



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 19.12.2013
COM(2013) 929 final

BERETNING FRA KOMMISSIONEN

**FORELØBIG RAPPORT OM PILOTFASEN FOR EUROPA 2020-INITIATIVET
MED PROJEKTOBLIGATIONER**

FORELØBIG RAPPORT OM PILOTFASEN FOR EUROPA 2020-INITIATIVET MED PROJEKTOBLIGATIONER

1. BAGGRUND

Denne foreløbige rapport ("rapporten") forelægges i henhold til forordning (EU) nr. 670/2012 for Europa-Parlamentet og Rådet med henblik på at evaluere fremskridtene med pilotfasen for Europa 2020-initiativet med projektobligationer.

Initiativet med projektobligationer ("initiativet") er et risikodelingsinstrument, som er oprettet af Europa-Kommissionen og Den Europæiske Investeringsbank (EIB). Formålet er at give projektvirksomheder mulighed for at udstede projektobligationer, der kan tiltrække fremmedkapital fra markedsinvestorer til de transeuropæiske net på transport- (TEN-T), energi- (TEN-E) og telekommunikationsområdet.

Da det tager lang tid at lancere et innovativt instrument i en sådan størrelsesorden og at forberede, tilvejebringe og afslutte nye infrastrukturprojekter, har man indført en pilotfase for initiativet med EU-midler på 230 mio. EUR¹. Den indledende pilotfase skal give de interesserede parter mulighed for at gøre sig bekendt med det nye instrument med udgangspunkt i konkrete transaktioner. Pilotfasen² blev lanceret den 7. november 2012, og projekterne skal godkendes af EIB frem til den 31. december 2013 og afsluttes finansielt senest den 31. december 2016. Den fulde indførelse af projektobligationerne vil foregå under Connecting Europe-faciliteten (CEF) og være omfattet af den flerårige finansielle ramme 2014-2020 (FFR).

Denne rapport, der er udarbejdet i samarbejde med EIB, dækker den første periode på 12 måneder fra november 2012 til november 2013 og beskriver de fremskridt, der er gjort med hensyn til projektgodkendelser og -finansiering. Den analyserer de erfaringer, der er gjort under pilotfasen, og fremhæver eventuelle synergier og stordriftsfordele, der vil kunne opnås inden for rammerne af CEF. CEF kunne spille en større rolle ved at kombinere tilskud og finansielle instrumenter, f.eks. projektobligationer, lånegarantier til TEN-T (LGTT) og programstøtteaktioner, og dermed skabe større synergi.

Rapporten er underbygget af de indledende konklusioner fra en uafhængig ekstern evaluering, som undersøger de resultater, der er opnået med projektobligationerne med hensyn til de politiske målsætninger og fremmedkapitalfinansiering i en bredere kontekst, og som vil blive afsluttet i første kvartal 2014. Der vil også blive foretaget en uafhængig evaluering i 2015, som vil give et bredere billede af, hvorvidt EU's midler anvendes effektivt.

2. POLITISK BAGGRUND

Infrastrukturinvesteringer er fortsat afgørende for den fremtidige vækst og jobskabelse. Infrastrukturprojekter, der er økonomisk og finansielt levedygtige, kan være yderst

¹ TEN-T: 200 mio. EUR, TEN-E 10 mio. EUR, IKT 20 mio. EUR.

² Forordning (EU) nr. 670/2012 (EUT L 240 af 31.7.2012, s. 1).

konjunkturstimulerende og kan bidrage til at øge produktiviteten og beskæftigelsen. Samtidig understøtter infrastruktur, der sigter mod at forbedre markedsadgangen, Europas konkurrenceevne.

Hvis Europa skal imødegå udfordringerne med gennemførelsen af Europa 2020-strategien, er der behov for betydelige investeringer i infrastruktur og et bredt udvalg af finansieringsmodeller. Med udgangspunkt i en vurdering af medlemsstaternes finansieringsbehov skønner Kommissionen, at der mellem 2011 og 2020 vil være behov for 1 bio. EUR i sektorerne for TEN-T, TEN-E og IKT.

Over de seneste år har EU-medlemsstaterne fortsat indsatsten med at konsolidere deres budgetter, hvilket har påvirket de offentlige investeringer i infrastrukturer og forberedelsen af nye projekter. EU-midlerne under CEF vil hjælpe med at finansiere de resterende led, der skal forbinde energi- og transportnettene, samt etableringen af infrastrukturer til højhastighedsbredbånd i hele EU³. Det er dog stadig altafgørende, at den private sektor deltager i den langsigtede finansiering af sådanne projekter.

Initiativet er blot et af Kommissionens politiske tiltag til at håndtere ovenstående udfordringer. Opfølgningen på grønbogen om den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi, som ventes i første kvartal 2014, reformerne af reguleringen af finansmarkederne samt de generelle makroøkonomiske forhold og den lovgivningsmæssige stabilitet på sektorniveau forventes også at medvirke hertil.

