

Odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego¹ w konsultacjach Rady Stabilności Finansowej dotyczących wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych²

Metodologia opracowania odpowiedzi

Opracowanie stanowiska przebiegało w następujących etapach:

Etap 1

Do wzięcia udziału w badaniu zaproszono grupę ekspertów z polskiego sektora finansowego, do których przesłano wybrane pytania konsultacyjne z dokumentu konsultacyjnego Rady Stabilności Finansowej. Ekspertom zagwarantowana została anonimowość.

Etap 2

Na bazie uzyskanych opinii opracowana została propozycja syntezy odpowiedzi. Odpowiedzi uzyskano od ponad 20 ekspertów reprezentujących:

- banki komercyjne i rozwoju,
- fundusze inwestycyjne i rozwoju,
- środowisko naukowe.

Propozycję syntezy odpowiedzi przekazano ekspertom, którzy wzięli udział w konsultacjach. Zwrócono się do nich z prośbą o zaznaczenie w syntezie tych sformułowań, które powinny zostać zmodyfikowane i o zaproponowanie modyfikacji bądź dodatkowych zapisów, jak również o zaznaczenie tych opinii, z którymi się nie zgadzają i które powinny być z ostatecznej syntezy usunięte.

Etap 3

Po uwzględnieniu uwag ekspertów opracowane zostały ostateczne syntetyczne odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego przedstawione poniżej.

¹ Celem Europejskiego Kongresu Finansowego (www.efcongress.com) jest debata nt. bezpieczeństwa i rozwoju sektora finansowego Unii Europejskiej i Polski.

² <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P180718.pdf>

Odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego

P1. *Project finance vs corporate finance*: Jakie są główne czynniki powodujące szybszy wzrost *corporate finance* w porównaniu do *project finance* w finansowaniu infrastruktury?

Główną przyczyną szybszego wzrostu finansowania w formule *corporate finance* jest tańszy, mniej ryzykowny i prostszy model tego typu finansowania, oparty o mniej skomplikowaną dokumentację. Umożliwia on większy zakres potencjalnych źródeł spłaty finansowania dla banku i łatwiej jest ocenić historię kredytową danej korporacji niż prognozy finansowe nowego projektu. W większości przypadków, nie jest wymagane spełnienie specyficznych wskaźników finansowych określających zdolność do obsługi długu, ani restrykcyjne klauzule umowne. Finansowanie projektu może być, w razie potrzeby, wspomagane ogólną płynnością spółki, co ogranicza ryzyko zaangażowania finansowego, a jest trudniejsze i rzadziej spotykane w formule *project finance*. Biorąc pod uwagę dobry stan gospodarki krajowej i wynikający stąd relatywnie dobry standing finansowy przedsiębiorstw w Polsce oraz stosunkową łatwość w dostępie do taniego finansowania korporacyjnego, ta forma jest znacznie popularniejsza na rynku polskim. Mniej skomplikowany proces pozyskania finansowania związany jest z większą kompetencją i doświadczeniem transakcyjnym zgromadzonym w bankach w zakresie finansowania bilansowego. W formule finansowania bilansowego jest niższy koszt *fundingu*, występują łagodniejsze formy zabezpieczeń, niższy jest koszt ich ustanowienia, utrzymania i okresowego raportowania. Przesłanką do finansowania bilansowego może być również nadmiernie długi, nieakceptowalny dla banków okres finansowania, wymagający od sponsorów projektu inwestycyjnego zaangażowania znaczącego wkładu własnego. Finansowanie *corporate finance* wymaga dobrej sytuacji finansowej klienta, aczkolwiek zdolność kredytowa (kwota możliwego do udzielenia finansowania) jest niższa. W przypadku mniejszych inwestycji firmy mają często wystarczającą bilansową zdolność kredytową i nie ma potrzeby sięgania po *project finance*, co jest bardziej wygodne dla obu stron. Inwestycje z budżetu, instytucji centralnych lub realizowane przez duże państwowe podmioty są realizowane najczęściej w formie finansowania bilansowego, gdyż podmioty te nie mają problemów z pozyskaniem długoterminowego długu na korzystnych warunkach. W tej formule finansowania, kluczowy jest podmiot na którego ryzyku bazują instytucje finansowe – jest nim firma, jej działalność i projekty inwestycyjne, które realizuje.

Project finance opiera się na ryzyku komercyjnym projektu, nie zaś sile kredytowej podmiotu, nawet pomimo uczestnictwa w nim sponsorów o bardzo dobrej jakości kredytowej. Formuła ta jest dużo bardziej wymagająca, złożona i kosztowna, na co składają się wyższe koszty samego finansowania jak i prac analitycznych, stąd niezbędna jest odpowiednio duża skala finansowania żeby było to opłacalne dla inwestora. Wiąże się ona z większym ryzykiem, albowiem opiera się nie o dane historyczne, ale o mniej pewne prognozy. Zabezpieczenie stanowią wyłącznie aktywa projektu, podczas gdy formuła bilansowa pozwala oprzeć się na szerokim pakiecie aktywów materialnych i praw niemajątkowych wchodzących w skład bilansu. Nie ma możliwości nadania ratingu ryzyka kredytowego finansowanemu podmiotowi, gdyż jest to spółka specjalnego

przeznaczenia bez historii kredytowej. Źródło spłaty stanowią jedynie środki wygenerowane przez projekt, których generowanie obarczone jest ryzykiem budowy (wytworzenie aktywa) oraz ryzykiem operacyjnym (działalność przedsięwzięcia). Z drugiej strony, daje ona możliwość pozabilansowego ustrukturyzowania finansowania inwestycji, co jest istotną zaletą zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw i projektów o dużej dźwigni finansowej. Ta forma finansowania daje też możliwość wydzielenia danego projektu ze struktury aktywów przedsiębiorstwa / sponsora projektu i ograniczenia regresu banków jedynie do aktywów projektowych. Mamy tu zazwyczaj do czynienia z długim okresem finansowania i odsunięciem spłaty w czasie oraz większą niepewnością wykonalności projektu i przychodów. Oczekuje się od inwestora i banku większego przygotowania merytorycznego i doświadczenia, wiedzy z zakresu inżynierii finansowej, umiejętności identyfikacji i analizy ryzyk oraz ich alokacji pomiędzy poszczególne strony, stąd znajduje zastosowanie głównie w krajach legitymujących się wysokim poziomem rozwoju rynku finansowego. Zjawiskami determinującymi mniejszą dynamikę *project finance* w Polsce jest stosunkowo niższa jakość i mniejsza dojrzałość rynku, sponsorów projektów oraz niepewność środowiska regulacyjnego. Finansowanie projektów w tej formule wymaga większej dyscypliny w zakresie przygotowania biznes planu, jego wykonania, a także zakłada bardziej restrykcyjnie monitorowane przez instytucje finansowe zdolności do generowania przepływów finansowych oraz zgodności wyników finansowych z projekcjami. Ponadto tworzenie dedykowanych wehikułów inwestycyjnych (SPV), z uczestnictwem wielu partnerów, ma szczególny sens w przypadku dużych, skomplikowanych projektów inwestycyjnych. Dużym polem do rozwoju *project finance* w Polsce jest obszar partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP), jednak w modelu takim konieczny jest wysoki poziom wzajemnego zaufania partnerów oraz stabilne otoczenie regulacyjno-prawne. Aktualnie brak jest w Polsce znaczących projektów PPP. Brak standardów i doświadczenia oraz zachowawczość wszystkich stron wpływa na niską popularność tego instrumentu w Polsce w porównaniu do rynku europejskiego. *Project finance* jest w polskich realiach często powiązany z inwestycją z budżetu centralnego lub jest projektem korporacji kontrolowanej przez Skarbu Państwa, z rozwiązaniami prawnymi, lub z możliwością zmian regulacyjnych groźnymi dla długookresowej ekonomiki przedsięwzięcia. Głównym zagrożeniem jest ryzyko polityki gospodarczej i wynikających niekorzystnych zmian regulacyjnych. Długi okres finansowania w transakcjach *project finance* przekłada się na wyższe koszty płynności (a tym samym wyższe koszty finansowania), powodujące presję na rentowność finansowania, mogącą ograniczać zainteresowanie banków komercyjnych, co otwiera pole dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych. W przypadku *project finance* dominuje ograniczona akceptacja banków ryzyka budowy i banki oczekują regresu do sponsorów przynajmniej na okres budowy oraz początkowego okresu eksploatacyjnego. W ocenie sponsorów formułowanie takich oczekiwań przez banki zbliża *de facto* struktury *project finance* do finansowania bilansowego (w zakresie regresu i podziału ryzyk), przy jednocześnie wyższych kosztach finansowania. Często barierą rozwoju dla *corporate finance* jest opłacalność przedsięwzięcia inwestycyjnego, która w zdecydowanej większości projektów infrastrukturalnych jest niska i osiągnana w dużo dłuższym horyzoncie czasowym, niż zwroty z inwestycji poza infrastrukturalnych, co rodzi wyższe ryzyko. Banki komercyjne, mając do wyboru sfinansowanie dwóch projektów o tej samej dochodowości, w sposób oczywisty preferują finansowanie projektów charakteryzujących się niższym ryzykiem, tj. projektów

o wyższym zwrocie i krótszej perspektywie inwestycyjnej, ograniczającej niepewność wyniku finansowania. Wybór struktury *corporate finance* jest zatem często efektem ograniczenia ryzyka projektu, co osiąga się poprzez poszerzenie dostępnych źródeł spłaty finansowania o *cash flow* operacyjny istniejącego podmiotu o ugruntowanej pozycji rynkowej.

