



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

FUNDUSZ GWARANCYJNY ROZWOJU INFRASTRUKTURY

I. WPROWADZENIE

Opracowanie stanowi konkretyzację rekomendacji Europejskiego Kongresu Finansowego (<http://www.efcongress.com/?page=rekomendacje>) związanych z wykorzystaniem części akcji spółek, które są w posiadaniu Skarbu Państwa, dla potrzeb wspierania realizacji projektów infrastrukturalnych, związanych głównie z budową infrastruktury transportowej i energetycznej.

Zasadniczym celem powołania proponowanego funduszu gwarancyjnego (o roboczej nazwie **Fundusz Gwarancyjny Rozwoju Infrastruktury**, dalej: Fundusz lub FGRI) jest wsparcie długoterminowego finansowania projektów infrastrukturalnych ze środków pozabudżetowych, w ramach formuły Partnerstwa Publiczno-Prywatnego (PPP), przez zmniejszenie ich ryzyka w wyniku udzielanych przez Fundusz gwarancji.

Koncepcja powołania Funduszu może wiązać się z kwestią zmian w sposobie zarządzania strategicznym majątkiem Skarbu Państwa poprzez propozycję potencjalnej kapitalizacji FGRI przy pomocy aktywów pozostających obecnie w ręku państwa, ale nie wykorzystywanych w sposób aktywny do realizacji konkretnych celów polityki gospodarczej i społecznej.

Należy podkreślić, że utworzenie FGRI nie wystarczy samo w sobie dla znaczącego pobudzenia inwestycji PPP w Polsce. Fundusz może odegrać istotną rolę w tym procesie, ale stanie się tak tylko wtedy, gdy będzie elementem szerszej strategii rządu nakierowanej na stymulowanie rozwoju infrastruktury i zwiększenie w tym zakresie roli PPP. Z tego względu pierwsza część opracowania dotyczy ogólnych uwarunkowań instytucjonalnych i finansowych związanych z rozwojem infrastruktury i kwestią zaangażowania w ten proces kapitałów prywatnych.

Cel główny

Wykorzystanie aktywów Skarbu Państwa dla wspierania inwestycji infrastrukturalnych

Cele szczegółowe

- Stworzenie pozabudżetowego mechanizmu wsparcia inwestycji infrastrukturalnych
- Optymalizacja podziału ryzyka między stroną publiczną i prywatną, większa transparentność
- Większa dyscyplina realizacji zobowiązań kontraktowych i finansowych strony publicznej
- Zmniejszenie ryzyka inwestorów, banków i wykonawców z sektora prywatnego

II. JAKIE SĄ UWARUNKOWANIA SKUTECZNEGO FUNKCJONOWANIA FGRI?

1. Dalszy rozwój infrastrukturalny nie jest możliwy bez zwiększenia atrakcyjności inwestycyjnej projektów dla kapitału prywatnego

Celem Funduszu jest stymulowanie rozwoju infrastruktury jako kluczowego czynnika kreującego warunki dla długofalowego wzrostu gospodarczego, poprawy konkurencyjności międzynarodowej gospodarki oraz szeroko rozumianej jakości życia społeczeństwa.

Poziom rozwoju infrastruktury w Polsce jest powszechnie uznawany za daleko niewystarczający. Co więcej, powstało obecnie zagrożenie, że w nadchodzących latach istniejąca sytuacja ulegnie pogorszeniu w wyniku ograniczenia frontu inwestycji w infrastrukturze, związanego z polityką redukcji deficytu budżetowego.

W ciągu szeregu ostatnich lat inwestycje w infrastrukturze finansowane były niemal wyłącznie ze środków sektora publicznego, tj. z budżetu państwa oraz z unijnych funduszy strukturalnych. Szeroka dostępność środków publicznych była niewątpliwie jednym z czynników hamujących rozwój przedsięwzięć PPP w Polsce. Inwestycje realizowane i finansowane w tym trybie przedstawiają szereg specyficznych ryzyk i trudności, stąd sektor publiczny – będący z reguły inicjatorem inwestycji infrastrukturalnych – zawsze traktuje finansowanie budżetowe jako „opcję domyślną”.

Doświadczenia zagraniczne uczą bardzo wyraźnie, że poważne zainteresowanie rozwojem PPP pojawia się po stronie sektora publicznego zazwyczaj w momencie, gdy napotyka on barierę dostępności środków budżetowych. Taką właśnie sytuację będziemy mieli w nadchodzących latach w Polsce – wzrost zainteresowania PPP widać już wyraźnie w sektorze samorządowym, są także jego pierwsze oznaki w instytucjach centralnych (Ministerstwo Infrastruktury – budowa autostrad).

Dla jasności obrazu należy podkreślić, że udział projektów PPP w całości inwestycji infrastrukturalnych rzadko kiedy przekracza 10-15%, przede wszystkim z uwagi na stopień komplikacji i długotrwałość przygotowania tych projektów. Jednak chodzi tu często o wielkie projekty o znaczeniu strategicznym, które z uwagi na skalę wydatków inwestycyjnych zawsze mają zawsze problem ze zmieszczeniem się w budżecie (a tym bardziej w dobie oszczędności). Biorąc pod uwagę efekty pośrednie, w tym także polityczne i społeczne (aspekt zaufania do rządu w środowiskach biznesowych) znaczenie PPP dla rozwoju kraju jest więc znacznie większe, niż wskazywałyby na to bezpośrednie wskaźniki liczbowe.

2. Jakie są warunki powodzenia przyciągnięcia kapitałów prywatnych do infrastruktury?

Jak już wskazano, projekty PPP cechuje wysoki stopień trudności. Aby osiągnąć znaczący ich udział w wydatkach inwestycyjnych i aby uniknąć niepowodzeń w trakcie ich przygotowania i realizacji, należy stworzyć określone warunki instytucjonalne i finansowe dla rozwoju PPP. Warunki te są dobrze znane i opisane, m.in. w materiałach wielu organizacji międzynarodowych angażujących się w promowanie PPP w ich krajach członkowskich (ONZ, OECD, Bank Światowy, Unia Europejska, Europejski Bank Inwestycyjny).

Porównując sytuację Polski do rozwiniętych krajów europejskich, wiele kluczowych przesłanek dla efektywnego wykorzystania mechanizmu PPP dla rozwoju infrastruktury nie jest obecnie w naszym kraju spełnionych. Sądzimy, że stanowi to bardzo ważny problem dla polskiej polityki gospodarczej i społecznej, do którego rozwiązania przynajmniej w pewnej części może przyczynić się proponowany Fundusz.

