



V Bruseli 19. 12. 2013  
COM(2013) 929 final

**SPRÁVA KOMISIE**

**PRIEBEŽNÁ SPRÁVA O PILOTNEJ FÁZE INICIATÍVY DLHOPISOV NA  
PROJEKTY V RÁMCI STRATÉGIE EURÓPA 2020**

# **PRIEBEŽNÁ SPRÁVA O PILOTNEJ FÁZE INICIATÍVY DLHOPISOV NA PROJEKTY V RÁMCI STRATÉGIE EURÓPA 2020**

## **1. SÚVISLOSTI**

V tejto priebežnej správe (ďalej len „správa“) Európskemu parlamentu a Rade sa vyžaduje na základe nariadenia (EÚ) č. 670/2012 posúdenie napredovania pilotnej fázy iniciatívy dlhopisov na projekty (Project Bond Initiative, PBI) v rámci stratégie Európa 2020.

PBI je nástroj na rozdelenie rizika, ktorý vytvorila Európska komisia (EK) a Európska investičná banka (EIB). Cieľom je umožniť projektovým spoločnostiam emitovať dlhopisy na projekty, ktoré sú atraktívne pre investorov na kapitálovom trhu s dlhovými nástrojmi v odvetviach transeurópskych dopravných sietí (TEN-T) a energetických sietí (TEN-E), ako aj telekomunikačných a širokopásmových sietí.

Z dôvodu významného prípravného času potrebného na spustenie inovačného nástroja v takom rozsahu a na prípravu, obstaranie a uzavretie nových infraštruktúrnych projektov bola pilotná fáza PBI vytvorená s rozpočtom EÚ vo výške 230 miliónov EUR<sup>1</sup>, aby sa zainteresovaným stranám umožnilo oboznámiť sa s novým nástrojom na základe konkrétnych transakcií počas počiatočnej pilotnej fázy. V pilotnej fáze<sup>2</sup>, ktorá sa začala 7. novembra 2012, môže EIB schvaľovať projekty do 31. decembra 2014 a musí urobiť finančnú závierku do 31. decembra 2016. Úplné spustenie sa predpokladá v rámci Nástroja na prepájanie Európy (NPE), ktorý je súčasťou viacročného finančného rámca na roky 2014 – 2020 (VFR).

Táto správa, pripravená v spolupráci s EIB, sa vzťahuje na obdobie prvých 12 mesiacov od novembra 2012 do novembra 2013 a znázorňuje pokrok, ktorý sa dosiahol v oblasti schvaľovania a financovania projektov. V tejto správe sa analyzujú poznatky získané počas pilotnej fázy a zdôrazňujú sa možné synergie a úspory z rozsahu, ktoré by sa mohli dosiahnuť v rámci NPE. Úloha NPE by sa mohla maximalizovať vytvorením synergií spojením grantov a finančných nástrojov, ako sú PBI, nástroj záruk za úvery pre projekty TEN-T (LGTT) a programové podporné opatrenia.

Správa sa opiera o návrh výsledkov nezávislého externého posúdenia, ktorého cieľom je posúdiť dosiahnuté výsledky PBI v súvislosti s politickými cieľmi a financovaním z kapitálového trhu v širšom kontexte a ktoré bude dokončené v 1. štvrtroku 2014. Pilotná fáza bude predmetom nezávislého posúdenia aj v roku 2015, ktorým sa zabezpečí úplnejší obraz o účinnosti a efektívnosti využívania finančných prostriedkov EÚ.

## **2. POLITICKÉ SÚVISLOSTI**

Význam investícií do infraštruktúry pre potenciál budúceho rastu a tvorbu pracovných miest zostáva nespochybný. Hospodársky a finančne životaschopné infraštruktúrne projekty majú významný proticyklický účinok, zlepšujú produktivitu a prispievajú k tvorbe zamestnanosti.

---

<sup>1</sup> TEN-T 200 miliónov EUR, TEN-E 10 miliónov EUR, IKT 20 miliónov EUR.

<sup>2</sup> Nariadenie č. 670/2012, Ú. v. EÚ L 204/1 z 31.7.2012.

Infraštruktúra zameraná na zlepšenie prístupu na trh zároveň podporuje konkurencieschopnosť Európy.

