

Nr 2(75) 2019

ISSN 2544-7068

---

# BEZPIECZNY BANK

---

**BFG** BANKOWY  
FUNDUSZ  
GWARANCYJNY

**BEZPIECZNY BANK** jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

---

#### **KOMITET REDAKCYJNY**

prof. Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny  
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
prof. Ryszard Kokoszczynski  
prof. Monika Marcinkowska  
prof. Ewa Miklaszewska  
prof. Krzysztof Opolski  
dr Ewa Kulińska-Sadłocha  
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

#### **RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA**

Piotr Nowak – przewodniczący  
prof. Paola Bongini  
prof. Santiago Carbo-Valverde  
prof. Dariusz Filar  
prof. Eugeniusz Gatnar  
prof. Andrzej Gospodarowicz  
prof. Leszek Pawłowicz  
Krzysztof Pietraszkiewicz  
Zdzisław Sokal  
prof. Rafał Sura

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.  
Za publikację naukową w **BEZPIECZNYM BANKU** Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał trzynastacie punktów.  
**BEZPIECZNY BANK** (online) ISSN 2544-7068  
Wcześniejsze wydania **BEZPIECZNEGO BANKU** miały numer ISSN 1429-2939

#### **REDAKCJA**

Krystyna Kawerska

#### **WYDAWCA**

Bankowy Fundusz Gwarancyjny  
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4  
00-546 Warszawa

#### **SEKRETARIAT REDAKCJI**

Ewa Teleżyńska  
Telefon: 22 583 08 78  
e-mail: redakcja@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: **www.bfg.pl**



Opracowanie komputerowe:  
Dom Wydawniczy ELIPSA  
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa  
tel. 22 635 03 01, e-mail: elipsa@elipsa.pl,  
www.elipsa.pl

Andrzej Dżuryk\*  
ORCID: 0000-0002-4055-7773

## Wpływ reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych. Opinia polskich ekspertów w konsultacjach Rady Stabilności Finansowej

### Streszczenie

Rada Stabilności Finansowej przeprowadziła konsultacje, których celem była ocena wpływu reform regulacyjnych, głównie Bazylei III i reformy pozagiełdowych instrumentów pochodnych, na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych, oraz identyfikacja istotnych negatywnych skutków tych regulacji. W konsultacjach w Polsce, zainicjowanych i zorganizowanych przez Europejski Kongres Finansowy, wzięło udział 20 ekspertów, a końcowe stanowisko opracowano przy wykorzystaniu zmodyfikowanej metody delfickiej. Wnioski z badania wskazują, że wpływ reformy pozagiełdowych instrumentów pochodnych na finansowanie infrastruktury jest ograniczony, natomiast Bazylea III spowodowała przede wszystkim zwiększenie kosztu, a także skrócenie przeciętnego okresu finansowania. Dlatego niezamierzoną konsekwencją reform jest większy udział zewnętrznego finansowania korporacyjnego, opartego na bilansie spółki, wobec typowego dla tego rodzaju przedsięwzięć lewarowanego, zewnętrznego finansowania projektowego.

**Słowa kluczowe:** finansowanie inwestycji infrastrukturalnych, reformy regulacji finansowych, Bazylea III, reformy rynku derywatów OTC.

**JEL:** G18, G28

### The impact of financial reform on infrastructure finance. Position of Polish experts in Financial Stability Board's consultations

#### Abstract

Financial Stability Board carried out consultations to assess impact of financial reforms, mainly Basel III and new OTC derivatives regulations, on infrastructure finance, to identify if there are any major unintentional negative effects of the new legislation. Polish consultations

---

\* Doktor w Katedrze Bankowości i Finansów na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

initiated and managed by European Financial Congress involved 20 experts, and final position was reached through modified Delphi method. The conclusions from the research indicate that the impact of OTC derivatives market reforms on infrastructure finance is limited, while Basel III led to increased cost and shortened tenor of financing. Thus an unintended consequence of the reforms is the dominance of external financing in form of on balance sheet corporate finance over typical for such projects leveraged project finance.

**Key words:** infrastructure finance, financial regulatory reforms, Basel III, OTC derivatives market reforms.

## Wstęp

Rada Stabilności Finansowej<sup>1</sup> (*Financial Stability Board*, FSB) przeprowadziła konsultacje<sup>2</sup> mające na celu ocenę wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych i identyfikację istotnych, negatywnych skutków tych regulacji<sup>3</sup>.

**Tabela 1. Wybrane pytania konsultacyjne Rady Stabilności Finansowej**

Zagadnienie	Pytanie
1. <i>Project finance</i> a <i>corporate finance</i>	Jakie są główne czynniki powodujące szybszy wzrost <i>corporate finance</i> w porównaniu z <i>project finance</i> w finansowaniu infrastruktury?
2. 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?
3. Regulacje a inne czynniki	Jak reformy regulacyjne wpływają na finansowanie infrastruktury w porównaniu do takich czynników, jak: warunki makroekonomiczne i finansowe, ryzyko polityczne, utrudnienia instytucjonalne?
4. Istotne reformy	Czy Bazylea III i reforma rynku instrumentów pochodnych OTC mają największe znaczenie dla finansowania infrastruktury? Jakie inne reformy są również istotne?

<sup>1</sup> Międzynarodowa organizacja, która monitoruje i wypracowuje rekomendacje dla globalnego systemu finansowego. Promuje ona międzynarodową stabilność finansową poprzez koordynację działalności krajowych i międzynarodowych regulatorów rynku finansowego i ma na celu tworzenie rozwiązań regulacyjnych, nadzorczych i polityk sektorowych zwiększających bezpieczeństwo finansowe. <http://www.fsb.org/about/>

<sup>2</sup> *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance. Consultative Document*, Financial Stability Board, 18 July 2018.

<sup>3</sup> A. Dżuryk, *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych*, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl), 23.11.2018.

