprezentatywnych rozwiązań zagranicznych przyjętych dla funduszy pożyczkowych i gwarancyjnych rozwoju infrastruktury z punktu widzenia:
  - sposobu kapitalizacji funduszu (analiza różnych wariantów wyposażenia funduszu w fundusze własne),
  - przyjętej dźwigni finansowej (finansowania lub nie działalności funduszu przy pomocy instrumentów dłużnych, i jeśli tak, w jakiej maksymalnej relacji do kapitału),
  - zasadniczych założeń dotyczących polityki produktowej i cenowej funduszu (typy produktów finansowych oferowanych przez fundusz, zasady polityki cenowej),
  - zasadniczych założeń polityki inwestycyjnej, kredytowej i gwarancyjnej,
  - głównych założeń zarządzania funduszem i jego struktury prawnej (np. model funduszu samodzielnego (*self-managed fund*) lub zarządzanego przez odrębną spółkę zarządzającą, rozdział działalności pożyczkowej i gwarancyjnej na odrębne fundusze itd.).
2. Przeprowadzenie badania empirycznego na reprezentatywnej grupie potencjalnych beneficjentów wsparcia finansowego funduszu odnośnie przewidywanego przez nich zapotrzebowania na finansowanie i gwarancje funduszu, oraz szczegółowe udokumentowanie wyników badania
  - przedmiot badania: oszacowanie ilościowe potencjalnej skali aktywności funduszu oraz ocena zapotrzebowania na określone rodzaje produktów finansowych,
  - możliwe formy: grupa fokusowa, badanie ankietowe, strukturyzowane wywiady indywidualne.
3. Przeprowadzenie badania empirycznego (inwentaryzacji) dotyczącego skali i rodzaju inwestycji infrastrukturalnych w Polsce w okresie 2011-2020 oraz przewidywanych sposobów ich finansowania
  - przedmiot badania: określenie potencjalnej skali inwestycji infrastrukturalnych w poszczególnych sektorach infrastruktury gospodarczej i społecznej w Polsce, oraz stanu wiedzy na temat ich przygotowania - ze szczególnym uwzględnieniem źródeł finansowania, z podziałem na środki budżetowe, unijne i prywatne (te ostatnie jako element rezydualny),



- możliwe formy: inwentaryzacja i analiza istniejących dokumentów rządowych (np. strategie rozwoju branż infrastruktury); strukturyzowane wywiady indywidualne z przedstawicielami administracji.
- 4. Opracowanie dokumentu podsumowującego wyniki analiz opisanych w pkt. 1-3 powyżej oraz zawierającego rekomendacje odnośnie podstawowych rozwiązań dla funduszu gwarancyjnego rozwoju infrastruktury w Polsce.

## II. FAZA WDROŻENIOWA – MATERIAŁY DO OPRACOWANIA

1. Komplet dokumentów statutowych funduszu (statut/umowa spółki, kluczowe regulaminy i dokumenty korporacyjne).
2. Projekty aktów prawnych niezbędnych dla formalnego powołania funduszu (w zależności od wybranej ścieżki prawnej – projekt ustawy i/lub rozporządzeń lub decyzji administracyjnych właściwych instytucji).
3. Business plan (dokument przedstawiający strategię działania funduszu, model finansowy funduszu – projekcje P&L, bilansu, cash flow).
4. Komplet istotnych dla działania funduszu opinii prawnych/ekspertyz renomowanych firm specjalistycznych, np. opinia dot. klasyfikacji instytucjonalnej funduszu i jego transakcji przez Eurostat, ekspertyza nt. ratingu kredytowego funduszu, opinia nt. rozwiązań podatkowych.

Oceniamy że przeprowadzenie wspomnianych wyżej działań na wysokim profesjonalnym poziomie zajmie co najmniej pół roku, a uwzględniając różnego rodzaju interwały/przerwy czasowe, prawdopodobnie rok. Przeprowadzenie prac wymagać będzie zatrudnienia firm/ekspertów zewnętrznych z doświadczeniem międzynarodowym w obszarze PPP, przede wszystkim kancelarii prawniczej i firmy auditingowo-konsultingowej. Pomocne byłoby też z pewnością nawiązanie współpracy z oficjalnymi instytucjami międzynarodowymi, które zapewniały już pomoc finansową i techniczną podobnym projektom za granicą (Europejski Bank Inwestycyjny, Bank Światowy itp.).

*Krzysztof Szymański*  
*we współpracy z Leszkiem Pawłowiczem i Michałem Chyczewskim*

Gdańsk, 26 stycznia 2012