



Platforma

Partnerstwa Publiczno-Prywatnego

www.ppp.gov.pl

ppp@mrr.gov.pl

Finansowanie PPP z wykorzystaniem obligacji projektowych Zagadnienia, na które zamawiający powinni zwrócić uwagę

Listopad 2012 r.



POMOC TECHNICZNA
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI



MINISTERSTWO
ROZWOJU
REGIONALNEGO

UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI FUNDUSZ
ROZWOJU REGIONALNEGO



Warunki korzystania z niniejszej publikacji

Publikacja została opracowana w celu wzbogacenia i stymulowania dyskusji dotyczących partnerstw publiczno-prywatnych (PPP), a także w celu przyczynienia się do rozpowszechniania najlepszych praktyk w tym obszarze.

Oryginalna publikacja została wydana przez Europejskie Centrum Wiedzy PPP (EPEC) w języku angielskim. Niniejszy materiał stanowi tłumaczenie oryginału. Tłumaczenie zostało wykonane na zlecenie Ministerstwa Rozwoju Regionalnego. EPEC nie zweryfikował tłumaczenia z języka angielskiego, w związku z tym zleceniodawca tłumaczenia ponosi wyłączną odpowiedzialność za jego treść.

Europejskie Centrum Wiedzy Specjalistycznej w zakresie PPP (EPEC) stanowi wspólną inicjatywę Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), Komisji Europejskiej, państw członkowskich Unii Europejskiej, państw kandydujących oraz niektórych innych państw. Dodatkowe informacje na temat EPEC i jego członków można uzyskać pod adresem www.eib.org/epec.

Ustalenia, analizy, interpretacje i wnioski przedstawione w niniejszej publikacji nie zawsze są zgodne z poglądami lub założeniami polityki realizowanej przez EBI, Komisję Europejską, MRR lub jakiegokolwiek innego członka EPEC. Żaden członek EPEC, w tym EBI oraz Komisja Europejska, nie bierze na siebie odpowiedzialności za prawidłowość informacji zawartych w niniejszej publikacji, ani nie może zostać pociągnięty do odpowiedzialności prawnej w związku z konsekwencjami wynikającymi z korzystania z niniejszej publikacji. W związku z tym użytkownik korzystający z informacji zawartych w niniejszej publikacji czyni to na swoją wyłączną odpowiedzialność.

EPEC i MRR upoważniają odbiorców niniejszego dokumentu do jego użytkowania, pobierania, wyświetlania i powielania oraz do drukowania kopii jego treści, przy czym odbiorcy są proszeni o podawanie w takim przypadku źródła cytowanych materiałów. EPEC i MRR nie wyrażają zgody na wykorzystywanie niniejszego dokumentu lub jego treści do celów komercyjnych.

Finansowanie PPP z wykorzystaniem obligacji projektowych. Zagadnienia, na które zamawiający powinni zwrócić uwagę

1. Wstęp

Do niedawna europejski rynek PPP 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. wycena, okres zapadalności, wielkość pożyczki) uległy znacznemu pogorszeniu, co wpłynęło na możliwość zabezpieczenia pożyczek na realizację projektów PPP oraz na stosunek ich ceny do jakości.

W świetle sytuacji panującej obecnie na rynkach finansowych, finansowanie z wykorzystaniem obligacji może odegrać istotną rolę w zmniejszaniu luki finansowej występującej w przypadku inwestycji infrastrukturalnych. W uproszczeniu, obligacje projektowe to instrumenty dłużne wydawane przez przedsiębiorstwa odpowiedzialne za dany projekt PPP, które są z reguły kupowane przez inwestorów instytucjonalnych (np. fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń). Niekiedy takie obligacje są zbywalne na rynkach wtórnych. O ile finansowanie z wykorzystaniem obligacji odgrywa istotną rolę na niektórych rynkach PPP poza Europą (np. w Kanadzie), „prawdziwe” obligacje projektowe¹ 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 PPP.