P2. Znaczenie zwrotu z inwestycji: Jak ważny jest zwrot z inwestycji jako czynnik wzrostu w finansowaniu infrastruktury w ostatnich latach? Czy dążenie do zwrotu z inwestycji jest bardziej widoczne w pewnych sektorach?

Inwestycje w infrastrukturę można podzielić na projekty o znaczeniu ogólnogospodarczym (unijnym, krajowym, regionalnym, gminnym) oraz na projekty komercyjne. W pierwszej grupie projektów decyzje podejmowane są przez władze publiczne (lub innych dysponentów środków publicznych) przy uwzględnieniu wniosków z analiz ekonomicznych, których zakres i stosowane kryteria oceny zwykle wykraczają poza rachunek *stricte* ekonomiczny i obejmują także inne aspekty projektu jak wpływ inwestycji na rozwój danego regionu, potrzeby mieszkańców itd. W drugiej grupie projektów decyzje także mogą być podejmowane przy wykorzystaniu innych kryteriów niż stosowanych w rachunku *stricte* ekonomicznym. Wynika to z faktu, że inwestycje komercyjne wywołują różnorodne efekty, z których część może być opisana przez zjawiska jakościowe, poddające się jedynie w ograniczonym zakresie wycenie pieniężnej. Jednakże należy podkreślić, że dla inwestora prywatnego zwrot z inwestycji pozostaje podstawowym parametrem decyzyjnym.

W warunkach polskich istotne znaczenie w przypadku inwestycji infrastrukturalnych odgrywają inwestycje realizowane przez podmioty sektora publicznego zarówno na szczeblu centralnym jak i jednostek sektora samorządowego. W tego typu inwestycjach, nie posiadających lub posiadających w ograniczonym stopniu model przychodowy (np. inwestycje drogowe, kolejowe, inne liniowe), zwrot finansowy (*financial rate of return*) z inwestycji ma mniejsze znaczenie, albowiem decyzje inwestycyjne podejmowane są w oparciu o maksymalizację sumarycznych korzyści gospodarczo-społecznych (*economic rate of return*). Jest duża grupa inwestycji publicznych, w przypadku których nie można oczekiwać zwrotu i dla ich realizacji wykorzystywane są środki publiczne, w tym środki unijne. Inwestycje te nie generują zwrotu finansowego (lub generują zwrot na niskim poziomie w relacji do poziomu ryzyka), ale za to realizują zwrot ekonomiczny, gdyż są ważne ze społeczno-ekonomicznego punktu widzenia oraz z punktu widzenia bezpieczeństwa kraju, lub stanowią infrastrukturę krytyczną. Z doświadczenia polskiego wynika, że oczekiwania co do zwrotu z inwestycji zależą przede wszystkim od profilu modelu przychodowego, matrycy ryzyk projektu oraz kształtowania się relacji umownych. Zróżnicowanie zwrotu w zależności od sektora ma z kolei relatywnie mniejsze znaczenie. W przypadku inwestycji w tym samym sektorze (np. budowa i zarządzanie drogami) w formule partnerstwa publiczno-prywatnego inwestor zazwyczaj wymagać będzie wyższego zwrotu w transakcji opartej o ryzyko ruchu względem transakcji, w której źródłem przychodów partnera prywatnego jest opłata za dostępność płatna przez stronę publiczną.

W przypadku finansowania infrastruktury możemy mieć do czynienia z całym wachlarzem przedsięwzięć inwestycyjnych o bardzo różnym charakterze i celu. Duży nacisk na zwrot z inwestycji ma miejsce w projektach finansujących nieruchomości mieszkaniowe, biurowe i magazynowe. W przypadku przedsięwzięć publicznych takich jak np. infrastruktura drogowa bezpośredni zwrot z inwestycji może mieć drugorzędne znaczenie, a korzyści z tego typu inwestycji będą często miały charakter rozproszony i pośredni. Tego samego typu inwestor może jednak przy innych projektach infrastrukturalnych brać pod uwagę zwrot, jeśli jednym z celów będzie obniżenie kosztów użytkowania infrastruktury (np. wymiana oświetlenia drogowego na energooszczędne).

Niezależnie od specyfiki projektów publicznych, zwrot z inwestycji pozostaje najważniejszym i podstawowym czynnikiem przy analizie wszystkich inwestycji bez względu na sektor, a zwłaszcza w wypadku wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania, i powinien pokrywać ryzyko. Zwrot z inwestycji jest pochodną ryzyka danej inwestycji zarówno dla inwestorów kapitałowych jak i dłużnych. Co do zasady im większe ryzyko związane z inwestycją tym wyższy jest oczekiwany zwrot. Z drugiej strony, polskie doświadczenia z finansowania projektów infrastrukturalnych wskazują, że ograniczenie się jedynie do parametru cenowego, lub jego niewłaściwe określenie, może prowadzić do bankructwa firm budowlanych realizujących projekty infrastrukturalne.

Dla inwestorów prywatnych równie ważne, w stosunku do oczekiwanego zwrotu z inwestycji, jest prawdopodobieństwo jego osiągnięcia w okresie trwania inwestycji, tym bardziej że mają one z reguły charakter długoterminowy. Zaproponowanie wyższych zwrotów dla inwestorów poprzez wprowadzenie odpowiednich regulacji (np. certyfikatów) w naturalny sposób wpływa na większą aktywizację prywatnego kapitału, którego wykorzystanie może przyspieszyć tempo nadrobienia „luki infrastrukturalnej” w wybranych sektorach gospodarek rozwijających się jak np. Polska.

Zwrot z inwestycji jest także istotnym faktorem w większości projektów o charakterze partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) z relatywnie dużym zaangażowaniem kapitału prywatnego - bezpośrednim w formie udziałów kapitałowych lub pośrednim w formie funduszy infrastrukturalnych. Zdecydowanie większą wagę przywiązuje się do zwrotu z inwestycji w projektach zakładających uzyskiwanie dochodów z ich eksploatacji, jak autostrady, tunele, elektrownie wiatrowe, itp. Globalne fundusze infrastrukturalne analizują stopę zwrotu w długim okresie czasu i to właśnie ona (w porównaniu z analizą ryzyk projektowych, regulacyjnych, makroekonomicznych i politycznych) jest kluczowym czynnikiem decydującym o ich zaangażowanie w finansowaniu infrastruktury w danym kraju. Zwrot z inwestycji jest ważniejszy dla inwestorów finansowych, bowiem inwestorzy branżowi wykazują większą cierpliwość i są w stanie poczekać dłużej, aż inwestycja przyniesie oczekiwany zwrot. Inwestor finansowy z reguły angażuje się w dany projekt na określony czas (3-5 lat) i w tym terminie spodziewa się zwrotu.

Należy także dostrzec coraz powszechniejszą tendencję do „outsourcingu” obiektów infrastrukturalnych, np. hal fabrycznych, magazynów, terminali przeładunkowych. Użytkownicy

takiej infrastruktury mogą unikać zaangażowania kapitału w inwestycje infrastrukturalne kierując swoje zlecenia do deweloperów, którzy są gotowi zrealizować projekty zadowolając się jedynie częściowym pokryciem ryzyka zawierając długookresową (10 lat plus) umowę najmu obiektu zrealizowanego „pod klucz”.

