

Zhrnutie štúdie:  
Kapitálové trhy vo financovaní  
PPP

Kde sa nachádzame a kam smerujeme?

(Marec 2010)

## Zhrnutie

Štúdia „Kapitálové trhy vo financovaní PPP - Kde sa nachádzame a kam smerujeme?“ bola vypracovaná Európskym expertným PPP centrom (EPEC) v spolupráci s Partnerships UK. Cieľom tohto dokumentu je zosumarizovať všetky dôležité informácie a závery tejto štúdie a sprostredkovať tak poznatky o úlohách a význame kapitálových trhov vo financovaní PPP projektov. Dokument v úvode poskytuje základné informácie o úlohe kapitálových trhov pri financovaní PPP projektov ako aj informácie o ich hlavných výhodách a nevýhodách oproti tradičnému financovaniu prostredníctvom bankových úverov. Následne skúma najrozšírenejší model financovania PPP projektov dlhopismi, ktorým je tzv. „monoline model“ a dopad zníženia ratingu monolines, ku ktorému došlo po vypuknutí úverovej krízy.

Dokument ďalej analyzuje príčiny, pre ktoré sa kapitálové trhy stiahli z financovania PPP projektov a skúma potenciálne obmedzenia a riešenia pre opätovné oživenie a expanziu financovania PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov.

Aj keď existujú kapitálové trhy v mimoeurópskych krajinách, a to najmä v USA, Kanade a Austrálii, ktoré aj v súčasnosti aktívne financujú PPP projekty, tento dokument sa zameriava výlučne na európske kapitálové trhy, s osobitným dôrazom na ich dva kľúčové prvky, trh Veľkej Británie (Librová zóna) a trh kontinentálnej Európy (Eurozóna).

### European PPP Expertise Centre (EPEC)

EPEC je spoločnou aktivitou EIB, členských a kandidátskych krajín EÚ a Európskej komisie a predstavuje medzinárodnú komunikačnú platformu, predovšetkým pre štátne inštitúcie aplikujúce politiku PPP. Umožňuje pracovníkom skupinám z členských i kandidátskych krajín EÚ vymieňať si skúsenosti a najlepšiu prax s implementáciou PPP politiky, odborne posudzovať a analyzovať PPP procesy.

### Dôležité upozornenie

Všetky informácie uvedené v tomto dokumente vychádzajú výlučne zo štúdie „Kapitálové trhy vo financovaní PPP - Kde sa nachádzame a kam smerujeme?“ a z tohto dôvodu v ňom nie sú uvedené citácie a odkazy na uvedenú štúdiu. Žiaden z poznatkov alebo záverov uvádzaných v tomto dokumente nie je poznatkom ani záverom Ministerstva financií Slovenskej republiky, ale čerpá výlučne z poznatkov predmetnej štúdie. Primárnym cieľom tohto dokumentu je sprostredkovať jeho čitateľom závery a poznatky z predmetnej štúdie zameranej na úlohy kapitálových trhov vo financovaní PPP projektov a možnosti ich opätovného využitia pri financovaní PPP projektov.

# 1. Zhrnutie úlohy kapitálových trhov vo financovaní PPP projektov

## 1.1. Stručná história

Medzi jednotlivými členskými krajinami EÚ existujú rozdiely vo využívaní kapitálových trhov pri financovaní PPP projektov. Kapitálové trhy boli najčastejšie využívané v krajinách s významným zastúpením schém privátneho dôchodkového sporenia, ktoré potrebujú umiestniť prostriedky účastníkov systému do aktív s dlhodobou splatnosťou. Táto forma financovania PPP projektov sa najčastejšie využívala vo Veľkej Británii, kde kapitálové trhy poskytli rozhodujúcu časť financovania PPP projektom s investičnou hodnotou vyššou ako 180 mil. EUR.

Existuje viacero dôvodov obmedzeného využívania financovania PPP projektov z kapitálových zdrojov v ostatných členských krajinách: nedostatočná rozvinutosť kapitálových trhov, ktorá sa prejavuje v nedostatočnej likvidite investičných nástrojov, neexistencia veľkých schém privátneho dôchodkového sporenia, silný trh úverového financovania poskytovaného bankami v agresívnych cenových a zmluvných podmienkach a nedostatočná znalosť problematiky PPP projektov zo strany účastníkov dlhopisového trhu, v dôsledku ktorej je financovanie PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov vnímané ako príliš náročné. Napriek tomu sa však v posledných rokoch využívajú zdroje získané na kapitálových trhov na tzv. refinancovanie v minulosti zrealizovaných PPP projektov.

Významnou charakteristikou trhu PPP dlhopisov v Európe je rozsiahle využívanie záruk poskytovaných monolines<sup>1</sup>, pričom objem PPP dlhopisov vydaných bez takýchto záruk je veľmi obmedzený. Významnosť monolines bola daná predovšetkým ich často nezastupiteľnou úlohou pri vykonávaní hĺbkového auditu a monitoringu PPP projektu, ako aj pri štruktúrovaní a administrovaní financovania pre tradičných dlhopisových investorov.

## 1.2. Investori

Historicky najvýznamnejšími investormi nakupujúcimi PPP dlhopisy boli subjekty s dlhodobými záväzkami, oproti ktorým potrebovali aktíva vytvárajúce dlhodobé peňažné toky. Kľúčovými hráčmi na trhu PPP dlhopisov sa stali predovšetkým dôchodkové fondy, životné poisťovne a správčovské spoločnosti, ktorých klientmi boli dôchodkové fondy a životné poisťovne.