Niniejszy dokument jest adresowany do zamawiających w zakresie PPP oraz do ogólnie rozumianych zainteresowanych podmiotów publicznych w dziedzinie PPP. Zwrócono w nim uwagę na najważniejsze właściwości finansowania z wykorzystaniem obligacji oraz zidentyfikowano główne problemy, które zamawiający będą musieli rozwiązać, jeżeli podejmą decyzję o finansowaniu PPP z wykorzystaniem obligacji projektowych.

2. Najważniejsze właściwości finansowania z wykorzystaniem obligacji

Rozważając możliwość wprowadzenia finansowania z wykorzystaniem obligacji jako alternatywnego źródła finansowania dla PPP, należy wziąć pod uwagę szereg właściwości tego finansowania, w tym:

- **ryzyko związane z terminem zapadalności/refinansowaniem** – obligacje z założenia stanowią długoterminowe rozwiązania finansowe. Inwestorzy instytucjonalni inwestujący w obligacje dążą do pozyskania długoterminowych

¹ „Opakowane” obligacje projektowe (tj. obligacje zagwarantowane przez zakłady ubezpieczeń będące „ubezpieczycielami obligacji”) były dość powszechnie wykorzystywane w ramach PPP, w szczególności w Wielkiej Brytanii, do momentu upadku zakładów ubezpieczeń pełniących rolę ubezpieczycieli obligacji pod koniec pierwszej dekady XXI w.

aktywów na pokrycie swoich długoterminowych zobowiązań. W przypadku PPP może to oznaczać korzystanie z rozwiązań finansowych, które niemalże pokrywają się z terminami zapadalności zamówień PPP, i które nie wiążą się z ryzykiem refinansowania (które ma miejsce w przypadku projektów finansowanych z wykorzystaniem krótkoterminowego finansowania np. typu „mini-perm” zapewnianego przez banki komercyjne);

- **wycena** – w obecnych warunkach rynkowych „całkowity koszt” finansowania z wykorzystaniem obligacji często okazuje się niższy od kosztu kredytu bankowego. Taka przewaga cenowa może w związku z tym przyczynić się do poprawy stosunku ceny projektu PPP do jego jakości, a także zwiększyć jego przystępność dla podmiotu publicznego;
- **jakość kredytowa** – podmioty inwestujące w obligacje z reguły inwestują w aktywa wysokiej jakości (tj. w aktywa wiążące się z niewielkim prawdopodobieństwem poniesienia straty). Aby sprostać oczekiwaniom inwestorów, emitenci obligacji (zazwyczaj banki) angażują agencje ratingowe, dążąc do ustrukturyzowania swoich transakcji w taki sposób, aby uzyskać rating kredytowy na poziomie A- lub wyższym². Ponieważ typowy projekt PPP jest zaprojektowany w taki sposób, by uzyskać rating na poziomie BB+ lub BBB-, finansowanie z wykorzystaniem obligacji często wiąże się ze stosowaniem instrumentów „zwiększania zdolności kredytowej” (np. inicjatywa w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”³ – Project Bond Initiative, transze dłużne, gwarancje pełniejszego wykonania) w celu uzyskania ratingu oczekiwanego przez inwestorów;
- **wielkość transakcji** – z uwagi na jego koszt, złożoność oraz gotowość inwestorów do inwestowania, korzystanie z finansowania z wykorzystaniem obligacji jest uzasadnione wyłącznie w przypadku transakcji PPP o znacznej wielkości (np. finansowanie z wykorzystaniem obligacji o wartości przekraczającej 100 milionów EUR). Obligacje są zazwyczaj wprowadzane do obrotu za pośrednictwem ofert publicznych lub ofert na rynku niepublicznym. W przypadku bardzo dużych transakcji można rozważyć możliwość zastosowania ofert publicznych. Oferty na rynku niepublicznym są bardziej odpowiednie dla mniejszych transakcji, ponieważ wiążą się z niższymi kosztami i mniejszym bieżącym obciążeniem administracyjnym;
- **koszty wstępne** – finansowanie z wykorzystaniem obligacji wiąże się z koniecznością poniesienia znacznych kosztów wstępnych, takich jak koszty uzyskania ratingu kredytowego dla obligacji, koszty przygotowania dokumentacji w zakresie plasowania obligacji oraz koszty wprowadzania obligacji do obrotu. Stosowanie finansowania z wykorzystaniem obligacji może wiązać się ze znacznymi kosztami prawnymi, w szczególności w przypadku ofert publicznych, w ramach których przewiduje się konieczność dopuszczenia obligacji do oficjalnych notowań giełdowych;
- **możliwość dostarczenia oraz wątpliwości związane z wyceną** – Zagadnienia związane z możliwością dostarczenia obligacji oraz ich wyceną z reguły precyzuje się dopiero w momencie ich faktycznego wyemitowania. W przypadku PPP wiąże się to nieuchronnie z pewnym poziomem braku pewności w trakcie przeprowadzania procedury udzielania zamówień. W konsekwencji zamawiający często mają trudności w znalezieniu w pełni