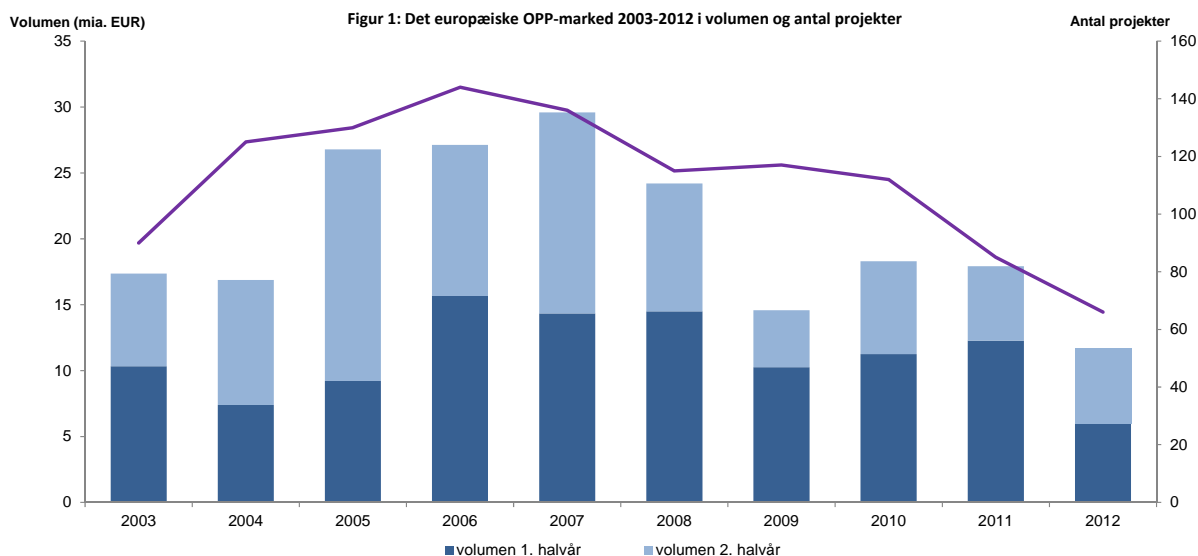
I den forbindelse har initiativet været katalysator til at skabe ny aktivitet på markedet for infrastrukturinvesteringer. I 2013 blev der uden støtte fra EU-midler udviklet en række nye finansieringsløsninger med projektobligationer på markedet. Initiativet går også fint i tråd med de internationale drøftelser i G20 og OECD om at gøre infrastruktur til en særskilt aktivklasse samt med den rapport, som ekspertgruppen på højt plan nedsat af Rådet fremlagde i november 2013 om SMV og finansiering af infrastruktur.

3. MARKEDSUDVIKLINGEN SIDEN 2011

Investeringerne i infrastruktur i Europa har været faldende siden 2007 som følge af et fald i de offentlige og private investeringer på området. I den offentlige sektor skyldes det budgetstramninger, som har medført en omfordeling af udgiftsprioriteterne og af planerne for infrastrukturen. Man havde forventet, at den private sektor ville supplere de offentlige investeringer, men i stedet har den økonomiske og finansielle usikkerhed fået projektinitiativtagerne til at sætte projekterne i bero i sektorer såsom energi og IKT/bredbånd, hvor der er store investeringsbehov for opgradering af nettene, og som er sektorer, der er mere afhængige af private investeringer.

³ For så vidt angår projekter, der modtager statsstøtte, har medlemsstaterne pligt til enten at forhåndsanmelde deres planer eller sikre sig, at de er i overensstemmelse med den generelle gruppefritagelsesordning.

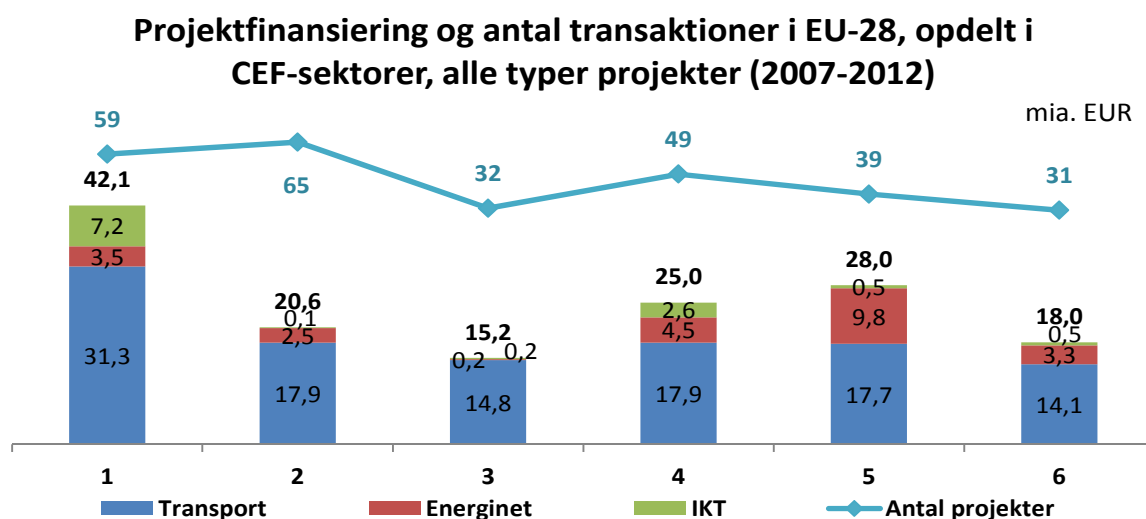
Det fremgår af figur 1, at den private finansiering af infrastruktur i EU, som afbildes ved finansieringen af OPP-projekter (offentlig-private partnerskaber), endnu ikke er faldet tilbage til niveauet før krisen på 25-30 mia. EUR (som allerede var utilstrækkeligt i forhold til EU's infrastrukturbehov). Det skyldes bl.a. en faldende aktivitet blandt monolinerne. Efter at være steget en anelse i 2010 og 2011 faldt værdien af OPP-transaktioner i Europa til 11,7 mia. EUR i 2012, svarende til en nedgang på 35 % i forhold til 2011 (17,9 mia. EUR) og det laveste niveau siden 2003. Dette fald i OPP-projekter og finansieringsvolumen afspejler for det første, at der forberedes færre projekter og for det andet, at der er mangel på langsigtet finansiering i visse sektorer og lande, som er ramt af finanskrisen.



