

# Wykorzystanie instrumentów wsparcia jakości kredytowej w finansowaniu projektów infrastrukturalnych

Magdalena Mosionek-Schweda\*

**Streszczenie:** *Cel* – Jedną z konsekwencji współczesnego kryzysu finansowego i ekonomicznego jest spadek inwestycji infrastrukturalnych, głównie na skutek mniejszego zaangażowania podmiotów prywatnych oraz sektora publicznego w tym obszarze. W przypadku sektora publicznego wynika to z ograniczeń budżetowych, które wymusiły wprowadzenie zmian w priorytetach w zakresie przyszłych wydatków, a także w planach rozwoju infrastruktury. Z kolei mniejszy udział podmiotów prywatnych w inwestycjach infrastrukturalnych jest efektem pogorszenia się warunków dostępu do źródeł finansowania. Główną rolę w finansowaniu projektów infrastrukturalnych odgrywają bowiem banki, które w odpowiedzi na kryzys finansowy zastrzyły wymogi dotyczące zabezpieczeń udzielanych kredytów, skróciły terminy zapadalności oraz podniosły stopy procentowe. Z drugiej strony, rynki kapitałowe, szczególnie rynki obligacji, oferujące możliwości pozyskania długoterminowych funduszy, pozostają marginalnym źródłem w strukturze finansowania projektów infrastrukturalnych, głównie ze względu na niską zazwyczaj ocenę ratingową tych projektów, będącą poniżej ryzyka akceptowalnego przede wszystkim przez inwestorów instytucjonalnych. Potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury są bardzo duże i nie mogą być sfinansowane tylko z funduszy publicznych, nawet w okresie dobrej kondycji finansów publicznych. Oznacza to, że niezbędne jest poszukanie nowych modeli finansowania kapitałem prywatnym. Jednym z takich rozwiązań są inicjatywy podejmowane przez instytucje publiczne w zakresie wsparcia jakości kredytowej długu emitowanego w związku z realizacją projektów infrastrukturalnych. Celem artykułu jest prezentacja i ocena takich form wsparcia na przykładzie unijnej inicjatywy obligacji projektowych oraz gwarancji rządowych w Wielkiej Brytanii.

*Metodologia badania* – Praca powstała w oparciu o studia literaturowe, analizę unijnego ustawodawstwa oraz studia przypadków projektów objętych wsparciem jakości kredytowej.

*Wynik* – Wsparcie jakości kredytowej może być skutecznym narzędziem stymulowania inwestycji w infrastrukturę i zaangażowania w takie projekty inwestorów długoterminowych, podnosi bowiem ocenę ratingową długu finansującego projekty infrastrukturalne. Niektóre jednak formy wsparcia jakości kredytowej, np. unijna inicjatywa obligacji projektowych, mają również słabe strony, obniżające ich efektywność.

*Oryginalność/wartość* – W artykule poruszono ważne kwestie finansowania projektów infrastrukturalnych, które nabierają szczególnego znaczenia w okresie kryzysów finansowych, gdy środki publiczne na ten cel zostają ograniczone w związku z koniecznością zmniejszenia przez państwa poziomu zadłużenia i deficytu budżetowego, a sektor prywatny ma utrudniony dostęp do źródeł finansowania.

**Słowa kluczowe:** obligacje projektowe, luka infrastrukturalna, dług podporządkowany, rynek finansowy

---

\* dr Magdalena Mosionek-Schweda, Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, e-mail: magdams@ug.edu.pl.

## **Wprowadzenie**

Jednym z efektów ostatniego kryzysu finansowego i ekonomicznego jest spadek inwestycji w infrastrukturę w Europie, głównie na skutek mniejszego zaangażowania podmiotów prywatnych oraz sektora publicznego w tym obszarze. W przypadku sektora publicznego wynika to z ograniczeń budżetowych, które wymusiły wprowadzenie zmian w priorytetach w zakresie przyszłych wydatków, a także w planach rozwoju infrastruktury. Z kolei mniejszy udział podmiotów prywatnych jest efektem pogorszenia się warunków dostępu do źródeł finansowania. Główną rolę w finansowaniu projektów infrastrukturalnych odgrywają bowiem banki, które w odpowiedzi na kryzys finansowy zaostrzyły wymogi dotyczące zabezpieczeń udzielanych kredytów, skróciły terminy zapadalności oraz podniosły stopy procentowe. Z drugiej strony, rynki kapitałowe, szczególnie rynki obligacji, oferujące możliwości pozyskania kapitału długoterminowego, nie są wykorzystywane do finansowania projektów infrastrukturalnych, chociaż projekty te charakteryzują się kilkoma cechami podnoszącymi ich atrakcyjność dla inwestorów, tworząc alternatywne źródła lokowania kapitału. Projekty infrastrukturalne zwykle wymagają wysokich nakładów kapitałowych, generując jednak niskie koszty eksploatacyjne, a jednocześnie stabilne i przewidywalne przepływy środków pieniężnych, stąd wykorzystanie obligacji jako źródła ich finansowania wydaje się być szczególnie atrakcyjnym rozwiązaniem. Z punktu widzenia inwestora ważne jest, że dług zaciągnięty na rozwój infrastruktury charakteryzuje się zwykle niskim współczynnikiem niewywiązania się ze zobowiązań i wyższą stopą odzysku niż porównywalny dług z tytułu papierów dłużnych przedsiębiorstw. Ponadto cechuje się on niskim stopniem korelacji z innymi aktywami, co jest kluczową kwestią dla dywersyfikacji portfela i zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego (European Commission 2011a, s. 6–7; European Investment Bank 2012, s. 4, 8–13).

Potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury są bardzo duże i nie mogą być sfinansowane tylko z funduszy publicznych, nawet w okresie dobrej kondycji finansów publicznych. Oznacza to, że niezbędne jest poszukanie nowych modeli finansowania kapitałem prywatnym. Jednym z takich rozwiązań są inicjatywy podejmowane przez instytucje publiczne w zakresie wsparcia jakości kredytowej długu emitowanego w związku z realizacją projektów infrastrukturalnych. Celem artykułu jest prezentacja i ocena takich form wsparcia na przykładzie unijnej inicjatywy obligacji projektowych oraz gwarancji rządowych w Wielkiej Brytanii. Praca powstała w oparciu o studia literaturowe, analizę unijnego ustawodawstwa oraz studia przypadków projektów objętych wsparciem jakości kredytowej.

### **1. Formy wsparcia jakości kredytowej w ramach unijnej inicjatywy PBCE**

Prawidłowe funkcjonowanie jednolitego rynku europejskiego wymaga rozwiniętej i sprawnie działającej infrastruktury, z tego względu w ramach Unii Europejskiej od dawna podejmowane są różnorodne inicjatywy zmierzające do wsparcia projektów infrastrukturalnych (np. w ramach funduszy strukturalnych). Mimo prowadzonej przez UE długofalowej

polityki w zakresie rozwoju sieci transeuropejskich w obszarze transportu, energii i telekomunikacji, nadal realizacja projektów infrastrukturalnych jest ograniczona przez niewystarczające nakłady inwestycyjne. W raporcie pt. *A New Strategy for the Single Market. At the Service of Europe's Economy and Society*, przygotowanym w 2010 roku dla Komisji Europejskiej przez byłego komisarza ds. rynku wewnętrznego Mario Montiego, wskazano, że wypełnienie luki infrastrukturalnej jest wyzwaniem nie tylko technicznym, ale również finansowym. Kwestia finansowania projektów infrastrukturalnych nabiera szczególnego znaczenia w kontekście kryzysów finansowych, wpływających na zdolność zaangażowania się w takie inwestycje zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. Według autora raportu, pozyskanie odpowiednich zasobów na inwestycje infrastrukturalne byłoby możliwe dzięki stworzeniu w Europie płynnego rynku obligacji o długim terminie zapadalności, co nie tylko ułatwiłoby finansowanie inwestycji transgranicznych na poziomie unijnym, ale również zapewniło podaż instrumentów inwestycyjnych odpowiadających potrzebom inwestorów długoterminowych, takich jak np. fundusze emerytalne (Monti 2010).

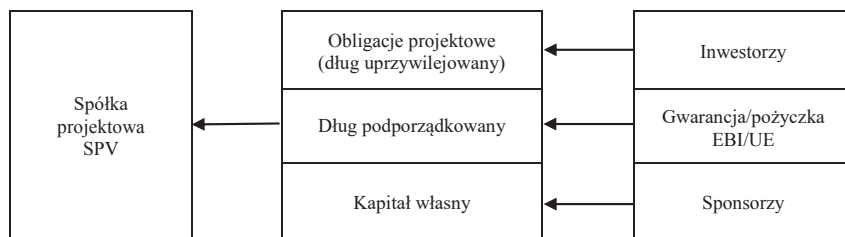
Oficjalnie o planach wdrożenia zaproponowanej przez Montiego idei obligacji projektowych (*Project Bond Initiative*, PBI) poinformował przewodniczący Komisji Europejskiej Jose Barroso w dorocznym orędziu o stanie Unii Europejskiej, wygłoszonym 7 września 2010 roku, stwierdzając, iż działania UE podjęte wspólnie z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (EBI) dotyczące wsparcia obligacji projektowych są odpowiedzią na potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury w Unii Europejskiej (European Investment Bank 2012, s. 4, 8–13). W lutym 2011 roku Komisja Europejska opublikowała roboczy dokument konsultacyjny, w którym zawarte zostały założenia inicjatywy obligacji projektowych (European Commission 2011b). Ostateczny kształt koncepcji PBI został przedstawiony przez KE kilka miesięcy później, pod koniec 2011 roku. Założono również wprowadzenie PBI w formie pilotażu w okresie trwającej wówczas perspektywy finansowej na lata 2007–2013, a następnie pełne jej wdrożenie w nowym programowaniu w latach 2014–2020. Propozycja ta została zatwierdzona przez Parlament Europejski 5 lipca 2012 roku. Cztery miesiące później, 7 listopada, Komisja Europejska i EBI podpisali porozumienie o współpracy określające szczegółowe zasady podziału ryzyka między nimi (European Commission 2016, s. 7) – ta data traktowana jest jako oficjalne rozpoczęcie fazy pilotażowej PBI.