V uplynulých troch rokoch sa však rozhodujúcimi investormi na trhu PPP dlhopisov stali banky, ktoré ich ale nakupovali najmä na účely tzv. swapovej arbitráže<sup>2</sup> s cieľom ich ďalšieho predaja investorom hľadajúcim dlhopisy s pevným úrokovým výnosom. Aj keď banky týmto spôsobom napomohli verejnému sektoru znížiť náklady dlhového financovania, čo sa následne premietlo do nižších nákladov na PPP projekty, banky svojou aktivitou vytlačili z trhu tradičných investorov. Potom ako došlo k výraznému oslabeniu monolines a k problémom bánk realizujúcich spomenuté „swapové arbitráže“ pri rolovaní ich krátkodobých pozícií sa v roku 2008 tento druh financovania úplne vytratil z trhu.

Aj keď sa v súčasnosti často diskutuje o možnosti vstupu tzv. „sovereign wealth fondov“ a „fondov alternatívneho financovania“ napriek atraktivite dnes dosiahnuteľného zhodnotenia ich kapitálu na trhu PPP dlhopisov, žiaden z týchto fondov sa nateraz výrazne neangažoval v tomto type financovania. Určitým zdôvodnením ich nezáujmu o PPP dlhopisy je existencia alternatívnych investičných príležitostí (napr. v tzv. sieťových odvetviach) ponúkajúcich bezpečný výnos, vyžadujúcich menej času a úsilia zo strany investora ako aj skutočnosť, že žiadna zo zúčastnených strán verejno-súkromných partnerstiev doteraz nevyvinula dostatočnú iniciatívu k prilákaniu tejto kategórie investorov.

---

<sup>1</sup> Poskytovatelia poistenia dlhového financovania

### 1.3. Dlhopisy verus banky: výhody a nevýhody

Aj keď sa v súčasnosti diskutuje o ďalších alternatívach, dlhopisy a bankové úvery zostávajú rozhodujúcimi formami dlhového financovania PPP projektov. Medzi týmito dvomi možnosťami však existujú rozdiely, ktoré sa v závislosti od podmienok realizovateľnosti PPP projektov líšia svojimi výhodami a nevýhodami v nasledovných oblastiach:

**Úroková sadzba poskytnutých zdrojov** – dlhopisové financovanie bolo lacnejšie v porovnaní s bankovými úvermi, buď preto, že dlhopisoví investori dokázali poskytnúť svoje zdroje za fixnú úrokovú sadzbu, čím sa eliminovala potreba swapu, a to následne zlacňovalo výslednú nákladovosť financovania, ako aj preto, že dlhopisoví investori disponovali dlhodobými zdrojmi, vďaka čomu dokázali podstupovať riziko likvidity pri nižšej marži ako banky, alebo, že záruky za splatenie väčšiny dlhopisov zabezpečujúce dlhopisom AAA rating boli poskytované monolines v podmienkach, ktorých výsledkom bolo celkovo lacnejšie financovanie ako pri bankových úveroch.

**Náklady spojené s čerpaním financovania** – v prípade dlhopisov je financovanie čerpané jednorazovo, zdroje sú pri realizácii PPP projektu používané postupne, náklady na financovanie však vznikajú okamihom jeho čerpania, čo znamená, že v prípade dlhopisov musí dlžník znášať náklady aj za tú časť financovania, ktorú nevyužije okamžite, ale až postupne. Naopak, v prípade bankových úverov je možné čerpať zdroje postupne resp. v závislosti na ich aktuálnej potrebe, na druhej strane však musí dlžník platiť tzv. „záväzkovú províziu“ stanovenú percentuálnou sadzbou z nečerpanej časti financovania. Tá je však vo väčšine prípadov nižšia ako úroková sadzba dlhopisov a preto je v tomto kontexte využitie dlhopisového financovania menej efektívne ako pri bankových úveroch.

**Predčasné splatenie a príležitosť refinancovania** – ak existuje možnosť získania výhodnejšieho financovania, ktoré môže následne znížiť náklady súkromného ako aj verejného partnera na PPP projekt, budú mať obe strany záujem o refinancovanie projektu. Refinancovanie je však takmer vždy determinované súhlasom a podmienkami existujúcich veriteľov. Dlžník musí preto pri rozhodnutí refinancovať projekt zohľadniť náklady resp. pokuty spojené s predčasným splatením záväzkov voči existujúcim veriteľom resp. náklady na zaranžovanie nového financovania a to tak v prípade financovania projektu dlhopismi ako aj v prípade financovania projektu bankovými úvermi. Pokuty resp. poplatky za predčasné splatenie súvisia najmä s požadovanou ochranou veriteľov voči nižšiemu zhodnoteniu predčasne splatených zdrojov, ktoré nedokážu reinvestovať za porovnateľných podmienok ako boli tie, ktoré im ponúkol existujúci dlžník, ako aj so znášaním nákladov na ukončenie swapov, prostredníctvom ktorých veritelia zafixovali cenu financovania pre súčasného dlžníka.

**Riziko refinancovania** – nakoľko sa v uplynulom období vytratil z trhu zdroj so splatnosťou, ktorá zodpovedá dĺžke trvania PPP projektu, PPP projekty môžu byť financované len bankovými úvermi s kratšou dobou splatnosti. Tieto úvery je potrebné pred ich splatnosťou refinancovať. V tejto súvislosti existujú dva hlavné prístupy k riziku spojenému s refinancovaním. Súkromný partner buď čelí riziku, že bude musieť uskutočniť refinancovanie s akýmkoľvek nákladmi, ktoré sú dostupné na trhu (tzv. hard miniperim štruktúra) alebo sa dohodne s bankou ešte pred vznikom úverového vzťahu na možnosti predĺženia pôvodnej splatnosti v prípade, že neuskutoční refinancovanie do pôvodného dátumu splatnosti tým, že splatnosť sa predĺži za podstatne vyšších úrokových nákladov a tvrdších podmienok platných pri pôvodnej splatnosti úveru (tzv. soft miniperim štruktúra). Súkromný a verejný partner v dôsledku toho čelia riziku refinancovania. Riziko neschopnosti refinancovať projekt je naopak nižšie pri dlhopisovom financovaní, nakoľko zdroje potenciálnych investorov majú porovnateľnú splatnosť ako je dĺžka trvania väčšiny PPP projektov.