Uwarunkowania instytucjonalne

Naturalny „opór materii” w sektorze publicznym przed wchodzeniem w złożone przedsięwzięcia biznesowe z partnerami prywatnymi, a z drugiej strony obawy sektora prywatnego przed angażowaniem się w projekty o 30-40-letnim horyzoncie eksploatacji i o dużym nasyceniu czynników regulacyjnych i politycznych, będą skutecznie hamować podejmowanie przedsięwzięć PPP, jeśli rząd nie stworzy dla nich stabilnych i przejrzystych warunków politycznych, regulacyjnych i proceduralnych.

Niezbędna jest zatem jasna i stabilna polityka rządu w zakresie rozwoju PPP, nakierowana na przełamywanie biurokratycznych i psychologicznych barier utrudniających podejmowanie efektywnych ekonomicznie projektów PPP. Co bardzo istotne, polityka w zakresie PPP musi być formułowana w jednym miejscu i możliwie na jak najwyższym szczeblu, tak aby zapewnić jej spójność i skuteczność w implementacji.

Rozwiązanie organizacyjne, jakie ukształtowało się w większości krajów w odpowiedzi na wyzwania stwarzane przez bariery dla rozwoju PPP, i stanowi obecnie swoisty standard międzynarodowy w zakresie polityki PPP, polega na utworzeniu ośrodka rządowego PPP, odgrywającego rolę centralnego koordynatora i zarządcy programu. Ośrodek taki wyznacza wiążące zasady funkcjonowania programu PPP i odgrywa rolę doradcy dla podmiotów publicznych podejmujących przygotowania i realizację konkretnych projektów¹.

Jeśli zatem myśleć o wywołaniu istotnego „pchnięcia” w kierunku rozwoju infrastruktury, co w najbliższych latach będzie w dużej mierze równoznaczne ze stymulowaniem zaangażowania sektora prywatnego w tym obszarze, rząd musi dokonać konkretnych kroków organizacyjnych i regulacyjnych dla odblokowania PPP. W szczególności powinien zostać

¹ Niestety, otoczenie instytucjonalne dla rozwoju PPP w Polsce można jednoznacznie określić jako wysoce niezadowolające i nieodpowiadające standardom międzynarodowym. Nie ma praktycznie polityki polskiego rządu w zakresie PPP, bo nie ma żadnego organu odpowiedzialnego za formułowanie i wdrażanie takiej polityki – ustawa o PPP wskazuje co prawda, że zadaniem Ministra Gospodarki jest „upowszechnianie i promowanie partnerstwa publiczno-prywatnego” (art.3), ale zapis ten pozostaje całkowicie martwy.

Mamy zatem swoistą próżnię decyzyjną, w której formalnie podmioty publiczne i prywatne mają swobodę działania, ale w praktyce z niej nie korzystają, gdyż brakuje jednoznacznych reguł gry i ścieżek postępowania. Ostatnio próbę wypełnienia do pewnego stopnia tej próżni podjęło Ministerstwo Rozwoju Regionalnego poprzez powołanie tzw. Platformy PPP, ale jego „siła przebicia” w działaniach koordynacyjnych w ramach administracji jest siłą rzeczy ograniczona (zresztą inicjatywy MRR podejmowane są dotąd jedynie w obrębie jego jurysdykcji, czyli w obszarze inwestycji samorządowych).

stworzony rządowy ośrodek PPP, koordynujący odnośne działania całego sektora publicznego.

Uwarunkowania finansowe

Również uwarunkowania finansowe dla mobilizacji długoterminowego kapitału inwestycyjnego dla potrzeb rozwoju infrastruktury są w naszym kraju mniej korzystne niż w większości rozwiniętych krajów europejskich. Nie chodzi tu przy tym o generalnie niższy stopień rozwoju rynku kapitałowego i działalności inwestorów instytucjonalnych, co jest oczywiste ze względu na czynniki historyczne, ale o brak świadomego działania państwa dla stworzenia silnego sektora krajowych publicznych instytucji finansowania rozwojowego.

Inwestycje w infrastrukturze mają swoją istotną specyfikę, która sprawia, że prywatny biznes tradycyjnie wolał oddać ten obszar w gestię sektora publicznego – inwestycje cechuje tutaj duża kapitałochłonność i co najwyżej średnia rentowność, stąd wymagają one zazwyczaj kilkudziesięcioletniego okresu zwrotu. Ponadto trudne do identyfikacji i pomiaru są: ryzyko regulacyjne i ryzyko polityczne.

Okoliczności te sprawiły, że w większości krajów rozwiniętych zarówno zarządzanie infrastrukturą, jak i finansowanie jej rozwoju stało się w głównej mierze sprawą państwa (na szczeblu centralnym i samorządowym)².

W praktycznie wszystkich krajach europejskich funkcjonuje dzisiaj cała sieć instytucji publicznych finansujących infrastrukturę, z głównym bankiem rozwojowym na czele³.

Polska praktycznie nie posiada banku rozwojowego z prawdziwego zdarzenia. Tylko w bardzo niewielkim stopniu funkcję taką spełnia Bank Gospodarstwa Krajowego, który głównie obsługuje różnego rodzaju fundusze (para)budżetowe. Pewną rolę odgrywa BGK we wspieraniu sektora małych i średnich firm, natomiast jest zupełnie niewidoczny w sferze finansowania dużych projektów infrastrukturalnych.

Tak więc w odróżnieniu od rozwiniętych krajów Europy, proponowany FGRI nie posiadałby na chwilę obecną wsparcia w całym sektorze publicznych instytucji finansowania rozwojowego. Nakazuje to pewien realizm w ocenie efektów działania takiego „samotnego” Funduszu. Oczywiście myśląc pozytywnie można przyjąć, że właśnie w drodze utworzenia

² Niezależnie od bezpośrednich wydatków budżetowych, aby zapewnić niezbędną podaż kapitału długoterminowego dla finansowania rozwoju infrastruktury gospodarczej (transport, energetyka, telekomunikacja) i społecznej (służba zdrowia, szkolnictwo, budynki publiczne) utworzono liczne publiczne instytucje finansowe zapewniające inwestorom kredyty i gwarancje finansowe niedostępne na rynku kapitałowym przy akceptowalnym koszcie i warunkach spłaty.