² W niniejszym dokumencie stosuje się skalę ratingową opracowaną przez Standard & Poor's (od znakomitego do słabego): AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D.

³ Zob. <http://www.eib.org/about/news/the-europe-2020-project-bond-initiative.htm>.

zaangażowanych ofert finansowania z wykorzystaniem obligacji na etapie składania ofert lub na etapie przedstawiania ostatecznych ofert w zamówieniach PPP;

- **koszt przeniesienia** – ponieważ zyski z tytułu obligacji są realizowane natychmiast po jej wyemitowaniu, partner prywatny w ramach PPP będzie musiał inwestować te zyski przez cały okres budowy, do momentu, w którym będą one faktycznie potrzebne do realizacji projektu. Sytuacja ta z reguły skutkuje powstaniem efektu „negatywnego przeniesienia”, ponieważ wartość odsetek uzyskiwanych przez partnera prywatnego jest zazwyczaj niższa niż odsetki wypłacane obligatariuszom. Efekt ten nie występuje w przypadku korzystania z tradycyjnego finansowania bankowego, w ramach którego fundusze mogą być pobierane w trakcie okresu budowy w dowolnym momencie, jeżeli zajdzie taka potrzeba;
- **zapisy dotyczące rozwiązania umowy** – w przypadku wcześniejszej spłaty, warunki emisji obligacji z reguły wymagają uiszczenia opłaty za przedterminową spłatę oraz zwrotu kwoty pozostającej do spłaty w celu zrównania pozycji zajmowanej przez obligatariuszy, podobnie jak dzieje się to w przypadku upływu terminu zapadalności obligacji; oraz
- **wierzyciel kontrolujący** – tradycyjne finansowanie bankowe na rzecz PPP przyznaje kredytodawcom możliwość korzystania z prawa do podejmowania decyzji w skoordynowany/uregulowany sposób przez cały okres realizacji projektu (np. w kontekście restrukturyzacji). W przypadku finansowania z wykorzystaniem obligacji należy powołać „wierzyciela kontrolującego”, który będzie odpowiedzialny za ochronę interesów wielu obligatariuszy.

3. Zagadnienia, na które zamawiający powinni zwrócić uwagę

Zamawiający projekty w zakresie PPP mogą zachęcać oferentów do rozważenia możliwości skorzystania z finansowania z wykorzystaniem obligacji (w celu zwiększenia konkurencji lub promowania dywersyfikacji), lub mogą oceniać oferty opierające się na finansowaniu z wykorzystaniem obligacji. W związku z tym zamawiający muszą zdawać sobie sprawę z implikacji związanych ze stosowaniem tej formy finansowania oraz zapewnić równe warunki działania dla rozwiązań opierających się na obligacjach i rozwiązań bankowych stosowanych w ramach procedury przetargowej. Bez odpowiedniego dostosowania procedury przetargowej oraz warunków zamówień w ramach PPP, zabezpieczenie finansowania z wykorzystaniem obligacji może okazać się niemożliwe.