**Rozhodnutia týkajúce sa projektu** – schopnosť bánk vykonať hĺbkový audit projektu a premietnuť jeho závery do podmienok, v ktorých poskytnú svoje financovania, ako aj schopnosť kontrolovať a monitorovať projekt počas celej

jeho životnosti, je neporovnateľne väčšia ako pri dlhopisových investoroch. Tí sa v minulosti spoliehali v týchto činnostiach na monolines, ktoré ale doteraz nedokázal žiaden iný subjekt nahradiť.

**Určitosť** – pred vypuknutím finančnej krízy dokázali banky poskytnúť väčšiu určitosť ceny financovania ako dlhopisoví investori. Banky sa dokázali zaviazat' k poskytnutým cenovým podmienkam financovania niekoľko mesiacov pred finančným uzatvorením. Naopak dlhopisoví investori dokázali potvrdiť cenu nimi poskytovaného financovania až tesne pred dátumom finančného uzatvorenia.

**Dosiahnuteľnosť** – napriek tomu, že v minulosti kapitálové trhy dokázali poskytnúť financovanie mnohým PPP projektom, úverové financovanie bánk je vnímané ako spoľahlivejšie a istejšie. Toto vnímanie vyplýva z väčšej neistoty dostupnosti zdrojov od dlhopisových investorov v porovnaní s dostupnosťou zdrojov od bánk. Menšia spoľahlivosť dlhopisového financovania vyplýva zo skutočnosti, že tzv. vedúci aranžéri emisií PPP dlhopisov nedokázali garantovať kúpu tej časti emisie, ktorá nebola upísaná investormi. Na druhej strane je potrebné dodať, že po vypuknutí finančnej krízy sa tiež výrazne znížila spoľahlivosť úverového financovania, a to najmä v prípadoch tzv. syndikovaného a klubového financovania.

**Náklady emitovania dlhu** – transakčné náklady dlhopisového financovania sú vyššie v porovnaní s úverovým financovaním bánk a to najmä z titulu potreby získania ratingu a nákladov spojených s kótovaním dlhopisov na burze cenných papierov.

**Ochrana proti inflácii** – špecifickým druhom dlhopisov sú tzv. dlhopisy s výnosom odvodeným od miery inflácie. Tento typ dlhopisov je obzvlášť atraktívny pre investorov ako sú dôchodkové fondy, ktoré ich môžu spárovať so svojimi záväzkami naviazanými na infláciu. Takýto typ financovania môže zároveň vyhovovať verejným obstarávateľom PPP projektov, ktorí sú ochotní akceptovať naviazanie časti nimi uhrádzaných jednotkových platieb na infláciu. Takýto nástroj naopak nedokážu poskytnúť banky v rámci úverového financovania.

Rámcovo možno konštatovať, že dlhopisové financovanie bolo historicky vždy menej flexibilné ako úverové financovanie bánk a zároveň je náročnejšie na manažment bez zapojenia monolines. V každom prípade tieto nevýhody je potrebné posudzovať podľa konkrétneho prípadu, a to najmä vo vzťahu k potenciálnym úsporám nákladov financovania, eliminácii refinančného rizika a možnosti získania financovania na dlhšie obdobie trvania PPP projektu.

## 2. Zhodnotenie monoline modelu

### 2.1. História

Poistovanie dlhového financovania poskytované monolines vzniklo na začiatku sedemdesiatych rokov minulého storočia v Spojených štátoch ako reakcia na neschopnosť mnohých emitentov komunálnych dlhopisov splácať svoje záväzky. Keďže trh komunálnych dlhopisov vždy bol a naďalej zostáva trhom drobných individuálnych investorov, ktorí nemajú kapacitu a schopnosť analyzovať riziká emitentov a musia sa tak spoliehať na verejne dostupné hodnotenia emitentov, zamerané na posúdenie ich schopnosti splácať záväzky od ratingových agentúr ako sú Standard and Poors a Moody's Investor Service.

Historicky bola podnikateľská činnosť monolines postavená na poskytovaní nepodmienených a neodvolateľných záruk za riadne a včasné splatenie istiny a úroku investorom v spojení so zabezpečením dostatočnej kapitálovej rezervy na tieto záruky tak, aby si mohli monolines udržať vysoký rating (optimálne Aaa). Objem kapitálovej rezervy potrebnej na udržanie takéhoto ratingu sa odvíja od pravdepodobnosti zlyhania emitenta resp. nesplácania jeho záväzkov a z toho vyplývajúcej možnej straty. Emitent môže bez ohľadu na svoj rating benefitovať z vysokého ratingu udeleného monoline a vďaka tomu získať lacnejšie financovanie projektu. Táto úspora je zdieľaná medzi emitentom a monoline v podobe poplatku hradeného emitentom pre monoline za poskytnutie záruky za splatenie jeho záväzkov (zaručenie dlhopisu).

V osemdesiatych rokoch minulého storočia rozšírili monolines pole svojej pôsobnosti aj na iné oblasti a sektory a od roku 1997 začali poskytovať záruky za dlhopisy, z ktorých boli financované PPP projekty. K dnešnému dňu existujú len dva PPP projekty financované dlhopismi bez záruk poskytnutých monolines.