Zagadnienie	Pytanie
5. 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?
6. Skutki reform w odniesieniu do wolumenów, marż i terminów zapadalności	Jaki jest wpływ reform regulacyjnych (w szczególności Bazylei III i reformy rynku instrumentów pochodnych OTC) na wolumeny, marże i terminy zapadalności w finansowaniu infrastruktury?
7. Skutki dla gospodarek rozwijających się i gospodarek rozwiniętych	Czy regulacje mają różny wpływ na zapewnienie finansowania infrastruktury w gospodarkach rozwijających się i w gospodarkach rozwiniętych – jeśli tak, to jakie są różnice? Czy istnieją inne różnice w zakresie skutków regulacji, które powinny zostać uwzględnione?
8. Wpływ na zastąpienie finansowania bankowego innym finansowaniem	Czy nastąpiło częściowe zastąpienie finansowania bankowego finansowaniem instrumentami dłużnymi, a jeśli tak, to w jakim stopniu reformy przyczyniły się do tego trendu? Czy istnieją inne przyczyny zastępowania finansowania bankowego innymi źródłami finansowania?
9. Skutki reform regulacyjnych w zakresie zabezpieczenia ryzyka rynkowego	Czy reformy regulacyjne (w szczególności Bazylea III i reforma rynku instrumentów pochodnych OTC) mają wpływ na dostępność lub koszt zabezpieczenia przed ryzykiem rynkowym (kredytowym, stopy procentowej, walutowym itp.), które jest typowe dla finansowania infrastruktury – jeśli tak, to jaki? Jak skutki te różnią się dla gospodarek rozwijających się i gospodarek rozwiniętych, i dlaczego?
10. Skutki innych reform regulacyjnych	Czy reformy regulacyjne, które są na wczesnym etapie wdrożenia, a także regulacje krajowe i regionalne odnoszące się do firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, mają istotny wpływ na finansowanie infrastruktury? Które regulacje i jaki mają wpływ?

Źródło: opracowanie własne na podstawie listy pytań konsultacyjnych przesłanych polskim ekspertom w ramach konsultacji Rady Stabilności Finansowej w zakresie wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji.

## 1. Konsultacje Rady Stabilności Finansowej

Analiza wpływu nowych regulacji została przeprowadzona na podstawie ram wypracowanych przez Radę Stabilności Finansowej i podzielona na dwa etapy – ocenę wpływu regulacji na:

- finansowanie inwestycji – którego wyniki powinny być zaprezentowane na szczycie G20 w Argentynie w roku 2018<sup>4</sup> oraz

<sup>4</sup> Oficjalna strona argentyńskiej prezydencji G20, <https://g20.argentina.gob.ar/en>

- finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw – z terminem realizacji w ramach prezydencji japońskiej w roku 2019<sup>5</sup>.

W opinii Rady Stabilności Finansowej głównymi regulacjami mającymi wpływ na finansowanie inwestycji są<sup>6</sup>: Bazylea III<sup>7</sup> i reforma pozagiełdowych instrumentów pochodnych (*over-the-counter/OTC derivatives*)<sup>8</sup>.

Z uwagi na kształt i charakterystykę systemu finansowego, kanały transmisji i potencjalne skutki reform dla finansowania infrastruktury mogą różnić się w krajach rozwijających się i w krajach rozwiniętych<sup>9</sup>. W ujęciu globalnym projekty finansowane ze źródeł prywatnych stanowią stosunkowo niewielką część, którą można szacować na 5%–10% całkowitych wydatków na finansowanie infrastruktury (udział ten jest stosunkowo większy w krajach rozwijających się). Infrastruktura stanowi dobro publiczne i jako takie w większości finansowana jest ze źródeł publicznych<sup>10</sup>.

Projekty inwestycyjne charakteryzuje zbiór parametrów, na który składają się przede wszystkim: relatywnie długi okres, znaczące koszty początkowe, odroczone generowanie przepływów finansowych i długi okres amortyzacji (patrz rysunek 1).

<sup>5</sup> Oficjalna strona japońskiej prezydencji G20, <https://g20.org/en/>.

<sup>6</sup> *Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board, February 2013.

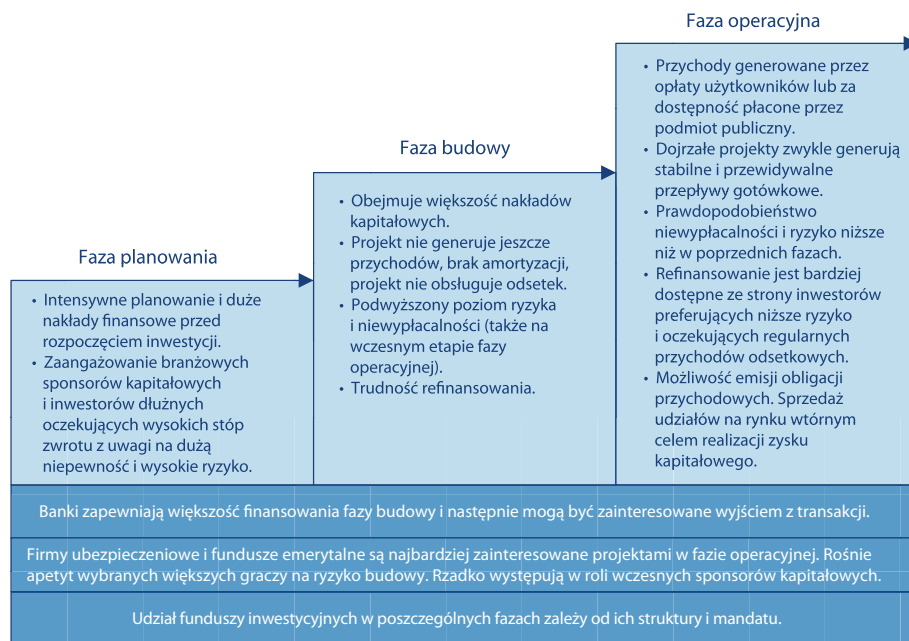
<sup>7</sup> Bazylea III to uzgodniony w skali międzynarodowej zbiór zaleceń wypracowanych przez Komitet Bazylejski (*Basel Committee on Banking Supervision*) w odpowiedzi na kryzys finansowy lat 2007–2009. Celem tych zaleceń jest wzmocnienie regulacji, nadzoru i zarządzania ryzykiem w bankach. *Basel III: Finalising post-crisis reforms*, Bank for International Settlements, December 2017; *Basel Committee on Banking Supervision reforms – Basel III*, Oficjalna strona Banku Rozliczeń Międzynarodowych, <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>; *High-level summary of Basel III reforms*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, December 2017.

<sup>8</sup> Mając na uwadze wpływ rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych na globalny kryzys finansowy, liderzy krajów G20 podjęli zobowiązanie do reformy tego rynku w celu ograniczenia ryzyka systemowego, wzrostu jego transparentności i zabezpieczenia przed nadużyciami rynkowymi. *Review of OTC derivatives market reforms. Effectiveness and broader effects of the reforms*, Financial Stability Board, 29 June 2017; *Making Derivatives Markets Safer – Implementation*, Financial Stability Board, <http://www.fsb.org/work-of-the-fsb/implementation-monitoring/making-derivatives-markets-safer/>.

<sup>9</sup> *Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, A Task Force of the Financial Stability Board and Staff of the International Monetary Fund and the World Bank, 20 October 2011; *Identifying the Effects of Regulatory Reforms on Emerging Market and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences. Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board in coordination with Staff of the International Monetary Fund and the World Bank, 19 June 2012; *Impact and implementation challenges of the Basel framework for emerging market, developing and small economies*, Working Paper No 27, Basel Committee on Banking Supervision – Basel Consultative Group, Bank for International Settlements, November 2014; *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reform. Third Annual Report*, Financial Stability Board, 3 July 2017.

