

Aneta MICHALAK
Izabela JONEK-KOWALSKA
Politechnika Śląska
Wydział Organizacji i Zarządzania
Instytut Ekonomii i Informatyki

RYZIKO, EFEKTYWNOŚĆ I KOSZT KAPITAŁU W SYSTEMIE FINANSOWANIA INWESTYCJI PUBLICZNO-PRYWATNEJ NA PRZYKŁADZIE AUTOSTRADY A2

Streszczenie. Partnerstwo publiczno-prywatne daje coraz więcej możliwości w zakresie realizacji inwestycji infrastrukturalnych. Dowodem na to jest zaprezentowany przykład budowy autostrady A2, który potwierdza możliwość efektywnej współpracy partnera publicznego i partnerów prywatnych w obszarze inwestycji infrastrukturalnych. Inwestycja, jaką jest budowa autostrady A2 jest postrzegana jako jedna z najsprawniej realizowanych inwestycji publiczno-prywatnych w Polsce. Jej model finansowania uznany został za jeden z najnowocześniejszych w Europie. Inwestorzy zostali uhonorowani licznymi nagrodami. W artykule dokonano przeglądu sposobu finansowania tej inwestycji publiczno-prywatnej, związanego z nią ryzyka i innych uwarunkowań współpracy publiczno-prywatnej.

RISK, EFFECTIVENESS AND COST OF CAPITAL IN THE FINANCING OF PUBLIC-PRIVATE INVESTMENTS ON THE EXAMPLE OF HIGHWAY A2

Summary. Public-private partnership brings more possibilities in the area of realizing infrastructural investments. The proof for that is the presented example of building motorway A2 that confirms the possibility of effective cooperation between a public partner and private partners in the area of infrastructural investments. The investment of building motorway A2 is perceived as one of the most efficiently realized among the public-private investments in Poland. The model of its funding has been regarded as one of the most modern in Europe. The investors were honored with countless awards. In the article the research on funding way concerning this investment, the risk connected with it and other conditions of public-private cooperation was done.

1. Zarys ogólny inwestycji i przebieg procesu inwestycyjnego

Wybrany przykład inwestycji wiąże się z infrastrukturą techniczną drogową w zakresie płatnych dróg.¹ Jest to pierwsza w Polsce inwestycja drogowa o charakterze inwestycji publiczno-prywatnej, realizowana w ramach koncesji BOT (*Build – Operate – Transfer*, czyli *Zbuduj – Eksploatuj – Przekaż*). Wiąże się z nią specyficzne problemy, dotyczące przebiegu procesu inwestycyjnego, finansowania, rozłożenia ryzyka i wiele innych.²

Proces angażowania sektora prywatnego w planowanie, realizację, finansowanie i eksploatację infrastruktury gospodarczej należy do bardzo skomplikowanych, czasochłonnych i uzależnionych od wpływów politycznych i społecznych.³ Pomimo tego, że w przypadku tej inwestycji nałożyło się wiele problemów, zaznaczyć należy, że uchodzi ona za jedną z najsprawniej zrealizowanych inwestycji autostradowych w Europie.⁴ Analizowana inwestycja dotyczy budowy autostrady A2 na odcinku Konin – Nowy Tomyśl o długości 149 km. Przebieg analizowanej trasy prezentuje rys. 1.



Rys. 1. Przebieg autostrady A2 na odcinku Konin – Nowy Tomyśl

Fig. 1. The course of the A2 motorway Konin – Nowy Tomyśl

Źródło: materiały wewnętrzne „AW” SA.

¹ Jastrzębska M.: Polityka inwestycyjna jednostek samorządu terytorialnego. „Samorząd terytorialny”, 2005, nr 9, s. 15.

² Informacje, które posłużyły do stworzenia punktu 1. pozyskano z materiałów wewnętrznych firmy „Autostrada Wielkopolska” SA, a także w drodze wywiadu z Dyrektorem ds. Finansowych tej firmy i drogą internetową.

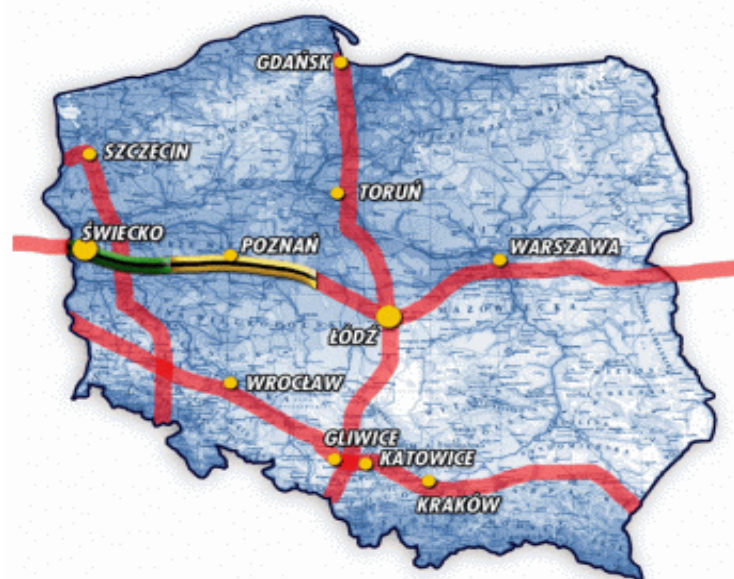
³ Rudzka-Lorentz Cz., Sierak J.: Zarządzanie finansami jednostek samorządu terytorialnego, [w:] Zalewski A. (red.): Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym, Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2007, s. 168-170; Filipiak B.: Znaczenie informacji w procesie podejmowania decyzji w jednostkach samorządu terytorialnego, [w:] tegoż (red.): Metodyka kompleksowej oceny gospodarki finansowej jednostki samorządu terytorialnego. Difin, Warszawa 2009, s. 14.

⁴ W uznaniu pionierskiego charakteru finansowania i skali projektu A-2, w marcu 2001 roku inwestycja ta otrzymała wyróżnienie od magazynu Project Finance Magazine, jako Transakcja Roku 2001 w zakresie Infrastruktury w Europie.

Odcinek ten położony jest w województwie wielkopolskim, swój początek ma przy zachodniej granicy Polski i prowadzi na wschód, w głąb województwa. Wydzielony odcinek jest częścią autostrady A2 Konin – Świecko o długości 242 km.

Autostrada A2 jest to jedna z najważniejszych tras drogowych w Polsce. Należy do Europejskiego Korytarza Transportowego Nr III, przebiegającego w kierunku wschód – zachód od granicy niemieckiej. Autostrada A2 jest również częścią europejskiej trasy E40: Ostenda (Bruksela) – Achen – Kolonia – Erfurt – Wrocław – Katowice – Kraków – Kijów. Dodatkowo, oferuje międzynarodowe połączenia między Polską, Niemcami, Czechami, Słowacją i Ukrainą. Autostrada ta ma wzmocnić spójność Polski z innymi krajami Unii, a zwłaszcza region Dolnego Śląska z przygranicznym rejonem w Niemczech, jakim jest Dolna Saksonia.