### 2.2. Rating

Schopnosť monolines napomáhať zabezpečeniu financovania PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov bola vážne narušená potom, ako u väčšiny z nich došlo k zníženiu ich ratingov. Miera zníženia ratingu sa líšila prípad od prípadu, dotkla sa však celého sektora. V tejto súvislosti je ale dôležité dodať, že zníženie ratingov nevyplýva z činnosti monolines v oblasti PPP projektov resp. financovania verejného sektora a infraštruktúrnych projektov, ale z aktivít v oblasti zaručenia cenných papierov založených aktívami naviazaných na rizikové a iné neštandardné hypotekárne úvery v Spojených štátoch. Až na pár výnimiek portfóliá nástrojov zaručených monolines v oblasti infraštruktúrnych projektov ďalej fungujú, čo potvrdzuje, že monolines dokázali ochrániť investorov od strát v oblasti infraštruktúrnych projektov a mali by preto byť naďalej jedným zo zvažovaných modelov zabezpečenia financovania PPP projektov.

Potom ako došlo k zníženiu ratingov monolines, sa tieto stiahli z trhu financovania PPP projektov. Dôvody ich odchodu z trhu ako aj obmedzenia ich návratu sú analyzované v ďalšej časti tohto dokumentu.

### 3. Oživenie kapitálových trhov: Hlavné obmedzenia

V rámci snahy oživiť a rozšíriť záujem kapitálových trhov o financovanie PPP projektov je potrebné sa zamerať na viacero obmedzení, ktoré je možné rozdeliť do dvoch základných skupín: dôvody stiahnutia sa z financovania PPP projektov a prekážky návratu a expanzie v oblasti financovania PPP projektov.

#### 3.1. Dôvody stiahnutia sa z financovania PPP projektov

Hlavnými dôvodmi, prečo sa dlhopisoví investori stiahli z financovania PPP projektov sú:

- Pohyblivosť trhovej hodnoty dlhopisov, ktorými sú financované PPP projekty, ktorá je znásobená zníženou likviditou PPP dlhopisov, obmedzeným počtom referenčných investičných nástrojov a limitovaným rozsahom informácií o riziku nesplatenia dlhopisov. V dôsledku toho je pre investorov veľmi náročné správne oceniť PPP dlhopisy a preto sa ich často zbavujú. PPP dlhopisy pritom v minulosti nakúpili za akúkoľvek hodnotu, čím ďalej znižujú ich hodnotu, keďže trh je málo likvidný a okruh kupujúcich je značne limitovaný,
- Zníženie limitov pre investovanie do dlhodobých infraštruktúrnych PPP projektov v dôsledku väčšej diverzifikácie investícií potenciálnych investorov, ktorých súčasná angažovanosť je voči PPP projektom na maxime.
- Existencia alternatívnych menej rizikových investícií ako sú napríklad dlhové nástroje vydávané prirodzenými monopolmi so sídlom v Európe, ktoré im poskytujú veľmi zaujímavé zhodnotenie a sú podstatne menej náročné na porozumenie ako PPP projekty.

#### 3.2. Prekážky návratu a expanzie v oblasti financovania PPP projektov

Hlavnými prekážkami návratu a expanzie dlhopisových investorov v oblasti financovania PPP projektov sú:

- Obmedzená schopnosť dlhopisových investorov analyzovať PPP projekty a vyhodnotiť podstupované riziká, keďže, až na niektoré výnimky, dlhopisoví investori nedisponujú potrebnými analytickými kapacitami zaoberajúcimi sa štruktúrovaním a negociovaním financovania PPP projektov a v mnohých prípadoch ani nemajú záujem vykonávať túto činnosť. V praxi inštitucionálni investori outsourcovali túto funkciu od monolines.
- Neexistencia subjektu zabezpečujúceho tzv. štruktúrovanie dlhopisového financovania pri finančnom uzatvorení, ktorú spolu s úlohou kontrolujúceho veriteľa pôvodne zabezpečovali monolines, ktoré prevzali na seba zodpovednosť za monitorovanie projektov a rozhodovanie za inštitucionálnych investorov.
- Nedostatok referenčných investícií, čo spôsobuje, že inštitucionálni investori sú rezervovaní k nákupom PPP dlhopisov, keďže neexistuje dostatok nástrojov, voči ktorým by vedeli porovnať výkonnosť investícií do PPP dlhopisov.
- Nedostatok designovaného kapitálu na financovanie PPP projektov, nakoľko investičná stratégia mnohých inštitucionálnych investorov nepozná kategóriu infraštruktúrnych resp. PPP dlhopisov a z toho dôvodu nemôže na túto stratégiu alokovať žiadne zdroje. Taktiež pre potenciálnych investorov existuje množstvo alternatívnych investícií.
- Rozdielny apetít na riziko výstavby, ktoré bolo v minulosti poisťované monolines, no dnes by malo byť priamo znášané dlhopisovými investormi. Mnoho z týchto investorov má naopak averziu voči riziku výstavby a zaujímajú sa výlučne o dlhopisy s Aaa ratingom a nevedia akceptovať žiadne materiálne riziko, pričom o PPP projekty sa zaujímali v minulosti len preto, že na ne boli poskytované záruky s Aaa ratingom. Riziko výstavby sú ochotní

znášať napríklad investori aktívni v oblasti realít. Ide však o skupinu investorov zameraných na rizikovejšie investície a nie na investície do projektov s faktickým charakterom verejného dlhu. Túto kategóriu investorov však nevedia presne identifikovať ani uchádzači o PPP projekty ani verejní obstarávatelia PPP projektov, čo robí využitie kapitálových trhov ešte neprehľadnejším a neatraktívnejším v porovnaní s úverovým financovaním bánk.