Na splnenie výziev týkajúcich sa uplatňovania stratégie Európa 2020 Európa potrebuje významný objem investícií do infraštruktúry a rozmanité modely financovania. Na základe posúdených investičných potrieb členských štátov EK odhadla, že v odvetviach TEN-T, TEN-E a IKT by bola od roku 2011 do roku 2020 potrebná suma 1 bilión EUR.

Konsolidácia rozpočtov členských štátov EÚ v uplynulých rokoch pokračovala a dotýkala sa verejných investícií do infraštruktúry a prípravy nových projektov. Rozpočet EÚ v rámci NPE prispeje k financovaniu chýbajúcich prepojení na účel spojenia energetických a dopravných sietí a zavedenia vysokorýchlostnej širokopásmovej infraštruktúry v celej EÚ<sup>3</sup>. Účasť súkromného sektora na dlhodobom financovaní týchto projektov je však naďalej prvoradá.

PBI je len jedným z politických opatrení prijatých EK na riešenie uvedených výziev. Všeobecnejší vplyv sa očakáva v podobe opatrení nadväzujúcich na zelenú knihu o dlhodobom financovaní európskeho hospodárstva naplánovanú na 1. štvrtrok 2014, reforiem regulácie finančných trhov, ako aj celkovej stability makroekonomického prostredia a regulačnej stability na úrovni odvetvia.

V tejto súvislosti PBI úspešne plní úlohu katalyzátora pri opätovnom oživovaní trhu s investíciami do infraštruktúry. V roku 2013 sa na trhu opäť objavilo niekoľko riešení financovania pomocou dlhopisov na projekty, a to bez podpory z rozpočtu EÚ. Iniciatíva takisto dobre zapadá do medzinárodnej diskusie na úrovni skupiny G20 a OECD o zaradení infraštruktúry ako samostatnej triedy aktív a s expertnou skupinou na vysokej úrovni, ktorú zriadila Rada a ktorá dokončila správu o MSP a financovaní infraštruktúry v novembri 2013.

### **3. VÝVOJ NA TRHU OD ROKU 2011**

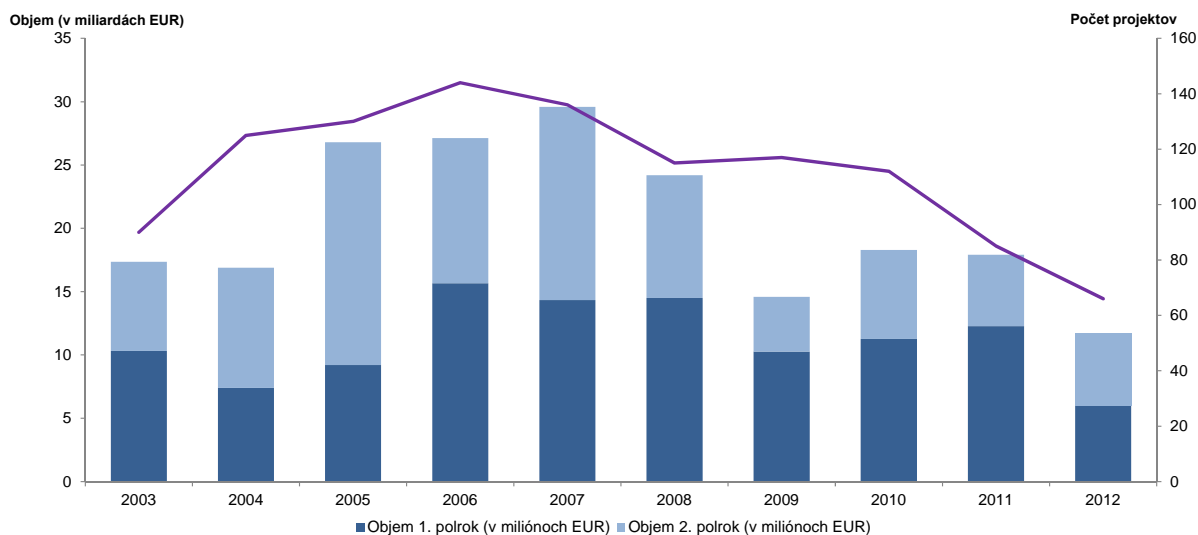
Investície do infraštruktúry v Európe od roku 2007 klesali z dôvodu zníženia investícií verejného a súkromného sektora v tejto oblasti. Vo verejnom sektore boli príčinou rozpočtové obmedzenia, ktoré so sebou prinášali revízie budúcich výdavkových priorít a plánov infraštruktúry. Zatiaľ čo sa očakávalo, že súkromný sektor doplní investície verejného sektora, hospodárska a finančná neistota v skutočnosti viedla navrhovateľov projektov k pozastaveniu realizácie projektov v odvetviach, ako je energetika a IKT/široké pásmo, v ktorých sú investičné potreby na modernizáciu sietí veľké a v ktorých prevláda financovanie súkromného sektora.