Autostrada A2 Konin – Świecko została podzielona na 2 odcinki, budowane jako oddzielne projekty, objęte oddzielnymi kontraktami koncesyjnymi i odrębnymi schematami finansowania.



Rys. 2. Autostrada A2 Konin – Świecko na tle sieci międzynarodowych korytarzy transportowych
Fig. 2. Motorway A2 Konin – Świecko against international network of transport corridors
Źródło: materiały wewnętrzne „AW” SA.

Ustanowiono dwie czterdziestoletnie koncesje na realizację i eksploatację autostrady przez firmę prywatną, na odcinku autostrady Konin – Nowy Tomyśl i Nowy Tomyśl – Świecko. Po upływie terminu koncesji oba odcinki autostrady zostaną przekazane na własność państwa. W negocjacjach nad warunkami umowy koncesyjnej uczestniczyła Agencja Budowy i Eksploatacji Autostrad, obecnie Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych

i Autostrad,⁵ wspólnie z przedstawicielami Ministerstwa Finansów oraz Ministerstwa Transportu i Gospodarki Morskiej.

Na mocy dwóch kontraktów koncesyjnych, realizacji i eksploatacji autostrady A2 na dwóch wydzielonych odcinkach podjął się podmiot prywatny – „Autostrada Wielkopolska” SA („AW” SA). Głównym założeniem kontraktów koncesyjnych jest przekazanie przez władze publiczne pozwoleń na czasowe przejęcie na własność prywatną obiektów publicznych, ich eksploatację i rozwój na warunkach rynkowych, na okres 40 lat. Po zakończeniu okresu koncesji, tj. w 2037 roku, „AW” SA przekaże autostradę nieodpłatnie Skarbowi Państwa w stanie odnowionym, niewymagającym remontu. „AW” SA uzyskała prawo do wybudowania i eksploatacji, na zasadzie wyłączności, odcinków autostrady objętych koncesjami. „AW” SA ma prawo własności do wybudowanych obiektów przez okres trwania koncesji. Wysokość opłat za przejazd autostradą jest regulowana przez rozporządzenia Rady Ministrów, zgodnie z którym koncesjonariusz ma prawo zmienić je po uprzednim uzgodnieniu z Generalną Dyrekcją Dróg Krajowych i Autostrad, ale nie częściej niż co 6 miesięcy. Pierwsza zmiana opłat może nastąpić po upływie 30 dni od dnia rozpoczęcia eksploatacji odcinka lub całej autostrady. Wysokość opłat jest uzależniona od liczby przejechanych kilometrów, kategorii pojazdu oraz przewidywanego ruchu pojazdów na autostradzie.

Budowa autostrady jest przedsięwzięciem bardzo kosztownym. Na tak znaczne zaangażowanie finansowe mogły sobie pozwolić firmy o dużym potencjale i silnej pozycji na rynku. Takie właśnie podmioty stworzyły spółkę celową, jaką jest „Autostrada Wielkopolska” SA. Spółka ta powstała 7 listopada 1992 roku w celu wybudowania i eksploatacji pierwszej polskiej, prywatnej autostrady. Piętnastu polskich akcjonariuszy, zwanych sponsorami projektu, miało wówczas blisko 57%, czyli większościowy pakiet akcji w spółce. Pozostałe akcje (43%) znajdowały się w rękach kilku firm międzynarodowych. Udziałowcami „Autostrady Wielkopolskiej” SA w momencie tworzenia umowy partnerstwa publiczno-prywatnego były m.in. takie polskie przedsiębiorstwa, jak:

- Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA (20%),
- Kulczyk Holding SA (15%),
- PKN Orlen SA (9%),
- Bank Zachodni WBK SA (5%),
- WARTA SA (5%),
- pozostali polscy udziałowcy (3%).

⁵ Agencja Budowy i Eksploatacji Autostrad (ABiEA) była rządową instytucją, którą powołano do nadzorowania realizacji programu budowania sieci płatnych autostrad w Polsce. Z dniem 1 kwietnia 2002 roku utworzono jedną organizację drogową, łączącą struktury Generalnej Dyrekcji Dróg Publicznych oraz ABiEA pod nazwą Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad.

Koncesjonariusz podkreślał znaczenie udziału jednego z głównych akcjonariuszy „Autostrady Wielkopolskiej” SA (posiadającym prawie 20% udziałów), jakim były Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA. Udział tej firmy w projekcie był korzystny zarówno dla PSE SA, jak i dla koncesjonariusza. Z jednej strony Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA otrzymały szansę na udział w inwestycjach towarzyszących w pasie autostradowym (np. budowa energetycznych i telekomunikacyjnych linii przesyłowych), a z drugiej obecność w projekcie tej, jednej z największych polskich firm podnosi jego rangę i ułatwia przyciągnięcie solidnych partnerów. Wśród zagranicznych i międzynarodowych udziałowców, którzy tworzyli „AW” SA wymienić można m.in.:

- Kulczyk Investment GmbH, Austria (19%),
- Strabag AG, Austria (10%),
- NCC International AB, Sweden (10%),
- EGIS Projects SA, France (3%),
- oraz kilka zachodnich firm budowlanych (1%).

Kapitał akcyjny „Autostrady Wielkopolskiej” SA w momencie przystępowania do partnerstwa publiczno-prywatnego wynosił 461 mln zł.

„AW” SA jest jednym z inicjatorów programu budowy autostrad płatnych w Polsce. Od momentu, w którym powstała wykonała wiele pionierskich opracowań, m.in. pierwszą ocenę wykonalności projektu (*feasibility study*) dotyczącego autostrady płatnej. Mimo dużego zaangażowania spółki, droga do uzyskania koncesji na budowę i eksploatację autostrady była trudna i długa. Starania „Autostrady Wielkopolskiej” SA o uzyskanie zgody na modernizację i budowę autostrady A2 rozpoczęły się już w 1993 roku po ogłoszeniu rządowego programu budowy 2.300 km autostrad w ciągu kolejnych 15 lat. We wrześniu 1995 roku, na podstawie Ustawy o Autostradach Płatnych,⁶ Agencja Budowy i Eksploatacji Autostrad ogłosiła dwustopniowy, międzynarodowy przetarg na sfinansowanie, wybudowanie i eksploataowanie autostrady płatnej od Świecka do Strykowa. Przetarg ten rozstrzygnięto po dwóch latach na rzecz przedsiębiorstwa „Autostrada Wielkopolska” SA i zawarto umowę koncesyjną BOT. Po wygraniu przetargu, 10 marca 1997 roku „AW” SA otrzymała koncesję na trzy odcinki autostrady, na okres 30 lat. Przez kolejne dwa lata, z uwagi na przeszkody polityczne, umowa koncesyjna nie była egzekwowana. Koncesję tę uznano za niekompletną i niewykonalną, m.in. z powodu braku precyzyjnych zapisów dotyczących podziału ryzyka, ochrony interesów skarbu państwa oraz spraw finansowych, w tym formy i zakresu wsparcia ze strony państwa. Koncesjonariusz nie mógł zgromadzić niezbędnych środków finansowych, gdyż instytucje finansowe nie akceptowały warunków zawartych w umowie. Podjęto zatem działania w sprawie renegocjacji umowy. Pod koniec 1999 roku renegocjowano warunki koncesji