P3. Regulacje vs inne czynniki: Jak reformy regulacyjne w finansach wpływają na finansowanie infrastruktury w porównaniu do innych czynników takich jak warunki makroekonomiczne i finansowe, ryzyko polityczne, utrudnienia instytucjonalne?

Instytucje finansowe muszą przestrzegać obowiązujących regulacji i pod ich kątem kształtują swoje polityki kredytowe, limity zaangażowania, jak również oceniają możliwość udzielenia finansowania w przypadku każdego projektu. Niezależnie od tego, przy pracach nad każdą transakcją oceniane są uwarunkowania rynkowe. Obie te grupy czynników są istotne. Warunki makroekonomiczne, warunki finansowe związane z realizowanym projektem, ryzyko polityczne, czy też uwarunkowania instytucjonalne są odzwierciedlone w cenie finansowania. Jest poziom ryzyka, którego inwestorzy / instytucje finansujące nie akceptują, przy którym nie są skłonne udzielić finansowania.

Generalnie przedmiot i zakres reformy rynku finansowego może implikować w przypadku projektów infrastrukturalnych konieczność uzyskania dodatkowych zgód, pozwoleń czy koncesji itp. po stronie inwestora. Z punktu widzenia zaś podmiotu finansującego reforma taka może nakładać ograniczenia w finansowaniu np. limity koncentracji obowiązujące podmioty finansujące. Dodatkowe wymogi kapitałowe obciążające aktywa banków z dłuższym okresem spłaty nie sprzyjają zaangażowaniu w projekty infrastrukturalne wymagające zwykle długoterminowego finansowania. Z drugiej reformy regulacyjne mogą ograniczać pewne ryzyka i w ten sposób przyczyniać się do bankowalności projektów lub obniżenia kosztów ich finansowania.

Zmiany dotyczące wymogów kapitałowych, wskaźników płynności, opodatkowania banków mają istotny wpływ na możliwości finansowania wynikające z kosztu płynności i wymaganej minimalnej stopy zwrotu w projektach infrastrukturalnych. Zmiany regulacyjne powodujące zwiększone wymogi kapitałowe przekładają się na wzrost kosztu płynności banków, a tym samym kosztu finansowania inwestycji, a zmiany dotyczące opodatkowania wpływają na stopę zwrotu z aktywów.

W związku ze stosunkowo dobrą sytuacją ekonomiczną w Polsce i na świecie w ostatnich latach głównym ograniczeniem w finansowaniu infrastruktury wydają się właśnie reformy regulacyjne. Nakładają one na instytucje finansowe coraz większą ilość obowiązków, których spełnienie ogranicza swobodę finansowania. Dodatkowym ograniczeniem jest w Polsce podatek od instytucji finansowych. Istotne zmiany to także inne zmiany podatkowe (odwrócony VAT, *split payment*, rachunki powiernicze), które mogą także wpływać na pozycję płynnościową uczestników rynku infrastruktury. Wyzwaniem są także rosnące wymogi regulacyjne, z pozoru „bezkosztowe”, które w praktyce generują permanentny strumień kosztów. Istotnym czynnikiem badanym przez inwestorów jest stabilność i czytelność regulacyjna. Częste zmiany podwyższają

profil ryzyka inwestycji. Zasady współpracy z urzędami skarbowymi, jasność przepisów, łatwość w dostępie do informacji, prosty kontakt, „przewidywalność” interpretacji (np. VAT w sektorze nieruchomości), to czynniki niezwykle istotne dla inwestorów zwłaszcza w kontekście atrakcyjności innych rynków, które stanowią często alternatywną lokalizację dla inwestycji. Obok wpływu na koszty, reformy regulacyjne wpływają również na zakres i proces oceny jakościowej sponsorów projektów. Niemniej jednak dopiero w połączeniu z dodatkowymi ograniczeniami (niepewność rynkowa, niepewność środowiska legislacyjnego), można oceniać wpływ tych regulacji na aktywność finansowania projektów infrastrukturalnych. Reformy regulacyjne, w szczególności w przypadku realizacji transakcji w formule *project finance*, odgrywają istotną rolę w wybranych sektorach, a w szczególności w sektorach regulowanych jak np. energetyka, inwestycje wodno-kanalizacyjne, gospodarowanie odpadami. Wszelkie inne czynniki (np. makroekonomiczne i finansowe) wpływają w porównywalnym stopniu na wszystkie typy i rodzaje finansowania. Ryzyko polityczne w krajach UE należy uznać za nieistotne. Wątpliwości, co do kwestii podatkowych np. interpretacji dotyczących VAT mogą za to odgrywać znaczną rolę w kreowaniu niepewności w fazie planowania procesów inwestycyjnych, także w przypadku inwestorów z centralnego szczebla rządowego.

Banki musiały dostosować się do nowych regulacji oraz uporządkować swoją strukturę kapitałową, co wpłynęło na ostrożniejsze rozporządzanie dostępnym kapitałem. Warto jednak zwrócić uwagę, że finansowanie projektów infrastrukturalnych jest traktowane jako „bezpieczniejsze” w porównaniu z innymi formami finansowania (np. wykupy lewarowane), gdyż z reguły generują stabilne i przewidywalne przepływy finansowe (*cash flow*). Elementy takie jak środowisko regulacyjne (i jego stabilność), polityczne i makroekonomiczne są bardzo ważnymi elementami wpływającymi na dostępność finansowania bankowego - jedynie bowiem w stabilnym otoczeniu rynkowym możliwe jest prognozowanie przepływów finansowych w dłuższej perspektywie typowej dla projektów infrastrukturalnych.

P4. Istotne reformy: Czy Bazylea III i reformy rynku instrumentów pochodnych OTC mają największe znaczenie dla finansowania infrastruktury? Jakie inne reformy są również istotne?

Przed wejściem Bazylei III prognozowano, że wyższe wymagania dotyczące współczynników kapitałowych CAD, LCR, NSFR spowodują ograniczenie podaży kredytów, zmniejszenie podaży pieniądza, a w konsekwencji spadek agregatów monetarnych, co miało przełożyć się na wzrost marż oraz wyższe koszty operacyjne banków. Dane polskiego banku centralnego (NBP), tego jednak nie potwierdzają. Utrzymuje się wyraźny trend wzrostowy agregatów M1, M2 i M3. Bazylea III nie jest najważniejsza przy podejmowaniu decyzji o finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych. Decyzje o finansowaniu wynikają z całościowej polityki banku, na które nakładają się wymogi utrzymywania określonych wskaźników kapitałowych. Bardziej istotne są reformy krajowego prawa gospodarczego i polityka rządu w zakresie realizacji inwestycji infrastrukturalnych.

Wraz z Bazyleą III banki komercyjne zostały zachęcane do korzystania z metod ratingów wewnętrznych (IRB / AIRB) w kalkulacji wymogów kapitałowych. Stosowanie metody IRB / AIRB

dla całego, lub nawet części portfela ekspozycji kredytowych, pozwala na pewną elastyczność i w rezultacie może skutkować korzystniejszymi (niższymi) wymogami z tytułu ryzyka kredytowego, w porównaniu z metodą standardową. Z jednej strony zatem, wprowadzenie Bazylei III oznaczało konieczność zwiększenia kapitałów własnych banku – co mogło mieć negatywny wpływ na warunki udzielania finansowania. Z drugiej strony, towarzyszyło temu podejście w kierunku zwiększenia elastyczności kalkulacji wymogów kapitałowych, czyli możliwość (po spełnieniu szeregu warunków) korzystania z metody ratingów wewnętrznych.

W Polsce obserwuje się istotne zainteresowanie banków finansowaniem projektów infrastrukturalnych, których jest bardzo niewiele. Przy czym skala zainteresowania uzależniona jest od jakości strukturyzacji projektu i zapewnienia bankom przez inwestora odpowiedniego poziomu komfortu w zakresie spłaty zobowiązań projektowych. Trzeba przy tym zauważyć jednak, negatywny wpływ regulacji sektorowych, m.in. Bazylei III, na dostępność w warunkach polskich denominowanego w PLN długoterminowego (>10 lat i więcej) finansowania projektowego. Zaledwie kilka instytucji komercyjnych i multilateralnych jest w stanie takie finansowanie w Polsce zapewnić. Przy czym oprócz regulacji dotyczących całokształtu sektora instytucji finansowych, równie istotny, a niekiedy większy wpływ na rynek finansowania infrastruktury mają regulacje prawa krajowego dotyczące poszczególnych sektorów (np. zasady określania taryf, kwalifikacji kosztów oraz poziomu zwrotu dla inwestorów w sektorach regulowanych).