Zgodnie z założeniami, inicjatywa obligacji projektowych ma przyczyniać się do niwelowania luki infrastrukturalnej oraz ożywienia gospodarczego po wyjściu Europy z kryzysu. Komisja Europejska wskazała dwa główne cele PBI (Komisja Europejska 2013, s. 7, 10):

- stymulowanie inwestycji w projekty o dużym znaczeniu dla Europy, realizowane w sektorze transeuropejskich sieci transportowych, energetycznych i szerokopasmowych o wyraźnej europejskiej wartości dodanej, wspierając w ten sposób wzrost inwestycji do poziomu sprzed kryzysu,
- wsparcie wzrostu udziału inwestorów instytucjonalnych w finansowaniu długoterminowym wykonalnych z ekonomicznego punktu widzenia projektów w powyższych sektorach za pomocą rynków instrumentów dłużnych.

Celem długoterminowym PBI jest natomiast wspieranie procesu integracji europejskich rynków kapitałowych i ich dalszego rozwoju oraz utworzenie nowej klasy aktywów obejmującej europejskie obligacje projektowe poprzez dążenie do standaryzacji warunków i zasad ich funkcjonowania (Komisja Europejska 2013, s. 7, 10).

Pod pojęciem „obligacje projektowe” rozumie się obligacje, których spłata jest dokonywana z przepływów finansowych określonego projektu inwestycyjnego, wyodrębnionych z bilansu instytucji sponsorującej projekt. W projektach infrastrukturalnych organizowanych i finansowanych przez sektor prywatny takie instrumenty wykorzystywane są przede wszystkim w formule *project finance*, gdzie fundusze niezbędne do finansowania projektu pozyskiwane są przez spółkę celową (*ProjectCo*, *Special Purpose Vehicle*, SPV) powołaną specjalnie dla realizacji danego projektu. W przypadku inicjatywy PBI termin „obligacje projektowe” odnosi się do obligacji emitowanych przez prywatne spółki projektowe przy wsparciu finansowym lub gwarancyjnym udzielanym przez Europejski Bank Inwestycyjny (Szymański 2013; Marchewka-Bartkowiak, Wiśniewski 2014, s. 147). Istota PBI sprowadza się do wsparcia jakości kredytowej długu emitowanego przez podmioty prywatne w związku z finansowaniem projektu infrastrukturalnego, tzw. *Project Bond Credit Enhancement* (PBCE). Polega to na wyróżnieniu w strukturze długu spółki projektowej dwóch transz: długu uprzywilejowanego (*senior debt*) oraz długu podporządkowanego (*subordinated debt*) i udzieleniu przez EBI gwarancji dla transzy podporządkowanej (zob. rys. 1). W ten sposób możliwe jest podniesienie jakości kredytowej długu uprzywilejowanego do poziomu oczekiwanego przez inwestorów instytucjonalnych. Wynika to z faktu, iż obsługa transzy podporządkowanej następuje dopiero po pełnym zaspokojeniu wierzycieli z transzy uprzywilejowanej, zaś wielkość transzy podporządkowanej jest skalkulowana na takim poziomie, aby z dużym prawdopodobieństwem zaabsorbować oczekiwane straty kredytowe oszacowane na podstawie projektów o podobnym profilu (Szymański 2013). PBCE dąży do zapewnienia obligacji o klasie inwestycyjnej na poziomie co najmniej pojedynczego A, chociaż w odniesieniu do mniej złożonych projektów uznano, że akceptowalna będzie również niższa jakość kredytowa (rating BBB+ lub równoważny) (European Commission 2011a, s. 6–7).



**Rysunek 1.** Wsparcie jakości kredytowej obligacji projektowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Investment Bank (2012).

PBCE może mieć formę (European Investment Bank 2012, s. 4, 8–13):

- finansowanego instrumentu, który stanowi transzę długu podporządkowanego w formie bezpośredniej pożyczki na rzecz projektu, spłaconej dopiero po wykupie obligacji uprzywilejowanych (*funded PBCE*),
- niefinansowanego instrumentu, stanowiącego warunkową linię kredytową, która w przypadku wykorzystaniu zmienia się w pożyczkę podporządkowaną (*unfunded PBCE*).