Ako je znázornené na obrázku 1, financovanie infraštruktúry v EÚ zo súkromného sektora s použitím projektových finančných prostriedkov na projekty PPP ako náhrady, sa ešte nedostalo späť na predkrízovú úroveň 25 – 30 miliárd EUR, ktorá bola stále nedostatočná na

---

<sup>3</sup> V prípade projektov hospodárskej povahy podporovaných prostredníctvom štátnej pomoci sú členské štáty povinné zabezpečiť, aby boli plány pomoci buď oznámené vopred, alebo aby boli oprávnené podľa všeobecného nariadenia o skupinových výnimkách.

uspokojenie potrieb infraštruktúry EÚ. Čiastočne je to spôsobené znížením činnosti špecializovaných poisťovateľov. Po čiastočnom oživení v rokoch 2010 a 2011 dosiahla hodnota transakcií PPP s finančnou závierkou v Európe v roku 2012 celkovo 11,7 miliardy EUR, čo je v porovnaní s rokom 2011 (17,9 miliardy EUR) pokles o 35 % a najnižšia hodnota od roku 2003. Tento pokles objemu projektov PPP a financovania projektov odrzkadľuje v prvom rade obmedzené zdroje nových projektov a prípravu projektov a v druhom rade nedostatok dlhodobého financovania v určitých odvetviach a krajinách postihnutých finančnou krízou.

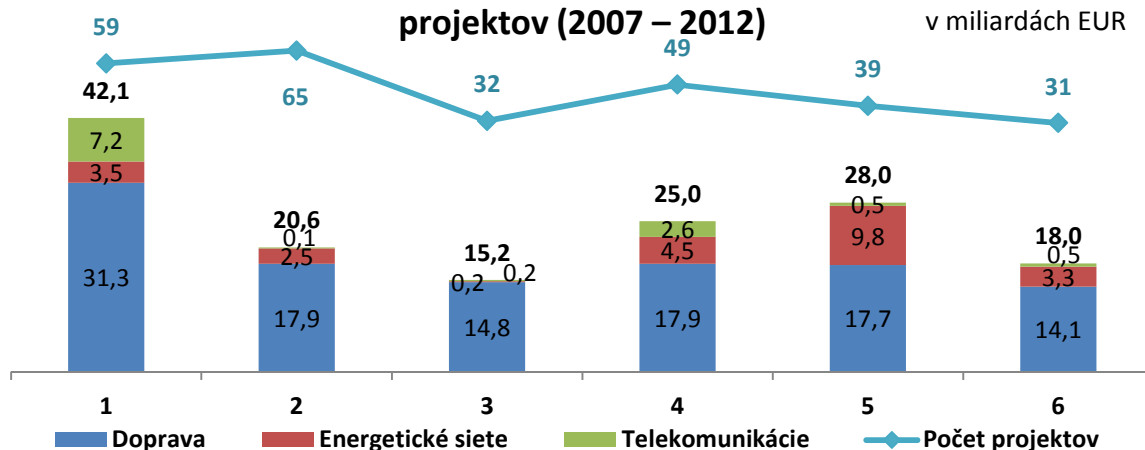


Zdroj: EPEC

Pri pohľade na širší trh podľa odvetví, na ktoré sa vzťahuje NPE, zaznamenalo infraštruktúrne financovanie v roku 2012 pokles na 18 miliárd EUR z 28 miliárd EUR v roku 2011 a menej transakcií. Projekty v hodnote 14,1 miliardy EUR boli z odvetvia dopravy v porovnaní s hodnotou 3,3 miliardy EUR v oblasti energetických sietí a 0,5 miliardy EUR z odvetvia telekomunikácií.