<sup>10</sup> A. Bhattacharya, M. Romani, *Meeting the Infrastructure Challenge. The Case for a New Development Bank. Presentation for the G-24 Technical Group Meeting*, Washington DC 21 March 2013; T. Serebrisky, A. Suarez-Aleman., D. Margot., M.C. Ramirez, *Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How, How Much and by Whom?*, Inter-American Development Bank, Washington DC November 2015.

Rysunek 1. Cykl życia projektu inwestycyjnego i jego finansowanie



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Guide to infrastructure financing. Bank loans, debt private placements and public bonds – smoothing the pathway for effective funding*, International Capital Market Association and Association for Capital Markets in Europe, June 2015; S. Gatti, *Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*, 3rd Edition, Academic Press – Elsevier, 21 June 2018.

W efekcie, zwrot z inwestycji narażony jest głównie na ryzyko biznesowe i finansowe<sup>11</sup>. Profil ryzyka projektów infrastrukturalnych charakteryzuje się stosunkowo wysoką stopą niewypłacalności (*default rate*) w trakcie pierwszych lat realizacji projektu (etap planowania i budowy) oraz stosunkowo dużymi i stabilnymi przepływami finansowymi w kolejnym etapie, gdy stają się one w pełni operacyjne<sup>12</sup>. Jednocześnie podmioty finansujące inwestycje infrastrukturalne (np. agencje rządowe, banki komercyjne krajowe, międzynarodowe czy globalne, albo wyspecjalizowane instytucje międzynarodowe), kształtują swą politykę kredytowania według przyjętych profili ryzyka<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> T. Ehlers, *Understanding the challenges for infrastructure finance*, Working Paper No 454, Bank for International Settlements, August 2014.

<sup>12</sup> *Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983–2016*, Moody's Investors Service, 5 March 2018; *Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983–2016*, Moody's Investors Service, 27 July 2017; *Credit Risk Dynamics of Infrastructure Investment Considerations for Financial Regulators*, A.A. Jobst, The World Bank, 22 March 2018.

<sup>13</sup> *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015.

Raport Rady Stabilności Finansowej z lipca 2017 r. w sprawie wdrażania reform rynku finansowego grupy krajów G20 prowadzi do wniosku, że efekt netto tych reform jest ogólnie pozytywny<sup>14</sup>. Udało się osiągnąć większą odporność systemu finansowego bez ograniczenia podaży kredytu do gospodarki realnej. Jednocześnie wskazano na potrzebę przeprowadzenia bardziej szczegółowej analizy trendów pośrednictwa finansowego i ich przyczyn, celem określenia, czy wnioski te można przypisać wszystkim klasom aktywów, a w szczególności finansowaniu infrastruktury<sup>15</sup>. Wcześniej przeprowadzone analizy (w latach 2013<sup>16</sup> i 2014<sup>17</sup>), dotyczące skutków regulacji dla długoterminowego finansowania inwestycji, wskazywały, że były one przeprowadzone zbyt wcześnie, aby w pełni dokonać takiej oceny. Przesłanką dla obecnej ewaluacji była potrzeba lepszego zrozumienia skutków reform systemu finansowego na finansowanie inwestycji i ich wpływu na cel postawiony przez kraje G20 – osiągnięcia silnego, trwałego, zrównoważonego i inkluzywnego wzrostu gospodarczego. Jest ona częścią szerszej oceny skutków reform regulacyjnych instytucji finansowych krajów G20 i wspiera jeden z priorytetów prezydencji argentyńskiej, wykreowania infrastruktury jako odrębnej klasy aktywów.

Reformy regulacyjne mają bezpośredni wpływ na finansowanie infrastruktury. Wstępna ocena Rady Stabilności Finansowej wskazuje skutki w podziale na gospodarki rozwinięte (*advanced economies*, AE) i kraje rozwijające się<sup>18</sup> (*emerging markets and developing economies*, EMDE)<sup>19</sup>. Wielość i różnorodność pośredników oraz instrumentów finansowania infrastruktury powodują, że mamy regulacje, z których żadna nie odnosi się bezpośrednio do jej finansowania, choć może być potencjalnie istotna.

<sup>14</sup> *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms. 3rd Annual Report*, Financial Stability Board, 3 July 2017.

<sup>15</sup> *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Bank for International Settlements – Basel Committee on Banking Supervision, August 2010; *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. Final Report*, Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, December 2010; *Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks*, Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, 10 October 2011; *Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms*, Macroeconomic Assessment Group on Derivatives established by the OTC Derivatives Coordination Group, Bank for International Settlements, August 2013; I. Fender, U. Lewrick, *Adding it all up: the macroeconomic impact of Basel III and outstanding reform issues*. Working Papers No 591, Bank for International Settlements, November 2016; *Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, Financial Stability Board, 9 November 2015.

<sup>16</sup> *Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board, 8 February 2013.

<sup>17</sup> *Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board, 16 September 2014.

<sup>18</sup> Zgodnie z klasyfikacją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (*International Monetary Fund, IMF*), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weoselagr.aspx#a200>

<sup>19</sup> A. Dżuryk, *Wpływ regulacji na finansowanie inwestycji w krajach rozwijających się*, [www.obserwator-finansowy.pl](http://www.obserwator-finansowy.pl), 04.12.2018.



Za wdrożone reformy systemu finansowego, które miały największy wpływ na finansowanie infrastruktury, Rada Stabilności Finansowej uznała Bazyleę III i reformę rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Dlatego właśnie te dwie reformy były przedmiotem zarówno analizy ilościowej jak i jakościowej. Natomiast inne reformy obejmujące kraje G20, których implementacja jest na mniej zaawansowanym etapie (np. dotyczące funduszy inwestycyjnych czy zreformowane standardy rachunkowości), podobnie jak krajowe i międzynarodowe regulacje rynku ubezpieczeniowego oraz funduszy emerytalnych, zostały poddane tylko analizie jakościowej.