Warto dodać, iż inicjatywa obligacji projektowych, mająca na celu podniesienie standingu kredytowego projektów infrastrukturalnych, nie jest w przypadku Unii Europejskiej nowatorskim rozwiązaniem. Jako przykład wcześniejszych działań UE o podobnym skutku można wskazać instrument gwarancyjny ustanowiony w czerwcu 2007 roku dla wsparcia kluczowych projektów Transeuropejskich Sieci Transportowych (*Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Project – LGTT*) (Szymański 2013). Dodatkowo, przed kryzysem finansowym, rating obligacji emitowanych w związku z finansowaniem projektów infrastrukturalnych mógł być wzmocniony dzięki gwarancjom udzielanym przez wyspecjalizowane instytucje ubezpieczeniowe (tzw. *monolines*). Występują jednak znaczne różnice pomiędzy unijną inicjatywą PBCE oraz ofertą *monolines*. Po pierwsze, gwarancja udzielona w ramach PBCE nie pokrywa całej wartości długu uprzywilejowanego, nie może bowiem przekraczać 200 mln EUR lub 20% nominalnej wartości długu uprzywilejowanego w ramach danego projektu. Po drugie, udzielenie gwarancji przez EBI ma na celu wzmocnienie oceny ratingowej obligacji projektowych, a nie objęcie projektu ratingiem EBI (który obecnie jest na poziomie AAA). Po trzecie, unijna inicjatywa PBI została ograniczona do określonych sektorów (European Investment Bank 2012, s. 4, 8–13).

Jak wspomniano powyżej, etap pilotażowy PBI rozpoczął się oficjalnie 7 listopada 2012 roku. Wybór oraz zatwierdzenie przez EBI projektów zakwalifikowanych do wsparcia zakończył się do końca 2014 roku, a ich zamknięcie finansowe musi nastąpić do końca 2016 roku. Na etapie pilotażowym ogólna kwalifikowalność projektu ustalana jest zgodnie z odpowiednimi wytycznymi dotyczącymi polityki w zakresie TEN-T i TEN-E oraz polityki w zakresie konkurencyjności i innowacji zaproponowanymi przez KE<sup>1</sup>.

Pierwszym wspartym w ramach PBCE projektem był hiszpański projekt Castor obejmujący budowę i eksploatację podziemnego obiektu do magazynowania gazu i infrastruktury powiązanej na Morzu Śródziemnym przy północnym wybrzeżu Hiszpanii. W związku z jego finansowaniem, w lipcu 2013 roku wyemitowano pierwsze obligacje projektowe o wartości 1,4 mld EUR z terminem zapadalności w grudniu 2034 roku, z kuponem w wysokości 5,756% o spreadzie na poziomie 100 punktów bazowych powyżej hiszpańskich obligacji rządowych. Uwzględniając wparcie kredytowe EBI, agencja Standard & Poor's przyznała obligacjom ocenę „BBB”, a Fitch ocenę „BBB+”. Emisję wykupiło 30 inwestorów (głównie z Niemiec, Hiszpanii i Francji), w tym 60% wartości emisji nabyły zakłady

<sup>1</sup> Szczegółowe informacje dotyczące kwalifikowalności projektów można znaleźć w European Commission (2011a), s. 6–7.

**Tabela 1**

Projekty wsparte w ramach inicjatywy obligacji projektowych (stan na grudzień 2015 r.)

Data finansowego zamknięcia	Projekt, spółka	Państwo	Charakterystyka obligacji*	Wsparcie w ramach PBCE	Zmiana oceny ratingowej
30.07.2013	Castor energy storage project; Watercraft Capital SA	Hiszpania	5,756%; zapadalność 12.2034; EUR 1,4 mld	EUR 200 mln linia kredytowa	BBB+ (Fitch)
26.11.2013	Offshore transmission link; Greater Gabbard OFTO Plc	Wielka Brytania	4,137%; zapadalność 11.2032; GBP 304 mln	GBP 55 mln gwarancja	Baa1 do A3 (Moody's)
24.03.2014	A11 motorway; Via A11 N.V.	Belgia	4,49%; zapadalność 09.2045; EUR 578 mln	EUR 115 mln podporządkowany kredyt	Baa3 do A3 (Moody's)
23.07.2014	Broadband; FCT France Broadband Infrastructures	Francja	2,622%; zapadalność 06.2025; EUR 189 mln	EUR 38 mln gwarancja	Ba1 do Baa2 (Moody's)
27.08.2014	A7 motorway; Via Solutions Nord GmbH Co. KG	Niemcy	2,957%; zapadalność 07.2043; EUR 170 mln	EUR 85 mln pożyczka podporządkowana	A3 stabilna (Moody's)
13.02.2015	Gwynt y Mor offshore transmission link; Gwynt y Mor OFTO Plc	Wielka Brytania	2,778%; zapadalność 02.2034; GBP 339 mln	GBP 69 mln linia kredytowa	Baa1 do A3 (Moody's)
22.07.2015	Port of Calais, Société d'Exploitation des Ports du Détroit	Francja	EUR 504 mln	EUR 50 mln gwarancja	–
25.08.2015	West of Duddon Sands Offshore Windfarm; WoDS Transmission Plc	Wielka Brytania	3,446%; zapadalność 08.2034; GBP 254,8 mln	GBP 38 mln linia kredytowa	Baa1 do A3 (Moody's)

\* Kupon, termin zapadalności, wartość.