Rola reformy rynku instrumentów pochodnych OTC w finansowaniu infrastruktury, w porównaniu ze skutkami Bazylei III, jest istotnie mniejsza. Ta ostatnia poprzez nałożenie zwiększonych wymogów kapitałowych i regulacyjnych w sposób bezpośredni wpływa na możliwości kredytowe banków. Znaczenie reformy instrumentów pochodnych OTC zależy często od formuły i waluty, w jakiej prowadzona jest inwestycja. Łatwość rozliczania instrumentów i wymagania clearingowe są istotne szczególnie przy finansowaniu w walucie innej niż pozyskany dług. Jednocześnie reforma rynku instrumentów pochodnych OTC stanowią duży krok do odbudowania wśród klientów zaufania do instytucji finansowych. Wejście w życie z początkiem roku regulacji MIFID II wprowadziło dużą przejrzystość w sposobie sprzedaży i kwotowania instrumentów pochodnych. Powoduje to, że instytucjom finansowym znacznie łatwiej jest implementować instrumenty pochodne w projektach finansowania infrastruktury tam, gdzie faktycznie chronią one projekty przed nieprzewidywanymi zmianami cen walut i stawek stóp procentowych. Znaczenie instrumentów pochodnych przy zabezpieczaniu finansowania jest podobne w przypadku finansowania infrastruktury, jak i w przypadku innych typów projektów i stanowi integralną część finansowania spełniającą przede wszystkim funkcje zabezpieczające przed ryzykami rynkowymi.

W sytuacji wysokiej płynności polskiego sektora bankowego i gotowości do finansowania projektów infrastrukturalnych w formule *project finance* wydaje się, że ogólna stabilność regulacyjna i prawna zapewniająca przewidywalność ram prawnych, rynkowych oraz przewidywalność przychodów i kosztów w odniesieniu do danego projektu jest równie istotna jak czynniki regulacyjne wpływające bezpośrednio na koszt finansowania. Przy tej okazji warto zauważyć, że dotacje pochodzące z funduszy strukturalnych UE stanowią największą kwotę

finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Polsce. Przepisy rozporządzeń unijnych mają istotny wpływ na realizację inwestycji infrastrukturalnych oraz na rozwój Partnerstwa Publiczno-Prywatnego, które również stanowi ważny element realizacji tego typu inwestycji.

P5. Finansowanie infrastruktury a inne cele finansowania: Czy zgadzasz się, że reformy regulacyjne nie wywarły nieproporcjonalnie dużego wpływu na finansowanie infrastruktury w porównaniu z wpływem na inne rodzaje finansowania?

Generalnie, reformy regulacyjne ograniczyły chęć podejmowania przez banki projektów infrastrukturalnych, aczkolwiek nie wywarły one istotnie nieproporcjonalnie dużego wpływu na finansowanie infrastruktury choć miały pewien wpływ na finansowanie długoterminowe (wymagania płynnościowe) dużych projektów (wymagania koncentracji) realizowanych przez podmioty bez ratingu (podniesione wagi ryzyka). Wszystkie te cechy łączy projekty infrastrukturalne. Aktualnie poszukiwanie nowych sposobów finansowania powoduje, iż szacowany roczny niedobór inwestycji w infrastrukturę krytyczną wynosi globalnie 1 bilion USD rocznie (wg. WEF). Można więc oczekiwać, że inwestorzy z poza sektora bankowego będą oczekiwać wyższych stóp zwrotu niż sektor bankowy, co może spowodować podniesienie kosztów finansowania.

W kontekście rynku polskiego nie wpływa to istotnie na ograniczenie zainteresowania transakcjami *project finance*, aczkolwiek ma wpływ na koszt finansowania. Inne typy finansowania korporacyjne, inwestycyjne, akwizycyjne czy obrotowe charakteryzują się krótszym średnim okresem zapadalności i w związku z tym są mniej dotknięte zmianami regulacyjnymi. Finansowanie infrastruktury w Polsce w dużej mierze wspierane jest przez często bezzwrotne środki pochodzące z funduszy unijnych, co oznacza, że ten właśnie element ma największy wpływ na rynek, zniekształcając sygnały czysto rynkowe. Dla spółek z sektora budowlanego ważny jest też element regulacji dotyczący zamówień publicznych – większego uwzględnienia kryteriów poza cenowych i możliwości przeniesienia korekt kosztowych na finalnego odbiorcę wynikających np. z wyższych cen materiałów budowlanych. Przy bardzo dużych kredytach, ze względu na brak dostatecznej liczby danych, mogą się pojawić problemy z kalibracją modeli ryzyka kredytowego, powszechnie stosowanych przez duże banki w krajach rozwiniętych. Z drugiej jednak strony tego typu projekty często są realizowane w udziale państwa, a gwarancje państwa są bardzo dobrym zabezpieczeniem, co z kolei przekłada się na dużo niższe wymogi kapitałowe.

P6. Skutki reform w odniesieniu do wolumenów, spreadów i zapadalności: Jaki jest wpływ reform regulacyjnych (w szczególności Bazylei III i regulacji instrumentów pochodnych OTC) na wolumeny, spready i terminy zapadalności w finansowaniu infrastruktury?

Wpływu reformy Bazylea III można doszukiwać się w obszarze kosztów i okresu finansowania oraz alternatywnych rodzajów inwestorów i form inwestowania. Należy racjonalnie oczekiwać, iż instytucje finansowe będą wymagały przeniesienia zwiększonych kosztów związanych

z implementacją zmian regulacyjnych i wymogów kapitałowych na wierzycieli (tzw. *increased cost clause*). Istotne z punktu widzenia kredytobiorców jest symetryczne traktowanie ze strony instytucji finansowych, tj. w przypadku obniżenia wymogów regulacyjnych związanych z danym finansowaniem zapewnienie kredytobiorcy możliwości obniżenia kosztów finansowania. Skutkiem Bazylei III może być oczekiwanie przez banki skrócenia okresów finansowania, co w przypadku inwestycji infrastrukturalnych zakładających zwrot przez inwestora w długim okresie czasowym (często przekraczającym horyzont 20-letni) może mieć istotnie negatywne implikacje. W przypadku istotnego skrócenia okresów finansowania projekt będzie musiał generować istotnie większe przepływy, aby zapewnić obsługę finansowania bankowego. Jeżeli nie będzie to możliwe ze względu na charakterystykę projektu, banki mogą oczekiwać istotnie wyższego wkładu własnego sponsora projektu, co z kolei przekłada się na obniżenie atrakcyjności projektu z punktu widzenia właścicielskiego, a tym samym może doprowadzić do zaniechania realizacji określonych projektów. Tym samym można oczekiwać propozycji określonych struktur ze strony banków, będących pewnym rozwiązaniem pośrednim, umożliwiającym realizację danych projektów np. :

- tzw. struktur *semi-perm* zachęcających sponsora projektu do refinansowania zadłużenia po określonym czasie przez zastosowanie mechanizmu wzrostu marży w okresie finansowania;
- udzielania przez banki finansowania średnioterminowego z istotną płatnością na koniec okresu finansowania (tzw. *balloon repayment*) oraz przeniesienia na sponsora projektu ryzyka refinansowania;
- zastosowania finansowania z tzw. mechanizmami *cash-sweep*, efektywnie skracającymi okres finansowania.

Skutkiem regulacji Bazylea III może być rozwój alternatywnych źródeł finansowania jak emisje obligacji obejmowanych przez inwestorów finansujących określone przedsięwzięcia infrastrukturalne (tzw. *project bonds*). Dodatkowo instrumenty te zyskują na atrakcyjności przez działania Europejskiego Banku Inwestycyjnego w ramach *Europe 2020 Project Bond Initiative* - pozwalającej na podniesienie ratingu obligacji.

Konsekwencją wprowadzenia alternatywnych instrumentów może być poszerzenie spektrum podmiotów finansujących projekty infrastrukturalne w Polsce, które jest tradycyjnie ograniczone w praktyce do finansowania bankowego. W przypadku właściwej strukturyzacji projektu obligacje mogą uzyskać określony rating i być atrakcyjnym instrumentem dla podmiotów, dla których istotne jest zapewnienie spójności przepływów z danej inwestycji infrastrukturalnej z zobowiązaniami danej instytucji finansowej względem swoich wierzycieli (np. fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe).