Wyniki konsultacji Rady Stabilności Finansowej dotyczące wpływu reform regulacyjnych na finansowanie infrastruktury zostały opublikowane w listopadzie 2018 r.<sup>20</sup>

## 2. Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego

Europejski Kongres Finansowy (EKF/EFC)<sup>21</sup> zainicjował badanie opinii polskich ekspertów w zakresie konsultowanej przez Radę Stabilności Finansowej problematyki wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji. Badanie zostało przeprowadzone przy zastosowaniu zmodyfikowanej metody delfickiej<sup>22</sup>, należącej do grupy metod heurystycznych<sup>23</sup>, w których wykorzystuje się wiedzę i doświadczenie specjalistów w danej dziedzinie. W zastosowanym wariancie eksperci odnoszą się do pytań ankiety dotyczących badanej kwestii<sup>24</sup>. Eksperti mogą także przedstawić swoją opinię na dany temat oraz udzielić odpowiedzi na pytania dodatkowe. Sumaryczne zestawienie odpowiedzi z listą uwag i ich uzasadnieniem, bez ujawniania autorstwa, jest następnie przekazywane powtórnie ekspertom celem ewentualnej weryfikacji pierwotnego stanowiska. Iteracyjne dochodzenie do wspólnej opinii pozwala na syntetyczne opracowanie stanowiska w formie anonimowej. EKF – jako inicjator badania – ma bazę ekspertów, praktyków zatrudnionych na rynku finansowym oraz akademików zajmujących się jego funkcjonowaniem, którą selektywnie wykorzystuje, z uwzględnieniem ich specjalizacji, w konsultacjach instytucji i organizacji międzynarodowych. W latach 2015–2019 przygotowano w ten sposób 37 stanowisk dotyczących systemu finansowego, które opracowano dla<sup>25</sup>:

<sup>20</sup> Konsultacje zakończyły się 22 sierpnia 2018 r., a końcowy raport z przeprowadzonych konsultacji został opublikowany w listopadzie 2018 r. *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance*, Financial Stability Board, 20 November 2018.

<sup>21</sup> Więcej o EKF: <https://www.efcongress.com/pl/projekt-ekf/idea>

<sup>22</sup> Metodę delficką opisali w latach 50. XX w. O. Helmer i N. Dalkey. B. Krawczyk, P. Habrzyk, *Technika delficka*, [w:] *Encyklopedia Zarządzania*, [https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika\\_delficka](https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika_delficka).

<sup>23</sup> Techniki i metody heurystyczne (inaczej innowatyka lub inwentyka) to ogół sposobów i reguł postępowania służących podejmowaniu najważniejszych decyzji w skomplikowanych sytuacjach, wymagających analizy dostępnych informacji oraz przewidywania zjawisk przyszłych, opartych na twórczym myśleniu i kombinacjach logicznych. M. Jełowiecki, W. Kieźuń, Z. Leoński, B. Ostapczuk, *Teoria organizacji i zarządzania*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1979, s. 223; Z. Martyniak, *Wstęp do inwentyki*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1997, s. 7–11, 14, 22–39.

<sup>24</sup> Zaleca się, aby liczba pytań nie przekraczała 25.

<sup>25</sup> Materiały IX Europejskiego Kongresu Finansowego, który odbył się w Sopocie w dniach 3–5.06.2019 r.

- Komisji Europejskiej (*EC*) – 14,
- Rady Stabilności Finansowej (*FSB*) – 7,
- Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (*EBA*) – 5,
- Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*ESMA*) – 3,
- Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*EIOPA*) – 1,
- Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (*BCBS*) – 2,
- Europejskiego Banku Centralnego (*ECB*) – 2,
- Międzynarodowego Stowarzyszenia Dealerów Swapowych i Instrumentów Pochodnych (*ISDA*) – 1,
- Instytutu Europejskich Rynków Pieniężnych (*EMMI*) – 1,
- Programu Narodów Zjednoczonych ds. Środowiska – Inicjatywy Finansowej (*UNEP FI*) – 1.

Zmodyfikowana metoda delficka jest szczególnie przydatna do badania opinii dotyczącej wysoce złożonych problemów wymagających specjalistycznej wiedzy eksperckiej oraz iteracyjnej mediacji stanowisk.

W omawianych konsultacjach wzięło udział 20 ekspertów reprezentujących: banki, fundusze inwestycyjne, instytucje wsparcia rozwoju rynku finansowego, nadzór finansowy oraz środowisko akademickie. Materiał konsultacyjny Rady Stabilności Finansowej został zoperacjonalizowany w 10 kluczowych pytaniach (patrz tabela 1)<sup>26</sup>. Opracowane przez autora wyniki pierwszej rundy konsultacji EKF, w formie anonimowego zestawienia wszystkich odpowiedzi, przesłano uczestnikom badania i poproszono o wskazanie odpowiedzi, które powinny znaleźć się w ostatecznym stanowisku, jak również o wskazanie opinii, z którymi się nie zgadzają. Eksperti mieli możliwość zmiany swoich wcześniejszych stanowisk pod wpływem argumentów innych uczestników badania. Na podstawie otrzymanych finalnych odpowiedzi i wskazań respondentów autor dokonał ich syntezy i opracował stanowisko EKF, które przekazano następnie Radzie Stabilności Finansowej<sup>27</sup>.

### 3. Regulacje o największym wpływie na finansowanie inwestycji

Wdrożenie Bazylei III oznacza konieczność zwiększenia kapitałów własnych banku<sup>28</sup>. Wprowadzono bufory ponad minimum kapitałowe i podniesiono wymaganą jakość kapitału (wprowadzenie CET1, rezygnacja z T3). Jednym z celów podwyższo-

<sup>26</sup> Wybrano 10 z 17 pytań zawartych w materiale konsultacyjnym, które były najbardziej interesujące dla polskiego rynku, pomijając pytania o charakterze technicznym.

<sup>27</sup> *Answers of the European Financial Congress in relation to the Financial Stability Board's consultative document on the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance*, Europejski Kongres Finansowy, 2018.

<sup>28</sup> Bazylea III, stanowi odpowiedź na ułomności wcześniejszej umowy kapitałowej (Bazylei II), które ujawniły się w czasie kryzysu finansowego lat 2007–2009. Podniosła ona wymogi kapitałowe poprzez zwiększenie płynności i ograniczenie lewarowania, korygując jednocześnie podejście do metody ratingów wewnętrznych w kalkulacji wymogów kapitałowych.

nych wymogów kapitałowych jest zachęcenie banku do szukania aktywów o niższym ryzyku. Ponieważ finansowanie infrastruktury wiąże się z podwyższonym ryzykiem (większa niepewność wynikająca z charakteru inwestycji i dłuższego okresu finansowania), ma to negatywny wpływ na warunki finansowania inwestycji.

Znaczenie reformy instrumentów pochodnych OTC zależy często od formuły i waluty, w jakiej prowadzona jest inwestycja. Łatwość rozliczania instrumentów i wymagania rozliczeniowe są istotne szczególnie przy finansowaniu w walucie innej niż pozyskany dług. Jednocześnie reforma rynku instrumentów pochodnych OTC stanowi duży krok w odbudowaniu zaufania klientów do instytucji finansowych. Wejście w życie 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 ryzykiem rynkowym.