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Commission (2016); Gatzert, Kosub (2016), s. 16; European Investment Bank (2014).

ubezpieczeń i fundusze emerytalne. Obligacje wyemitowała Watercraft Capital SA, będąca jedynie spółką celową zarejestrowaną w Luksemburgu celem wyłącznie przeprowadzenia emisji, a następnie użyczenia wpływów spółce odpowiedzialnej za projekt w związku z refinansowaniem jej niespłaconych pożyczek o krótszym okresie spłaty, za pomocą których sfinansowano budowę obiektu do magazynowania gazu. Natomiast rzeczywistą spółką celową prowadzącą projekt Castor była Escal UGS S.L. z Madrytu (Komisja Europejska 2013, s. 7, 10; Szymański 2013; European Investment Bank 2014, s. 15–21). Emisja pierwszych obligacji projektowych okazała się sukcesem. Niestety finansowany nimi projekt zakończył się porażką. W połowie września 2013 roku hiszpański rząd został zmuszony do zaprzestania realizacji projektu ze względu na wystąpienie na tym terenie około 220 wstrząsów sejsmicznych w ciągu zaledwie miesiąca. W czerwcu 2014 roku agencja Fitch obniżyła rating obligacji Castor do nieinwestycyjnego poziomu BB+ z perspektywą negatywną (O'Farrell

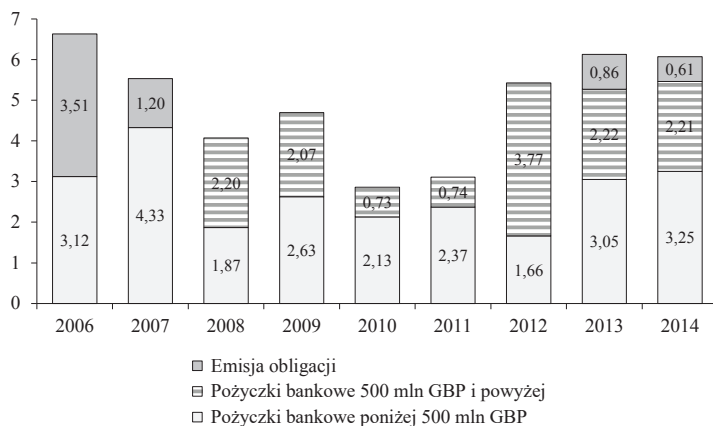
2014). Porażka flagowego dla PBI projektu wywołała dyskusję na temat przesłanek wyboru projektów wspieranych przez EBI i UE oraz zasadności inicjatywy obligacji projektowych w kontekście kosztów społecznych. Ujawniono, że od samego początku realizacji projektu Castor występowało mnóstwo nieprawidłowości, co obnaża słabe zarządzanie projektem przez hiszpańskie władze, ale także EBI, który zaangażował się w projekt nie tylko udzielając gwarancji na kwotę 200 mln EUR dla uprzywilejowanej transzy długu, lecz również nabywając obligacje o wartości 300 mln EUR (21% emisji)<sup>2</sup>.

W sumie, według danych z grudnia 2015 roku, wsparcie udzielone przez EBI w ramach PBCE wyniosło 650 mln EUR i objęło 8 projektów umożliwiając emisję obligacji na kwotę ponad 3,7 mld EUR (zob. tab. 1). Wśród wybranych projektów dominują inwestycje z sektora energetycznego (4). Ponadto 5 projektów otrzymało także finansowanie z budżetu UE (autostrady A11 i A7, Port w Calais, projekty Greater Gabbard oraz France Broadband Infrastructures) (European Commission 2016, s. 7).

## 2. Program gwarancji rządowych dla projektów infrastrukturalnych w Wielkiej Brytanii

W lipcu 2012 roku rząd Wielkiej Brytanii zainicjował program gwarancji rządowych dla projektów infrastrukturalnych (*UK Guarantees scheme for infrastructure*), którego głównym celem jest wsparcie dostępu tych projektów do źródeł finansowania, jak również zachęcenie inwestorów instytucjonalnych do zaangażowania w takie przedsięwzięcia. Początkowo program miał trwać do końca 2014 roku, jednakże w czerwcu 2013 roku zdecydowano o jego przedłużeniu do końca 2016 roku (National Audit Office 2015, s. 6, 18, 21–22, 56–63). Inicjatywa ta jest kolejnym przejawem znacznego zaangażowania brytyjskiego rządu w rozwój infrastruktury. Począwszy od 2010 roku, rząd co roku publikuje dokument pt. *National Infrastructure Plan*, w którym przedstawia szczegóły dotyczące planowania, finansowania oraz realizowania kluczowych projektów oraz programów infrastrukturalnych w następujących obszarach: transport, energia, komunikacja, ochrona przeciwpowodziowa, wodociągi i gospodarka odpadami oraz nauka. Przed wprowadzeniem programu gwarancji, w planie przygotowanym w 2011 roku zidentyfikowano około 500 projektów infrastrukturalnych wymagających nakładów inwestycyjnych przekraczających 250 mld GBP (HM Treasury, Infrastructure UK 2011, s. 5–6). W kolejnych latach wartości te sukcesywnie rosły i w planie z 2016 roku wskazano konieczność realizacji do 2021 roku ponad 600 projektów wycenianych na kwotę 483 mld GBP (HM Treasury, Infrastructure and Projects Authority 2016, s. 7–8, 20). W 2011 roku stwierdzono również, że na skutek globalnego kryzysu finansowego Wielka Brytania stanęła przed problemem spadku inwestycji infrastrukturalnych w efekcie niestabilności rynków finansowych i ograniczonego dostępu do długoterminowego kapitału.