⁶ Dz.U. z 1994 r. Nr 127, poz. 627 z późn. zmianami.

i podpisano nową, obecnie realizowaną umowę koncesyjną, zgodnie z którą „AW” SA aktualnie posiada dwie czterdziestoletnie koncesje na odcinki Konin – Nowy Tomyśl oraz Nowy Tomyśl – Świecko. Na skutek wydłużonych negocjacji spółka koncesyjna dopiero po podpisaniu aktualnie obowiązującej umowy mogła rozpocząć negocjacje z potencjalnymi dawcami kapitału obcego. W rezultacie, trzykrotnie przedłużano termin przedstawienia przez „AW” SA zamknięcia finansowego. Dopiero w październiku 2000 roku (trzy lata po podpisaniu umowy koncesyjnej), po długotrwałych i wielostronnych negocjacjach, „AW” SA podpisała umowy zamykające finansowanie pierwszego odcinka autostrady A2, tj. odcinka Nowy Tomyśl – Konin. Prace budowlane na tym odcinku rozpoczęto w sierpniu 2001 roku. Inwestycja realizowana była etapowo. Cały odcinek – z wydzieleniem obwodnicy Poznania o długości 13,3 km (której nie dotyczy umowa koncesyjna)⁷ – podzielono na trzy sekcje:

- sekcja I – 47,66 km długości (od Wrześni do Konina),
- sekcja II – 37,5 km długości (od węzła Krzesiny w Poznaniu do Wrześni),
- sekcja III – 50,4 km długości (od Nowego Tomyśla do węzła Komorniki w Poznaniu).

Realizację inwestycji „Autostrada Wielkopolska” SA powierzyła spółce wykonawczej A2 Bau Development GmbH. Spółka wykonawcza wybrała do realizacji całego zadania dwie firmy budowlane:

- STRABAG Polska sp. z o.o.
- NCC Polska sp. z o.o.

Firmy te przyjęły na siebie odpowiedzialność za całość prac budowlanych według następującego układu:

- w sekcji I wszystkie roboty, z wyjątkiem remontu wiaduktów, wykonała firma STRABAG Polska sp. z o.o., a remont wiaduktów firma NCC Polska sp. z o.o.,
- w sekcji II wszystkie roboty budowlane wykonała STRABAG Polska sp. z o.o.,
- w sekcji III wszystkie roboty budowlane wykonuje NCC Polska sp. z o.o.

Kolejne sekcje realizowano i oddawano do eksploatacji jako wydzielone zadania inwestycyjne⁸. I Sekcja (Września-Konin) została oddana do użytku 6 stycznia 2003 roku i od tego momentu generuje już przychody z tytułu opłat za przejazd. II Sekcja (Krzesiny – Września) została oddana do użytku 27 listopada 2003 roku, stanowiąc kolejne źródło przychodów. Natomiast sekcja III (Nowy Tomyśl – Komorniki) została oddana do eksploatacji w październiku 2004 roku. W ten sposób w okresie od 2001 do 2004 roku oddano do eksploatacji cały pierwszy odcinek autostrady Konin – Nowy Tomyśl.

⁷ Obwodnica Poznania zbudowana została poza koncesją przyznaną „Autostradzie Wielkopolskiej” SA, ze środków budżetowych i pomocowych (pod nadzorem Generalnej Dyrekcji Dróg Krajowych i Autostrad, Oddział Zachodni w Poznaniu). W dniu 12 września 2003 roku ponad 13 kilometrowy jej odcinek został włączony do eksploatacji i utrzymania przez „AW” SA, bez konieczności ponoszenia tych kosztów przez Skarb Państwa.

⁸ Michalak A.: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. PWN, Warszawa 2007, s. 41-42.

2. Znaczenie inwestycji

Inwestycje JST przynoszą korzyści indywidualne, lokalne i regionalne.⁹ Partnerstwo publiczno-prywatne związane z budową autostrady A2 ma dużą **rolę dla regionu i kraju**. Budowa autostrady A2 ożywi wzrost gospodarczy kraju. Pośrednio, poprzez efekty mnożnikowe i bezpośrednio przyczyni się do powstania kilkunastu tysięcy nowych miejsc pracy (tyko na budowie autostrady pracę znalazło 1,3 tys. ludzi). Obszary znajdujące się w pasie przyautostradowym zwiększą swą atrakcyjność. Będzie to dużą zachętą dla potencjalnych inwestorów i umożliwi rozwój gospodarczy w regionach sąsiadujących z autostradą. Gminy sąsiadujące z autostradą mogą liczyć na znaczne zwiększenie inwestycji, a co za tym idzie na większe wpływy z podatków, ograniczenie bezrobocia, wzrost obrotów handlowych. To wszystko w dłuższej perspektywie powinno przynieść wzrost zamożności i poprawę stopy życiowej ich mieszkańców. Już teraz wiele gmin oferuje potencjalnym inwestorom pomoc i tereny w pobliżu autostradowych węzłów. Gminy leżące wzdłuż A2 na inwestycję przeznaczyły ponad 5000 hektarów ziemi. Liczą na to, że autostrada przyniesie rozwój lokalnym społecznościom. Oferta samorządów skierowana jest zarówno do małych, jak i dużych firm. Dlatego o autostradzie mówi się jako o „gospodarczym kręgosłupie” tej części Polski. Jednocześnie sieć autostrad wzmocni więzi pomiędzy poszczególnymi regionami Polski i krajami Unii Europejskiej, powodując wzrost dochodów z turystyki. Budowa autostrady A2 to wymierne zyski dla Skarbu Państwa. Plan finansowy, przygotowany przez „Autostradę Wielkopolską” SA nie przewiduje żadnych zwolnień podatkowych. Firma odprowadzi do budżetu państwa kilkanaście miliardów złotych z tytułu podatków. „AW” SA przez okres trwania koncesji ma obowiązek samodzielnego pokrywania wszelkich kosztów eksploatacji, utrzymania i remontów wybudowanej przez siebie autostrady. Ocenia się, że wyniosą one kilka miliardów złotych. Ciężar tych kosztów związanych z realizacją i eksploatacją autostrady nie obciąży obywateli i państwa. Dodatkowo, koncesjonariusz zobowiązał się do przekazywania do Skarbu Państwa do 50% zysków spółki po opodatkowaniu. Przez cały czas realizacji projektu to państwo jest właścicielem gruntów pod autostradę, z tego tytułu w trakcie trwania koncesji uzyska istotne wpływy z czynszu dzierżawnego. Po upływie okresu koncesji odnowiona autostrada zostanie nieodpłatnie przekazana państwu wraz ze wszystkimi urządzeniami.

⁹ Wojciechowski E.: Zarządzanie w samorządzie terytorialnym. Difin, Warszawa 2006, s. 116-117; Dylewski M., Filipiak B., Gorzałczyńska-Koczkodaj M.: Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje. Procesy. PWN, Warszawa 2006, s. 117.