Kilde: EPEC

Hvis der ses på fordelingen på de enkelte sektorer under CEF, er investeringerne i infrastruktur faldet fra 28 mia. EUR i 2011 til 18 mia. EUR i 2012, og der foretages færre transaktioner. I transportsektoren blev der lanceret projekter, der tegnede sig for 14,1 mia. EUR, mens energinettene og telekommunikationssektoren tegnede sig for henholdsvis 3,3 mia. EUR og 0,5 mia. EUR.

Figur 2



Kilde: Infrastructure Journal database, konverteret til EUR med en gennemsnitlig valutakurs.

I første halvdel af 2013 steg aktiviteten i CEF-sektorerne i EU-28 med 33 %, for så vidt angår volumen, nemlig fra 9,2 mia. EUR i første halvår 2012 til 12,2 mia. EUR i første halvår 2013. Antallet af transaktioner faldt en anelse (12 i forhold til 15), og de havde en gennemsnitlig størrelse på 1,0 mia. EUR i 2013 sammenlignet med 0,6 mia. EUR i 2012 (dvs. 66 % større). Det skyldes hovedsageligt, at der blev gennemført en række større refinansieringstransaktioner i 2013 (Open Grid Europe, afgiftsmotorvejen BreBeMi).

Bankerne er fortsat i gang med at gennemgå deres forretningsmodeller. Nogle af dem er atter villige til at yde lån til projekter, men med en kortere løbetid end før krisen, mens andre som reaktion på den større rolle, de institutionelle investorer ventes at spille, er i færd med at oprette specialafdelinger til at generere og placere aftaler om projektf finansiering. Denne udvikling tolkes af nogle som et tegn på genoptaget bankfinansiering. Vores vurdering er dog, at bankerne ikke vil kunne generere tilstrækkelig fremmedfinansiering til at efterkomme EU's infrastrukturbehov.

Medmindre der udvikles alternative finansieringskilder, er der en reel risiko for, at finansieringen af infrastruktur som middel til at skabe vækst og beskæftigelse oven på finanskrisen vil være meget begrænset. I den forbindelse er der blevet etableret en række forsikringsselskaber og infrastrukturfonde, som kan investere i både seniorgæld og efterstillet gæld i primære og sekundære transaktioner. Visse forsikringsselskaber har oprettet interne afdelinger, der udelukkende tager sig af finansiering af infrastruktur med henblik på at styrke deres tilstedeværelse på markedet, mens andre handler via forvaltede konti. Flere af dem har allerede gennemført de første transaktioner, selv om de fleste har været af mellemstørrelse i forholdsvis enkle sociale infrastrukturprojekter i Det Forenede Kongerige (f.eks. studenterboliger) og gennemgående har taget form af private placeringer snarere end offentlige obligationer. Flere af de mindre transaktioner på lokalt plan er investeringer i

nyetablering af virksomheder ("greenfield"), mens de større transaktioner på nationalt plan ofte omfatter refinansieringer og finansiering af allerede eksisterende foretagender ("brownfield").

Mens den traditionelle bankfinansiering altså fortsat er vigtig, er der potentiale til, at bankerne og andre nye markedsaktører fremmer den private sektors finansiering i infrastrukturprojekter gennem fremmedkapitalsmarkederne. Det er et af initiativets hovedmål.

4. MÅL FOR INITIATIVET MED PROJEKTOBLIGATIONER

Formålet med initiativet er at skabe et konkret redskab, der kan bidrage til det økonomiske opsving oven på krisen. De to vigtigste målsætninger er:

- at sætte gang i investeringerne i projekter af europæisk interesse i de transeuropæiske sektorer for transport, energi og IKT, som giver en klar merværdi, og dermed hjælpe med at få investeringerne op på niveauet før krisen og
- at få de institutionelle investorer til i højere grad at involvere sig i den langsigtede fremmedkapitalfinansiering af økonomisk rentable projekter i disse sektorer.