Rola reformy rynku instrumentów pochodnych OTC w finansowaniu infrastruktury, w porównaniu ze skutkami Bazylei III, jest więc istotnie mniejsza. Bazylea III bezpośrednio wpływa na możliwości kredytowe banków, podczas gdy reforma rynku instrumentów pochodnych OTC przede wszystkim wprowadza większą przejrzystość transakcji, niezależnie od tego, czy dotyczy zabezpieczenia ryzyka rynkowego finansowania infrastruktury czy też innego finansowania.

#### 4. Finansowanie projektowe a finansowanie korporacyjne

Jedną z podstawowych kwestii w ramach badania EKF była odpowiedź na pytanie – jakie są główne czynniki powodujące szybszy wzrost klasycznego, bilansowego finansowania korporacyjnego (*corporate finance*), w stosunku do typowego dla przedsięwzięć infrastrukturalnych pozabilansowego finansowania projektowego (*project finance*). W opinii ekspertów główną przyczyną szybszego wzrostu finansowania korporacyjnego jest tańszy, mniej ryzykowny i prostszy (także dokumentacyjnie) model finansowania. Umożliwia on skorzystanie z szerszego zakresu potencjalnych źródeł spłaty kredytu, a ponadto łatwiej bankowi jest ocenić historię kredytową firmy niż prognozy finansowe projektu inwestycyjnego. W wariantcie finansowania korporacyjnego często nie ma wymogu spełnienia minimalnych wskaźników finansowych, określających zdolność do obsługi długu i rzadko występują restrykcyjne klauzule umowne. W tym wariantcie finansowanie inwestycji może być, w razie potrzeby, wspomagane ogólną płynnością spółki. Banki mają większe doświadczenie w zakresie tradycyjnego finansowania korporacyjnego. W efekcie w tej formule niższy jest koszt finansowania się banku, a łagodniejsze

formy zabezpieczeń powodują niższy koszt ich ustanowienia, utrzymania i okresowego raportowania.

Przesłanką większej popularności finansowania korporacyjnego może być również zbyt długi okres finansowania, nieakceptowalny dla banków w formule finansowania projektowego, w efekcie czego banki wymagają od sponsorów projektu inwestycyjnego większego wkładu własnego. Finansowanie korporacyjne wymaga dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, aczkolwiek kwota możliwego finansowania jest niższa niż w przypadku finansowania projektowego. W przypadku mniejszych inwestycji firmy mają często wystarczającą zdolność kredytową i nie ma potrzeby sięgania po formułę finansowania projektowego, co jest bardziej wygodne dla obu stron. Inwestycje budżetowe instytucji centralnych lub realizowane przez duże państwowe podmioty są realizowane najczęściej w formie finansowania korporacyjnego, gdyż podmioty te nie mają problemu z pozyskaniem długoterminowego finansowania na korzystnych warunkach. W formule finansowania korporacyjnego banki określają ryzyko kredytowe finansowanego podmiotu – firmy, jej działalności i realizowanych przez nią projektów inwestycyjnych.

Z kolei w przypadku finansowania projektowego banki określają ryzyko kredytowe samego projektu, nie zaś jego sponsora lub sponsorów, którzy mogą mieć wysoką jakość kredytową. Formuła ta jest dużo bardziej złożona, wymagająca i kosztowna, na co składają się wyższe koszty samego finansowania i prac analitycznych, dlatego niezbędna jest odpowiednio duża skala finansowania, aby było to opłacalne dla inwestora. Finansowanie projektowe wiąże się z większym ryzykiem, albowiem nie może opierać się ono na danych historycznych, bo tych nie ma, ale jedynie na prognozach, które są mniej pewne dla nowego projektu niż dla istniejącej działalności. Zabezpieczenie finansowania projektowego stanowią typowo wyłącznie aktywa danego projektu<sup>29</sup>, podczas gdy formuła finansowania korporacyjnego zwyczajowo opiera się na szerokim wachlarzu aktywów materialnych i praw niemajątkowych. Nie ma możliwości nadania ratingu, gdyż podmiotem finansowanym jest spółka celowa (*special purpose vehicle, SPV*) niemająca historii kredytowej<sup>30</sup>. Źródło spłaty stanowią typowo jedynie przepływy wygenerowane przez projekt, obciążone ryzykiem budowy (wytworzenie aktywów) oraz ryzykiem operacyjnym (działalność zrealizowanego przedsięwzięcia). Z drugiej strony, formuła finansowania projektowego pozwala na pozabilansowe ustrukturyzowanie finansowania inwestycji<sup>31</sup>, co jest istotną zaletą, zwłaszcza w przypadku firm i projektów o dużej dźwigni finansowej. Ta forma finansowania, poprzez wydzielenie danego projektu ze struktury aktywów przedsiębiorstwa/sponsora projektu, powoduje ograniczenie regresu banków finansujących do aktywów projektowych. Mamy zazwyczaj do czynienia z długim okresem finansowania i odsunięciem spłaty w czasie oraz z większą nie-

<sup>29</sup> W przypadku podwyższonego ryzyka banki mogą wymagać gwarancji i innych zabezpieczeń nie należących do projektu, co zbliża takie rozwiązanie do finansowania korporacyjnego.

<sup>30</sup> Jeżeli projekt ma gwarancję to jej wystawca może mieć ustanowiony rating, co nie jest jednak rozwiązaniem typowym dla finansowania projektowego.

<sup>31</sup> Aktywa projektu wydziela się z bilansu sponsora/sponsorów i przenosi się do spółki celowej. W ten sposób projekt nie obciąża bilansu ani wskaźników finansowych sponsora/sponsorów.

pewnością realizacji projektu i przychodów. Oczekuje się więc od inwestora i banku większego przygotowania merytorycznego i doświadczenia, wiedzy z zakresu inżynierii finansowej, umiejętności identyfikacji i analizy ryzyka oraz jego właściwej alokacji między poszczególne strony (*SPV*, bank i sponsora projektu). W efekcie finansowanie projektowe ma zastosowanie głównie w krajach legitymujących się wysokim poziomem rozwoju rynku finansowego.

Banki komercyjne, mając do wyboru finansowanie 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, która ogranicza niepewność wyniku finansowania (patrz tabela 2). Długi okres finansowania w transakcjach finansowania projektowego przekłada się na wyższe koszty płynności (a tym samym wyższe koszty finansowania), powodujące presję na rentowność, która ogranicza zainteresowanie banków komercyjnych, co z kolei otwiera pole dla zaangażowania inwestorów instytucjonalnych.