- Obmedzenia vyplývajúce z menového rizika, ktoré sú dané najmä tým, že rozhodujúca časť dlhopisového kapitálu je alokovaná v britskej libe a jeho umiestnenie do PPP projektov financovaných v inej mene sa stretáva s veľmi malým záujmom librových investorov. Investície do nelibrových dlhopisov by si vyžadovali nákup menových swapov, ktoré sú ale limitované dostupnosťou ich maximálnej splatnosti, rizikom protistrany a potrebou zábezpeky pre ich nákup.
- Nedostatočná hodnota ratingu dlhopisov, ktorá je daná tým, že požadovanú úroveň ratingu bolo u väčšiny PPP projektov možné dosiahnuť len vďaka poskytnutiu záruk od monolines, ktoré samy mali požadovanú úroveň ratingu. Dlh zo zdrojov úverového financovania by naopak s veľkou pravdepodobnosťou nebol hodnotený ratingom v investičnom pásme. Existuje niekoľko možností ako zabezpečiť úroveň kreditného rizika požadovanú dlhopisovými investormi - napríklad bankové akreditívy a bankové záruky, ktoré by mohli znížiť riziko výstavby, vyššie koeficienty krytia dlhovej služby, ktoré by mohli znížiť prevádzkové riziko, vyšší podiel vlastných zdrojov na celkovom financovaní, ktorý by poskytol väčší objem zdrojov na absorpciu strát predtým než dôjde k ohrozeniu splatenia seniorného dlhu. Všetky tieto opatrenia by samozrejme zvýšili náklady financovania a preto by bolo potrebné overiť, či by väčšia konkurencia pri získavaní financovania dokázala zabezpečiť vyššie prínosy ako sú náklady spojené so spomenutými opatreniami.

## 4. Oživenie kapitálových trhov: Možné riešenia

### 4.1. Nezaručené dlhopisy

Prvou možnosťou riešenia by mohli byť nezaručené dlhopisy, držiteľom ktorých by boli poskytnuté bezpečnejšie podmienky investovania ako doteraz. Príkladom by mohlo byť zvýšenie hodnoty podriadeného dlhu na financovanie PPP projektov, výsledkom čoho by mohol byť vyšší rating seniorného dlhu. S cieľom vyriešiť problém ocenenia dlhopisov, finančná dokumentácia projektu by mala obsahovať požiadavku na zabezpečenie úrovne výkazníctva pre dlhopisových investorov ako majú banky a monolines. Vďaka tomu by mohli dlhopisoví investori robiť kvalifikované rozhodnutia týkajúce sa pravdepodobnosti nesplatenia emisie nezávisle od hodnotenia ratingových agentúr. Navyše, ak nie je na dlhopisy poskytnutá záruka, udelenie ratingu emitentov musí byť uskutočnené na základe verejne dostupných informácií, ktoré musia poskytnúť emitenti. Za predpokladu dostatočne podrobných verejných informácií o emitentovi by mali byť investori schopní realizovať racionálne rozhodnutia. Zverejňovanie potrebných informácií závisí samozrejme tiež od ochoty a kapacity emitenta poskytnúť tieto informácie ako aj od ochoty investorov analyzovať riziká, ktoré poskytnutím zdrojov podstupujú.

Otvorenou otázkou zostáva, aký rating by mohol byť udelený nezaručeným dlhopisom spĺňajúcim vyššie uvedené podmienky. Hoci z reakcií účastníkov PPP trhu vyplýva, že môže byť náročné zabezpečiť zaručeným dlhopisom rating v investičnom pásme (tj. rating minimálne na úrovni A), jasnú odpoveď na túto otázku môže dať až presná špecifikácia požiadaviek, pri splnení ktorých môžu ratingové agentúry udeliť dlhopisom požadovaný rating.

### 4.2. Oživenie monoline modelu

Druhou možnosťou návratu kapitálových trhov k financovaniu PPP projektov je oživenie monoline modelu. Aj keď niektoré monolines sú natoľko zasiahnuté finančnou krízou, že s veľkou pravdepodobnosťou zbankrotujú, na trhu stále pôsobia viaceré monolines, ktoré si udržali rating v investičnom pásme. Aj keď dlhopisoví investori budú veľmi ťažko prekonávať svoju nedávnu negatívnu skúsenosť s monolines, existuje viacero spôsobov ako využiť prednosti monoline modelu pri súčasnom znížení rizika jeho úpadku.

Najčistejším riešením je, aby monolines dostávali poplatok za poskytnutie záruky postupne, s tým že v prípade ak rating emisie dlhopisov klesne pod stanovenú úroveň, investor bude mať právo vzdať sa záruky a dostať poplatok za poskytnutú záruku od emitenta (monolines dostávali v minulosti poplatok za poskytnutie záruky úplne alebo čiastočne v predstihu). Hlavnou výhodou by bolo presmerovanie výnosu od monoline k držiteľom dlhopisov v prípade poklesu ratingu emisie, čím by sa zároveň vyriešil problém s prispôbením výnosov riziku a z toho vyplývajúcej trhovej hodnoty ovplyvneného dlhopisu.