Initiativet sigter mod at supplere de eksisterende kilder til projektf finansiering og skabe et troværdigt alternativ til gældsfinansiering gennem andre kilder (banker og de fremspirende gældsforde). Det vil ikke kun give adgang til flere finansieringskilder, men også løsne op for de mindre optimale investeringsforhold og skabe bedre finansieringsbetingelser. Initiativets endelige mål er at gøre infrastrukturprojekter mere tiltrækkende for de private investorer.

Kreditforbedringen af projektoptioner ("Project Bond Credit Enhancement" (PBCE)), som foretages af EIB som led i initiativet, har til formål at forbedre den ofte ringe kreditværdighed ved privatfinansierede infrastrukturprojekter, så de i højere grad tiltrækker investorer. Det vil skabe flere finansieringskilder og bør hjælpe med at øge finansieringens løbetid og reducere omkostningerne forbundet hermed. Kreditforbedringen kan tage form af:

- en finansieret facilitet i form af en efterstillet tranche (dvs. et direkte lån, der ydes til projektet, og som først tilbagebetales, efter at seniorgælden er betalt), eller
- en ikke-finansieret facilitet, som er en forebyggende kreditlinje, der, når den tages i brug, bliver til et efterstillet lån.

Formålet med kreditforbedringen er at give obligationerne en A-rating, så de fleste institutionelle investorer kan købe dem. Selv om enkelte institutionelle investorer nu er klar til at løbe en større risiko ved at opkøbe mezzanine obligationstrancher, er initiativets målsætning om at skabe en kritisk masse af investorer på markedet, øge standardiseringen og bidrage til udviklingen af et mere modent marked stadig velbegrundet.

Kreditforbedringen hjælper med at begrænse de specifikke risici, der er forbundet med projekterne under deres udarbejdelse og drift, idet den tilvejebringer ekstra likviditet og dermed forbedrer projektets finansielle profil i fald af uforudsete hændelser. Eftersom

fordringerne i forbindelse med kreditforbedringen ikke er efterstillede ved egenkapitalinvestering, men er det ved gældsinvestering, får obligationen en højere kreditværdighed.

EU's bidrag til instrumentet hjælper bl.a. med delvist at absorbere den ekstra risiko, EIB løber ved at deltage i transaktioner, der er mere risikoprægede end normalt, idet de dækker de første tab på projektporteføljen op til et vist maksimum. Således kan EIB støtte flere transaktioner, end det ellers ville være muligt. Projekterne skal overholde EU's retningslinjer for støtteberettigelseskrav i hver af de tre sektorer, de skal generere stabile og tilpas høje cash-flows, og de skal være økonomisk rentable og teknologisk gennemførlige.

5. RESULTATER

Pilotfasen for initiativet blev lanceret for 12 måneder siden. EIB's Styrelsesråd kan frem til udgangen af 2014 godkende projekter, der skal være finansielt afsluttede senest i udgangen af 2016.

Indtil videre har EIB's Styrelsesråd godkendt otte projekter i flere medlemsstater inden for transport og energi, der er berettigede til at modtage kreditforbedring. EIB har desuden påvist anvendeligheden af projektobligationer ved at yde kreditforbedring af obligationer i forbindelse med to godkendte projekter (hvoraf kun det ene blev støttet med EU-midler på grund af budgetbegrænsninger), og endnu et projekt forventes snart at kunne modtage kreditforbedring.

5.1. Projekter, der er godkendt af EIB

Projekterne spænder fra anlæg af motorveje i flere medlemsstater til nettilslutninger af havvindmølleparker i Tyskland og Det Forenede Kongerige samt lagerfaciliteter for gas i Italien og Spanien. EIB arbejder aktivt med forberedelserne til et gennemførligt projekt inden for bredbånd.

Tabel 1:

Politik	Projekt	Land	Forventet størrelse af kreditfaciliteten (mio. EUR)
TEN-T	Motorvej	Belgien	150
TEN-T	Motorvej	Tyskland	120
TEN-T	Motorvej	Det Forenede Kongerige	200
TEN-E	Nettilslutning til flere havvindmølleparker	Det Forenede Kongerige	150
TEN-E	Lagring af gas	Spanien	200
TEN-E	Lagring af gas (1)	Italien	200
TEN-T	Motorvej	Slovakiet	200
TEN-E	Nettilslutning til flere havvindmølleparker	Tyskland	170
Godkendt i alt			1 390

(1) Hvis der er mulighed for at modtage EU-midler

Der kan stadig tilføjes flere projekter, som godkendes af EIB's Styrelsesråd inden udgangen af 2014, til listen.

Pilotfasen kan tilvejebringe kreditfaciliteter, der svarer til ca. tre gange mere end bidraget fra EU-budgettet på 230 mio. EUR, dvs. ca. 700 mio. EUR, og i sidste ende finansiere seniorgæld, der er 15-20 gange højere end bidraget fra EU-budgettet.