<sup>2</sup> Więcej na temat projektu Castor w: Mosionek-Schweda (2016); Guiteras (2014).



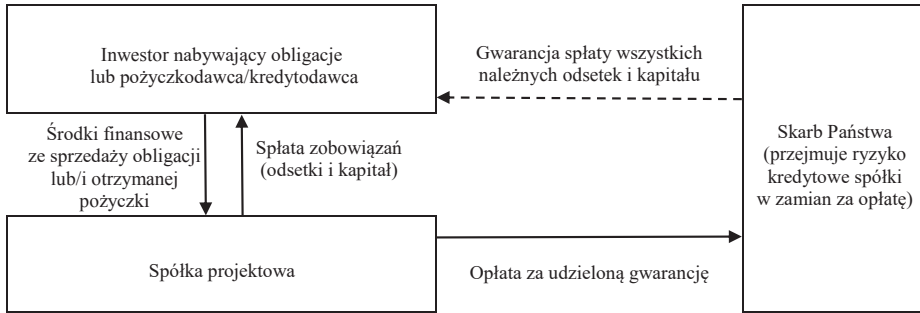
**Rysunek 2.** Struktura finansowania dłużnego projektów infrastrukturalnych w Wielkiej Brytanii w latach 2006–2014 (mld GBP)

Źródło: opracowanie własne na podstawie National Audit Office (2015), s. 6, 18, 21–22, 56–63.

Na rysunku 2 przedstawiono strukturę kapitałów dłużnych finansujących projekty infrastrukturalne w Wielkiej Brytanii w latach 2006–2014. W analizowanym czasie łączna wartość pozyskanych na ten cel kredytów oraz środków z emisji obligacji wyniosła 44 mld GBP. Jednakże w efekcie kryzysu finansowego wielkość finansowania dłużnego spadła praktycznie o połowę – z ponad 6 mld GBP w 2006 roku do około 3 mld GBP w 2010 roku – i do końca 2014 roku nie osiągnęła wartości z 2006 roku. Niestabilność rynków finansowych skutkowałą także rezygnacją w latach 2008–2012 z emisji obligacji projektowych i finansowaniem infrastruktury za pomocą kredytów bankowych, do których dostęp był również mocno ograniczony. Stopniowy powrót obligacji do struktury finansowania obserwowany jest od 2013 roku, do czego niewątpliwie przyczynił się program gwarancji rządowych. Jednakże wartość kapitału pozyskanego z emisji obligacji nadal utrzymuje się znacznie poniżej wartości sprzed kryzysu (National Audit Office 2015).

W ramach *UK Guarantees scheme for infrastructure* rząd udziela bezwarunkowej i nieodwołalnej gwarancji pożyczkodawcom udostępniającym kapitał spółce projektowej realizującej inwestycje infrastrukturalne. Gwarancja obejmuje spłatę całości zobowiązań z tytułu zaciągniętego na potrzeby projektu długu, tj. kapitału oraz odsetek i może być udzielona zarówno w związku z emisją obligacji projektowych, jak i zaciągniętych pożyczek/kredytów (zob. rys. 3). W zamian za otrzymane wsparcie gwarancyjne spółka projektowa jest zobowiązana do przekazywania Skarbowi Państwa opłaty przez cały okres trwania gwarancji. Program powstał przede wszystkim z myślą o nowych projektach, jednakże nie wprowadzono żadnych formalnych ograniczeń uniemożliwiających wsparcie projektów na każdym etapie ich realizacji (National Audit Office 2015).





**Rysunek 3.** Schemat funkcjonowania gwarancji rządowych dla projektów infrastrukturalnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie National Audit Office (2015).

Udzielanie gwarancji państwowych celem wsparcia jakości kredytowej długu finansującego infrastrukturę jest obecnie stosowane przez wiele krajów w Europie celem przyciągnięcia inwestorów i przywrócenia finansowania projektów na poziomie sprzed kryzysu. Rozwiązania zastosowane w poszczególnych państwach różnią się jednak pod względem wartości i struktury kapitału dłużnego, który może uzyskać wsparcie, poziomu wsparcia czy okresu, na jaki może zostać udzielona gwarancja. Różnice te wpływają na atrakcyjność takiego wsparcia z punktu widzenia projektu oraz dawcy kapitału, jak również na poziom ryzyka ponoszonego przez udzielającego gwarancję. W tym kontekście program gwarancji rządowych wdrożony w Wielkiej Brytanii wyróżnia się na tle oferowanych przez inne państwa czy organizacje (UE, EBI), ponieważ obejmuje całe ryzyko kredytowe projektu, podobnie jak w przypadku wspomnianych wcześniej *monolines* (National Audit Office 2015).