Napriek nedávnym problémom dokázali niektoré monolines udržať personálne kapacity s expertízou na štruktúrovanie transakcií a monitoring projektu. Často diskutovanou otázkou je, ako využiť tieto kapacity v prospech dlhopisových investorov. Základnou myšlienkou vo vzťahu k monolines je, aby sa zaručili za dostatočnú hodnotu dlhu tak, aby si udržali ekonomický záujem o výstupy PPP projektu. Monolines sa však nemusia zaručiť za celú hodnotu dlhu, keďže pre investorov nemusí mať tradičná záruka nevyhnutne pridanú hodnotu. Vďaka tomuto riešeniu by sa zvýšila dôvera investorov, keďže monolines by odvedli svoju prácu, či už pred alebo po finančnom uzavretí, pričom investori by nemuseli platiť za záruku za celý dlh. Na druhej strane však treba dodať, že táto možnosť oživenia monoline modelu by nevyriešila problém súvisiaci s ratingom a klasifikáciou dlhopisov pre účely ich referenčného porovnania.

Inou možnosťou je, aby monolines zastávali pozíciu subjektu, ktorý znáša stratu ako prvý a nie je v rovnocennom postavení (pari passu) s ostatnými seniornými veriteľmi. Táto úvaha vychádza z premisy, že očakávaná strata je v PPP projektoch neporovnateľne nižšia ako je hodnota nesplateného seniorného dlhu. Preto ak by existovala strana, ktorá by bola zmluvne zaviazaná znášať prvé straty seniorného dlhu, došlo by k zníženiu závažnosti strát z pohľadu seniorných veriteľov, čím by sa mohlo stať financovanie dlhu atraktívnejším pre dlhopisových investorov. Tento návrh sa odlišuje od nastavenia záruk poskytovaných monolines v minulosti, keďže vtedy ručili za splatenie celej hodnoty seniorného dlhu. Pravdepodobnosť nesplatenia seniorného dlhu by sa týmto návrhom neznížila a nemala by vplyv na zlepšenie ratingu seniorného dlhu. Preto by bolo potrebné overiť záujem dlhopisových investorov o túto formu ochrany.

#### 4.3. Medzinárodné finančné inštitúcie

Medzinárodné finančné inštitúcie (MFI) by mohli vyriešiť mnoho problémov, ktorým čelia dlhopisoví investori. Dlhopisy by boli zaručené MFI vďaka čomu by získali Aaa rating, MFI by prevzali rolu kontrolujúceho veriteľa a investori by nemuseli riešiť otázky súvisiace so zostavením tímu potrebného pre štruktúrovanie transakcie a analýzu projektových rizík. Navyše takéto záruky by mohli mať širšie medzinárodné pokrytie ako mali záruky monolines alebo aké majú mať národné záručné programy ako napríklad vo Francúzsku.

#### 4.4. Štátne záruky

Štáty alebo štátom ovládané inštitúcie môžu na národnej úrovni vytvoriť produkty na zaručenie dlhu, ktoré môžu byť podobné ako boli záruky monolines, ak pôjde o tzv. záruky splatné na požiadanie. V tejto súvislosti bude potrebné vyriešiť otázky spojené s poskytnutím štátnej pomoci, a to najmä stanovením trhovej ceny poplatku za poskytnutie záruky a poskytnutím rovnakých podmienok záruky všetkým uchádzačom. Poskytovatelia štátnych záruk by mohli na národnej úrovni zabezpečiť tie isté úlohy a podmienky ako spomínané medzinárodné finančné inštitúcie.

#### 4.5. Juniorný dlh

Juniorný dlh by mohol predstavovať novú úroveň financovania medzi podriadeným a seniorným dlhom s cieľom zvýšiť rating seniorného dlhu. Veľkosť juniorného dlhu by sa mohla pohybovať niekde medzi 10 – 30 % v závislosti od rizík podstupovaných projektovou spoločnosťou. Ešte pred vypuknutím finančnej krízy bol viacerými subjektmi naakumulovaný významný objem zdrojov určených na financovanie tzv. mezanínového dlhu na financovanie PPP projektov, ktorý tvorí súčasť vlastných zdrojov projektovej spoločnosti. Časť týchto zdrojov by bolo možné presunúť na financovanie juniorného dlhu v prípade nedostatočného objemu zdrojov na financovanie seniorného dlhu. Podriadení veritelia by zároveň mohli prevziať veriteľskú kontrolu nad projektom s tým, že by mali právo rozhodovať o bežných záležitostiach s menšou hodnotou finančného dopadu/ straty a seniorní veritelia by naopak rozhodovali o záležitostiach s vyššou hodnotou finančného dopadu/ straty. Vďaka tomu by sa seniorní veritelia zbavili podstatnej záťaže spojenej s veriteľským riadením projektu a rozhodovali by iba o zásadných otázkach. Juniorní veritelia by tak prevzali na seba roly a úlohy, ktoré v minulosti vykonávali monolines.

#### 4.6. Nové dlhové fondy

Často diskutovaným riešením prilákania zdrojov z kapitálových trhov je vznik nových účelových fondov investujúcich do infraštruktúrnych projektov. Existujú pritom dva hlavné prístupy k týmto fondom, prvým sú štruktúrne fondy využívané na upísanie kapitálu na finančných trhoch predovšetkým vydaním dlhopisov s následnou transformáciou na štandardný projektový úver. Druhý prístup je založený na posúvaní kapitálu, ktorý sa najprv získa od inštitucionálnych investorov a následne je požičiavaný na financovanie konkrétnych PPP projektov.

#### 4.7. Financovanie PPP projektov verejnými zdrojmi

Viacere štáty potvrdili svoju pripravenosť poskytnúť priamo zdroje na financovanie PPP projektov. Francúzsko ako aj Veľká Británia majú aktívne programy podpory financovania PPP projektov, tieto programy sú však zamerané na prekonanie krátkodobého nedostatku kapitálu a ich cieľom nie je oživenie kapitálových trhov. Tieto programy pôsobia kontraproduktívne na oživenie záujmu kapitálových trhov o PPP projekty, nakoľko umožňujú PPP projektom dosiahnuť finančné uzatvorenie aj v prípade, keď banky nevedia zabezpečiť dostatočné financovanie resp. keď ho vedľa poskytnúť za neatraktívnych podmienok.