Faciliteterne for den efterstillede gæld for de otte godkendte projekter overstiger 700 mio. EUR, men vil sandsynligvis blive anvendt i mindre grad, idet kreditforbedrede projektobligationer ofte er en blandt flere af de finansieringsløsninger, som projektvirksomheden og/eller den godkendende myndighed kan vælge at anvende. For eksempel finansieres motorvejene i Det Forenede Kongerige og Slovakiet ikke via kreditforbedringer, da projekterne af specifikke årsager havde en rating, der var tilstrækkelig høj til at hente midler på obligationsmarkedet, og dermed ikke havde behov for den forbedrede rating, som kreditforbedringen ville bidrage med. Ikke desto mindre anses selve muligheden for at anvende kreditforbedringer som finansieringsløsning for at have bidraget til at opretholde prispresset på de to projekter, så de respektive ordregivende myndigheder har fået mest muligt ud af pengene.

5.2. Projektobligationer, der støttes af EIB

EIB har ydet støtte til en udstedelse af obligationer til 1,4 mia. EUR til Castor-projektet (en lagerfacilitet til gas⁴) uden at trække på EU-budgettet, eftersom det beløb, der krævedes som bidrag fra Kommissionen, oversteg de disponible midler.

Den første projektobligation

Den første projektobligation på 1,4 mia. EUR, som forfalder i december 2034, blev udstedt i juli 2013 med en kupon på 5,756 og en spread på 100 basispoint over de spanske statsobligationer. Obligationerne var med til at finansiere opførelsen og driften af et underjordisk gaslager og tilhørende faciliteter uden for den spanske middelhavskyst. Standard & Poor's gav obligationerne en BBB-rating.

30 investorer har investeret i obligationen, hvoraf forsikringsselskaber og pensionsfonde tegner sig for mere end 60 % af udstedelsen, mens resten af investorerne er foreninger, fondsforvaltere og banker (kun 4 %). Investorerne er geografisk spredte og ligeligt fordelt mellem Tyskland, Frankrig, Spanien, Italien, Det Forenede Kongerige og Luxembourg.

Obligationerne blev udstedt af Watercraft Capital, et SPV-selskab baseret i Luxembourg, som låner midlerne videre til projektvirksomheden, så den kan refinansiere de udestående lån med kortere løbetider, den optog for at finansiere opførelsen af gaslagerfaciliteten. Projektvirksomhedens finansiering vil således være bedre tilpasset den 30-årige bevilling.

Initiativet har også tilgodeset udstedelsen af obligationer til 305 mio. GBP til Greater Gabbard OFTO-projektet i Det Forenede Kongerige om opførelse af et transmissionssystem, der skal forbinde en 500MW-havvindmøllepark til elnettet på landjorden. Det er det første OFTO-projekt, der finansieres via kapitalmarkedet. Der blev ydet en ikke-finansieret

⁴ Der blev foretaget en miljøkonsekvensvurdering af projektet, som blev godkendt af de relevante spanske myndigheder i 2009. Efter seismisk aktivitet i området i 2013 har de spanske myndigheder besluttet at foretage yderligere tekniske undersøgelser af projektets virkninger.

kreditforbedring på ca. 46 mio. GBP, og Moody's gav derfor obligationen en A3-rating og en konkurrencedygtig prissætning på 125 basispoint over de britiske statsobligationer. Kreditforbedringen blev ydet med støtte fra EU-budgettet, og alle EU-midlerne på 10 mio. EUR til rådighed for energiprojekter er blevet brugt under pilotfasen.

Greater Gabbard OFTO når finansiell afslutning

Greater Gabbard OFTO-projektet om offshore transmission af 504MW nåede finansiell afslutning den 27. november 2013. OFTO-licensen, som tildeles det regulerende organ for el- og gasmarkederne i Det Forenede Kongerige (Ofgem), giver projektvirksomheden mulighed for at eje og drive aktiverne i 20 år og modtage de overskydende indtægter. De fuldt operationelle aktiver har en anslået værdi på 350 mio. GBP, som bl.a. finansieres af projektvirksomheden gennem udstedelsen af projektobligationer.

For at finansiere aftalen er der udstedt obligationer til 305 mio. GBP med en kupon på 4,137 %, som forfalder den 29. november 2032.

Moody's har indtil videre givet projektet en A3-rating med stabile udsigter. Bureauet har udtalt, at ratingen afspejler den kreditforbedring, der ydes gennem initiativet med projektobligationer. Samlet set har projektsponsorerne ydet 46 mio. GBP i egenkapital.

Det er den første runde-1-OFTO, der er tilstrækkelig stor til at tiltrække interesse fra kapitalmarkedet. En sådan finansiering har længe været betragtet som hensigtsmæssig i OFTO-sektoren, da den takst, der betales til driftslederen, er knyttet til det britiske detailprisindeks og 90 % af indtægterne er garanteret.