**Tabela 2. Preferencje banków komercyjnych a preferencje sponsorów w zakresie finansowania projektowego**

Preferencje banków	Preferencje sponsorów
Banki zwykle nie akceptują ryzyka budowy i oczekują regresu do sponsorów projektu, przynajmniej na czas budowy oraz początkowego okresu eksploatacyjnego.	Formułowanie takich oczekiwań przez banki zbliża <i>de facto</i> struktury finansowania projektowego do korporacyjnego finansowania bilansowego (w zakresie regresu i podziału ryzyka), przy jednocześnie wyższych kosztach finansowania, co jest mniej atrakcyjne dla sponsorów.
Częstą barierą dla finansowania projektowego jest niska opłacalność przedsięwzięcia inwestycyjnego, która w zdecydowanej większości projektów infrastrukturalnych jest osiągnięta w dużo dłuższym horyzoncie czasowym, niż zwrot z innych inwestycji, co stwarza wyższe ryzyko dla banku.	Firma chętnie wydziela aktywa projektowe ze swojego bilansu i przenosi je do spółki celowej, co poprawia jej wskaźniki finansowe, szczególnie dla długoterminowych projektów infrastrukturalnych o niskim zwrocie z inwestycji i relatywnie wyższym ryzyku.
Wybór finansowania korporacyjnego przez bank jest zatem często efektem ograniczenia ryzyka projektu, co osiąga się poprzez poszerzenie dostępnych źródeł spłaty finansowania o przepływy operacyjne ( <i>cash flow</i> ) sponsora projektu.	Sponsorzy, mając do wyboru dwie struktury finansowania – droższe i bardziej uciążliwe pozabilansowe finansowanie projektowe oraz tańsze i prostsze bilansowe finansowanie korporacyjne, często decydują się na to drugie, szczególnie jeśli nie są nadmiernie zadłużeni.

Źródło: opracowanie własne na podstawie opinii polskich ekspertów w ramach konsultacji Rady Stabilności Finansowej w zakresie wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji.

## 5. Zwrot z inwestycji w infrastrukturę

W ramach inwestycji w infrastrukturę można wyróżnić projekty publiczne (o znaczeniu ogólnogospodarczym) oraz projekty komercyjne. W grupie projektów publicznych decyzje podejmowane są przez władze publiczne lub dysponentów środków publicznych, przy uwzględnieniu wniosków z analiz ekonomicznych, których zakres i kryteria oceny zwykle wykraczają poza wąsko rozumiany rachunek ekonomiczny, obejmując także wpływ inwestycji na rozwój danego regionu, zaspokojenie potrzeb mieszkańców itd. W projektach komercyjnych decyzje także mogą być podejmowane przy wykorzystaniu kryteriów innych niż zysk. Inwestycje komercyjne wywołują różnorodne skutki, z których część ma charakter jakościowy i trudno poddać się wycenie pieniężnej. Finansowanie infrastruktury charakteryzuje duża różnorodność w zakresie przedmiotu i celu. Duży nacisk na zwrot z inwestycji dotyczy zwłaszcza nieruchomości (mieszkaniowych, biurowych, magazynowych). W przypadku przedsięwzięć publicznych (np. infrastruktura drogowa, komunikacyjna), bezpośredni zwrot z inwestycji może mieć drugorzędne znaczenie, a korzyści z tego typu inwestycji będą często miały charakter rozproszony i pośredni. Zwrot z inwestycji jest także istotnym parametrem w większości projektów o charakterze partnerstwa publiczno-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 (np. autostrady, tunele, elektrownie wiatrowe, itp.). Globalne fundusze infrastrukturalne analizują stopę zwrotu w długim okresie i to właśnie ona (w połączeniu z analizą ryzyka (regulacyjnego, makroekonomicznego czy politycznego) jest kluczowym czynnikiem decydującym o ich zaangażowaniu w finansowanie infrastruktury w danym kraju. Zwrot z inwestycji jest ważniejszy dla inwestorów finansowych (angażujących się zwykle na 3–5 lat) niż dla inwestorów branżowych. Ci ostatni na ogół nastawieni są na długoterminowy zwrot.

Można zaobserwować zjawisko outsourcingu obiektów infrastrukturalnych (np. hal fabrycznych, magazynów, terminali przeładunkowych). Użytkownicy takiej infrastruktury mogą optymalizować zaangażowanie własnego kapitału w inwestycje infrastrukturalne kierując swoje zlecenia do deweloperów, którzy są gotowi zrealizować projekty zadowolając się jedynie częściowym pokryciem ryzyka, zawierając długoterminową (powyżej 10 lat) umowę najmu obiektu zrealizowanego „pod klucz”.

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 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 nadrabiania „luki infrastrukturalnej” w wybranych sektorach gospodarek rozwijających się.

Zarówno projekty publiczne jak i komercyjne analizowane są przez banki przede wszystkim przez pryzmat stopy zwrotu z inwestycji. Jako że większa część inwestycji infrastrukturalnych realizowana jest przez podmioty publiczne, które zwykle mają wysoką zdolność kredytową, to sytuacja ta sprzyja klasycznemu finansowaniu bilansowemu.

## 6. Regulacje a inne czynniki

Instytucje finansowe muszą przestrzegać obowiązujących regulacji i w ich ramach kształtują swoje polityki kredytowe, limity zaangażowania, jak również oceniają możliwość udzielenia finansowania w przypadku każdego projektu. Niezależnie od tego dla każdego projektu oceniane są także 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. Dla poziomu ryzyka, którego inwestorzy lub instytucje finansujące nie akceptują, należy liczyć się z odmową finansowania.

Z punktu widzenia podmiotu finansującego, reforma regulacyjna może nakładać ograniczenia w finansowaniu (np. limity koncentracji). Z drugiej strony, reformy regulacyjne mogą ograniczać pewne ryzyka (np. możliwość podniesienia ratingu obligacji projektowych) i w ten sposób przyczyniać się do umożliwienia finansowania określonych 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. Wzrosły koszty płynności banków, co przełożyło się na wyższe koszty finansowania inwestycji, a zmiany dotyczące opodatkowania obniżyły stopę zwrotu z aktywów. Banki musiały dostosować się do nowych regulacji oraz uporządkować swoją strukturę kapitałową, co wpłynęło na ostrożniejsze rozporządzanie dostępnym kapitałem. Środowisko regulacyjne, otoczenie polityczne i makroekonomiczne oraz ich stabilność lub przewidywalność są bardzo ważnymi elementami wpływającymi na dostępność finansowania bankowego.