## 5. Aký veľký je trh ?

### 5.1. Úvod

Ako už bolo spomenuté v úvodnej časti tohto dokumentu, medzi jednotlivými členskými krajinami existujú výrazné rozdiely vo využívaní financovania PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov, pričom rozhodujúci objem transakcií sa zrealizoval vo Veľkej Británii. Eurozóna má veľmi limitované skúsenosti s týmto typom financovania a počet PPP projektov financovaných z dlhopisov sa obmedzuje len na niekoľko jej členských krajín.

### 5.2. Situácia vo Veľkej Británii

Pred vypuknutím finančnej krízy sa mohol trh PPP dlhopisov vo Veľkej Británii spoľahnúť na kľúčovú skupinu investorov, ktorú tvorili dôchodkové fondy a správckové spoločnosti. V období rokov 1997 až 2008 zabezpečili títo investori 15 miliárd britských libier (13,5 miliárd EUR) na financovanie PPP projektov. Od januára 2008 však už nebol vo Veľkej Británii vydaný žiaden nový dlhopis na financovanie PPP projektov.

Výnos väčšiny PPP dlhopisov vydaných vo Veľkej Británii je naviazaný na infláciu. Platby verejných obstarávateľov za realizované PPP projekty, ktorých financovanie je zabezpečené z dlhopisov naviazaných na infláciu, zohľadňujú túto skutočnosť a do ich výšky sa premieta miera zaznamenatej inflácie.

Návrat dlhopisových investorov nie je vo Veľkej Británii ani tak otázkou invencie ako samotného oživenia záujmu kapitálových trhov. Zadávatelia majú pripravených niekoľko PPP projektov, pri ktorých by bolo optimálne zabezpečiť financovanie prostredníctvom kapitálových trhov. Samotná britská vláda vyvinula úsilie, aby bola pri verejnom obstarávaní PPP projektov zvážená aj možnosť financovania prostredníctvom kapitálových trhov.

Nateraz došlo len k veľmi malému posunu smerom k návratu dlhopisových investorov na trh financovania PPP projektov. Títo investori majú dostatok alternatívnych príležitostí a verejný sektor dokáže zabezpečiť financovania PPP projektov prostredníctvom bánk s podporou Infraštruktúrnej jednotky britského ministerstva financií (poskytuje chýbajúce financovanie PPP projektov, pri ktorých súkromní partneri nedokážu zabezpečiť celý potrebný objem finančných zdrojov). Preto pokiaľ nedôjde k zmene v uvedených skutočnostiach, nie je pravdepodobné, že dôjde k zmene vo vzťahu k financovaniu PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov.

### 5.3. Situácia v Holandsku

Najväčší potenciál kapitálového trhu na financovanie PPP projektov má v Eurozóne Holandsko, ktoré má obrovskú schému dôchodkového sporenia, ktorej veľkú časť spravuje spoločnosť APG a jej dcérske spoločnosti. Sektor dôchodkového sporenia spravuje približne 670 miliárd EUR. APG už v minulosti umiestnila časť spravovaných zdrojov do infraštruktúrnych projektov vrátane PPP projektov.

Na rozdiel od Veľkej Británie, kde sa dlhopisoví investori sústreďujú na alokáciu rizík, APG sa sústreďuje vo svojej stratégii na ochranu voči inflácii. Holandská vláda ale doteraz nevydala žiaden dlhopis, ktorého výnos by bol naviazaný na infláciu. Referenčný dlhopis vlády je pritom dôležitý z hľadiska možnosti porovnania výnosu nakúpeného investičného nástroja s výnosom bezrizikového nástroja. V tomto kontexte je preto dôležité určiť, ktorý inflačný index má byť referenčným, t.j. či to má byť indexporovnávaný s infláciou v inej členskej krajine alebo naopak sa má trvať na inflačnom indexe domovskej krajiny a to napriek tomu, že toto môže spôsobiť problémy verejným obstarávateľom PPP projektov realizovaných v inej krajine ako je Holandsko.

Odhliadnuc od otázky alokácie inflačného rizika, Holandsko má dobré predpoklady priviesť financovanie od inštitucionálnych investorov do oblasti PPP projektov. Spoločnosť APG je presvedčená, že má potrebnú analytickú kapacitu posúdiť projekty a štruktúrovať ich tak, aby nemusela požadovať vyšší rating dlžníka, ktorí požadujú investori vo Veľkej Británii. Otázky týkajúce sa zabezpečenia tzv. veriteľskej kontroly bude potrebné ďalej analyzovať v závislosti od miery angažovanosti holandských investorov v konkrétnom PPP projekte. Otvorené sú tiež technické otázky súvisiace s procesom verejného obstarávania, ktorých vyriešenie by mohlo zodpovedať otázku, či sa v Holandsku, prípadne v inej krajine Eurozóny, podarí v najbližšom období zrealizovať dlhopisové financovanie PPP projektov zo zdrojov holandských dôchodkových fondov. Inou oblasťou analyzovanou holandskými dôchodkovými fondmi je poskytnutie úverov namiesto financovania upísaním dlhopisov.