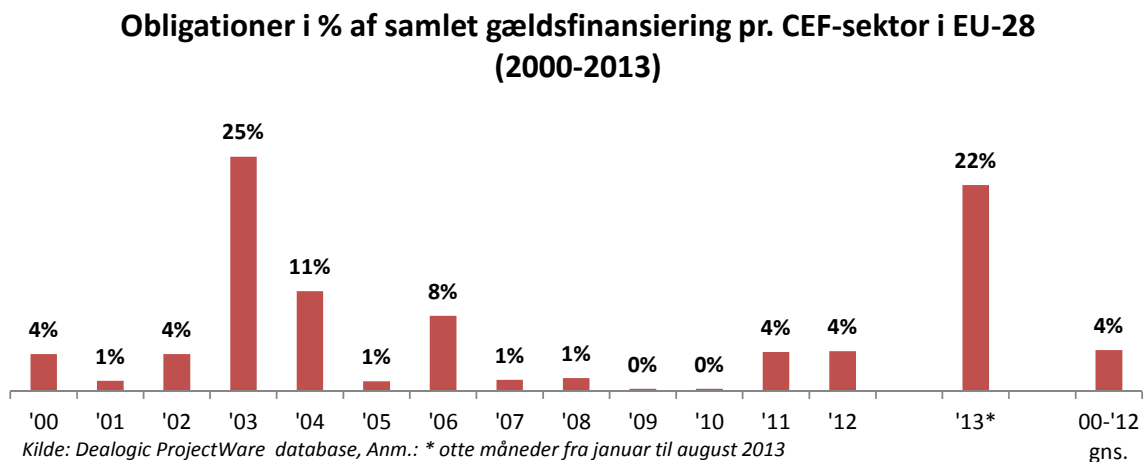
Disse to transaktioner forventes at blive efterfulgt af A11 motorvejsprojektet i Belgien ved udgangen af 2013 eller begyndelsen af 2014. Dette projekt vil modtage EU-midler og vil skabe endnu et referencepunkt for investorpotentiale og prissætning.

OPP-A11 Brugge er en ny motorvej, der forbinder havnen i Zeebrugge med E40 mod Gent og E34 mod Antwerpen. Den vil forbedre forbindelsen mellem havnen og Brugge og forbindelserne til de andre turistområder langs den belgiske kyst, navnlig Knokke og Blankenberge. Projektets finansieringsstruktur forventes afgjort ved udgangen af 2013 eller begyndelsen af 2014. Den endelige vedtagelse afhænger af afslutningen på forhandlingerne og godkendes af de relevante ordregivende myndigheder. A11-projektet vil blive det første TEN-T-projekt under initiativet og den første greenfield-transaktion. Det forventes, at obligationerne til 575 mio. EUR vil blive understøttet af en ikke-finansieret kreditforbedring på ca. 114 mio. EUR i form af en forebyggende kreditlinje, der ydes af EIB.

5.3. Andre udstedelser af infrastrukturobligationer

Det øgede fokus på og støtte til gældsfinansiering af infrastrukturprojekter har også ført til en betydelig stigning i andre udstedelser af infrastrukturobligationer sammenlignet med perioden 2007-2012. Mellem 2007 og 2013 gik mere end 90 % (i volumen) af de obligationer, der blev udstedt i sektorerne under CEF, dog til at dække refinansieringer, 6 % til greenfield-investeringer, og 3 % til opkøb.

Figur 3



Foruden Castor-obligationerne til 1,4 mio. EUR, som blev støttet af EIB, er der i 2013 foretaget en række refinansieringsaftaler på obligationsmarkedet, herunder:

- refinansiering af High Speed 1, som er et projekt om højhastighedsbanelinjer i Det Forenede Kongerige, med obligationer til 760 mio. GBP med 25 års løbetid som led i en samlet lånepakke på 1,55 mia. GBP. Projektobligationerne fik en A-rating, idet den britiske regering gennem en særlig aftale stillede sig som garant for rådighedsbetalinger til High Speed 1
- Open Grid fik refinansieret 2,7 mia. EUR af sin gæld, dvs. 1,2 mio. EUR via lånefaciliteter og 1,5 mio. EUR via A-ratede obligationer med en løbetid på 7, 10 og 12 år
- i Slovakiet er en gæld på ca. 1,2 mia. EUR blevet refinansieret med langfristede obligationer med en BBB-rating og forfaldsdato i 2039.

Disse transaktioner viser den interesse, der er på kapitalmarkedet for simpel refinansiering af infrastrukturprojekter.

Samtidig er der i 2013 skabt flere løsninger til gældsfinansiering med henblik på at tiltrække institutionelle investorer til greenfield-projekter. De fleste er i sektorerne for social infrastruktur, f.eks. studenterboliger, hvor projekterne er af en mindre størrelsesorden og knap så risikoprægede.