³ Np. Kreditanstalt fuer Wiederaufbau w Niemczech, Caisse des Depots et Consignations we Francji, Cassa Depositi et Prestiti we Włoszech, Instituto de Credito Oficial w Hiszpanii, itd. Podobną rolę w skali międzynarodowej, w związku z procesami międzynarodowej integracji gospodarczej, spełniają globalne i regionalne banki rozwojowe (grupa Banku Światowego oraz w Europie Europejski Bank Inwestycyjny i Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju). Wszystkie wspomniane instytucje, tak krajowe jak i międzynarodowe, dzięki wysokiemu standingowi kredytowemu i wielkiej skali działania są w stanie gromadzić środki z prywatnych rynków kapitałowych poprzez emisję obligacji o bardzo konkurencyjnej cenie i warunkach spłaty.

Z uwagi na swoją rolę i doświadczenie w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych, banki rozwojowe krajów europejskich oraz afiliowane z nimi specjalistyczne instytucje i fundusze inwestycyjne zaangażowały się również na różne sposoby we wspieranie rozwoju przedsięwzięć PPP. Było to np. szczególnie widoczne w ciągu ostatnich 3-4 lat, gdy globalny kryzys finansowy doprowadził do załamania aktywności globalnego rynku project finance. Całą serię inicjatyw w zakresie PPP podjęły także instytucje unijne. Są to programy zarówno o charakterze stricte finansowym (np. wspólna inicjatywa UE i EBI w sprawie wypuszczenia Europe 2020 Project Bonds, z pilotem przewidzianym na 2012 rok), jak i szkoleniowo-organizacyjnym (utworzenie European PPP Expertise Centre).

FGRI zostałyby rozpoczęty proces budowy banku/grupy finansowania rozwojowego w Polsce, względnie że będzie to jeden z elementów prowadzących do tego celu. Nie ulega bowiem wątpliwości, że długofalowe potrzeby rozwoju kraju wymagają podjęcia poważnych prac nad stworzeniem w Polsce banku rozwojowego, który stałby się centralnym ośrodkiem całej grupy finansowania inwestycji infrastrukturalnych.

III. CO FUNDUSZ POWINIEN GWARANTOWAĆ?

Z uwagi na fakt, że rozwinięte kraje europejskie zbudowały dla potrzeb rozwoju infrastruktury szeroką sieć publicznych instytucji finansowych operujących całą gamą instrumentów kredytowych i gwarancyjnych, brakuje w nich dokładnego odpowiednika dla proponowanego funduszu gwarancyjnego.

Przykłady autonomicznych państwowych funduszy gwarancyjnych utworzonych dla potrzeb infrastruktury/PPP można natomiast spotkać w czołowych, najbardziej dynamicznych krajach rozwijających się, m.in. w Brazylii, Korei Płd. i Indonezji (fundusz indonezyjski został stworzony przy wydatnej pomocy Banku Światowego). W kolejnych krajach (Egipt, Filipiny) utworzenie podobnej instytucji znajduje się w fazie przygotowań. Tworzenie odrębnych funduszy gwarancyjnych wynika tam z generalnie niskiego stopnia zaufania inwestorów prywatnych – w tym zagranicznych – do stabilności i wiarygodności sektora publicznego w tej grupie krajów.

Niezależnie od konkretnej formy i trybu udzielenia gwarancji publicznej dla projektu infrastrukturalnego/PPP, jej generalnym celem jest przejęcie przez państwo części ryzyka projektu od sektora prywatnego, a więc poprawa alokacji ryzyka na korzyść strony prywatnej, i poprzez to zademonstrowanie „politycznego poparcia” władz dla PPP, zwiększenie zaufania strony prywatnej i udzielenie ogólnego impulsu dla rozwoju przedsięwzięć PPP. Korzyścią dla strony publicznej jest obniżenie kosztu projektu bądź w ogóle dojście projektu do skutku w wyniku poprawy jego profilu finansowego („bankowalności”).

1. Gwarancje publiczne a alokacja ryzyka w projektach PPP

Przy projektowaniu rozwiązań gwarancyjnych należy pamiętać, że kwestia identyfikacji rodzajów ryzyka występującego w projektach PPP oraz właściwej alokacji ryzyka pomiędzy partnera publicznego i prywatnego jest najbardziej złożona w całej ekonomice przedsięwzięć PPP.

Gwarancje udzielane przez stronę publiczną dla ograniczenia ryzyka partnera prywatnego w projektach PPP są stosowane w szeregu krajów w celu podniesienia opłacalności i atrakcyjności tych projektów, i tym samym dla zwiększenia skali zaangażowania kapitału prywatnego w inwestycje infrastrukturalne. Zakłada się tutaj oczywiście, że korzyści uzyskane przez partnera prywatnego wskutek ograniczenia jego ryzyka zostaną w istotnej części przeniesione na sektor publiczny – i w ostatecznym rozrachunku na użytkowników infrastruktury - poprzez bardziej konkurencyjne warunki składanych ofert.

Alokacja ryzyka w projektach PPP dokonywana jest w dużej mierze w drodze kształtowania szczegółowej treści pakietu umów dotyczących danego projektu. W krajach które zdefiniowały standardowy proces/ścieżkę postępowania w projektach PPP, pewne ramowe rozwiązania mogą tutaj wynikać z kształtu regulacji dotyczących narodowego programu PPP (przepisy przesadzają tam o konkretnych formułach projektów PPP, jak BOT, DBFO itd., i stąd o profilu ich ryzyka). Zastosowanie osobnego instrumentu – formalnej gwarancji udzielonej przez autonomiczną instytucję publiczną – ma pewne istotne zalety z punktu

widzenia zwiększenia dyscypliny realizacji projektów po stronie publicznej oraz tworzenia pozytywnej atmosfery społecznej i politycznej dla programu PPP (większa przejrzystość w kwestii alokacji ryzyk).

Formy i tryb udzielania gwarancji publicznych dla projektów PPP są bardzo różnorodne i zależą od konkretnych okoliczności, w których zdefiniowano dany program. Gwarancje mogą być elementem permanentnych rozwiązań instytucjonalnych w danym kraju, bądź stanowić część czasowych/jednorazowych pakietów finansowych, wspierających bądź konkretny wieloletni program inwestycyjny, bądź węższy program sektorowy czy nawet pojedynczy wielki projekt. Przykładem posunięć czasowych mogą być pakiety gwarancyjne wprowadzone w życie przez szereg krajów (m.in. Francję) w ramach programów rozwoju infrastruktury mających przeciwdziałać skutkom globalnego kryzysu 2008-2009.