Porady eksperckie dla zamawiających

Jak wskazano powyżej, finansowanie z wykorzystaniem obligacji cechuje się szeregiem szczególnych właściwości. Przy analizowaniu charakterystycznych dla obligacji kwestii, takich jak możliwość dostarczenia, porównanie cen oraz dokumentacja (zob. poniżej), odpowiednie podmioty publiczne muszą opierać się na poradach eksperckich. Powinny one zapewnić dostępność wiedzy eksperckiej na temat konkretnego instrumentu obligacji na wczesnym etapie realizacji procedury udzielania zamówień. Może wiązać się to z koniecznością powołania wyspecjalizowanego doradcy, ponieważ zwykli doradcy finansowi w zakresie PPP mogą nie dysponować bezpośrednim doświadczeniem w dziedzinie finansowania z wykorzystaniem obligacji.

Etapy procedury udzielania zamówień publicznych

Aby umożliwić lub ułatwić korzystanie z finansowania z wykorzystaniem obligacji, przy planowaniu przebiegu procedury udzielania zamówień publicznych w ramach PPP zamawiający powinni wziąć pod uwagę następujące elementy:

- na etapie przygotowywania projektu zamawiający powinni ocenić, czy kluczowe elementy zaproponowanego projektu PPP pozwalają na objęcie go finansowaniem z wykorzystaniem obligacji. Tego rodzaju wstępny przegląd wysokiego szczebla powinien zostać przeprowadzony z udziałem doradcy finansowego danego podmiotu;
- w celu udzielenia oferentom odpowiednich informacji, promowania zasady równego traktowania i zachęcania podmiotów sektora prywatnego do wykorzystywania wszystkich dostępnych możliwości pozyskiwania finansowania, zamawiający powinni wskazać na możliwość/dopuszczalność korzystania z rozwiązań w zakresie finansowania z wykorzystaniem obligacji na etapie zgłoszenia projektu (np. za pośrednictwem publikacji w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej);
- na etapie składania ofert oferentom należy zapewnić możliwość wyboru między przedłożeniem oferty opierającej się na finansowaniu bankowym lub oferty korzystającej z finansowania z wykorzystaniem obligacji. Jeżeli zamawiający wyrazi szczególną chęć zbadania potencjału rozwiązań wykorzystujących obligacje, może zwrócić się do oferentów o przedstawienie

oferty wariantowej opierającej się na finansowaniu bankowym lub oferty korzystającej z finansowania z wykorzystaniem obligacji. W takim przypadku zamawiający powinien mieć jednak na uwadze fakt, że przygotowanie dwóch wariantów w zakresie finansowania jest kosztowne dla oferentów⁴. Zamawiający jest zobowiązany do dokonania wyboru odpowiedniego rozwiązania finansowego na określonym etapie procedury, tj. przed przedłożeniem najlepszych ofert lub przed wytypowaniem preferowanego oferenta. Zamawiający powinien również rozważyć, czy zwrot części kosztów związanych z przygotowaniem wniosków dotyczących finansowania z wykorzystaniem obligacji jest uzasadniony w danym przypadku; oraz

- na etapie przedstawiania ostatecznej oferty zamawiający jest zobowiązany do przeprowadzenia dogłębnej analizy w zakresie możliwości dostarczenia oraz wyceny wniosków dotyczących finansowania z wykorzystaniem obligacji (zob. poniżej)⁵.

Ocena możliwości dostarczenia finansowania z wykorzystaniem obligacji

W ramach standardowej procedury udzielania zamówień publicznych w ramach PPP oferenci muszą wykazać (w swojej ofercie lub ostatecznej ofercie), że dostarczenie odpowiednich możliwości finansowania jest możliwe. Wymóg ten należy stosować odpowiednio w przypadku rozwiązań dotyczących obligacji. Jak wskazano powyżej, zapewnienie możliwości dostarczenia obligacji przed ich faktycznym wyemitowaniem jest trudne z uwagi na fakt, że „gwarantowanie emisji” obligacji przez ich emitentów nie jest powszechnie stosowaną praktyką. W rezultacie zobowiązania uzyskane ze strony banków na etapie składania ofert lub na etapie przedstawiania ostatecznych ofert mogą być – lub mogą wydawać się – bardziej wiarygodne niż zobowiązania uzyskane dzięki rozwiązaniom związanym ze stosowaniem obligacji.