Projekt	Rating	Løbetid	Nominelt (mio.)	Karakteristika
Ringvej L2/A507	Baa3	28 år og 30 år for henholdsvis 1. tranche og 2. tranche	79 EUR (1. tranche) 86 EUR (2. tranche)	Over 65 % af finansieringen ydes af den franske regering, mens de resterende 165 mio. EUR er opkøbt af en forsikringskoncern, hvor 2. tranche sikres via Dailli (dvs. fransk statsgaranti)
Holyrood studentboliger, Det Forenede Kongerige	AA-/A2	35 år fast og indekseret	63 GBP	Prioritetsobligationer med BBB/Baa3-rating og yderligere støttet af Assured Garanty
Pendleton Together Housing	ikke relevant	29 år	71,7 GBP (tranche A) 10,9 GBP (tranche B)	Delvist garanterede obligationer (seniorobligationer i tranche A med kreditforbedring gennem efterstillede obligationer i tranche B)
Zaanstad-fængslet	ikke relevant	28 år	72 EUR	Seniorobligationer med kreditforbedring via efterstillet gæld i tranche B
ULiving Hertfordshire, Det Forenede Kongerige	A-	41 år indekseret	144 GBP	
UPP, studenterboliger, Det Forenede Kongerige	A-	27 år fast, 34 år indekseret	382 GBP	Lejeindtægter fra flere universiteter med risikobegrænsende "cash-pooling"
Socialt byggeri i Leeds	AA-/A2	19 år	102 GBP	Prioritetsobligation garanteret af Assured Garanty

Kilder: Infrastructure Journal, Standard & Poors

Det bør bemærkes, at projekterne L2, Holyrood, Pendleton, Zaanstad og Leeds alle anvender en form for kreditforbedring. To af disse transaktioner viser, at monolinerne er ved at vende tilbage på markedet ved at garantere disse transaktioner af mellemstørrelse. Den største transaktion, UPP studenterboligerne, tegner sig for 382 mio. GBP og er baseret på en projektportefølje. I flere af tilfældene har en enkelt institutionel investor erhvervet store andele af transaktionen.

Alle transaktionerne undtagen to foregår på det britiske marked, hvor der har været tradition for kapitalmarkedsfinansiering af OPP, som blev garanteret af monolinerne. I hele det kontinentale Europa vokser appetitten for obligationsfinansierede løsninger, og de licitationsudbydende myndigheder er langsomt ved at tilpasse sig de nye finansieringsmuligheder. I forbindelse med licitationsproceduren er det stadig almindeligt, at der findes en fast aftale om finansiering på det budgivende stadie, hvilket sætter en begrænsning for obligationsløsninger i forbindelse med privatplaceringer og i høj grad forhindrer udstedelsen af offentlige obligationer, som ellers kunne være mere fordelagtige med hensyn til volumen og prissætning.

5.4. Resumé

I løbet af det første år, hvor initiativet har været i gang, har EIB's Styrelsesråd godkendt otte projekter, som potentielt kan modtage kreditforbedring, og der er flere projekter under forberedelse. To projekter har modtaget kreditforbedring via EIB, og yderligere et projekt forventes at blive begunstiget i begyndelsen af 2014. Et af de tre projekter blev vedtaget uden støtte fra EU-budgettet.

Kommissionen og EIB har aktivt fremmet projektobligationer til støtte for finansiering af infrastruktur. De er blevet anerkendt og påskønnet af markedet og har via den forventede katalysatoreffekt bidraget til udviklingen af andre markedsløsninger. Det bekræfter, at Europa gør reelle fremskridt i retning af oprettelsen af et marked for projektobligationer. Initiativet med projektobligationer har navnlig bidraget til at tiltrække flere investorer til infrastrukturaktiver, hvilket fremgår af de transaktioner, der allerede er gennemført. Selv når man i sidste ende ikke har valgt at gøre brug af projektobligationer til finansieringen, har de været med til at skabe et konkurrencepres, som har reduceret de samlede finansieringsomkostninger til en række projekter.

Markedet har dog indtil videre mest været fokuseret på mindre lokale infrastrukturprojekter i Det Forenede Kongerige, mens der har været mindre interesse for større projekter på nationalt plan. Det er navnlig stadig svært at tiltrække investorer til TEN-greenfield-projekter. Medlemsstaterne bør optrappe arbejdet med at identificere og forberede infrastrukturprojekter, så de kan bringes på markedet.

6. NØDVENDIGE FORBEDRINGER AF INITIATIVET

6.1. Behov for mere udprægede og fremskredne projektforberedelser

Der er en klar efterspørgsel efter infrastruktur i Europa, men der er en stigende usikkerhed om, hvorvidt antallet og forberedelserne af projekter er tilstrækkelige til at imødekomme efterspørgslen⁵.

I forbindelse med de projekter, der er stærkt afhængige af deltagelse fra den offentlige sektor, skal regeringerne i Europa være mere aktive med hensyn til at åbne op for nye infrastrukturinvesteringer og håndtere usikkerheden ved udbuddet eller forberedelserne af nye infrastrukturprojekter. Hvis der ikke er udsyn til tilstrækkelige (hensigtsmæssige) projekter, vil det være svært at øge den langsigtede investering. Hvis investorernes tillid til disse transaktioner skal forbedres, så de er villige til både at stille midler til rådighed og investere i de nye kapaciteter, der skal til for at analysere finansieringen af infrastrukturprojekter, skal der være en større gennemsigtighed i projektforberedelsen på nationalt og overnationalt plan, og de ordregivende myndigheder skal forbedre den langsigtede planlægning og forpligte sig i højere grad.