2. Zakres gwarancji publicznych dla projektów PPP

Najogólniej biorąc, z punktu widzenia celów jakie zamierza osiągnąć państwo, gwarancje publiczne dla PPP mogą dotyczyć dwóch obszarów ryzyka.

Pierwszym obszarem jest finansowanie zapewniane przez sektor prywatny dla projektów PPP. Gwarancje obejmują tutaj w szczególności spłatę długu zaciąganego przez spółki SPV realizujące projekt (gwarancje dla kredytów bankowych i obligacji emitowanych przez SPV). W mniejszym zakresie stosowane są także gwarancje inwestycyjne dla inwestorów dostarczających fundusze własne (equity) spółek projektowych.

Gwarancje nie dotyczą tu w zasadzie specyficznych ryzyk wynikających z natury samych projektów PPP. Celem gwarancji jest poprawa profilu ryzyka kredytowego projektu, i dzięki temu obniżenie kosztu jego finansowania (co poprawia rachunek opłacalności projektu), względnie zwiększenie dostępności finansowania dla projektu poprzez eliminację czy ograniczenie barier leżących po stronie systemu finansowego (przykładem na efekt gwarancji może tu być zwiększenie limitów kredytowych banków lub uzyskanie zdolności do emisji obligacji na rynku kapitałowym dzięki poprawie ratingu).

Drugim obszarem stosowania gwarancji publicznych są ryzyka wynikające z samego projektu PPP, a ściślej ryzyka szczególnie skomplikowane z punktu widzenia ich oceny (wyceny), i stąd trudne do zabezpieczenia się przez partnera prywatnego na warunkach rynkowych. Głównym przedmiotem gwarancji są tu zwłaszcza potencjalne niekorzystne dla projektu zdarzenia wynikające z przyszłych zachowań lub zaniechań instytucji szeroko rozumianego sektora publicznego. Zależność od sektora publicznego jest sytuacją typową dla projektów infrastrukturalnych, gdzie instytucje publiczne są często bądź głównym odbiorcą usług, bądź wpływają w przeważający sposób na ceny i/lub poziom popytu na usługi użyteczności publicznej.

Ryzyko w tym obszarze zaliczane jest do tzw. „ryzyka politycznego” w tym zakresie, w jakim pojęcie to dotyczy celowych działań władz publicznych, jak również do „ryzyka prawnego” i „ryzyka regulacyjnego”. Ogólnie biorąc, zapotrzebowanie na gwarancje publiczne dla PPP jest tutaj ściśle związane ze stabilnością i przejrzystością działania systemu politycznego i prawnego w danym kraju – im stabilność i „kultura działania” sektora publicznego są mniejsze, tym zapotrzebowanie na gwarancje będzie większe (stąd właśnie gwarancje w tym obszarze są stosowane w przeważającej mierze w krajach rozwijających się).

W bardziej konkretnym, „projektowym” ujęciu, aspekt przewidywalności działań strony publicznej dotyczy konkretnych uregulowań i zasad przygotowania / realizacji projektów PPP w danym kraju. Tak więc im słabiej pod względem instytucjonalnym jest rozwinięty i zdefiniowany program PPP danego kraju, tym większa potrzeba wspierania projektów

dodatkowymi gwarancjami. W tym kontekście trzeba rozpatrywać potencjalne zapotrzebowanie na gwarancje publiczne dla projektów PPP w Polsce.

Gwarancje FGRI powinny dotyczyć w szczególności:

- zobowiązań kontraktowych partnera publicznego i związanego z tym ryzyka
- spłaty zadłużenia (kredytów bankowych i obligacji) zaciągniętego na finansowanie projektu

Efektom przejścia przez FGRI części ryzyka od strony prywatnej w projekcie infrastrukturalnym będzie:

- obniżenie kosztu projektu – partner prywatny powinien uwzględnić redukcję ryzyka
- dojście inwestycji do skutku, w wypadkach gdy zmodyfikowana alokacja ryzyka uczyni dany projekt „bankowalnym”

Gwarancje FGRI powinny zostać ustrukturyzowane w taki sposób, aby nie obciążać budżetu i nie stanowić składnika długu publicznego

FGRI POWINIEN POSIADAĆ MOŻLIWOŚĆ REGRESU WOBEC INSTYTUCJI PUBLICZNYCH

IV. STANDING FINANSOWY I KAPITALIZACJA FUNDUSZU

1. Wiarygodność i zarządzanie finansowe Funduszem

Aby fundusz gwarancyjny PPP spełniał skutecznie swoją rolę, musi posiadać odpowiedni do swoich zadań standing finansowy, a więc wykazywać niezbędną wypłacalność (wyrażaną przez kapitał własny Funduszu i jego relację do całości zobowiązań, tak wymagalnych, jak i niewymagalnych) oraz płynność finansową (oznaczającą zdolność Funduszu do pełnego i terminowego regulowania bieżących zobowiązań płatniczych).

Przez standing finansowy niekoniecznie należy tu rozumieć rating kredytowy przyznany przez niezależną agencję ratingową, który zasadniczo jest potrzebny i ma sens jedynie w sytuacji, gdy dany podmiot emituje instrumenty dłużne na publicznym rynku finansowym. Pojęcie standingu finansowego jest tu użyte w szerszym rozumieniu, oznaczającym, że fakt udzielenia przez Fundusz gwarancji zmieni w istotny sposób (tj. polepszy) w percepcji jego uczestników oraz instytucji finansowych profil ryzyka projektu PPP.

W szczególności istotne jest aby gwarancje Funduszu mogły stanowić podstawę do formalnej redukcji ryzyka w instytucjach kredytowych, a więc aby redukowały kapitał regulacyjny banków. W praktyce oznacza to, że gwarancje Funduszu powinny powodować zbliżone skutki dla adekwatności kapitałowej banków do gwarancji państwowych. Nadzór bankowy przy obliczaniu kapitału regulacyjnego powinien traktować podobnie gwarancje Funduszu i gwarancje państwowe. Ważne jest zatem zaopiniowanie projektu Funduszu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Ułatwi to znacznie pozyskanie kapitału pożyczkowego dla projektów infrastrukturalnych.