Graf 2

**Objemy financovania projektov a počet transakcií v EÚ-28  
podľa odvetvia, na ktoré sa vzťahuje NPE, všetky druhy  
projektov (2007 – 2012)**



V prvom polroku 2013 sa činnosť v EÚ-28 v odvetviach, na ktoré sa vzťahuje NPE, zvýšila o 33 % z hľadiska objemu – z 9,2 miliardy EUR v 1. polroku 2012 na 12,2 miliardy EUR v 1. polroku 2013. Počet transakcií sa mierne znížil (12 v porovnaní s 15) a priemerná veľkosť transakcie bola v roku 2013 na úrovni 1,0 miliardy EUR o 66 % vyššia než úroveň 0,6 miliardy EUR zaznamenaná v roku 2012. Spôsobili to najmä viaceré veľké transakcie refinancovania, ktoré sa realizovali v roku 2013 (Open Grid Europe, Brebemi Toll Road).

Banky naďalej prehodnocujú svoje obchodné modely. Niektoré sú ochotné znovu požičovať na projekty, aj keď s kratšími splatnosťami než pred krízou, iné rozvíjajú kapacity na vytváranie a uzatváranie obchodov zahŕňajúcich projektové financovanie v reakcii na posilnenú úlohu, ktorú majú plniť inštitucionálni investori. Tento vývoj si niektorí vysvetľujú ako náznak oživenia bankového financovania. Podľa našich odhadov však banky neposkytnú taký objem úverov, aby uspokojili potreby infraštruktúry EÚ.

Existuje skutočné riziko, že výdavky na infraštruktúru po finančnej kríze budú ako prostriedok dosahovania budúceho rastu a tvorby pracovných miest obmedzené, pokiaľ nebude možné rozvinúť alternatívne zdroje financovania. V tomto smere vzniklo niekoľko poisťovní a fondov zameraných na refinancovanie dlhov v oblasti infraštruktúry, ktoré sú schopné investovať do nadriadeného alebo do podriadeného dlhu v rámci primárnych a sekundárnych transakcií. Niektoré poisťovne s cieľom posilniť svoju prítomnosť na trhu vytvorili interné tímy, ktoré sa venujú financovaniu infraštruktúry, zatiaľ čo iné konajú prostredníctvom riadených účtov. Niektoré uzavreli prvé transakcie, hoci väčšina z nich bola malého objemu a smerovala do pomerne priamočiarych projektov sociálnej infraštruktúry v Spojenom kráľovstve (napr. univerzitné bývanie) a išlo najmä o súkromné emisie, a nie verejné dlhopisy. Zatiaľ čo niekoľko menších transakcií na miestnej úrovni predstavujú investície na zelenej lúke, väčšie operácie na vnútroštátnej úrovni často predstavujú refinancovanie a investície do opustených a málo využívaných lokalít.

Na záver, zatiaľ čo tradičné bankové financovanie bude naďalej dôležité, existuje potenciál, aby títo a ďalší noví účastníci trhu podporovali financovanie infraštruktúrnych projektov zo strany súkromného sektora prostredníctvom kapitálových trhov s dlhovými nástrojmi. Toto je kľúčový cieľ PBI.

#### **4. CIELE INICIATÍVY DLHOPISOV NA PROJEKTY**

Cieľom PBI je poskytnúť konkrétny nástroj, ktorý prispeje k oživeniu hospodárstva v období po kríze. Jej hlavné ciele sú dvojaké:

- stimulovať investície do projektov európskeho záujmu v odvetví transeurópskej dopravy, energetiky a širokopásmových služieb s jasnou pridanou hodnotou EÚ, čím sa podporí rast investícií na predkrízovú úroveň a
- umožniť väčšiu účasť inštitucionálnych investorov na dlhodobom financovaní hospodársky životaschopných projektov v týchto odvetviach pomocou kapitálového trhu s dlhovými nástrojmi.

Zámerom PBI je doplniť existujúce zdroje financovania projektov a poskytnúť dôveryhodnú alternatívu prostredníctvom iných zdrojov financovania pomocou dlhových nástrojov (bankové a rozvíjajúce sa fondy zamerané na refinancovanie dlhov). Takto by sa nielen rozšírili dostupné zdroje financovania, ale riešili by sa aj neoptimálne investičné situácie a zlepšili by sa podmienky financovania. Konečným cieľom PBI je zvýšiť prítťažlivosť infraštruktúry pre investorov zo súkromného sektora.