I den forbindelse er der stadig, for så vidt angår gennemførelsen af projektplanlægningen, store udfordringer forbundet med pludselige ændringer i reguleringen af specifikke sektorer. Inden for alle sektorerne står udstedelsen af obligationer stadig over for flere udfordringer, bl.a. med hensyn til manglende standarder, usikkerhed i forbindelse med prissætningen på kapitalmarkedet samt usikkerheden ved at indføre nye typer af løsninger på markedet. Her vil initiativet med projektobligationer kunne spille en vigtig rolle.

⁵ Kilde: *Infrastructure Journal af 17.11.2013.*

6.2. Anvendelse af EU-budgettet

Med henblik på Kommissionens og EIB's risikodelingsinstrument, der er beskrevet i afsnit 4, ville EU's midler kunne anvendes endnu mere effektivt, hvis den første støtte til dækning af tab blev delt mellem alle projekterne i de sektorer, der er omfattet af initiativet. Idet støtten ydes separat til hver portefølje i de tre sektorer, er der klare grænser for risikospredningen og dermed også løftestangeffekten. Den begrænsede løftestangeffekt på de mindre porteføljer medfører desuden, at der skal findes projekter af en størrelse, der kan dækkes af EU-midler. F.eks. har EIB ydet finansiering til Castor-projektet med egne midler, idet bidraget fra TEN-E-budgettet ikke var stort nok til at dække det krævede EU-bidrag.

Overordnet set vil EU-budgettet og risikodelingsinstrumenterne kunne få en større løftestangeffekt ved en større diversificering. Diversificeringen stiger med antallet af projekter i porteføljen, mens projekternes sektormæssige diversitet får deres korrelation til at falde. Derfor vil en større projektportefølje, der også omfatter flere sektorer, indeholde større fordele, hvad angår diversificering. På den anden side kan det blive mere besværligt at håndtere risiciene i en given portefølje, der indeholder forskellige risikoprofiler, selv om EIB stadig vil kunne forvalte den. For at få mest muligt ud af fordelene ved diversificering bør CEF kun have en enkelt projektportefølje i overensstemmelse med CEF-forordningen og finansforordningen om EU's udgifter. Det vil gøre det lettere at skaffe finansiering uanset projekternes størrelse eller tidshorisont.

Dette kan også anvendes ved porteføljer under LGTT og initiativet med projektobligationer for bedst at udnytte stordriftsfordelene. Ved at kombinere disse porteføljer med CEF-porteføljen kan der skabes en "kerneportefølje", som kan bidrage til at reducere de relative bidrag fra EU-budgettet til nye projekter på et tidligere tidspunkt, end det ellers ville være tilfældet. Den uafhængige undersøgelse, som Kommissionen har bestilt, og som der henvises til i indledningen, forventes at nå til samme konklusion.

7. KONKLUSIONER

Udstedelsen af to projektobligationer med kreditforbedring efter kun 12 måneder viser tydeligt, at initiativet lever op til forventningerne og er en succes, for så vidt angår ydelsen af finansiering til projekter.

Markedsinteressen for og den feedback, der har været omkring initiativet, har været positive, og det har medvirket til at rette investorernes interesse mod obligationsløsninger. For så vidt angår udviklingen af projektobligationer, skal der en større indsats til for at skabe et aktivt obligationsmarked, herunder udstedelsen af flere obligationer, så der skabes en større beholdning og et bedre defineret benchmark for kommende udstedelser. Det vil gøre det lettere for investorer og de ordregivende myndigheder at vurdere det sandsynlige finansieringsniveau og gøre obligationernes prisfastsættelse mere forudsigelig, så de ordregivende myndigheder måske helt kan gå bort fra at kræve, at hele finansieringen foreligger på forhånd. For at skabe et likvidt projektobligationsmarked kræver det desuden en bedre projektforberejdelse. Regeringerne bør derfor yde en større indsats i forbindelse med den

langsigtede planlægning for at sikre en mere stabil og gennemsigtig forberedelse af infrastrukturprojekter. Derfor vil der med CEF blive ydet teknisk bistand på institutionelt niveau og projektniveau for at hjælpe med at forberede fremtidige projekter af almen interesse og støtte medlemsstaterne og den private sektor. Der er også mulighed for at udvide initiativet til andre politikområder, hvor finansieringen af mindre lokale infrastrukturprojekter kan samles på nationalt eller regionalt plan.

CEF kunne spille en større rolle, hvis de tre sektorporteføljer (dvs. transport, energi og IKT) blev samlet under ét, jf. artikel 14, stk. 3, i den kommende forordning om oprettelse af CEF. Med henblik på at effektivisere anvendelsen af EU-midler og øge deres løftestangseffekt, bør lejligheden gribes til at skabe en ordning, der samler dækningen af første tab under et, så der drages større gavn af diversificeringen af de tre sektorer, og hvor de allerede eksisterende instrumenter kunne anvendes som en kerneportefølje.