W przypadku funduszu gwarancyjnego zakłada się, że jego zarządzanie finansowe koncentruje się w znacznie większym stopniu wokół problemu wypłacalności, raczej niż płynności. Wynika to z faktu, że udzielane gwarancje są z punktu widzenia Funduszu zobowiązaniem niewymagalnym (tzn. w momencie ich wystawienia nie jest przesądzone, czy kiedykolwiek nastąpi wypłata z danej gwarancji, kiedy to ewentualnie nastąpi i w jakiej kwocie). Ponadto przy założeniu właściwej polityki kredytowej/inwestycyjnej Funduszu

można i należy zakładać, że tylko niewielka część udzielanych gwarancji da miejsce faktycznym wypłatom.

Tak więc dobrze zarządzany fundusz gwarancyjny w obszarze swojej podstawowej działalności wykonuje dość ograniczone przepływy finansowe – odróżnia to ten typ funduszu od funduszu pożyczkowego, który regularnie uruchamia pożyczki i otrzymuje ich spłaty, stąd zarządzanie płynnością odgrywa w jego działaniach znacznie większą rolę. Jako przykład, Aneks 1 poniżej przedstawia dane dotyczące kapitału własnego i wypłat z gwarancji dla Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, afiliacji EBI.

W zasadzie powinno się oczekiwać, zwłaszcza w wypadku ryzyka „politycznego”, że sam efekt udzielenia przez Fundusz gwarancji dla projektu PPP w zakresie określonych typów ryzyka wywoła u podmiotów publicznych odpowiedzialnych za dane ryzyko efekt dyscyplinujący, i tym samym prawdopodobieństwo pojawienia się roszczeń z gwarancji i następnie efektywnych wypłat z Funduszu zostanie zminimalizowane.

2. Kapitalizacja Funduszu

Podstawową kwestią dla skutecznego funkcjonowania funduszu gwarancyjnego jest zatem zarządzanie kapitałem. Kwestię tę należy rozpatrzyć w kontekście sposobu skapitalizowania Funduszu (rodzaju aktywów, w jakie Fundusz został wyposażony przez organ założycielski) oraz optymalnej wielkości kapitału.

Formy kapitalizacji

Jako dwie podstawowe możliwe formy kapitalizacji Funduszu, nie wykluczające się wzajemnie można wymienić:

- wkład pieniężny (gotówkę),
- wkład niepieniężny (aport), obejmujący aktywa o zróżnicowanym stopniu płynności, jak akcje i udziały w spółkach (notowane lub nie na giełdzie), certyfikaty inwestycyjne, wierzytelności czy nieruchomości.

Nie ulega wątpliwości, że co do zasady, najbardziej korzystna i dogodna z punktu widzenia zarządzania kapitałem przez Fundusz jest kapitalizacja w postaci gotówki, jako aktywów o najwyższym stopniu płynności. Jednakże z uwagi na konkretne okoliczności, w jakich formułowana jest propozycja powołania Funduszu, a w szczególności w związku z koncepcją wykorzystania przy tej okazji strategicznego majątku Skarbu Państwa, opcja kapitalizacji FGRI poprzez wniesienie niepiennych aktywów majątkowych zostanie potraktowana w sposób równoważny. Należy tu podkreślić, że obie formy kapitalizacji – poprzez wkład pieniężny i niepieniężny – nie wykluczają się wzajemnie, i można wręcz twierdzić, że ich połączenie dałoby najlepszy rezultat dla efektywnego działania Funduszu.

Co do wkładu pieniężnego, jego funkcjonowanie w trakcie działalności operacyjnej Funduszu nie wymaga żadnego komentarza. Największym problemem wydaje się tutaj fakt, że wkład gotówki obciąża budżet państwa, co w wypadku wysokiej kapitalizacji może stanowić istotny problem. Stąd szczególną uwagę należy zwrócić na rozwiązania pozwalające na minimalizację wydatku gotówki bez szkody dla celów działalności Funduszu.

Można wskazać na dwa sposoby obniżenia wydatku gotówkowego Skarbu Państwa na opłacenie kapitału Funduszu:

- po pierwsze, zastosowanie rozwiązania typowego dla banków i funduszy rozwojowych funkcjonujących za granicą, polegającego na częściowym opłaceniu kapitału Funduszu. Nieopłacona część kapitału (ang. callable capital) uruchamiana jest tylko w razie

potrzeby, tj. gdy Fundusz nie dysponuje innymi źródłami środków. Naturalnie kapitał nieopłacony stanowi bezwzględne zobowiązanie udziałowca do uzupełnienia kapitału Funduszu na jego żądanie, w trybie i terminach określonych w jego statucie.

Rozwiązanie to jest powszechnie stosowane zwłaszcza przez międzynarodowe banki rozwojowe, których kapitał jest opłacony tylko w niewielkim procencie (por. Aneks 2 z porównaniem reguł kapitalizacji EBI i EBOiR), i wydaje się szczególnie wskazane dla funduszu o charakterze gwarancyjnym, gdzie jak wspomniano przepływy gotówkowe nie powinny być duże ani częste w stosunku do kapitału własnego,

- po drugie, dopuszczenie do udziału w Funduszu innych niż Skarb Państwa udziałowców. Oczywiście chodzi o takie ukształtowanie struktury właścicielskiej Funduszu, aby państwo zachowało efektywną kontrolę nad jego funkcjonowaniem, co można osiągnąć zarówno przez odpowiednie ustalenie wysokości udziałów poszczególnych udziałowców, jak i dobór do tej roli konkretnych podmiotów.

Dopuszczenie do roli udziałowców/akcjonariuszy publicznej instytucji rozwojowej podmiotów innych niż państwo jest również szeroko stosowane w skali międzynarodowej i może przynieść Funduszowi szereg korzyści. Chodzi o to, aby udziałowcami Funduszu zostały podmioty o możliwie jak najwyższym standingu kredytowym oraz takim charakterze własnej działalności, aby korelowała ona z działalnością Funduszu, oraz aby mogły one w razie potrzeby udzielać Funduszowi wsparcia.