O potrzebie tworzenia instrumentów wsparcia jakości kredytowej projektów infrastrukturalnych najlepiej świadczy ogromne zainteresowanie programem *UK Guarantees scheme*, do którego zgłoszono ponad 200 projektów. Dotychczas wsparcie otrzymało 8 beneficjentów (zob. tab. 2): 7 w formie gwarancji i 1 jako refinansowanie *standby*, o łącznej wartości (bez odsetek) 1,7 mld GBP (przy całkowitej wartości wspartych projektów w wysokości 4 mld GBP). Program jest nadal kontynuowany i przewiduje udzielenie gwarancji kolejnym 39 wstępnie zakwalifikowanym do programu projektom o wartości 34 mld GBP (National Audit Office 2015). Dotychczasowy oraz planowany wkład programu gwarancji do założeń i potrzeb infrastrukturalnych przedstawianych w *National Infrastructure Plan* jest raczej dość skromny, odpowiada bowiem niespełna 8% wartości nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę zidentyfikowanych w ostatnio zaktualizowanym planie opublikowanym w 2016 roku, niemniej jednak planowane jest ponowne wydłużenie czasu jego trwania do marca 2021 roku, co stwarza szansę wsparcia kolejnych projektów (HM Treasury, Infrastructure and Projects Authority 2016, s. 7–8, 20).

**Tabela 2**

Projekty infrastrukturalne wsparte w ramach gwarancji rządowych w Wielkiej Brytanii (stan na styczeń 2015 r.)

Data podpisania umowy	Nazwa projektu	Charakterystyka	Finansowanie wsparte w ramach gwarancji rządowych		
			wartość (mln GBP)	instrument	termin wykupu/splaty
04.2013	Drax	częściowa konwersja zasilania elektrowni z węgla na biomasę	75	gwarantowana pożyczka	2018 (4,5 roku)
12.2013	SDCL EE	montaż energooszczędnego oświetlenia na 150 parkingach	9	gwarantowana pożyczka	2017 (4 lata)
11.2013	Northern Line Extension	rozszerzenie The Northern Line do Battersea i Nine Elms jako część projekt rewitalizacji	750	refinansowanie <i>standby</i>	50 lat
03.2014	Mersey Gateway	budowa nowego mostu drogowego na rzece Mersey	257	obligacje gwarantowane	2043 (29 lat)
08.2014	INEOS Grangemouth	budowa obiektu do magazynowania etanu	228	obligacje gwarantowane	2019 (5 lat)
08.2014	Speyside	budowa elektrowni na biomasę w Moray Firth	48	obligacje gwarantowane	2028 (14 lat)
11.2014	University of Northampton	zmiana lokalizacji kampusu uniwersyteckiego	292	obligacje i pożyczki gwarantowane	2058 (44 lata)
08.2014	Countesswells	budowa nowych mieszkań w Aberdeen	80	gwarantowana pożyczka	—

Źródło: National Audit Office (2015).

## Uwagi końcowe

Mimo dość znacznych różnic występujących w zasadach funkcjonowania instrumentów wsparcia jakości kredytowej projektów infrastrukturalnych oferowanych przez poszczególne państwa czy organizacje, ich wspólnym celem jest dążenie do zmniejszenia luki pomiędzy potrzebami inwestycyjnymi w tym zakresie a niewystarczającymi środkami finansowymi. Dodatkowo, dąży się również do zwiększenia roli rynków obligacji w finansowaniu projektów infrastrukturalnych, a w przypadku unijnej inicjatywy PBI mówi się wręcz o próbie stworzenia europejskiego, płynnego rynku obligacji, zapewniającego podaż długoterminowych instrumentów finansowych. Wyniki fazy pilotażowej PBI czy programu *UK Guarantees scheme* potwierdziły potrzebę oferowania takich form wsparcia, lecz również ujawniły pewne ich słabe strony.

Wśród mocnych strony inicjatyw w zakresie wsparcia jakości kredytowej projektów infrastrukturalnych można wskazać w szczególności:

- obniżenie ryzyka kredytowego spółki projektowej, a dzięki temu możliwość łatwiejszego pozyskania kapitału,
- zwiększenie zainteresowania inwestorów inwestycjami *project finance* i PPP,
- niższe koszty finansowania oraz dłuższy termin zapadalności długu z tytułu emisji obligacji projektowych w porównaniu z kredytem bankowym,
- ułatwienie pozyskania finansowania z rynku kapitałowego, co staje się istotną alternatywą szczególnie w okresie ograniczonych możliwości finansowania na rynku bankowym z powodu np. kryzysu finansowego,
- stworzenie nowego instrumentu inwestycyjnego o charakterze długoterminowym, co jest odpowiedzią na zapotrzebowanie zgłaszane przez inwestorów długoterminowych (zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne).

Słabymi stronami tych instrumentów są natomiast:

- w przypadku wykorzystania emisji obligacji projektowych – mała elastyczność ze względu na konieczność zaciągnięcia całego długu na początku procesu finansowania inwestycji infrastrukturalnej,
- w przypadku unijnej PBI – ograniczenie inicjatywy do projektów dotyczących wyłącznie budowy infrastruktury transportowej, energetycznej oraz telekomunikacyjnej o znaczeniu transeuropejskim,
- ryzyko wspierania projektów ważnych dla władz poszczególnych państw czy Unii Europejskiej z politycznego punktu widzenia, niekoniecznie uzasadnionych z punktu widzenia ekonomicznego czy społecznego,
- niejasne kryteria kwalifikowania projektów do wsparcia,
- ograniczony czas trwania inicjatywy.