#### **5.4. Iné krajiny**

V reakcii na finančnú krízu a pretrvávajúci nedostatok zdrojov od bánk sa aj iné krajiny ako napríklad Írsko snažia dohodnúť s inštitucionálnymi investormi na financovaní PPP projektov. Využitie PPP dlhopisov bolo tiež zvažované vo Francúzsku (napríklad v PPP projekte diaľnice A28), v Nórsku (v PPP projekte diaľnice E18) a tiež v Nemecku či Španielsku.

#### **5.5. Očakávaná rozvoja trhu PPP dlhopisov denominovaných v EUR**

Okrem Holandska a ďalších spomenutých krajín sa neukazuje jasný smer ďalšieho rozvoja trhu PPP dlhopisov. Už pred vypuknutím finančnej krízy sa trh PPP dlhopisov rozvíjal veľmi pomaly a mnohé krajiny s veľkým trhom PPP projektov stále využívajú výlučne bankové financovanie. Neustále sa znižujúca kapacita bánk financovať PPP projekty môže byť podnetom vstupu na trh financovania PPP projektov pre dlhopisových investorov disponujúcich dlhodobými zdrojmi, ako sú najmä dôchodkové fondy. Otázkou samozrejme je, či sú títo investori pripravení a ochotní poskytnúť svoje zdroje na financovanie PPP projektov v iných krajinách Eurozóny.

## 6. Záver

### 6.1. Zhodnotenie súčasnej situácie

Aj keď existuje všeobecná zhoda v tom, že kapitálové trhy sú najvhodnejším zdrojom rozhodujúcej časti financovania PPP projektov, v praxi sa tento záver zatiaľ nepotvrďuje. Jednou z hlavných príčin uvedenej situácie je skutočnosť, že zainteresované strany nemajú potrebnú motiváciu zmeniť súčasný stav, a to najmä z nasledovných dôvodov:

- Kapitálové trhy sú konkurenciou pre komerčné banky, ktoré sa nechcú nechať vytlačiť z trhu financovania PPP projektov a pripúšťajú len možnosť využitia kapitálových trhov na získanie zdrojov pre seba s tým, že ich následne použijú na financovanie PPP projektov.
- Inštitucionálni investori majú mnoho iných jednoduchších, menej rizikových a ľahšie manažovateľných príležitostí investovania ako sú PPP projekty.
- Sponzorom PPP projektov (zabezpečujúcim vlastné zdroje súkromného partnera) viacej vyhovujú banky ako partner financovania a majú pri nich väčšiu mieru istoty získania financovania v porovnaní s dlhopisovými investormi.
- Verejní obstarávatelia majú obmedzené skúsenosti s kapitálovými trhami a nie sú vždy pripravení zmeniť svoje zvyky tak, aby vyhovel špecifickým požiadavkám investorov z kapitálových trhov.
- Investiční bankári a poradcovia majú záujem v niektorých prípadoch zaranžovať financovanie PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov a alokovať potrebné zdroje a čas do prípravy emisie dlhopisov len za predpokladu, že vidia perspektívu opakovaného úspechu pri umiestňovaní a upisovaní emisií PPP dlhopisov.

Verejný a súkromný sektor od seba vzájomne očakávajú, že s riešením súčasného stavu príde druhá strana. Subjekty súkromného sektora očakávajú, že verejný sektor vytvorí správne motivácie a zabezpečí potrebné podporné mechanizmy. Mnohé subjekty verejného sektora sú naopak presvedčené, že s riešením má prísť súkromný sektor.

### 6.2. Ako povzbudiť kapitálové trhy ?

Ukazuje sa, že oživenie financovania PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov je podmienené splnením nasledujúcich dvoch nevyhnutných predpokladov:

- **Prostredie ústretové ku kapitálovým trhom**, ktoré dokáže adresovať a zohľadniť požiadavky dlhopisových investorov a vytvorí podmienky pre uplatnenie inovatívnych riešení a nástrojov umožňujúcich financovanie PPP projektov prostredníctvom kapitálových trhov. Takéto prostredie je dôležité o to viac, že kapacita bankového sektora financovať PPP projekty sa výrazne znížila a s veľkou pravdepodobnosťou sa bude ďalej znižovať.
- **Verejný sektor ako „katalyzátor“ zmien** poskytujúcich potrebné motivácie trhu pre návrat kapitálových trhov k financovaniu PPP projektov. Súčasťou úloh verejného sektora by malo byť tiež získanie poznatkov o požiadavkách a potrebách dlhopisových investorov a ich následné zohľadnenie v procese verejného obstarávania PPP projektu, ako aj napomáhanie vzájomnému dialógu zainteresovaných strán. Okrem uvedeného by mohol verejný sektor napomôcť oživeniu dlhopisového financovania nástrojmi priamej podpory akými sú záruky verejného sektora alebo ním kontrolovaných subjektov za dlhopisy, vznik vládnych agentúr vydávajúcich dlhopisy na financovanie infraštruktúrnych projektov a fiškálne motivácie, ako je napríklad oslobodenie príjmov z dlhopisov na financovanie PPP projektov od dane

### 6.3. Čo bude ďalej ?

Aj keď platí, že trh časom vždy vyplní vzniknutú medzeru a motivácia dosahovať zisk priláka nových sprostredkovateľov k reinvestíciám prostriedkov do verejnej infraštruktúry, trh je stále krehký a dôsledky poklesu kredibility a dôvery, ku ktorým došlo v minulosti, sa budú ťažko prekonávať.

Každé z navrhovaných riešení si bude vyžadovať iniciatívu zo strany vlád alebo nadnárodných inštitúcií a potvrdenie záujmu finančných trhov ako aj zabezpečenie dôveryhodných sprostredkovateľov.

V praxi už existujú príklady nových dlhopisových investorov akými sú Hadrian's Wall Infrastructure debt fund a Arcadium Infrastructure.