Reformy mające za zadanie Obniżenie ryzyka systemowego generują koszt w postaci wzrostu marż. Podnoszą one kryterium opłacalności przedsięwzięć, zmniejszają dostęp do finansowania oraz wpływają na ryzyko kredytowe projektów. Finansowanie infrastruktury w formule *project finance* jest finansowaniem długoterminowym, w którym banki preferują pełną amortyzację

długu. Zwiększanie wymogów kapitałowych prowadzi do ograniczania chęci instytucji finansowych do zwiększania aktywów. Działania takie w sposób oczywisty będą wpływały negatywnie na cenę oraz chęć do długoterminowego finansowania. Wynika to z konieczności utrzymania oczekiwanego zwrotu na kapitale. Dodatkowo dotychczasowe doświadczenia banków pokazują, że przy długoterminowym finansowaniu instytucje te są narażone na pojawienie się kolejnych wymogów regulacyjnych. Bazylea III wpływa na konieczność strategicznej alokacji funduszy, stąd finansowania o krótszym okresie zapadalności są preferowane. W efekcie, 10-letnie okresy finansowania są dużym wyzwaniem dla banków komercyjnych, a strukturyzacja transakcji o okresie zapadalności przekraczającymi 10 lat jest już bardzo trudna.

Wpływ regulacji na wolumeny transakcji trudno jest precyzyjnie oszacować. Reformy wpłynęły na zaostrzenie polityki kredytowej banków oraz na wzrost kosztów działalności banków, co pośrednio wpływa na ograniczenie wolumenów przyznawanych kredytów oraz skrócenie okresów ich zapadalności. Wyższy koszt finansowania i krótszy tenor obniżają stopę zwrotu inwestorów. Potencjalnie część projektów nie jest realizowanych w związku z tym, że nie zapewniają one inwestorom infrastrukturalnym minimalnej oczekiwanej stopy zwrotu. Z kolei rynek bankowy w Polsce jest bardzo konkurencyjny i płynny, a dostępność finansowania duża, zwłaszcza w przypadku dużych i dobrze ustrukturyzowanych projektów, stąd efekt kosztu regulacyjnego nie wydaje się być istotny, tym bardziej, że podaż projektów infrastrukturalnych jest ograniczona.

Instrumenty pochodne są generalnie wykorzystywane do zabezpieczania projektów inwestycyjnych przed ryzykiem rynkowym, głównie walutowym i stopy procentowej. Zmieniające się regulacje mogą wpływać na podniesienie poziomu niepewności, przekładającego się na skracanie okresów kredytowania, zmniejszanie wielkości udzielanych jednostkowo kredytów oraz zawężanie spreadów. Wyniki ostatniego roku publikowane przez *Infrastructure Journal* potwierdzają takie zjawiska, jednakże nie można jednoznacznie stwierdzić, czy jest to efekt zmian regulacyjnych czy efekt niestabilności o charakterze polityczno-społecznym w skali globalnej, co wydaje się bardziej prawdopodobne. Nowe regulacje i wejście w życie dyrektywy MIFID II wprowadziły konieczność przejrzystego kwotowania instrumentów pochodnych i przekazania przed zawarciem transakcji wszystkich informacji o ewentualnych ryzykach związanych z tego typu transakcjami. Ponieważ implementacja instrumentów pochodnych przy finansowaniu projektów wspierających rozwój infrastruktury ma na celu eliminację ryzyk rynkowych, to wejście w życie nowych regulacji spowodowało, że instrumenty pochodne muszą być ściśle powiązane z udziałem finansowaniem tak aby faktycznie były instrumentami zabezpieczającymi i nie generowały dodatkowego ryzyka. Tak więc wolumeny i terminy zapadalności są ściśle określone przez parametry finansowania, a przejrzystość kwotowania i konieczność informacji o wysokości zastosowanego markupu powoduje standaryzację spreadów przy kwotowaniu tego typu instrumentów.

P7. Skutki dla gospodarek rozwijających się vs gospodarek rozwiniętych: Czy regulacje mają różny wpływ na zapewnienie finansowania infrastruktury w gospodarkach rozwijających się

vs w gospodarkach rozwiniętych - jeśli tak, to w jaki sposób? Czy istnieją inne różnice w zakresie skutków regulacji, które powinny zostać uwzględnione w ocenie?

Banki są instytucjami zaufania publicznego. Pełnią też funkcję pośrednika finansowego – przyjmują depozyty od nieprofesjonalnych klientów, a następnie obciążają je ryzykiem. Dlatego podlegają restrykcyjnym normom ograniczającym ryzyko ich działalności. Regulacje ostrożnościowe wyznaczające bankom umowne granice bezpiecznego działania z reguły oparte są na zasadzie proporcjonalności, z reguły odnosząc normy ostrożnościowe do funduszy własnych. Im większy bank, tym większe są jego fundusze własne, wobec czego skala jego działalności może być większa. Coraz większe zaangażowania będą się mieścić w limicie dużych zaangażowań. Z kolei wartość projektów infrastrukturalnych bardzo słabo – jeśli w ogóle – zależy od wielkości gospodarki czy stopnia jej rozwoju. Co więcej, jeśli gospodarka kraju zalicza się do rozwijających się, jej braki i wynikające stąd potrzeby infrastrukturalne (luka infrastrukturalna) są nieraz większe niż w gospodarce rozwiniętej. To zaś oznacza zapotrzebowanie na nieproporcjonalnie duże kredyty, generujące zbyt duże dla danego banku ryzyko, a tym samym przekraczające możliwości regulacyjne banku. Ingeruje tu zarówno limit adekwatności kapitałowej, jak i limit dużych ekspozycji. W ten sposób zderzenie względnych limitów po stronie podaży z popytem wyrażanym w skali bezwzględnej stawia gospodarki rozwijające się w sytuacji mniej korzystnej niż gospodarki rozwinięte. Stąd reformy mają zdecydowanie większy wpływ na finansowanie infrastruktury na rynkach rozwijających się (*emerging markets*).

Dodatkowo na rynkach tych słabo (w porównaniu do rynków dojrzałych) rozwinięte są rynki kapitałowe. Nie chodzi tu tylko o rozmiar rynku, ale także o poziom ich „wyrafinowania” (*sophistication*). Oznacza to, że ani inwestorzy ani inwestujący nie są gotowi do stosowania nowoczesnych metod finansowania inwestycji, jak np. obligacje projektowe. Trudniej dostępne są też źródła finansowania długookresowego – słabo rozwinięty jest rynek funduszy emerytalnych i ubezpieczeń na życie, niższy jest poziom oszczędności i są one bardziej zmienne. Potwierdzają to dane *Project Finance International*, które pokazują, że rynek ten po kryzysie 2008-2009 bardzo szybko powrócił na ścieżkę wzrostu w krajach rozwiniętych, w odróżnieniu od rynków krajów rozwijających się. Gospodarki rozwinięte zazwyczaj dysponują bardziej rozwiniętym i elastyczniejszym rynkiem finansowym, co pozwala na szybsze dostosowanie modeli finansowania do wprowadzanych rozwiązań regulacyjnych, bez obniżania dostępności finansowania na rynku.

Podstawowym źródłem finansowania inwestycji infrastrukturalnych w krajach mniej rozwiniętych pozostają nadal kredyty i pożyczki, szczególnie w sytuacji relatywnie łatwego dostępu do środków unijnych w ramach określonych programów pomocowych. Jednak w sytuacji napiętych budżetów na finansowanie rosnących wydatków bieżących wydaje się nieodzowne korzystanie z instrumentów rynku kapitałowego. Podstawowym instrumentem finansowym rynku kapitałowego, przystosowanym do specyfiki gospodarki finansowej samorządów są obligacje komunalne, które mogą występować na rynku publicznym i rynku niepublicznym. Badania przeprowadzone w latach 2010- 2014 w krajach „mniej rozwiniętych”, do których zaliczono kraje o niskim i średnim dochodzie narodowym [*Low Income Countries and Medium*

Income Countries] wykazały, że podstawowym źródłem finansowania inwestycji infrastrukturalnych pozostają środki publiczne zasilone w 20% kapitałami prywatnymi w ramach inicjatyw PPP. W części środków publicznych zdecydowaną przewagę posiadają kredyty i pożyczki. Gospodarki rozwinięte zazwyczaj charakteryzują się większą stabilnością systemów finansowych, prawnych i politycznych, co sprzyja długoterminowym inwestycjom infrastrukturalnym.