3. Sposób finansowania A2 i jego konsekwencje

Jednym z podstawowych uwarunkowań procesów inwestycyjnych jest wybór źródeł finansowania danego projektu inwestycyjnego, który odbywa się na etapie *studium feasibility*. Każda jednostka samorządowa indywidualnie musi przeanalizować czynniki, które mają wpływ na wybór źródeł finansowania realizacji inwestycji.¹⁰ Sfinansowanie tak wielkiego przedsięwzięcia, jakim jest budowa autostrady, w warunkach polskiej rzeczywistości jest rzeczą niezwykle skomplikowaną.¹¹ Problem ten był przedmiotem długotrwałych negocjacji pomiędzy stroną rządową a koncesjonariuszem. W ich efekcie poczyniono wiele założeń, mających na celu wprowadzenie odpowiednich formuł, zapewniających w możliwie najszerszym stopniu realizację celów Skarbu Państwa w odniesieniu do tego projektu, w szczególności poprzez:

- zastosowanie metod przygotowania i realizacji projektu z udziałem prywatnych źródeł finansowania, z repartycją ryzyka pomiędzy stronami,
- zastosowanie techniki *project finance*, zgodnie z którą zadłużenie ma być spłacane z przepływów pieniężnych, generowanych przez projekt,
- zminimalizowanie udziału Skarbu Państwa (wszelkie środki finansowe stanowiące źródło finansowania inwestycji zaangażowane są w postaci udziałów kapitałowych i środków dłużnych, wniesione są przez podmioty należące do sektora prywatnego),
- osiągnięcie możliwie maksymalnych korzyści, w tym społecznych, w całym okresie koncesji,
- osiągnięcie możliwie niskich łącznych kosztów w całym procesie inwestycyjnym, które będą ponoszone przez rząd z tytułu realizacji całej inwestycji, tj. kosztów finansowych, kosztów prac projektowych, kosztów budowy, utrzymania i zarządzania,
- zapewnienie udziału ze strony niezależnych grup doradców krajowych i zagranicznych dla strony rządowej, którzy wnieśli niezbędne wsparcie w zakresie prawnym, komercyjno-finansowym i technicznym w trakcie przedmiotowych negocjacji,
- eksploatację inwestycji na warunkach rynkowych.

¹⁰ Filipiak B.: Strategie finansowania jednostek samorządu terytorialnego, PWE. Warszawa 2008, s. 48.

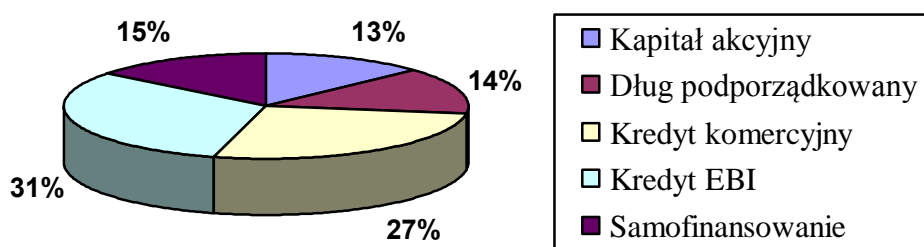
¹¹ Sierak J.: Potrzeby i wydatki inwestycyjne w samorządzie terytorialnym a możliwości i źródła ich finansowania, [w:] Sochacka-Krysiak H. (red.): Gospodarka finansowa jednostek samorządu terytorialnego w warunkach decentralizacji zarządzania sektorem publicznym. Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008, s. 175-181.

Głównym założeniem finansowania budowy autostrady jest zminimalizowanie zaangażowania Skarbu Państwa, które ograniczyło się do wykupu gruntów pod autostradę. Grunty te nie zostały wniesione na poczet majątku inwestora. Skarb Państwa pozostaje właścicielem gruntów przez cały okres trwania koncesji i będzie uzyskiwać wpływy z tytułu dzierżawy gruntów pod autostradą oraz z tytułu podatku dochodowego od zysku, uzyskiwanego przez „AW” SA, ma również zagwarantowany udział w dywidendzie wypłacanej akcjonariuszom, mimo tego, że nie posiada akcji spółki. Kapitał prywatny, reprezentowany jest (w przypadku tej inwestycji) przez sponsorów (akcjonariuszy „AW” SA zaangażowanych w prowadzenie przedsięwzięcia), inwestorów mniejszościowych, banki i instytucje finansowe. Kapitał prywatny przejmuje na siebie ryzyko techniczne, związane z budową i eksploatacją oraz ryzyko operacyjne, finansowe i inne rodzaje ryzyka, oczekując rekompensaty w postaci odpowiedniej stopy zwrotu z zainwestowanych środków. Ma to nastąpić do końca okresu koncesji.

Struktura finansowania, jaką wypracowała „AW” SA, na bazie tak przyjętych założeń, jest pionierską i jedyną na taką skalę w zakresie finansowania inwestycji publiczno-prywatnych w Polsce. Wynika to z faktu, że analizowany odcinek autostrady A2, jako pierwszy w Polsce budowany jest w systemie BOT. To oznacza, że powstanie on bez dotacji państwa, w całości za pieniądze prywatne. Takie finansowanie jest trudniejsze do pozyskania dla koncesjonariusza, ale za to nie niesie obciążeń dla podatników. Finansowanie oparto na założeniach Modelu Finansowego, przygotowywanego przez renomowanych doradców finansowych, przyjętego przez „AW” SA i zatwierdzonego przez instytucje finansowe, a także stronę rządową. Środki na budowę analizowanego odcinka autostrady A2 pochodzą z następujących źródeł:

- środków własnych spółki „Autostrada Wielkopolska” SA,
- długoterminowego kredytu komercyjnego, udzielonego przez konsorcjum banków komercyjnych Credit Lyonnais i Commerzbank,
- pożyczki Europejskiego Banku Inwestycyjnego, gwarantowanej przez Skarb Państwa,
- długu podporządkowanego (środki pozyskane z emisji obligacji i z kredytów kupieckich),
- środków generowanych przez inwestycję, w postaci przychodów z odcinków oddanych do eksploatacji i w postaci odsetek od depozytów.

Uproszczoną strukturę finansowania w fazie inwestycyjnej przedstawiono na rys. 3.



Rys. 3. Struktura finansowania budowy Autostrady A2

Fig. 3. Structure of financing A2 motorway

Źródło: opracowanie własne.

W finansowaniu budowy analizowanej inwestycji przewagę ma kapitał obcy w postaci kredytów. Dominują tu źródła bankowe o długim okresie finansowania. Pomimo dominacji kapitału obcego, na wyjątkowość finansowania tego projektu składa się znaczne zaangażowanie środków własnych akcjonariuszy. „AW” SA jest jedną z największych spółek w Polsce pod względem kapitalizacji, z kapitałem akcyjnym w wysokości 461 milionów PLN (115 mln euro). Kapitał ten stanowi bezpośredni wkład pieniężny akcjonariuszy, w całości przeznaczony na potrzeby realizowanej inwestycji. Akcjonariat podzielony jest na dwie grupy:

- akcjonariusze aktywni, zwani sponsorami, aktywnie uczestniczący w działaniach podejmowanych w procesie inwestycyjnym (w ich posiadaniu znajduje się około 98% kapitału akcyjnego),
- akcjonariusze pasywni, posiadający około 2% akcji „AW” SA, niewłączający się w realizację projektu.