Takie warunki w pierwszym rzędzie spełniają duże instytucje finansowe, a więc banki i towarzystwa ubezpieczeniowe. Można tu rozważyć w kontekście kapitalizacji FGRI udział czołowych polskich instytucji finansowych, jak PKO BP i PZU, ale także instytucji zagranicznych – w pierwszym rzędzie międzynarodowych i krajowych banków rozwojowych z sektora publicznego, ale także instytucji prywatnych (w tym np. poprzez działające w Polsce filie międzynarodowych grup bankowych). W przypadku instytucji zagranicznych byłoby prawdopodobne, że ich rating kredytowy byłby wyższy niż suwerenny rating Polski (A-), co z pewnością byłoby korzystne dla standingu Funduszu.

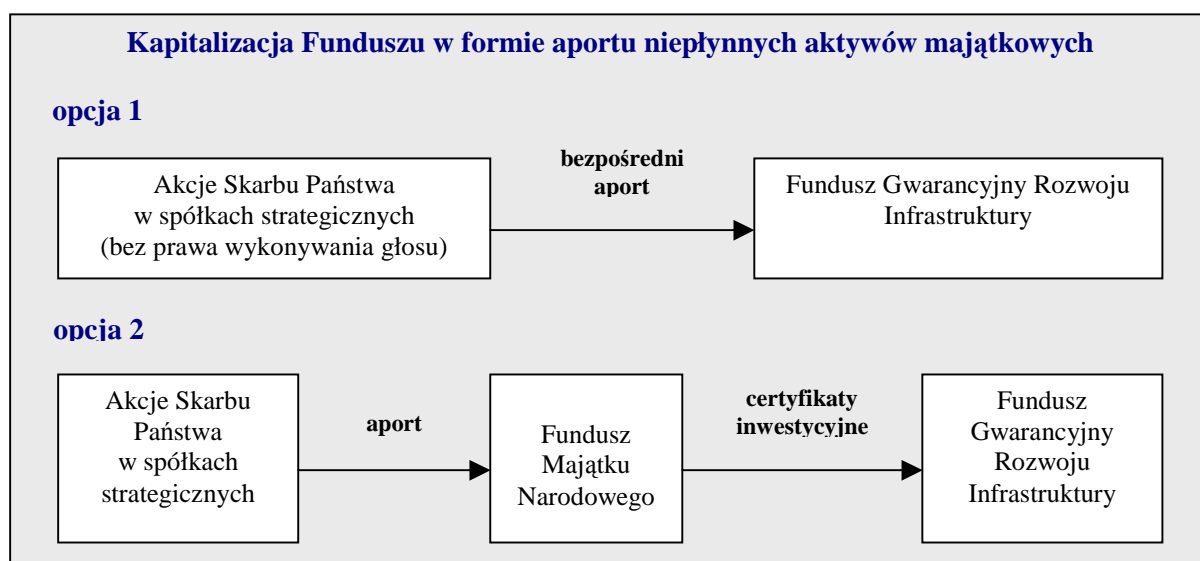
Osobną kwestią związaną z kapitalizacją gotówkową jest interpretacja wydatku Skarbu Państwa na inwestycję w kapitał Funduszu w kontekście zasad Eurostatu dotyczących wyliczania wielkości deficytu i długu sektora rządowego dla celów monitoringu unijnej procedury nadmiernego deficytu. Kwestia ta jest wyjaśniona w punkcie V opracowania – w tym miejscu należy jedynie zauważyć, że jeśli Fundusz będzie dysponował atrybutami podmiotu działającego niezależnie i zgodnie z regułami rynkowymi, inwestycja państwa nie zostanie przez Eurostat wliczona do deficytu i długu publicznego.

Zakładamy, że projektowany Fundusz nie powinien stanowić obciążenia finansów publicznych, co więcej powinien stanowić instrument umożliwiający redukcję deficytu budżetowego bez konieczności hamowania rozwoju infrastruktury. Dlatego zakładamy, że większa część kapitalizacji Funduszu zostanie wniesiona aportem w postaci aktywów, które są w posiadaniu Skarbu Państwa. Można je obecnie podzielić na trzy grupy:

- akcje spółek o znaczeniu strategicznym (np. PKN Orlen S.A., GPW S.A., PGE S.A.), których Skarb Państwa nie planuje się pozbywać np. ze względu na bezpieczeństwo finansowe lub energetyczne,
- akcje spółek przeznaczonych do restrukturyzacji i prywatyzacji,
- nieruchomości.

Zakładamy, że dla potrzeb kapitalizacji Funduszu można wykorzystać część akcji spółek o znaczeniu strategicznym, których Skarb Państwa nie planuje się pozbywać w najbliższej przyszłości. Można to zrobić w dwojaki sposób:

- 1) bezpośrednio aportem wnieść akcje spółek do Funduszu zwiększając jego kapitał zakładowy. Prawa głosu z wniesionych aportem akcji powinny pozostać w gestii odpowiedniego Ministra (Skarbu Państwa, Gospodarki, Infrastruktury). Kwestie związane z nadzorem właścicielskim i prawami wykonywania głosu mogłyby zostać uregulowane podobnie jak w przypadku akcji PKO BP S.A. przekazanych przez Ministerstwo Skarbu Państwa do BGK;
- 2) pośrednio, poprzez wniesienie akcji do specjalnie utworzonego Funduszu Majątku Narodowego mającego na celu maksymalizację wartości majątku Skarbu Państwa, a następnie wykorzystanie certyfikatów inwestycyjnych Funduszu Majątku Narodowego jako aportu w Funduszu Rozwoju Infrastruktury. Nadzór właścicielski nad spółkami strategicznymi sprawowałby wówczas Fundusz Majątku Narodowego, a do kapitalizacji Funduszu Gwarancyjnego Rozwoju Infrastruktury wykorzystywane byłyby jego certyfikaty inwestycyjne.



Kapitalizacja poprzez wniesienie nie płynnych aktywów majątkowych z natury rzeczy rodzi pewne pytania natury finansowej i prawnej, dotyczące np. aktualizacji ich wyceny oraz zwłaszcza sposobu wykorzystania kapitału dla celów uregulowania zobowiązań płatniczych czy pokrycia straty bilansowej. W związku z założeniem, że kapitał Funduszu zostanie wniesiony w postaci akcji/udziałów Skarbu Państwa w zasadzie nie przeznaczonych do sprzedaży, należało będzie dokładnie określić sposób gospodarowania tymi aktywami, tak aby stanowiły one coś w rodzaju „ostatecznej linii obrony” wypłacalności Funduszu, ale jednocześnie aby rola kapitału Funduszu nie była czysto symboliczna. Kwestia ta z pewnością byłaby starannie analizowana przez potencjalnych beneficjentów gwarancji Funduszu i agencje ratingowe.