Gospodarki rozwijające się cechuje z kolei większa zmienność, co wpływa na profil ryzyka danej inwestycji. Brak stabilności otoczenia regulacyjnego powoduje bardziej ostrożne podejście, jeżeli zdolność spłaty finansowania jest od niego uzależniona. Badania pokazują, że w okresie dobrej koniunktury ryzyko *emerging markets* jest traktowane w sposób standardowy (proporcjonalnie do ratingu), natomiast w okresie spowolnienia gospodarczego koszty ryzyka ponad proporcjonalnie rosną, stanowiąc barierę dostępu do rynków finansowych. Ponadto duże znaczenie ma poziom i różnice w stopach procentowych między gospodarkami rozwijającymi się i rozwiniętymi oraz kondycja finansowa danego państwa i stabilność prawa. W przypadku gospodarek rozwijających się oraz przy wymogu zastosowania w dokumentacji prawa krajowego (lokalnego) inwestorzy zagraniczni zazwyczaj kategoryzują to ryzyko jako podwyższone, co wpływa na oczekiwane wyższe stopy zwrotu, podrażając koszt inwestycji niestrukturalnych. Nowe regulacje doprowadziły do redukcji aktywności banków krajów rozwiniętych za granicą, powodując ograniczenie napływu nowego kapitału finansowego. W Polsce wpływ Bazylei III jest ograniczony ze względu na wysoką konkurencję i płynność krajowego sektora bankowego oraz dostępność unijnych środków pomocowych.

P8. Wpływ na zastąpienie finansowania bankowego innym finansowaniem: Czy nastąpiło częściowe zastąpienie finansowania bankowego finansowaniem z rynku, a jeśli tak, w jakim stopniu reformy przyczyniły się do tego trendu? Czy istnieją inne przyczyny zastępowania finansowania bankowego innym źródłem finansowania?

Wpływ Bazylei III na finansowanie bankowe będzie można ocenić dopiero po pełnym wejściu w życie nowych przepisów. Na rynku unijnym panuje przekonanie, że zbiór nowych rozwiązań regulacyjnych działa przeciw bankom. Faktycznie, na przestrzeni ostatniej dekady doszło do ogromnego wzrostu obciążeń banków. Szacuje się, że wymogi kapitałowe, z uwzględnieniem wymogów MREL, P2R i P2G będą się sięgały 30%. To z pewnością będzie miało wpływ na cenę kredytu.

Finansowanie rynkowe w Europie nadal odgrywa znacznie mniejszą rolę niż na rynku amerykańskim. Unia Rynków Kapitałowych ma to zmienić. Jednak działania unijnych regulatorów postępują bardzo wolno. Jak się wydaje, największe postępy odnotowano w rozwoju obligacji zabezpieczonych, przede wszystkim hipotecznych listów zastawnych. Trudno obecnie wyrokować czy skala finansowania przez banki i przez rynek, a zwłaszcza ich wzajemna relacja, będą się zmieniać. Da się jednak wskazać kilka czynników, które mogą mieć istotny wpływ na tę relację. Po stronie banków istotne będzie powiększanie funduszy własnych, zarówno *Tier 1*, jak i *Tier 2*. W gospodarkach rozwijających się proces ten może postępować

wolniej, ponieważ samo zatrzymanie zysków może nie wystarczyć, a szanse pozyskiwania kapitału z rynku w takiej gospodarce są na ogół mniejsze. Problem ten będzie dotyczył zwłaszcza banków znajdujących się w rękach krajowych akcjonariuszy. Uwidocznić się to może zwłaszcza w przypadku banków ze znaczącym udziałem państwa. Dla grup bankowych, zwłaszcza dużych, dokapitalizowanie banków zależnych w gospodarkach rozwijających się będzie stanowiło znacznie mniejszy problem. Banki zależne w takich gospodarkach stanowią z reguły drobną część grupy, więc i nakłady na podniesienie kapitału byłyby odpowiednio mniejsze, a w dodatku nie trzeba by ich było szukać na rynku lokalnym. Jeśli nawet banki zostaną odpowiednio dokapitalizowane, NSFR wymagać będzie zwiększenia finansowania długoterminowego. W przypadku banków zależnych będzie ono najpewniej pochodziło od firmy matki. Dla pozostałych banków może to być istotny problem, którego rozwiązanie wymagać może nawet przebudowy rynku. Zapewne nowe regulacje stanowiąc będą problem dla banków, ale z drugiej strony, zważywszy na ryzyko tkwiące w bankach i niedawne jego zmaterializowanie się, rozwiązania te wydają się niezbędne. Problemów tych nie ma w przypadku finansowania pochodzącego z rynku. Dostęp do niego jest prostszy, rynek regulowany nie stwarza takich trudności i dlatego finansowanie rynkowe powinno być łatwiejsze. Jak dotąd koszty regulacji i restrykcje nakładane na banki spowodowały, że aktywa banków w UE niewiele wzrosły w stosunku do ekspozycji przed kryzysem. Znacznie szybciej za to rozwijały się mniej regulowane fundusze – szeroko rozumiany *shadow banking*. Zgodnie z deklarowaną polityką UE rynek kapitałowy i *funding* ma przemieszczać się na rynek obligacji i akcji, ale postęp jest jak dotąd niewielki.

Mały udział obligacji (poza USA) w strukturze finansowania inwestycji infrastrukturalnych wynika z braku tradycji i doświadczeń w długoterminowym inwestowaniu przez inwestorów, głównie inwestorów lokalnych. Można przypuszczać, że samorządy jako emitenci nie są w stanie zaoferować wyższych stawek dyskonta, a sama organizacja emisji jest związana z poniesieniem znaczących kosztów. Można przypuszczać, że rynek obligacji komunalnych będzie nadal rozwijać się, szczególnie w okresie po zakończeniu obecnej perspektywy finansowej UE, ponieważ skończy się czas relatywnie łatwego dostępu do środków UE. Samorządy będą bardziej aktywnie poszukiwać źródeł finansowania do niwelowania luk finansowych, ponieważ potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury publicznej, jak szacuje się, nie będą spadać, a wprost przeciwnie będą rosnąć. Należy mieć na uwadze także, że doświadczenia, kwalifikacje i wiedza w zakresie emisji papierów dłużnych będą większe, co zapewne przyczyni się do łatwiejszego przełamywania stereotypów i mniej zachowawczych postaw ze strony samorządów.

Zjawiska te powinny być także dobrym podłożem do rozwoju projektów partnerstwa publiczno-prywatnego. Dużym problemem w projektach PPP, jak zresztą we wszystkich inwestycjach o charakterze użyteczności publicznej jest uzyskanie już na etapie projektowania zamknięcia finansowego. W wysokorozwiniętych krajach coraz większe znaczenie w finansowaniu części kapitałowej (udziały inwestorów prywatnych) zaczynają odgrywać fundusze infrastrukturalne typu *private equity*. Fundusze infrastrukturalne inwestują terminowo, najczęściej na okres 5–8 lat. Największe fundusze infrastrukturalne są skoncentrowane na krajach rozwiniętych (w Europie i Ameryce Północnej) i są zasilane przez duże instytucje finansowe. Naturalnymi inwestorami instytucjonalnymi są fundusze emerytalne - z uwagi na długoterminowy charakter

ich zobowiązań. Fundusze emerytalne (publiczne i prywatne) są najbardziej aktywnymi inwestorami w sektorze infrastruktury. Drugą ważną grupą są towarzystwa ubezpieczeniowe wraz z towarzystwami ubezpieczeń na życie oraz podmioty profesjonalnie związane z inwestowaniem (spółki inwestycyjne, zarządzający aktywami). Nie bez znaczenia jest również udział agencji rządowych oraz fundacji.

Na rynkach o bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych (amerykańskim, zachodnioeuropejskim), w których udział inwestorów instytucjonalnych w projektach o długim horyzoncie inwestycyjnym jest większy – ta grupa inwestorów (fundusze emerytalne, fundusze infrastrukturalne) jest w coraz większym stopniu zaangażowana w finansowanie dłużne infrastruktury. Historycznie ich oczekiwane stopy wzrostu były wyższe niż koszt finansowania w sektorze bankowym. W porównaniu do klasycznego finansowania bankowego obligacje projektowe trafiają do szerszego grona inwestorów i mają dużo większą płynność. Uwzględniają one część elementów klasycznych struktur finansowania bankowego takich jak amortyzacja i dostosowany do projektu harmonogram uruchomienia obligacji. Z perspektywy rynku europejskiego oraz polskiego istotny wpływ mogą mieć także instrumenty wsparcia ze strony EIB, EBRD. Zaangażowanie międzynarodowych instytucji finansowych ma pozytywny wpływ na bankowość dużych projektów infrastrukturalnych w Polsce. Z drugiej strony jednym z zadań tych instytucji jest rozwój rynku kapitałowego i pracują one nad szerokim wachlarzem instrumentów o charakterze wsparcia kredytowego (*credit enhancement*), które mają przyczynić się do rozwoju europejskiego rynku obligacji projektowych. Europa Zachodnia podąża w tym zakresie za Stanami Zjednoczonymi, gdzie finansowanie poprzez rynki kapitałowe, a przede wszystkim obligacje, jest znacznie bardziej rozwinięte. Taka struktura rynku rzeczywiście bardziej odpowiada dzisiejszym wyzwaniom stojącym przed bankami, wynikającym z dodatkowych regulacji.