Udział sponsorów w realizacji przedsięwzięcia nie ogranicza się do bezpośredniego wniesienia kapitału akcyjnego, zapewnili oni dodatkowe finansowanie w formie długu podporządkowanego, stając się jednocześnie dawcami kapitału obcego. Dług podporządkowany jest obcym źródłem finansowania inwestycji. „AW” SA pozyskała ten kapitał w dwojaki sposób:

- emitując obligacje „Eurosyntetyczne”,
- zaciągając kredyt kupiecki.

Emisja obligacji przez „AW” SA miała miejsce w październiku 2000 roku. Są to obligacje „Eurosyntetyczne”, dyskontowo-procentowe, o okresie zapadalności 37 lat, co jest rekordem na polskim rynku kapitałowym, na którym przeważają emisje do 5 lat. Wartość emisji wyniosła 232,65 mln PLN (55,8 mln euro). Obligacje są „Eurosyntetyczne”, tzn. denominowane w PLN, ale indeksowane wg kursu euro. Rentowność obligacji oparta jest na zmiennej stopie EURIBOR. Wyemitowane obligacje są przez 18 lat obligacjami dyskontowymi, a przez kolejne 19 oprocentowanymi. Wybór tej formy obligacji

uwarunkowany był obowiązującym w momencie emisji polskim prawem dewizowym oraz wymogami kapitałodawców. Z jednej strony prawo dewizowe narzucało konieczność rozliczeń między partnerami transakcji w PLN, z drugiej kapitałodawcy wymagali, by wszystkie wartości związane z projektem były wyrażone w euro. W związku z tym, obligacje zostały wyrażone w euro, ale uruchomione w PLN, po określonym kursie. Oznacza to, że sponsorzy wykupili obligacje wyrażone w euro, a transfer środków odbywa się w PLN, zgodnie z wymogami prawa dewizowego. Obligacje wykupione były przez sponsorów inwestycji jednorazowo w momencie emisji, ale zapłacono za nie poprzez akredytywy standby. Oznacza to, że środków nie wyłożono od razu, tylko zapewniono o ich przekazaniu w transzach, w miarę postępu prac inwestycyjnych.

Drugi rodzaj długu podporządkowanego to kredyt kupiecki. Kapitał ten, mimo że posiada charakter finansowania obcego, został również zapewniony przez akcjonariuszy będących sponsorami inwestycji. Niektórzy z nich założyli spółki realizacyjne i kredytują „AW” SA poprzez wykonywanie na jej rzecz prac. Wartość kredytu kupieckiego wynosi 67,2 mln euro. Zgodnie z warunkami ustalonymi z wierzycielami, kredyt ten zostanie obsłużony w dalszej kolejności, po spłaceniu kapitału obcego bankowego, co przewiduje się po 2018 roku.

Kolejnym źródłem finansowania jest kapitał obcy w postaci komercyjnego kredytu długoterminowego na kwotę 235 mln euro. Kredyt ten został udzielony inwestorowi w październiku 2000 roku przez konsorcjum dwóch dużych banków: Credit Lyonnais SA i Commerzbank AG. Po podpisaniu dokumentów tzw. zamknięcia finansowego, Credit Lyonnais SA i Commerzbank AG przystąpiły, zgodnie z praktyką, przyjętą przez zachodnie instytucje finansowe, do dywersyfikacji ryzyka poprzez tzw. syndykację kredytów. Polegała ona na sprzedaży części kredytu kilkunastu innym bankom komercyjnym, zainteresowanym projektem Autostrady Płatnej A2, a w szczególności specjalizujących się we współfinansowaniu tego typu przedsięwzięć. Proces syndykacji zakończył się we wrześniu 2001 roku pełnym sukcesem. Pozytywny odbiór projektu przez instytucje finansowe z całego świata przerósł oczekiwania poprzez uzyskanie znacznej nadwyżki finansowej, zadeklarowanej przez zaproszone banki komercyjne. Po przeprowadzeniu syndykacji Credit Lyonnais SA i Commerzbank AG nadal posiadają znaczny udział w finansowaniu inwestycji, a ponadto pełnią specjalne funkcje w odniesieniu do inwestora. Credit Lyonnais SA jest tzw. agentem kredytu (reprezentuje wszystkie banki będące kapitałodawcami), natomiast Commerzbank AG pełni rolę tzw. banku technicznego (sprawuje nadzór nad przebiegiem procesu finansowania, uruchamia procedury przekazywania transz kapitału itp.). Wszystkie warunki udostępnienia kredytu nie są ujawnione, wynikają one z umowy kredytowej, która stanowi tajemnicę handlową. Wiadomo jednak, że kapitał kredytowy udostępniany jest w kolejnych transzach, zgodnie z postępowaniem prac budowlanych od momentu podpisania

umowy kredytowej do końca maja 2005 roku. W umowie określono dwa możliwe harmonogramy spłat tego kredytu. Harmonogramy standardowy i docelowy. Pierwszy z nich zakłada, że kredyt zostanie spłacony do końca 2017 roku. Natomiast harmonogram docelowy zakłada, że przychody z inwestycji generowane będą szybciej, niż w założeniach harmonogramu standardowego i kredyt zostanie spłacony do końca 2013 roku. Przejście z harmonogramu standardowego na docelowy będzie uzależnione od dostępności środków finansowych. Spłata kapitału udostępnionego w postaci kredytu nastąpi od czerwca 2005 roku, w półrocznych ratach. Natomiast spłata odsetek rozpoczęła się po uruchomieniu pierwszej transzy kredytu i następuje na bieżąco co pół roku, przez cały okres budowy i eksploatacji, aż do zamknięcia kredytu. Kredyt ten jest tak skonstruowany, że kwota 235 mln euro, wymieniona w umowie kredytowej, przeznaczona jest w części na finansowanie budowy autostrady, a w części na pokrycie odsetek od tego kredytu. Faktyczna kwota kredytu wykorzystana na finansowanie budowy wynosi około 181 mln euro. Reszta to wartość odsetek. Koszt kredytu ustalany jest na podstawie stopy EURIBOR, powiększonej o marżę. Uzależniony jest on od przyjętego harmonogramu spłaty (docelowy lub standardowy) oraz od fazy procesu inwestycyjnego.