Zamawiający mogą jednak zwiększyć prawdopodobieństwo uzyskania finansowania z wykorzystaniem obligacji, zobowiązując emitenta obligacji do przedłożenia listów poparcia na etapie składania ofert i przedstawiania ostatecznych ofert oraz korzystając z porad eksperckich udzielanych przez odpowiedniego doradcę. W związku z tym należy zachować należyta staranność przy formułowaniu warunków zawartych w listach poparcia składanych przez emitenta obligacji.

Ponadto zaleca się, aby zamawiający zobowiązali oferentów do uzyskania „wstępnego ratingu” w odniesieniu do proponowanej struktury finansowej w celu ograniczenia ryzyka związanego z możliwością dostarczenia na etapie przedstawiania ostatecznych ofert. Zamawiający może również zwrócić się do oferentów o (i) przedstawienie dowodów potwierdzających możliwość uzyskania minimalnego ratingu niezbędnego do spełnienia oczekiwań inwestorów (np. A-) oraz (ii) zaakceptowanie ryzyka wzrostu cen wskutek ewentualnego niepowodzenia działań mających na celu uzyskanie odpowiedniego ratingu.

Należy również zauważyć, że zamawiający mogą stanąć przed koniecznością porównania wniosków dotyczących finansowania z wykorzystaniem obligacji złożonych przez różnych oferentów. W związku z tym będą one musiały być w stanie zmierzyć potencjał oferentów w zakresie plasowania na etapie oceny ofert.

⁴ Art. 83 ust. 1 ustawy Prawo zamówień publicznych przewiduje możliwość dopuszczenia w postępowaniu ofert wariantowych. Jeżeli zamawiający decyduje się na umożliwienie składania ofert wariantowych, musi w specyfikacji istotnych warunków zamówienia zamieścić opis sposobu, w jaki przedstawiona ma być oferta wariantowa oraz postawić minimalne warunki, jakim musi ona podlegać (art. 36 ust. 2 pkt 4 Pzp).

⁵ Zob. załącznik w celu zapoznania się z przykładowymi kluczowymi etapami procedury udzielania zamówień stosowanej w odniesieniu do PPP finansowanych z wykorzystaniem obligacji.

Ocena w zakresie wyceny i zarządzanie ryzykiem związanym z wyceną

Na etapie składania ofert i przedstawiania ostatecznych ofert procedury udzielania zamówień publicznych w ramach PPP zamawiający muszą ocenić i porównać poziomy wyceny i właściwości związane z przeprowadzaniem wyceny w ramach różnych rozwiązań w zakresie finansowania. W przypadku finansowania z wykorzystaniem obligacji proces ten jest szczególnie złożony, ponieważ przeprowadzenie precyzyjnej wyceny obligacji jest możliwe dopiero po jej wyemitowaniu (tj. w chwili zamknięcia finansowego). Jak podkreślono powyżej, korzystanie z porad ekspertów ma kluczowe znaczenie w kwestiach związanych z wyceną.

Aby móc w odpowiedni sposób porównać różne oferty w zakresie finansowania, zamawiający w ramach zamówień PPP powinien zobowiązać oferentów w dokumentacji przetargowej do przedłożenia wyjaśnień dotyczących metody wyceny zastosowanej w odniesieniu do każdego proponowanego rozwiązania dotyczącego finansowania z wykorzystaniem obligacji (uwzględniających szczegółowy opis różnych składników wyceny). Metoda przeprowadzania wyceny powinna bazować w możliwie najszerszym zakresie na cenach rynkowych podobnych emisji obligacji lub koszyków emisji obligacji.

Zachęcając oferentów do przedstawiania ostatecznych ofert, zamawiający może rozważyć możliwość udzielenia informacji na temat orientacyjnej wyceny obligacji; oferenci mogą następnie wykorzystać te informacje przy składaniu swoich ofert. Oferenci mogliby wykorzystać tego rodzaju wycenę w ramach swoich modeli finansowych do obliczenia wartości swojej oferty. Wspomniane dane na temat wyceny powinny uwzględniać podział informacji według różnych opracowanych ratingów, a także inne kluczowe właściwości związane z danym rodzajem finansowania (np. Zagadnienia dotyczące terminu zapadalności).