Patrząc na instytucje rozwojowe funkcjonujące w głównych krajach europejskich można wskazać na takie, które dysponują znaczącymi portfelami aktywów takich jak pakiety akcji czołowych firm krajowych czy nieruchomości. Klasycznym przykładem może być tutaj francuska Caisse des Depots et Consignations. Korzystnym aspektem takiego rozwiązania jest przede wszystkim fakt, że aktywa takie mogłyby być dla Funduszu źródłem regularnych i potencjalnie znaczących dochodów, co wzmocniałoby jego pozycję finansową.

W sumie, biorąc pod uwagę spodziewane ograniczenia w możliwościach kasowych budżetu państwa co do wydatku na kapitał FGRI, sposób skapitalizowania Funduszu powinien zostać starannie wyważony, przy uwzględnieniu wszystkich wariantów wymienionych powyżej –

żaden z nich nie wyklucza się wzajemnie z innym. Oczywiście bardzo istotnym czynnikiem przy planowaniu kapitalizacji FGRI jest też wielkość kapitału Funduszu.

Wielkość kapitalizacji

Fundusz musi zostać wyposażony w kapitał o wielkości skorelowanej do skali przewidywanych projektów (dokładniej: skali i rodzaju ich ryzyka), za które będzie gwarantował, tak aby jego wypłacalność nie podlegała jakimkolwiek wątpliwościom. Zarówno skala owych inwestycji, jak i ich relacja do kapitału Funduszu, powinny zostać określone na bazie konkretnych empirycznych informacji i danych o planowanych inwestycjach, profilu ich ryzyk oraz stopniu spodziewanych wypłat/strat.

Określenie wymaganej wielkości kapitału Funduszu wymaga zatem zebrania określonych danych i wykonania kalkulacji w oparciu o założenia dotyczące oczekiwanych wypłat/strat. W niniejszym opracowaniu nie podejmujemy próby takiej kalkulacji, gdyż ma ono charakter koncepcyjny. Natomiast w razie przyjęcia ogólnej koncepcji Funduszu, krytycznym elementem prac na etapie wdrożeniowym powinno być zbudowanie modelu finansowego FGRI i dokonanie przy jego pomocy odpowiednich projekcji finansowych, w tym dla określenia niezbędnego poziomu kapitału Funduszu.

Przykładem takiej niedawnej analizy jest opublikowana przez firmę Ernst & Young kalkulacja przybliżonej wielkości kapitału brytyjskiej instytucji finansowania inwestycji infrastrukturalnych w sektorze energii odnawialnej, Green Investment Bank, jaki jest obecnie w trakcie tworzenia przez rząd Wielkiej Brytanii. Nie wdając się w szczegóły, Ernst & Young obliczył, że przy szacowanej wielkości inwestycji w energię odnawialną w latach 2011-2025 w wysokości 450 mld £, oraz luki finansowej do pokrycia przez GIB wynoszącej dla tego okresu 330-360 mld £, kapitał nowej instytucji wyznaczony na bazie maksymalnych potencjalnych strat kredytowych powinien wynieść od 4 do 6 mld £.

Należy na koniec podkreślić, że kapitalizacja Funduszu może – i powinna – zostać zrealizowana stopniowo, tj. powinna zostać rozłożona na etapy, określone w planie rozwoju tej instytucji i uzależnione od tempa rozwoju jej działalności.

Wiarygodność finansowa FGRI

- Kapitał własny gwarantujący wysoką wypłacalność (wartość akcji lub certyfikatów inwestycyjnych Funduszu Majątku Narodowego)
- Profesjonalne zarządzanie (konserwatywny poziom mnożnika finansowego max 3x)
- Płynność finansowa (bazująca na opłatach za udzielone gwarancje)
- Gwarancja uznawana przez KNF (dla potrzeb redukcji kapitału regulacyjnego banków finansujących projekty)
- Regres finansowy FGRI wobec instytucji publicznych, za które udzielił gwarancji
- Możliwość wsparcia FGRI w wielkich projektach przez ko-gwarantów

V. FGRI I JEGO GWARANCJE W EWIDENCJI BUDŻETU I DŁUGU PUBLICZNEGO

Bardzo ważną kwestią przy tworzeniu Funduszu jest takie zaprojektowanie zasad jego funkcjonowania, aby sam Fundusz nie był traktowany jako część sektora instytucji rządowych, a transakcje przeprowadzane przez Fundusz nie były wywierały wpływu na stan równowagi budżetowej i wielkość długu publicznego. Oznacza to konieczność skonstruowania Funduszu w sposób zgodny z odpowiednimi regułami rachunkowości budżetowej i systemu statystyki rachunków narodowych Polski i Unii Europejskiej.

Według naszej opinii – opartej na wstępnej analizie dokumentów Eurostatu (m.in. Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA95. 2010 Edition), ale koniecznej do potwierdzenia przez kompetentnych specjalistów – utworzenie Funduszu spełniającego warunek wyłączenia z sektora budżetowego jest możliwe przy spełnieniu pewnych warunków.

Fundamentalną kwestią jest tutaj autentyczna samodzielność i autonomia Funduszu oraz „biznesowe” zasady jego działania, w tym jego transakcji z rządem. I tak skapitalizowanie Funduszu przez rząd zostanie potraktowane jako transakcja finansowa rządu, nie mająca wpływu na stan budżetu, o ile rząd w zamian za przekazane aktywa otrzyma równoważne co do wartości instrumenty finansowe (certyfikaty udziałowe Funduszu) oraz będzie mógł oczekiwać, że w wyniku działalności Funduszu będzie otrzymywał niezbędną stopę zwrotu z inwestycji (określoną jako adiustowana ryzykiem stopa zwrotu oczekiwana z podobnej działalności przez inwestora prywatnego lub stopa oprocentowania długoterminowych obligacji skarbowych).

Gwarancje FGRI a budżet i dług publiczny

FGRI a dyscyplina fiskalna i wymogi UE: Gwarancje FGRI będą modyfikować alokację ryzyka w projekcie PPP między partnerem publicznym i prywatnym, co może mieć wpływ na deficyt i dług sektora rządowego, i z kolei na zobowiązania Polski wobec Unii.