Kolejnym źródłem kapitału obcego jest kredyt z Europejskiego Banku Inwestycyjnego, gwarantowany przez Skarb Państwa, na kwotę 275 mln euro. Kredyt ten został udzielony w październiku 2000 roku w formie jednorazowej wypłaty kapitału. Europejski Bank Inwestycyjny w drodze porozumienia z jednym z krajowych banków komercyjnych, prowadzącym rachunek „AW” SA, przelał do tego banku całą kwotę kredytu i zobowiązał go do wypłaty inwestorowi kolejnych transz kapitału, zgodnie z postępowaniem prac inwestycyjnych. W ten sposób kapitał jednorazowo udostępniony przez EBI jest depozytem inwestora w krajowym banku komercyjnym i generuje dla „AW” SA przychody finansowe w postaci odsetek od niewykorzystanych środków, zgromadzonych na tym specjalnym rachunku bankowym. Jednak ze względu na to, że kapitał został jednorazowo przekazany, odsetki od kredytu naliczane są od całej jego kwoty, począwszy od 2000 roku co rok i następuje ich kapitalizacja, czyli powiększają wartość kredytu. Spłata kredytu EBI wraz z odsetkami nastąpi jednorazowo w 2018 roku.

Ostatnim ze źródeł finansowania analizowanej inwestycji są środki generowane przez nią samą w postaci przychodów z sekcji autostrady oddawanych do eksploatacji od 2003 roku oraz odsetki od sald gotówkowych na kontach bankowych.

Warto nadmienić, iż kredyty banków komercyjnych stanowią część tzw. finansowania uprzywilejowanego, którego spłata wymagana jest przed spłatą pozostałych źródeł finansowania. Zgodnie z umowami zawartymi z uczestnikami procesu finansowania inwestycji w drugiej kolejności spłacany jest kredyt EBI, jako trzeci z kolei dług

podporządkowany, przy czym sponsorzy, którzy objęli obligacje i sponsorzy, którzy udzielili kredytu kupieckiego są uprawnieni na tych samych warunkach. Ostatnia w kolejności jest wypłata dywidend, w tym udziału Skarbu Państwa w dywidendach.

Większość spośród wymienionych źródeł finansowania inwestycji zakłada udostępnianie kapitału w transzach odpowiednio do postępu prac. W związku z tym, stworzono pewien system wypłat środków z poszczególnych źródeł finansowania, oparty na postępie robót. Pomędzy długiem podporządkowanym, kredytem komercyjnym i kredytem z EBI określona została proporcja, zgodnie z wysokością kapitału jaka ma być wykorzystana w ramach danego źródła. Po dokonaniu kolejnych postępów prac i pojawieniu się związanych z tym kosztów, wymagających pokrycia, następuje ciągnięcie środków z tych źródeł, zgodnie z ustanowionymi proporcjami udziału danego źródła w finansowaniu.

Zaprezentowany model sprawdził się w fazie inwestycyjnej, nie odnotowano poważniejszych utrudnień w pozyskiwaniu kapitału niezbędnego do finansowania odcinka Konin – Nowy Tomyśl. Fazę inwestycyjną zakończono zgodnie z planem.

4. Efektywność i koszt kapitału inwestycji A2

Do podstawowych mierników oceny inwestycji zalicza się efektywność i koszt pozyskania kapitału¹². Decyzja w sprawie realizacji przedstawianej w artykule inwestycji opiera się na ocenie efektywności, ale wyniki tej oceny stanowią tajemnicę handlową. Wiadomo tylko, że przeprowadzono ocenę efektywności w przynajmniej trzech scenariuszach: standardowym, pesymistycznym i optymistycznym. Na potrzeby komercyjnych instytucji finansujących przedsięwzięcie dokonano oceny efektywności w ujęciu mikroekonomicznym, uwzględniając korzyści uzyskiwane z opłat wnoszonych przez użytkowników trasy, a następnie zgodnie z wymogami EBI i partnera publicznego poszerzono ją o analizę makroekonomiczną, uwzględniającą społeczne efekty inwestycji. W zakresie informacji płynących z oceny efektywności inwestycji ujawniono jedynie, że inwestycja zwróci się inwestorowi wraz z nadwyżką w formie prognozowanych zysków netto do 2037 roku, kiedy to ma nastąpić jej przekazanie na rzecz Skarbu Państwa. Zakłada się, że przychody z inwestycji, pozwolą na spłatę długoterminowego kredytu komercyjnego wraz z odsetkami do 2013 roku. W ciągu kolejnych pięciu lat, tj. do 2018 roku inwestor spłaci kolejny kredyt długoterminowy z Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Ostateczna spłata reszty kapitału obcego, wykorzystanego w finansowaniu analizowanego odcinka autostrady,

¹² Czempas J.: Uwagi o miernikach działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego w Polsce, [w:] Henzel H. (red.): Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007, s. 38-41.

ma nastąpić do 2022 roku. Przychody generowane przez autostradę po tym roku, zgodnie z przewidywaniami, mają już być nieobciążone spłatą zobowiązań, a więc po odjęciu kosztów związanych z eksploatacją obiektu oraz podatku stanowią będą zyski inwestora. Inwestycję uznaje się za opłacalną ekonomicznie dla inwestora i dla społeczeństwa. W ramach tego drugiego ujęcia wskazuje się na odczuwalne efekty środowiskowe, które są pośrednimi korzyściami ze zrealizowania trasy. Wśród nich wymienia się m.in.:

- uporządkowanie zagospodarowania przestrzennego rejonów, przez które przebiega trasa,
- poprawę warunków podróżowania poprzez skrócenie drogi i czasu podróży,
- zmniejszenie prawdopodobnej liczby wypadków,
- zmniejszenie zużycia paliwa.

Korzyści te odczuwają nie tylko sami użytkownicy trasy, ale również mieszkańcy okolicznych miejscowości, przez które prowadziły lokalne drogi, po których odbywał się ruch tranzytowy. Nastąpi również odciążenie miasta Poznania. Jednym z efektów społecznych autostrady ma być odciążenie lokalnych dróg.

Tak określonym korzyściom przeciwstawia się koszty realizacji inwestycji. Ich podstawę stanowią nakłady inwestycyjne, związane z budową autostrady, obejmujące czynności przygotowawcze (geodezja, projektowanie), zasadnicze prace budowlane oraz nadzór i zarządzanie. Jest to najbardziej znacząca pozycja kosztów. W fazie eksploatacji inwestor ponosi koszty utrzymania autostrady i okresowych remontów, a pod koniec okresu koncesji jest zobligowany do odnowienia autostrady. Obok kosztów budowy i eksploatacji, przez cały okres koncesji inwestor ponosi comiesięczne koszty, związane z dzierżawą gruntu pod autostradą oraz koszty opłat za koncesję. Poza tymi wymiernymi kategoriami kosztów występują jeszcze koszty dotyczące działań ekologicznych, działań dotyczących współpracy administracyjnej i kontrolnej koncesjonariusza ze stroną rządową itp. Są one trudne do określenia pod względem ekonomicznym.