Zvýšenie kreditnej kvality dlhopisov na projekty (Project Bond Credit Enhancement, PBCE) poskytované EIB prostredníctvom PBI má preklenúť rozdiely medzi zvyčajne nízkymi ratingovými stupňami pre investície do súkromne financovaných infraštruktúrnych projektov a vyššími cieľovými ratingmi pre investorov. Rozšírili by sa tak zdroje financovania a malo by to pomôcť podporiť dobu splatnosti a znížiť náklady na financovanie. PBCE sa môže poskytovať vo forme:

- financovanej facility, ktorá je tranžou podriadeného dlhu (t. j. ide o priamy úver na projekt, ktorý by sa splácal až po obsluhu nadriadených dlhopisov) alebo
- nefinancovanej facility, ktorá je podmienenou úverovou linkou, ktorá sa po začatí čerpania zmení na podriadený úver.

PBCE sa zameriava na dlhopisy kvality zodpovedajúcej investičnému stupňu A–, aby ich mohla nakupovať väčšina inštitucionálnych investorov. Keďže v súčasnosti je len málo inštitucionálnych investorov pripravených podstúpiť viac rizika nadobúdaním mezanínových tranží dlhopisov, ciele PBI prilákať kritický počet investorov na trh, zvýšiť šandardizáciu a prispieť k rozvoju zrelšieho trhu, sú stále opodstatnené.

Pomocou PBCE sa riešia osobitné riziká projektov počas fáz výstavby a prevádzky, čím sa poskytuje dodatočná likvidita na zlepšenie finančného profilu v reakcii na nepredvídateľné

udalosti. Keďže pohľadávka v rámci PBCE je nadriadená vo vzťahu k akciovým investorom, ale podriadená vo vzťahu k dlhovým investorom, zlepšuje úverový rating dlhopisov.

Príspevok EÚ k PBI slúži na čiastočnú absorpciu dodatočného rizika vyplývajúceho pre EIB zo zapojenia sa do transakcií, ktoré sú riskantnejšie než bežné transakcie, a to tým, že sa čo najviac pokrývajú prvé straty v portfóliu projektov. Vďaka tomu môže EIB podporovať viac operácií, než by bolo inak možné. Projekty musia byť v súlade s usmerneniami Únie, v ktorých sa stanovujú kritériá oprávnenosti v každom z troch odvetví, musia generovať stabilné a dostatočne vysoké peňažné toky a musia byť ekonomicky zdravé a technologicky realizovateľné.

## 5. VÝSLEDKY

Pilotná fáza PBI sa začala pred 12 mesiacmi a umožňuje schvaľovanie projektov Správnou radou EIB do konca roka 2014 a finančnú závierku do konca roka 2016.

Do dnešného dňa schválila Správna rada EIB osem energetických a dopravných projektov oprávnených na PBCE v niekoľkých členských štátoch EÚ. Okrem toho EIB preukázala realizovateľnosť dlhopisov na projekty poskytnutím zvýšenia kreditnej kvality dlhopisom v súvislosti s dvomi zo schválených projektov (z dôvodu rozpočtových obmedzení podporila EÚ len jeden z nich) a podpísanie ďalšieho sa očakáva v krátkom čase.

### 5.1. Projekty schválené EIB

Škála projektov siaha od diaľnic v niekoľkých členských štátoch po sieťové prepojenia na veterné elektrárne na mori v Nemecku a Spojenom kráľovstve a zásobníky plynu v Taliansku a Španielsku. V oblasti širokopásmového pripojenia EIB aktívne pracuje na zabezpečení rezervy realizovateľných projektov.

Tabuľka 1:

Politika	Projekt	Krajina	Očakávaná veľkosť facility na zvýšenie kreditnej kvality (v miliónoch EUR)
TEN-T	diaľnica	Belgicko	150
TEN-T	diaľnica	Nemecko	120
TEN-T	diaľnica	Spojené kráľovstvo	200
TEN-E	sieťové prepojenia na niekoľko veterných elektrární na mori	Spojené kráľovstvo	150
TEN-E	zásobníky plynu	Španielsko	200
TEN-E	zásobníky plynu (1)	Taliansko	200
TEN-T	diaľnica	Slovensko	200
TEN-E	sieťové prepojenia na niekoľko veterných elektrární na mori	Nemecko	170
<b>Schválené spolu</b>			<b>1 390</b>

(1) Závisí od dostupnosti financovania zo strany EÚ.