## 7. Struktura i wolumeny transakcji

Skutkiem Bazylei III było pojawienie się alternatywnych inwestorów i powstanie nowych form inwestowania w obszarze finansowania infrastruktury. Instytucje finansowe dążą do przeniesienia zwiększonych kosztów związanych z implementacją zmian regulacyjnych i wymogów kapitałowych na swoich klientów (*increased cost clause*). Kredytobiorcy powinni być traktowani symetrycznie przez instytucje finansowe. W przypadku obniżenia wymogów regulacyjnych, związanych z danym

finansowaniem, winny one zapewnić kredytobiorcy możliwość obniżenia kosztów finansowania. Podwyższone wymogi kapitałowe i nacisk na poprawę jakości aktywów, wynikające z Bazylei III, powodują presję banków na skrócenie okresów finansowania, co w przypadku inwestycji infrastrukturalnych, zakładających zwrot w długim czasie (przekraczającym nawet horyzont 20-letni), może mieć istotnie negatywne implikacje. W przypadku skrócenia okresu finansowania projekt będzie musiał generować większe przepływy, aby zapewnić obsługę finansowania bankowego. Jeżeli nie będzie to możliwe, ze względu na charakter projektu, banki mogą oczekiwać wyższego wkładu własnego sponsora projektu, co z kolei przekłada się na obniżenie atrakcyjności projektu z punktu widzenia właścicielskiego. Może to doprowadzić do zaniechania realizacji określonych projektów. Rozwiązaniem jest wprowadzenie przez banki nowych struktur finansowania, jak np.:

- mechanizmu wzrostu marży w okresie finansowania (*semi-perm*), zachęcającego sponsora projektu do refinansowania zadłużenia po określonym czasie;
- istotnej płatności na koniec okresu finansowania (*balloon repayment*) oraz przeniesienia na sponsora projektu ryzyka refinansowania, co umożliwi niższe koszty bieżącej obsługi długu;
- mechanizmu obowiązkowej nadpłaty kredytu w sytuacji nadwyżki przepływów pieniężnych u kredytobiorcy (*cash-sweep*), efektywnie skracającego okres finansowania.

Zamierzonym skutkiem Bazylei III jest z kolei powstanie alternatywnych źródeł finansowania, jak obligacje projektowe (*project bonds*). Instrumenty te zyskują na atrakcyjności przez działania Europejskiego Banku Inwestycyjnego w ramach *Europe 2020 Project Bond Initiative* – pozwalającej na podniesienie ratingu obligacji.

Reformy mające za zadanie obniżenie ryzyka systemowego generują koszt w postaci wzrostu marży dla klienta. Podnoszą one kryterium opłacalności przedsięwzięć i zmniejszają dostęp do finansowania. Finansowanie infrastruktury w formule finansowania projektowego ma charakter długoterminowy, w którym banki preferują pełną amortyzację długu. Banki, aby zabezpieczyć ryzyko portfela aktywów, muszą w ramach zwiększonych wymogów regulacyjnych albo zwiększyć kapitały, albo zmniejszyć wolumen aktywów lub zmienić ich strukturę. Dostępność dodatkowego kapitału dla banków, przy ich niskiej rentowności, jest ograniczona, co rodzi presję na sprzedaż aktywów w różnych formach restrukturyzacji bilansu. Dlatego wzrost wymogów kapitałowych prowadzi w efekcie do ograniczania skłonności instytucji finansowych do powiększania aktywów. W konsekwencji wpływa to na cenę oraz okres finansowania – prowadząc do ograniczenia dostępności finansowania długoterminowego. Wynika to z konieczności utrzymania oczekiwanego zwrotu z kapitału. Dodatkowo doświadczenia banków dowodzą, że przy długoterminowym finansowaniu instytucje te są narażone na ryzyko regulacyjne. Rozwiązania Bazylei III powodują preferowanie krótszych okresów zapadalności. 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. Jednak wprowadzone zmiany wpłynęły na zaostrzenie polityki kredytowej banków oraz na wzrost ich kosztów działalności, co pośrednio wpływa na ograniczenie wolumenów kredytów oraz skrócenie okresów ich zapadalności. Z kolei wyższy koszt i krótszy okres finansowania obniżają stopę zwrotu inwestorów. Taka sytuacja może wpływać na ograniczenie realizacji projektów infrastrukturalnych, ponieważ nie zapewniają one inwestorom infrastrukturalnym minimalnej oczekiwanej stopy zwrotu.

Instrumenty pochodne są 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 wartości jednostkowych kredytów oraz zawężanie marż. Nie można jednak 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 wszystkich informacji o ewentualnych ryzykach związanych z tego typu transakcjami przed ich zawarciem. Ponieważ zastosowanie instrumentów pochodnych przy finansowaniu projektów wspierających rozwój infrastruktury ma na celu eliminację ryzyka rynkowego, to wejście w życie nowych regulacji ogranicza ryzyko niedopasowania i spekulacji powodując, że zastosowane instrumenty pochodne są lepiej powiązane z udzielonym finansowaniem, 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 przekazania informacji o wysokości zastosowanej marży powoduje standaryzację marż przy kwotowaniu tego typu instrumentów.

## 8. Alternatywne finansowanie rynkowe

Finansowanie rynkowe nadal odgrywa znacznie mniejszą rolę w Europie 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 głównie banków znajdujących się w rękach krajowych akcjonariuszy. Uwidocznić się to może zwłaszcza w przypadku banków ze znaczącym udziałem skarbu państwa. Dla grup bankowych, zwłaszcza dużych, dokapitalizowanie banków zależ-

nych działających w gospodarkach rozwijających się nie powinno być problemem. Banki zależne w takich gospodarkach stanowią z reguły niewielką 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 jego niedawną materializację, rozwiązania te wydają się niezbędne. Problemów tych nie ma w przypadku finansowania pochodzącego z rynku kapitałowego. 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 rozumiana bankowość cienia (*shadow banking*). Zgodnie z deklarowaną przez UE polityką, finansowanie banków (*funding*) ma przemieszczać się na rynek obligacji i akcji, co prowadziło do zmniejszenia udziału depozytów w finansowaniu banków, ale postęp jest niewielki.

Dużym problemem w projektach PPP, jak zresztą we wszystkich inwestycjach o charakterze użyteczności publicznej, jest uzyskanie zamknięcia finansowego na etapie projektowania. W wysoko rozwiniętych krajach coraz większe znaczenie w finansowaniu części kapitałowej (udziały inwestorów prywatnych) zaczynają odgrywać fundusze infrastrukturalne typu *private equity*. Fundusze infrastrukturalne inwestują najczęściej na 5–8 lat. Największe fundusze infrastrukturalne inwestują głównie w krajach rozwiniętych (w Europie i Ameryce Północnej) i są zasilane przez duże instytucje finansowe. Z uwagi na długoterminowy charakter zobowiązań, publiczne i prywatne fundusze emerytalne są najbardziej aktywnymi inwestorami w sektorze infrastruktury<sup>32</sup>. Drugą ważną grupą inwestorów 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 bardziej rozwiniętych rynkach (amerykańskim, zachodnioeuropejskim), na których udział inwestorów instytucjonalnych w projektach o długim horyzoncie inwestycyjnym jest większy, można zaobserwować, że ta grupa inwestorów (fundusze emerytalne, fundusze infrastrukturalne) jest w coraz większym stopniu zaangażowana w finansowanie dłużne infrastruktury. Historycznie oczekiwane przez nich 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 jak amortyzacja i dostosowany do projektu harmonogram uruchomienia obligacji.