Niezmiernie istotnym elementem procesu finansowania jest koszt kapitału. Ze względu na brak dostępu do danych nie udało się przeprowadzić analizy tego czynnika. Można jedynie wskazać na najistotniejsze jego składniki. Ze względu na to, że dominującym źródłem finansowania jest kapitał obcy, pochodzący z kredytów, ma on największy udział w średnim ważonym koszcie kapitału. Koszt kredytu komercyjnego i kredytu Europejskiego Banku Inwestycyjnego bazuje na stawce EURIBOR, powiększonej o odpowiednią marżę banku. Do kosztu tego dochodzą prowizje i opłaty pobrane przez banki z tytułu udzielenia kredytów, a także koszty ustanowienia zabezpieczeń. W przypadku kredytu komercyjnego ustanowiono zastaw na majątku inwestora, koszt tego zastawu poniesiono jednorazowo. Natomiast kredyt EBI zabezpieczony jest gwarancją rządową, której ustanowienie związane było także

z jednorazowym kosztem dla inwestora. Na koszt kapitału składa się także dyskonto i oprocentowanie obligacji, które są kolejnym źródłem finansowania inwestycji, koszt kredytu kupieckiego oraz dywidenda wypłacana akcjonariuszom. Należy zaznaczyć, że w umowie koncesyjnej Skarb Państwa zastrzegł sobie udział w dywidendzie, choć nie jest akcjonariuszem „AW” SA.

5. Ryzyko towarzyszące inwestycji A2

Wśród parametrów procesu finansowania wymienia się także ryzyko dawcy i biorcy kapitału. Największym ryzykiem ponoszonym przez dawców kapitału obcego staje się ryzyko kredytowe. W analizowanym przypadku jest ono szczególnie wysokie. Kapitałobiorca, poza realizowaną inwestycją, nie prowadzi innej działalności, która mogłaby zrekompensować ryzyko osiągnięcia niewystarczających do spłaty kredytów przychodów z inwestycji. Specyfika inwestycji, polegających na budowie płatnych autostrad, nie pozwala w sposób wystarczająco pewny określić przyszłych przychodów z inwestycji. Inwestor nie ma bowiem możliwości podpisania długoterminowych kontraktów na sprzedaż produktów finalnych inwestycji, gdyż głównym nabywcą jest tzw. odbiorca masowy. Występujące w takim przypadku ryzyko spadku cen lub popytu musi być zaakceptowane przez kapitałodawcę i uwzględnione w analizie ryzyka kredytowego. W przypadku kredytowania podmiotu, który ma osiągać przychody wyłącznie z tego „niepewnego” źródła, jakim jest opłata za przejazd autostradą, ryzyko niespłacenia kapitału w terminie dodatkowo wzrasta. Ponadto, pomiędzy poziomem ryzyka a ilością zaangażowanego kapitału istnieje taka zależność, że im wyższy kredyt, tym większe zagrożenie. W przypadku finansowania autostrady A2, kapitał pochodzący z kredytów jest dominujący w strukturze finansowania, a jego wartość jest bardzo wysoka. Poziom ryzyka kredytowego dodatkowo zwiększa długi termin kredytowania.

Specyficznym podmiotem występującym w procesie finansowania jest Skarb Państwa. Angażuje się on w ten proces udzielając gwarancji spłaty kredytu. Jest on więc potencjalnym kapitałodawcą, który zaangażuje swój kapitał w momencie, kiedy inwestor nie wywiąże się ze swoich zobowiązań. Ryzyko ponoszone z tytułu udzielonych gwarancji jest zbliżone do kredytowego. Z ryzykiem kredytowym związane jest także ryzyko utraty zabezpieczeń. Ponoszą je kapitałodawcy, na rzecz których ustanowiono zabezpieczenia na majątku i prawach kapitałobiorcy. W przypadku autostrady A2 kapitałodawcy posiadają zabezpieczenia na aktywach spółki oraz na akcjach. Należy podkreślić, że przeważająca część aktywów spółki to majątek powstający w wyniku realizacji inwestycji. Powstaje zatem ryzyko przeszacowania wartości zabezpieczeń lub obniżenia się jej na skutek układu czynników zewnętrznych i wewnętrznych w stosunku do inwestycji. W przypadku tak

specyficznego majątku, jak powstająca autostrada istnieje także ryzyko pogarszanie się jakości i stanu technicznego majątku, będącego zabezpieczeniem, które skutkuje obniżaniem się jego wartości.

W przypadku kapitałodawców angażujących się w finansowanie inwestycji, jako dawcy kapitału własnego ryzyko kredytowe przyjmuje postać ryzyka utraty wartości wkładu własnego lub ryzyka niedotrzymania warunków. Również te rodzaje ryzyka związane są (w przypadku „AW” SA) z uzyskaniem założonych efektów z inwestycji. Gdyby inwestycja nie powiodła się, akcje inwestora z pewnością utracą na wartości, akcjonariusze chcący wycofać się ze spółki nie odzyskają już zaangażowanego tam kapitału. W takim przypadku występuje również prawdopodobieństwo niedotrzymania warunków, jakie inwestor zapewnił dawcom kapitału własnego, np. wstrzymanie wypłaty dywidendy i innych świadczeń.

W analizowanym przedsięwzięciu dostrzec można również pewne rodzaje ryzyka wspólnego dla dawców i biorcy kapitału. Najbardziej popularnym ryzykiem wspólnym, ale przeciwnie postrzeganym przez dawcę i biorcę kapitału jest ryzyko stopy procentowej,¹³ polegające na niebezpieczeństwie zmian rynkowej stopy procentowej. W przypadku autostrady A2 większość stóp procentowych, występujących w procesie finansowania ustalana jest na podstawie stawki EURIBOR, powiększonej o uzgodnioną w umowie marżę. Spadek EURIBOR jest niekorzystny dla kapitałodawców, a korzystny dla kapitałobiorców i odwrotnie. Kapitałobiorca zabezpieczył się przed tym rodzajem ryzyka za pomocą instrumentów pochodnych (posiada umowy swapowe na rynkowe stopy procentowe, warunki, na jakie one opiewają stanowią tajemnicę handlową). Nie są znane zabezpieczenia kapitałodawców przed ryzykiem stopy procentowej.

Kolejnym ryzykiem wspólnym o przeciwnych skutkach dla dawcy i biorcy kapitału, występującym w analizowanym przedsięwzięciu, jest ryzyko walutowe.¹⁴ Większość kapitałodawców „AW” SA to instytucje zagraniczne, stąd konieczność prowadzenia rozliczeń w euro. Ryzyko walutowe towarzyszy więc większości transakcji dokonywanych w procesie inwestycyjnym i w zależności od aktualnego kursu euro względem PLN odbierane jest jako sytuacja niekorzystna przez dawcę lub biorcę kapitału.

Wśród ryzyka wspólnego o jednakowych skutkach dla dawców i biorcy kapitału wymienić można ryzyko polityczne. Jest to ryzyko, które wiąże się z sytuacją polityczną kraju, np. stanowiskiem rządu w sprawie realizowanego przedsięwzięcia oraz z sytuacją społeczną, np. niepokojami i protestami społecznymi, związanymi z realizacją autostrady lub

¹³ Jajuga K., Jajuga T.: Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. PWN, Warszawa 2007, s. 124-126.