Ponieważ proces wyceny obligacji jest mechanizmem rynkowym, ryzyko wystąpienia wahań cen między wartością ostatecznej oferty a wartością w chwili zamknięcia finansowego będzie spoczywało na zamawiającym. W odróżnieniu od rozwiązań bankowych (w przypadku których jedynym źródłem niepewności jest wartość „referencyjnej stopy procentowej” – np. EURIBOR), ryzyko cenowe związane z obligacjami obejmuje zarówno wartość „referencyjnej stopy procentowej”, jak i „ryzyko spreadu”. W konsekwencji:

- mechanizmy podziału ryzyka między zamawiającym a partnerem prywatnym powinny zostać omówione z oferentami na wczesnym etapie procedury udzielania zamówień. Kwestię wyboru takich mechanizmów można również pozostawić w gestii oferentów, którzy odniosą się do niej w ramach swojej strategii ofertowej;
- na etapie przedstawiania ostatecznych ofert zamawiający powinien określić zakres wyceny, w którym dany projekt PPP będzie możliwy do zrealizowania, a obligacje będą mogły zostać wyemitowane. Jeżeli wycena nie mieści się w tym zakresie, zamawiający powinien zachować prawo do odmowy przeprowadzenia transakcji; oraz
- po wytypowaniu preferowanego oferenta, zamawiający powinien zobowiązać go do śledzenia wahań poziomu cen i do regularnego przekazywania informacji na ten temat do zamknięcia finansowego.

Harmonogram

Aby umożliwić lub ułatwić korzystanie z finansowania z wykorzystaniem obligacji, podmioty publiczne powinny zapewnić uwzględnienie takiej możliwości w harmonogramie dotyczącym procedury udzielania zamówień w ramach PPP:

- opracowywanie rozwiązań dotyczących finansowania z wykorzystaniem obligacji wymaga większej ilości czasu niż opracowywanie rozwiązań dotyczących finansowania bankowego, ponieważ wiąże się z koniecznością uzyskania ratingów kredytowych⁶, przygotowania dokumentacji w zakresie plasowania obligacji, wprowadzenia obligacji do obrotu oraz spełnienia odpowiednich wymogów regulacyjnych;
- finansowanie z wykorzystaniem obligacji może wiązać się z koniecznością uzyskania ratingu wstępnego na etapie przedstawiania ostatecznych ofert oraz ostatecznego ratingu w chwili zamknięcia finansowego. Proces przyznawania ratingu trwa z reguły około czterech tygodni. Opracowanie wymaganych materiałów dodatkowych wiąże się jednak z koniecznością śledzenia postępów w zakresie rozwoju oferty. W konsekwencji proces przyznawania ratingu wstępnego może rozpocząć się dopiero po ustabilizowaniu struktury transakcji (np. podział ryzyka, inne kluczowe warunki zamówienia w ramach PPP), gdy prawdopodobieństwo wystąpienia zasadniczych zmian będzie niewielkie. Podobnie prace nad przyznaniem ostatecznego ratingu można rozpocząć praktycznie dopiero po zakończeniu przygotowywania dokumentacji projektowej; oraz
- ogólnie rzecz biorąc, po wytypowaniu preferowanego oferenta i zakończeniu prac nad dokumentacją projektową, uzyskanie ostatecznego ratingu i wprowadzenie obligacji do obrotu może potrwać o 4–6 tygodni dłużej niż okres, który byłby wymagany do umożliwienia realizacji transakcji bankowej.