Rynek polski w tym zakresie pozostaje znacznie w tyle za USA i Europą Zachodnią. Biorąc pod uwagę dotychczasowe wielkości udziału instrumentów rynku kapitałowego można przypuszczać, że na krajowym rynku finansowania inwestycji infrastrukturalnych w najbliższych latach nie zajdą spektakularne zmiany. Dopóki będzie łatwy, bądź względnie łatwy, dostęp do środków z funduszy unijnych, sposoby ich finansowania w małym stopniu ulegną zmianie. Wynika to również bezpośrednio z zasad przydzielania środków finansowych w strukturach unijnych, bowiem uruchomienie środków unijnych jest uzależnione od wniesienia wkładu własnego przez jednostki samorządu terytorialnego (JST). Samorządy najczęściej w takiej sytuacji sięgają, dla uzupełnienia wkładu własnego, po kredyty przybierające formę kredytów pomostowych, których spłata następuje po uruchomieniu transzy środków unijnych. Banki są bardzo zainteresowane udzielaniem kredytów pomostowych, ponieważ po pierwsze JST są traktowane jako najbardziej wiarygodni kredytobiorcy, po drugie jest ściśle określony sposób spłaty, wreszcie po trzecie równie ważne dla banków jest utrzymanie JST jako klienta w obliczu stale narastającej konkurencji międzybankowej. Jednakże coraz częściej podejmowane są starania w kierunku rozpowszechniania obligacji komunalnych zapewniających bardziej elastyczne finansowanie niż kredyty. Przy emisjach obligacji komunalnych można zastosować uproszczone procedury z pominięciem prawa zamówień publicznych (wymaganych np. przy wyborze banku do obsługi), po drugie cel emisji obligacji może być bardziej ogólny niż w przypadku kredytów, co zapewnia

samorządom większą swobodę w dysponowaniu pozyskanymi środkami, po trzecie banki najczęściej niechętnie udzielają kredytów na okresy dłuższe niż 10 lat. Korzyści z emisji obligacji komunalnych płyną także z warunków ich wykupu, bowiem w przypadku kredytów, poza spektakularnymi i nieczęstymi przypadkami karencji spłaty zadłużenia (rat kredytu i odsetek, rat kredytu lub samych odsetek) spłata rat kredytu wraz z odsetkami rozpoczyna się po pierwszym miesiącu jego udzielenia, tak przy obligacjach jest zapewniona przerwa między emisją a datą wykupu, co w praktyce może oznaczać spłatę pierwszych serii finansowania dopiero po kilku latach. Ponadto obligacje notowane na rynku giełdowym niewątpliwie przyczyniają się do budowania atrakcyjnego wizerunku rynkowego emitenta, zwiększenia jego wiarygodności i mogą ułatwiać późniejsze pozyskiwanie kapitału.

W Polsce podstawowym źródłem finansowania infrastruktury pozostają banki i w chwili obecnej nie zauważamy istotnej zmiany na rzecz innego finansowania. Wynika to z kilku czynników: słabo rozwiniętego rynku obligacji korporacyjnych, środowiska historycznie niskich stóp procentowych, stosunkowo niskiego poziomu inwestycji. Na chwilę obecną finansowanie bankowe jest bardzo konkurencyjną formą z uwagi na stosunkowo niskie koszty finansowania. W przypadku dalszego wzrostu kosztów kredytu (w wyniku zwiększania wymogów regulacyjnych oraz wzrostu stóp procentowych, który może nastąpić w ciągu najbliższych 2-3 lat) przedsiębiorstwa, mogą alternatywnie finansować inwestycje ze środków własnych (na koniec lipca br. poziom depozytów korporacyjnych to ponad 260 mld zł). Działalność funduszy infrastrukturalnych ma istotnie mniejsze znaczenie, tym niemniej obserwuje się rosnące zainteresowanie polskim rynkiem finansowania infrastruktury ze strony zagranicznych funduszy infrastrukturalnych i firm ubezpieczeniowych. Potencjalnie rokuje to na przyszłość możliwość zwiększenia tego typu finansowań, także w ramach struktur finansowych akomodujących finansowanie z globalnych funduszy infrastrukturalnych w połączeniu ze środkami z tego typu funduszy zarządzanych przez Polski Fundusz Rozwoju.

Na ograniczony wzrost rynku obligacji korporacyjnych w Polsce ma również wpływ podatek od aktywów. Z uwagi na poziom ryzyka i zasady ostrożnościowe banków następuje zwiększenie zainteresowania rynkiem obligacji przez wybrane branże (np. nieruchomości, windykacja). Głównym motywem skłaniającym podmioty z innych branż do poszukiwania alternatywy wobec nadal nadpłynnego rynku bankowego, jest elastyczność w zakresie warunków finansowania (wskaźniki / zabezpieczenia) oraz relatywnie niższy poziom interakcji z inwestorami po transakcji (w porównaniu z bankiem). Obligacje mają zazwyczaj mniej kowenantów, są jednak droższą formą finansowania. Ostatnie wydarzenia na rynku kapitałowym instrumentów dłużnych (upadek dużego emitenta), mogą czasowo spowolnić rozwój tego rynku. Także spodziewane zmiany wokół reform emerytalnych, zawierające wiele znaków zapytania, nieco osłabiły skłonność funduszy emerytalnych do inwestowania w obligacje, aczkolwiek jest możliwe że zostanie on ożywiony przez projektowane przez polski rząd nowe fundusze emerytalne. W znikomym stopniu można dostrzec pewne próby organizacji finansowania podporządkowanego, jednak są to sporadyczne przypadki ograniczające się do najlepszych projektów.

Finansowanie bankowe pozostaje w Polsce najtańszym i najbardziej dostępnym źródłem finansowania, a przypadku dużych projektów infrastrukturalnych dodatkowo istnieje często możliwość skorzystania z funduszy dostarczanych przez międzynarodowe banki rozwoju, które oferują bardzo korzystne warunki finansowania. Dodatkowo fundusze europejskie nadal stanowią ważny element finansowania infrastruktury. Rynek dłużny w Polsce jest płytki, ma małą liczbę instytucjonalnych inwestorów, zaś w przypadku inwestorów indywidualnych brakuje regulacji zapewniających właściwe ramy ryzyka instrumentów oferowanych do tej grupy inwestorów.

P9. Skutki reform regulacyjnych w zakresie zabezpieczania ryzyka w transakcjach w obszarze finansowania infrastruktury: Czy reformy regulacyjne (w szczególności Bazylea III i regulacje instrumentów pochodnych OTC) mają wpływ na dostępność lub koszt zabezpieczenia przed ryzykiem rynkowym (kredytowym, stopy procentowej, walutowym itp.) właściwym dla transakcji w finansowaniu infrastruktury - jeśli tak, w jaki sposób? W jaki sposób te efekty różnią się dla gospodarek rozwijających się vs gospodarek rozwiniętych i dlaczego?

Wszystkie te reformy, w ostatecznym rachunku, wymagają zwiększania kapitału, kreując dodatkowy koszt dla banków. Ponadto, tak duże zapotrzebowanie na kapitał będzie problemem dla rynków rozwijających się. Im mniejszy rynek, im słabiej rozwinięty, tym dostęp do kapitału będzie trudniejszy, co może w ostatecznym rachunku doprowadzić do ograniczenia możliwości kredytowania dużych projektów, w tym projektów infrastrukturalnych.