¹⁴ Holliwell J.: Ryzyko finansowe. Metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym. Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 2001, s. 261; Rogowski W., Michalczewski A.: Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach inwestycyjnych. Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 24.

wysokością opłat, ustalonych w trakcie jej eksploatacji. Obecnie jest ono już zminimalizowane, ale na początku procesu inwestycyjnego miało znaczący poziom i przejawiało się w wielu utrudnieniach w realizacji przedsięwzięcia inwestycyjnego (np. uzyskanie koncesji, realizacja praw związanych z koncesją itp.). Ryzyko to wpłynęło m.in. na wydłużenie się okresu negocjacji, a następnie zmianę warunków udzielonej koncesji. Obecnie, choć już znacznie niższe niż w fazie przedinwestycyjnej, nadal stanowi zagrożenie. Może się np. wiązać z interwencją państwa w wysokość i sposób naliczania opłat za przejazd autostradą.

Ryzykiem o dużym znaczeniu dla przedsięwzięć, takich jak budowa autostrady, jest ryzyko ekologiczne. Autostrada w dużym stopniu ingeruje w środowisko naturalne. Zarówno inwestorowi, jak i finansującym go dawcom kapitału własnego i obcego zależy na tym, by być postrzeganym w otoczeniu jako podmioty zaangażowane w działania na rzecz ochrony środowiska. Brak akceptacji społecznej dla realizowanej inwestycji przenosi się zarówno na inwestora, jak i na kapitałodawców finansujących inwestycję.

Specyfika inwestycji publiczno-prywatnych polega na tym, że poza ogólnym podziałem ryzyka na ryzyko dawcy i biorcy kapitału, w dywersyfikacji ryzyka bierze udział jeszcze jedna strona – władze publiczne. Strona rządowa, w przypadku autostrady A2, przyjęła na siebie odpowiedzialność za znaczną część ryzyka politycznego, w zakresie zdarzeń związanych z wywłaszczeniem, konfiskatą, zmianami prawa, zmianami warunków koncesji lub przerwaniem koncesji z przyczyn leżących po stronie publicznej, a także w zakresie następstw strajków i zamieszek. Strona rządowa partycypuje również w ryzyku kredytowym, biorąc na siebie odpowiedzialność za zobowiązania koncesjonariusza wobec EBI, z tytułu udzielonej gwarancji. Udział partnera publicznego zauważyć można również w obszarze ryzyka rynkowego. Przejął on częściową odpowiedzialność za zmieniający się ruch pojazdów, zmiany kosztów¹⁵ i zmiany taryf. W fazie budowy strona rządowa wzięła na siebie całość ryzyka związanego z pozyskaniem gruntów, część ryzyka związanego z powstaniem szkód w zakresie ochrony środowiska i ryzyka siły wyższej.

6. Podsumowanie

Model finansowania budowy autostrady A2 ma charakter innowacyjny i pionierski. W strukturze wykorzystano środki własne sektora publicznego, długoterminowe kredyty bankowe, pożyczki Europejskiego Banku Inwestycyjnego, dług podporządkowany w formie

¹⁵ Ryzyko zmiany kosztów wystąpiło w trakcie realizacji inwestycji, polegało ono na wzroście kosztów spowodowanym rozszerzonym zakresem robót z powodu dodatkowych roszczeń gmin. Dodatkowe koszty wyniosły 2,9 mln euro i zostały pokryte w wysokości 1,5 mln euro przez GDDKiA, a w wysokości 1,4 mln euro przez „AW” SA.

emisji obligacji i kredytów kupieckich oraz środki generowane przez inwestycję (przychody z eksploatacji oraz odsetki od depozytów). Jest to zatem model o dużej dywersyfikacji źródeł finansowania i kapitałodawców.

Oszacowano, że inwestycja zwróci się w 2037 roku, a spłata kapitału obcego pozyskanego na jej finansowanie zakończy się w 2022 roku. Poza ekonomiczną opłacalnością inwestycji zagwarantowana jest również jej społeczna użyteczność, co jest priorytetowym celem realizacji inwestycji w sferze publicznej.¹⁶

Istotnym uwarunkowaniem wykorzystania partnerstwa publiczno-prywatnego jest także ryzyko finansowania, które w tym przypadku jest zdywersyfikowane i powinno być analizowane zarówno z punktu widzenia dawców, jak i biorców kapitału. Z uwagi na wzajemność świadczeń partnera prywatnego i publicznego można także wyróżnić część źródeł ryzyka wspólnych dla obu partnerów, takich jak: ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe czy ryzyko polityczne.

Bibliografia

1. Czempas J.: Uwagi o miernikach działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego w Polsce, [w:] Henzel H. (red.): Decyzje w działalności inwestycyjnej – uwarunkowania, metody, efekty. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007.
2. Dylewski M., Filipiak B., Gorzałczyńska-Koczkodaj M.: Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje. Procesy. PWN, Warszawa 2006.
3. Filipiak B.: Znaczenie informacji w procesie podejmowania decyzji w jednostkach samorządu terytorialnego, [w:] tegoż (red.): Metodyka kompleksowej oceny gospodarki finansowej jednostki samorządu terytorialnego. Difin, Warszawa 2009.
4. Holliwell J.: Ryzyko finansowe. Metody identyfikacji i zarządzania ryzykiem finansowym. Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 2001.
5. Jajuga K., Jajuga T.: Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. PWN, Warszawa 2007.
6. Jaroński K.: Finansowanie inwestycji komunalnych w Polsce w warunkach samorządności lokalnej. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2003.
7. Jastrzębska M.: Polityka inwestycyjna jednostek samorządu terytorialnego. „Samorząd terytorialny”, nr 9, 2005.
8. Materiały wewnętrzne firmy „Autostrada Wielkopolska” SA.

¹⁶ Misterek W.: Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego. Difin, Warszawa 2008, s. 34.

9. Michalak A.: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. PWN, Warszawa 2007.
10. Misterek W.: Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego. Difin, Warszawa 2008.
11. Rogowski W., Michalczewski A.: Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach inwestycyjnych. Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
12. Rudzka-Lorentz Cz., Siarek J.: Zarządzanie finansami jednostek samorządu terytorialnego, [w:] Zalewski A. (red.): Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym. Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2007.
13. Ustawa o Autostradach Płatnych, Dz.U. z 1994 r. Nr 127, poz. 627 z późn. zmianami.
14. Wojciechowski E.: Zarządzanie w samorządzie terytorialnym. Difin, Warszawa 2006.

Abstract

The model of financing the construction of the A2 is an innovative and pioneering. The financing structure involved: the public sector's own resources, long-term bank loans, European Investment Bank loans, subordinated debt in the form of bonds and trade credits as well funds generated by the investment (revenues from the operation of and interest on deposits). Therefore it is a model of a high diversification of funding sources and the capital donors.

It was estimated that the investment return in 2037 and repayment of foreign capital for its financing will be completed in 2022. In addition to the economic viability of investments is also guaranteed by its social usefulness, which is a priority objective of the investment in the public sphere. An important factor affecting the use of public-private partnership is also funding risk, which in this case is diversified and should be analyzed in terms of both donors and recipients of capital. Because of the mutuality of benefits in the public and private partners can also highlight some common sources of risk for both partners, such as interest rate risk, currency risk and political risk.