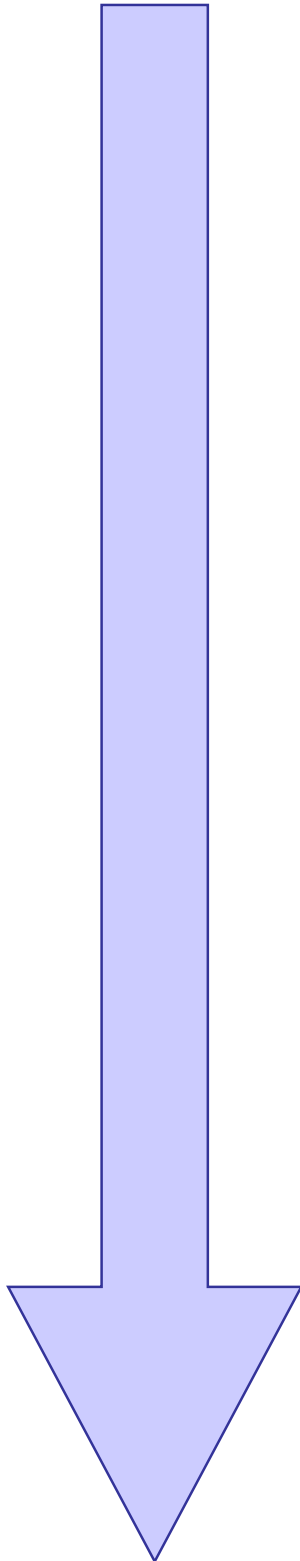
Zapisy dotyczące rozwiązania umowy w ramach PPP

W ramach PPP partner prywatny może zostać zobowiązany do uiszczenia przedpłaty z tytułu korzystania z finansowania z wykorzystaniem obligacji, na przykład w przypadku dobrowolnego rozwiązania umowy w ramach PPP lub w przypadku rozwiązania umowy wskutek niewykonania zobowiązania przez podmiot publiczny. Po rozwiązaniu umowy warunki emisji obligacji z reguły będą nakładały obowiązek uiszczenia przedpłaty z tytułu obligacji i uiszczenia opłaty za przedterminową spłatę mającej na celu zrównanie pozycji obligatariuszy, w celu przywrócenia sytuacji sprzed dokonania przedpłaty. Wysokość takiej opłaty z tytułu przedterminowej spłaty z reguły oblicza się wychodząc z założenia, że przedterminowo spłacona kwota zostałaby reinwestowana w pozostałym okresie, oraz że w odniesieniu do jej minimalnej wartości ustanowionoby minimalny pułap, którego wysokość odpowiadałaby wartości obligacji (tzw. „klauzula Spensa”). W związku z tym zagadnienia te należy uwzględnić w zapisach dotyczących rozwiązania umowy w ramach PPP bazującej na finansowaniu z wykorzystaniem obligacji. Odpowiednie klauzule umowne mogą być zgodne ze stosowanym w Wielkiej Brytanii podejściem opierającym się na „zmodyfikowanej klauzuli Spensa”, które odpowiada tradycyjnej klauzuli Spensa, umożliwiając jednak określenie stopy reinwestycji (w celu ograniczenia wysokości kosztów, które należy uiścić z tytułu rozwiązania umowy).⁷

⁶ Z wyjątkiem ofert na rynku niepublicznym, w przypadku których uzyskanie ratingu kredytowego nie jest zazwyczaj wymagane.

⁷ Zob. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pfi_spensguidance120506.pdf.

Załącznik – Przykładowe etapy procedury udzielania zamówień stosowanej w odniesieniu do PPP finansowanych z wykorzystaniem obligacji



Przed opublikowaniem w Dzienniku Urzędowym Unii

Europejskiej: ocena możliwości skorzystania z obligacji projektowych

Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej: wskazanie możliwości skorzystania z obligacji projektowych

Zaproszenie do składania ofert:

- wskazanie/zwrócenie się o składanie ofert dotyczących obligacji projektowych
- określenie warunków dotyczących listów poparcia uzyskiwanych od emitentów

Składanie ofert: przeprowadzanie oceny ofert

Zaproszenie do składania ostatecznych ofert

- zwrócenie się o uzyskanie wstępnego ratingu i uzyskanie listów poparcia emitentów (strategia plasowania i elementy składowe wyceny)
- w miarę możliwości, dostarczenie oferentom orientacyjnych danych dotyczących wyceny obligacji

Składanie ostatecznych ofert (np. możliwość dostarczenia, wycena)

Etap wyboru preferowanego oferenta:

- wybór rozwiązania w zakresie finansowania
- zobowiązanie do uzyskania ostatecznego ratingu
- określenie zakresu cenowego i monitorowanie wahań wartości wyceny w kontekście przystępności/stosunku ceny do jakości

Zamknięcie finansowe