Banki rozwiniętych gospodarek, znacznie częściej niż na rynkach rozwijających się, stosują modele ryzyka kredytowego. Bazylea III wprowadza ograniczenia w stosowaniu tych modeli. W efekcie, jak na przykład w przypadku kredytów hipotecznych, wyraźnie wzrośnie wymóg kapitałowy i zapotrzebowanie na kapitał. Dla banków unijnych będzie to szczególnie duże wyzwanie, jeśli tym razem legislator unijny zdecyduje się na zachowanie zgodności z Bazyleą, albowiem w takim przypadku zapotrzebowanie na kapitał zdecydowanie wzrośnie. Z kolei na rynku amerykańskim zdecydowana większość kredytów hipotecznych znajduje się w portfelach instytucji, które nie są bankami i nie stosują się do nich przepisy ostrożnościowe. Dlatego zmiana systemu wag ryzyka dla kredytów hipotecznych nieznacznie tylko wpłynie na pozycję kapitałową banków amerykańskich. W UE niemal cały portfel kredytów hipotecznych znajduje się w bilansach banków, a zatem zmiana przepisów silnie dotknie banki unijne, zwłaszcza znacząco zaangażowane w kredytowanie hipoteczne.

Post kryzysowe reformy regulacyjne były projektowane, jako przepisy mające na celu minimalizację wykorzystywania derywatów do celów spekulacyjnych i missellingu oraz ograniczenie apetytu na podejmowanie nadmiernego ryzyka kredytowego przez instytucje finansowe. Wspomniane regulacje mają więc przywracać ich podstawową rolę, jaką jest eliminacja negatywnego wpływu na projekt zmieniających się czynników rynkowych. Wprowadzone regulacje miały pozytywny wpływ na standaryzację kosztów związanych z zawieraniem transakcji zabezpieczających ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej. MIFID II ma zastosowanie do krajów należących do UE i standaryzuje sposób zawierania transakcji jak

i dostępność do instrumentów pochodnych na rynku unijnym bez wpływu na politykę sprzedaży tych instrumentów na innych rynkach. Pośredni wpływ tych regulacji poprzez zwiększenie transparentności i stabilności globalnego rynku bankowego w skali globalnej jest korzystny. Wpływ reform rynku instrumentów pochodnych na finansowanie projektów infrastrukturalnego w Polsce jest ograniczony. W prawidłowo ustrukturyzowanych transakcjach *project finance* instrumenty pochodne były i są wykorzystywane tylko do zabezpieczenia jasno zidentyfikowanych ryzyk projektowych (walutowych i dotyczących stóp procentowych). Z punktu widzenia klientów zmianie uległ przede wszystkim proces zawierania transakcji, zwiększyła się przejrzystość informacyjna (przede wszystkim poprzez podawanie klientowi informacji o marży transakcji i wszelkich kosztach z nią związanych).

Wprowadzone reformy regulacyjne mają wpływ zarówno na dostępność jak i na koszt zabezpieczenia przed ryzykiem rynkowym. Po kryzysie wywołanym upadkiem banku Lehman Brothers w 2008 roku, regulatorzy wprowadzili szereg wymogów i zmian, które miały ograniczyć ryzyka rynkowe (m.in. wymogi kapitałowe czy zmienione standardy rachunkowości). Celem tych działań było ograniczenie ekspozycji wzajemnej, w tym na instrumenty pochodne OTC, które odnoszą się do pozycji hedgingowych na stopę procentową, kurs walutowy, ryzyko kredytowe i inne (np. surowce). Mimo działań regulacyjnych nadal istnieje wysokie ryzyko transmisji ryzyka z rynków globalnych na kontrahentów lokalnych, a nowe regulacje tylko częściowo je ograniczają wskutek trwającej globalizacji i rozbudowanej sieci powiązań pomiędzy kontrahentami.

P10. Skutki innych reform: Czy reformy regulacyjne, które są na wcześniejszym etapie wdrażania, a także regulacje krajowe i regionalne odnoszące się do ubezpieczycieli i funduszy emerytalnych mają istotny wpływ na finansowanie infrastruktury? Które regulacje i jaki wpływ?

Z pewnością emerytalne fundusze inwestycyjne mogą aktywizować rynek finansowy i projekty infrastrukturalne. Obecnie ubezpieczyciele w Polsce, podobnie jak banki, zostały obciążone podatkiem od instytucji finansowych. Bieżąca polityka gospodarcza promuje konsumpcję, a nie oszczędności, co nie sprzyja przyspieszeniu rozwoju w długim okresie czasu. Obciążenia publiczne nakładane na banki i ubezpieczycieli drenują je z kapitału, a kolejne regulacje (np. MREL) będą bardzo dużym wyzwaniem. Ograniczenie środków w towarzystwach emerytalnych powoduje mniejsze ich zainteresowanie finansowaniem infrastruktury. Ubezpieczyciele w swojej działalności lokacyjnej skupią się jeszcze bardziej na inwestycjach w papiery skarbowe. Obserwując zachowanie funduszy emerytalnych w Polsce można zauważyć ich zmniejszoną chęć do angażowania się w długoterminowe projekty, a dodatkowy podatek wpłynął na wzrost oczekiwanej stopy zwrotu.

Regulacje powodujące ograniczenia swobody inwestycyjnej funduszy emerytalnych i ubezpieczycieli wpłyną na dalsze ograniczenie możliwości finansowania długookresowych projektów infrastrukturalnych (np. jako finansujący podporządkowani). Zmiany w krajowych aktach prawnych, jak np. Prawo zamówień publicznych, Ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym, jak również zmiany w prawie krajowym odnoszące się do realizacji i rozliczania

inwestycji infrastrukturalnych są bardzo istotne. Wszelkie takie zmiany wpływają na ocenę ryzyka projektów inwestycyjnych, którego ocena jest kluczowa dla podjęcia decyzji o udzieleniu finansowania. Przykładem regulacji będącej na wczesnym etapie, która może mieć wpływ na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych jest zapowiedź zmian w rozliczeniach pomiędzy generalnymi wykonawcami i podwykonawcami. Brakuje za to w Polsce regulacji umożliwiających uczestnictwo ubezpieczycieli i funduszy emerytalnych w finansowaniu projektów inwestycyjnych w formule *project finance* (obligacje infrastrukturalne, trusty), jak ma to miejsce w krajach anglosaskich. Bardzo ważne znaczenie mają także zapisy Ustawy o finansach publicznych w zakresie obliczania indywidualnych wskaźników zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego oraz zapisy Traktatu z Maastricht odnoszące się do wymaganych relacji długu publicznego i deficytu budżetowego do PKB. Polskie regulacje dotyczące działalności inwestycyjnej towarzystw ubezpieczeniowych oraz odnoszące się do funduszy emerytalnych nie dają możliwości wykorzystania ich zasobów do długoterminowego współfinansowania inwestycji infrastrukturalnych. Polskie fundusze emerytalne nie inwestują bezpośrednio w instrumenty udziałowe podmiotów realizujących projekty infrastrukturalne w formule *project finance*, lecz inwestują w spółki publiczne, głównie energetyczne, które takie projekty realizują. Głównymi powodami są obowiązujące regulacje dotyczące działania otwartych funduszy emerytalnych (OFE), w szczególności wymogi związane z inwestowaniem na rynku publicznym, oraz praktyczny zakaz inwestowania w fundusze inwestycyjne zamknięte, które z kolei mogłyby inwestować we wspomniane podmioty. Z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych barierą jest niedopasowanie aktywów i pasywów oraz niska płynność (w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych) oraz niski popyt inwestorów na długoterminowe fundusze inwestycyjne zamknięte. W efekcie, ubezpieczyciele oraz OFE, na zasadach komercyjnych, inwestują część swojego portfela jedynie w instrumenty dłużne emitowane przez podmioty realizujące inwestycje infrastrukturalne. Zmianą regulacyjną mogącą odmienić ten stan rzeczy jest projekt ustawy o pracowniczych planach kapitałowych (PPK). Istotnie rozszerza on zakres lokat dostępnych dla funduszy zdefiniowanej daty oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), powszechne towarzystwa emerytalne (PTE) oraz zakłady ubezpieczeń. Fundusze zdefiniowanej daty mają umożliwić zamknięcie luki terminowej aktywów i pasywów poprzez długoterminowy charakter pasywów tych funduszy. Projekt ustawy przewiduje, że do 10% wartości aktywów funduszy (max 1% aktywów w jeden projekt) będzie mogło być zainwestowanych w certyfikaty niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ). W zależności od kompetencji danej instytucji, przy atrakcyjnym stosunku stopy zwrotu do ryzyka, instrumenty te mogą służyć również finansowaniu projektów infrastrukturalnych. Realny wpływ PPK na finansowanie infrastruktury będzie można ocenić w perspektywie dekady od uruchomienia ze względu na niski poziom aktywów w początkowej fazie funkcjonowania systemu połączonej z wymogiem dywersyfikacji ryzyka.