## Literatura

- Ehlers T. (2014). Understanding the challenges for infrastructure finance. *BIS Working Papers*, 454.
- European Investment Bank (2012). *An outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and the Project Bond Initiative*. Luxembourg.
- European Investment Bank (2014). *The EU-EIB 2020 Project Bond Initiative and Developments in Infrastructure Financing*. Project & Infrastructure Finance Conference. London.
- European Commission (2011a). *A pilot for the Europe 2020 Project Bond Initiative, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*. COM/2011/0660 final.
- European Commission (2016). *Commission Staff Working Document on the Ad-hoc Audit of the Pilot Phase of the Europe 2020 Project Bond Initiative*. SWD(2016) 58 final.
- European Commission (2011b). *Stakeholder consultation paper on the Europe 2020 Project Bond Initiative*, 28.02.2011. Brussels.
- Gatzert N., Kosub T. (2016). *The Impact of European Initiatives to Promote Infrastructure Investments from the Insurance Industry's Perspective*. Working Paper, Friedrich-Alexander University Erlangen-Nürnberg.
- Guiteras M. (2014). *Financing Useless Projects: the Debts of Castor Project*. Observatori del Deute en la Globalització. Pobrano z: <http://www.odg.cat/en/publication> (27.03.2016).
- HM Treasury, Infrastructure and Projects Authority (2016). *National Infrastructure Delivery Plan 2016–2021*. London.
- HM Treasury, Infrastructure UK (2011). *National Infrastructure Plan 2011*, London.

- Komisja Europejska (2013). *Sprawozdanie okresowe z etapu pilotażowego inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach Strategii „Europa 2020”*. Bruksela.
- Marchewka-Bartkowiak K., Wiśniewski M. (2014). Obligacje projektowe – nowy instrument finansowania przedsięwzięć PPP w formule project finance na poziomie międzynarodowym i krajowym. *Studia BAS*, 3 (39).
- Monti M. (2010). *A New Strategy for the Single Market, At the Service of Europe's Economy and Society*. Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso. Brussels.
- Mosionek-Schweda M. (2016). Financing of European Infrastructure Investments Through Bond Market. *International Business and Global Economy*, 35.
- National Audit Office (2015). *UK Guarantees scheme for infrastructure*. London.
- O'Farrell S. (2014). *Where now for the Project Bonds Initiative?* Observatori del Deute en la Globalització. Pobrano z: <http://www.odg.cat/en/publication> (27.03.2016).
- Szymański K. (2013). *Unia Europejska testuje nową formułę inwestowania*. Pobrano z: <http://obserwatorfinansowy.pl> (27.03.2016).

#### THE USE OF CREDIT ENHANCEMENT FACILITIES IN THE FINANCING OF INFRASTRUCTURE PROJECTS

**Abstract:** *Purpose* – One of the consequences of the modern financial and economic crisis is the decline in infrastructure investments mainly due to less involvement of the private and the public sector in this area. In case of the public sector this is due to the budgetary constraints that have forced changes in priorities for future expenditure, as well as plans for infrastructure development. In turn, the smaller share of private sector investment in infrastructure is a result of the deterioration of the conditions of access to finance since banks play the main role in financing infrastructure projects as in response to the financial crisis they have tightened requirements for loans collateral, shortened maturities and raised interest rates. On the other hand, capital markets, especially bond markets, remain marginal as the source of financing of infrastructure projects, mainly due to the low rating of such projects, which is below the risk acceptable by institutional investors. Investment needs in infrastructure are very large and cannot be financed only with public funds even if public finances are stable and balanced. This means that it is necessary to look for new models of infrastructure financing based on private capital. One of the solutions can be the credit enhancement initiatives undertaken by the public authorities intended to debt issued in connection with the implementation of infrastructure projects. The aim of the article is to present and evaluate these forms of support on the example of the EU Project Bonds Initiative and the UK Guarantees scheme for infrastructure.

*Design/methodology/approach* – The paper is based on literature studies, analysis of the EU legislation as well as case studies of projects supporting by credit enhancement facilities.

*Findings* – Credit enhancement can be an effective tool to stimulate investment in infrastructure and commitment of long-term investors to such projects because it raises the rating of debt financing infrastructure projects. However, some forms of credit enhancement, e.g. EU Project Bonds Initiative, also have weaknesses reducing their effectiveness.

*Originality/value* – The article considers important issues of financing of infrastructure projects which are of particular importance in the period of financial crisis when public funds for this purpose are limited due to the need to reduce the public debt as well as the private sector has limited access to financing sources.

**Keywords:** project bonds, infrastructure gap, subordinated debt, financial market

#### Cytowanie

- Mosionek-Schweda M. (2016). Wykorzystanie instrumentów wsparcia jakości kredytowej w finansowaniu projektów infrastrukturalnych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 623–634. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-52.