<sup>32</sup> Na etapie operacyjnym, kiedy projekt generuje już stabilne przepływy, przynosi wysokie zyski, jest przewidywalny i charakteryzuje się niskim ryzykiem.

## Podsumowanie

W konsultacjach Rady Stabilności Finansowej na temat wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych z polskiej strony uczestniczył Europejski Kongres Finansowy. Jego eksperci, przy zastosowaniu zmodyfikowanej metody delfickiej, sformułowali następujące opinie:

- regulacją o największym wpływie na finansowanie infrastruktury jest Bazy-lea III;
- projekty infrastrukturalne finansowane są głównie za pomocą klasycznego, bi-lansowego finansowania korporacyjnego;
- zwrot z inwestycji pozostaje głównym parametrem decyzyjnym w analizie atrakcyjności inwestycyjnej projektu infrastrukturalnego;
- obok regulacji, na decyzje dotyczące finansowania infrastruktury, istotny wpływ mają również szeroko rozumiane uwarunkowania rynkowe;
- na rynku finansowania infrastruktury, w wyniku wprowadzonych regulacji, powstały nowe formy inwestowania i pojawili się alternatywni inwestorzy;
- alternatywne finansowanie rynkowe nadal odgrywa znacznie mniejszą rolę w Europie niż na rynku amerykańskim, także w zakresie finansowania infrastruktury.

Autor dokonał iteracyjnej syntezy opinii polskich ekspertów, która stanowiła stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego, a niniejsza publikacja jest autorskim ujęciem zagadnienia wpływu reform regulacyjnych na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych na podstawie przeprowadzonego badania.

## Bibliografia

*An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Bank for International Settlements – Basel Committee on Banking Supervision, August 2010.

*Answers of the European Financial Congress in relation to the Financial Stability Board's consultative document on the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance*, Europejski Kongres Finansowy, 2018.

*Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements. Final Report*, Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, December 2010.

*Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks*, Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, 10 October 2011.

*Basel III: Finalising post-crisis reforms*, Bank for International Settlements, December 2017.

*Basel Committee on Banking Supervision reforms – Basel III*, Oficjalna strona Banku Rozliczeń Międzynarodowych, <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

Bhattacharya A., Romani M., *Meeting the Infrastructure Challenge. The Case for a New Development Bank. Presentation for the G-24 Technical Group Meeting*, Washington DC 21 March 2013.

*Credit Risk Dynamics of Infrastructure Investment Considerations for Financial Regulators*, Jobst A.A., The World Bank, 22 March 2018.

*Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983–2016*, Moody's Investors Service, 5 March 2018.

Dżuryk A., *Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych*, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl), 23.11.2018.

Dżuryk A., *Wpływ regulacji na finansowanie inwestycji w krajach rozwijających się*, [www.obserwatorfinansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl), 04.12.2018.

Ehlers T., *Understanding the challenges for infrastructure finance*, Working Paper No 454, Bank for International Settlements, August 2014.

*Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance. Consultative Document*, Financial Stability Board, 18 July 2018.

*Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on infrastructure finance*, Financial Stability Board, 20 November 2018.

Fender I., Lewrick U., *Adding it all up: the macroeconomic impact of Basel III and outstanding reform issues*. Working Papers No 591, Bank for International Settlements, November 2016.

*Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board, 8 February 2013.

*Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, A Task Force of the Financial Stability Board and Staff of the International Monetary Fund and the World Bank, 20 October 2011.

*Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms*. Financial Stability Board, 3 July 2017.

*FSB Survey on financing and regulation over the life cycle of infrastructure projects*, Financial Stability Board, 15 March 2018.

Gatti S., *Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects (3rd Edition)*, Academic Press – Elsevier, 21 June 2018.

*Guide to infrastructure financing. Bank loans, debt private placements and public bonds – smoothing the pathway for effective funding*, International Capital Market Association and Association for Capital Markets in Europe, June 2015.

*High-level summary of Basel III reforms*, *Basel Committee on Banking Supervision*, Bank for International Settlements, December 2017.

*Identifying the Effects of Regulatory Reforms on Emerging Market and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences. Report to the G20 Finance Ministers and Cent-*

*ral Bank Governors*, Financial Stability Board in coordination with Staff of the International Monetary Fund and the World Bank, 19 June 2012.

*Impact and implementation challenges of the Basel framework for emerging market, developing and small economies*, Working Paper No 27, Basel Committee on Banking Supervision – Basel Consultative Group, Bank for International Settlements, November 2014.

*Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms. 3rd Annual Report*, Financial Stability Board, 3 July 2017.

*Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, Financial Stability Board, 9 November 2015.

*Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983–2016*, Moody's Investors Service, 27 July 2017.

*Infrastructure Financing Instruments and Incentives*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2015.

Jełowiecki M., Kieźuń W., Leoński Z., Ostapczuk B., *Teoria organizacji i zarządzania*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1979.

Krawczyk B., Habrzyk P., *Technika delficka*, [w] *Encyklopedia Zarządzania*, [https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika\\_delficka](https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika_delficka)

*Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms*, Macroeconomic Assessment Group on Derivatives established by the OTC Derivatives Coordination Group, Bank for International Settlements, August 2013.

*Making Derivatives Markets Safer – Implementation*, oficjalna strona Rady Stabilności Finansowej, <http://www.fsb.org/work-of-the-fsb/implementation-monitoring/making-derivatives-markets-safer/>

Martyniak Z., *Wstęp do inwentyki*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1997.

Materiały IX Europejskiego Kongresu Finansowego.

Oficjalna strona argentyńskiej prezydencji G20, <https://g20.argentina.gob.ar/en>

Oficjalna strona japońskiej prezydencji G20, <https://g20.org/en/>

Oficjalna strona Międzynarodowego Funduszu Walutowego <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weoselagr.aspx#a200>

Oficjalna strona Rady Stabilności Finansowej, <http://www.fsb.org/about/>

*Review of OTC derivatives market reforms. Effectiveness and broader effects of the reforms*, Financial Stability Board, 29 June 2017.

Serebrisky T., Suarez-Aleman A., Margot D., Ramirez M.C., *Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How, How Much and by Whom?*, Inter-American Development Bank, Washington DC November 2015.

*Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Financial Stability Board, 16 September 2014.