Status FGRI: aby wsparcie FGRI dla projektu PPP nie powodowało zmiany w alokacji ryzyka w projekcie PPP, która powodowałaby zaliczenie projektu do bilansu sektora rządowego, zasady działania funduszu powinny zostać tak skonstruowane, aby zgodnie z regułami klasyfikacji ESA95 FGRI nie został włączony do sektora rządowego.

Działalność FGRI: aby pozostać poza sektorem rządowym, fundusz gwarancyjny w szczególności:

- powinien mieć autonomię decyzji w zakresie swojej podstawowej funkcji
- powinien prowadzić pełną odrębną ewidencję księgową swojej działalności
- powinien prowadzić swoją działalność na zasadach zbliżonych do rynkowych.

Kontrola rządu nad FGRI: zgodnie z regułami ESA95 spełnienie powyższych zasad zapewni, że FGRI pozostanie poza sektorem rządowym mimo iż rząd polski będzie nad nim sprawował bezpośrednio lub pośrednio pełną kontrolę.

Odrębnie uregulowana przez Eurostat została ewidencja projektów PPP dla celów ustalania wielkości deficytu i długu sektora instytucji rządowych. Eurostat przyjął, że dla zaliczenia bądź nie danego projektu do bilansu sektora instytucji rządowych rozstrzygające znaczenie ma alokacja pomiędzy partnera publicznego i prywatnego 3 podstawowych rodzajów ryzyka w projekcie – aby projekt mógł nie zostać zaliczony do bilansu sektora rządowego, partner prywatny musi wziąć na siebie ryzyko budowlane oraz przynajmniej jedno z dwóch pozostałych rodzajów ryzyka – ryzyko popytu lub ryzyko dostępności.

Mówiąc prościej, aby dany projekt nie wpływał na wielkość deficytu i długu sektora rządowego, partner prywatny musi wziąć na siebie przeważającą część ryzyka projektu. Jeśli w ocenie Eurostatu sytuacja taka nie ma miejsca, całość aktywów projektu zostaje zaliczona do bilansu sektora rządowego, a odpowiadająca tym aktywom kwota finansowania zostaje włączona do długu sektora rządowego. Tak więc decydujące znaczenie dla klasyfikacji indywidualnych projektów PPP ma ogólna ocena alokacji ryzyka w danym projekcie. Jeśli Fundusz na podstawie wcześniej wspomnianych zasad nie zostanie potraktowany jako

podmiot sektora rządowego, jego gwarancje nie będą miały po prostu wpływu na ową ogólną ocenę.

*Krzysztof Szymański przy współpracy Leszka Pawłowicza
Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Gdańsk, 28 października 2011*

Aneks 1

Przykład funduszu gwarancyjnego – *European Investment Fund (EIF)*

EIF jest specjalistycznym funduszem inwestycyjnym i gwarancyjnym, którego udziałowcami są Europejski Bank Inwestycyjny (61%), Unia Europejska (30%) i grupa europejskich banków (9%). Działa on jako inwestor i gwarant w sektorze finansowania małych i średnich firm w krajach UE, a więc w sektorze wysokiego ryzyka. W tym momencie interesuje nas jedynie portfel gwarancyjny *EIF*, w części obejmującej gwarancje udzielane na własne ryzyko funduszu (większość udzielana jest na rachunek i ryzyko EBI i UE).

Na koniec 2009 roku portfel udzielonych gwarancji *EIF* wynosił 2,9 mld EUR, przy oficjalnie subskrybowanym kapitale w wysokości 3,0 mld EUR i kapitale efektywnie opłaconym na poziomie 20% kapitału subskrybowanego. W tym samym momencie pełna kwota kapitału własnego *EIF*, czyli suma kapitału opłaconego, rezerw i zakumulowanych zysków, wynosiła 1,0 mld EUR. Zgodnie z polityką kredytową *EIF*, jego portfel gwarancyjny nie może przekroczyć 3-krotności kapitału subskrybowanego, a więc kwoty 9 mld EUR, tak więc limit ten był wykorzystany w końcu 2009 roku w niespełna 1/3.

Co najciekawsze, do końca 2009 roku łączna kwota wypłat z gwarancji udzielonych przez *EIF* wyniosła zaledwie 18 mln EUR. Jak widać, mimo operowania w sektorze wysokiego ryzyka kredytowego, znacznie wyższego niż ryzyko występujące przy finansowaniu projektów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury, faktyczny koszt ryzyka stanowił dla *EIF* 0,018 promila kapitału własnego funduszu. *EIF* oczekiwał że kwota wypłat powinna wzrosnąć w roku 2010 i następnych, w wyniku przesuniętego w czasie efektu kryzysu finansowego, niemniej rząd wielkości spodziewanych wypłat nie stanowił żadnego zagrożenia dla wypłacalności funduszu.

Aneks 2

Kapitał własny *Europejskiego Banku Inwestycyjnego* i *Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju*

Jest rzeczą interesującą porównać reguły dotyczące kapitalizacji *EBI* i *EBOiR*, jako że oba te banki funkcjonują w jakościowo różnych obszarach ryzyka. Generalnie biorąc, *EBI* działa przede wszystkim na terytorium krajów UE, a więc w krajach o przeciętnie bardzo wysokim ratingu kredytowym, co jest o tyle istotne, że znacząca większość jego zaangażowań jest gwarantowana przez państwa członkowskie. Z uwagi na bardzo niskie ryzyko kredytowe *EBI* działa przy poziomie zaledwie 5% opłaconego kapitału. Na koniec 2009 roku kapitał subskrybowany *EBI* wynosił 232,4 mld EUR, zaś kapitał opłacony tylko 11,6 mld EUR.

EBOiR jest instytucją znacznie wyższego ryzyka, tak z uwagi na terytoria, na których prowadzi swoją działalność (kraje w fazie przemian systemowych, o stosunkowo wysokim ryzyku i ratingu na pograniczu lub poniżej ratingu inwestycyjnego), jak i charakter ekspozycji na ryzyko (obok kredytów, także znaczące udziały kapitałowe). W rezultacie reguły kapitalizacji *EBOiR* są znacznie ostrzejsze niż *EBI* – kapitał opłacony wynosi 25% kapitału subskrybowanego. Na koniec 2009 roku kapitał *EBOiR* autoryzowany przez akcjonariuszy wynosił 20,0 mld EUR, kapitał subskrybowany 19,8 mld EUR, zaś kapitał opłacony 5,2 mld EUR.