Do zoznamu sa možno doplnia aj ďalšie projekty schválené Správnou radou EIB do konca roka 2014.

Pilotná fáza môže poskytnúť facility na zvýšenie kreditnej kvality na úrovni približne trojnásobku príspevku z rozpočtu EÚ vo výške 230 miliónov EUR, t. j. približne 700 miliónov EUR, a v konečnom dôsledku tak podporí objem nadriadeného dlhu na úrovni 15- až 20-násobku príspevku z rozpočtu EÚ.

Podriadené facility pre osem schválených projektov presahujú 700 miliónov EUR, ale výsledné využitie bude pravdepodobne nižšie, keďže dlhopis na projekt s PBCE je zvyčajne jednou z niekoľkých možností financovania, ktoré si projektová spoločnosť a/alebo udeľujúci orgán môže zvoliť. Napríklad diaľnice v Spojenom kráľovstve a na Slovensku budú financované bez PBCE, keďže z príčin špecifických pre projekty bol rating projektov dostatočný na získanie finančných prostriedkov na trhu s dlhopismi bez vyšších ratingov poskytovaných prostredníctvom PBCE. Existencia PBCE ako ďalšej možnosti financovania sa však napriek tomu považuje za faktor, ktorý pomohol udržať napätie, pokiaľ ide o stanovenie ceny pre tieto dva projekty, čím sa zabezpečuje, že konečný výsledok predstavuje dobrý pomer medzi kvalitou a cenou príslušného obstarávateľa.

## 5.2. Dlhopisy na projekty podporované EIB

EIB podporila emisiu dlhopisov v hodnote 1,4 miliardy EUR pre zásobník plynu Castor<sup>4</sup> bez použitia prostriedkov z rozpočtu EÚ, keďže suma požadovaná na príspevok EK presahovala dostupný rozpočet.

### Prvé dlhopisy na projekty

Prvé dlhopisy na projekty v hodnote 1,4 miliardy EUR splatné v decembri 2034 boli emitované v júli 2013 so sadzbou 5,765 % pri rozpätí 100 bázických bodov v porovnaní so španielskymi štátnymi dlhopismi. Dlhopismi sa financovala výstavba a prevádzka podzemného zásobníka plynu a pridružených zariadení na mori pri severošpanielskom pobreží Stredozemného mora. Agentúra Standard & Poor's pridelila týmto dlhopisom rating BBB.

Do dlhopisov investovalo 30 investorov, pričom viac ako 60 % emisie prevzali poisťovatelia a dôchodkové fondy, zvyšok agentúry, správcovia fondov a banky (len 4 %). Investori boli geograficky diverzifikovaní s približne rovnakými podielmi v Nemecku, vo Francúzsku, v Španielsku, Taliansku, Spojenom kráľovstve a Luxembursku.

Dlhopisy emitovala spoločnosť Watercraft Capital, SPV so sídlom v Luxembursku, ktorá následne požičiava výnosy projektovej spoločnosti na refinancovanie jej nesplatených úverov s kratšou splatnosťou, ktorými sa financovala výstavba zásobníka plynu. Projektová spoločnosť tak bude mať financovanie lepšie prispôbené svojej koncesii, ktorú získala na 30 rokov.

PBI podporila aj emisiu dlhopisov v hodnote 305 miliónov GBP pre projekt Greater Gabbard OFTO v Spojenom kráľovstve, ktorý zahŕňa aktíva v oblasti prenosu elektrickej energie prepájajúce 500 MW z veterných elektrární na mori do siete na pevnine v Spojenom kráľovstve. Projekt je prvým projektom OFTO, ktorý má byť financovaný prostredníctvom kapitálových trhov. Dlhopisy boli podporené nefinancovanou facilitou PBCE vo výške približne 46 miliónov GBP a v dôsledku toho získali od agentúry Moody's rating A3, s ocenením na veľmi konkurencieschopnej úrovni 125 bázických bodov v porovnaní so

<sup>4</sup> Projekt bol predmetom posúdenia vplyvu na životné prostredie a v roku 2009 ho schválil španielsky príslušný orgán. Po seizmickej činnosti v regióne v septembri 2013 sa španielske orgány rozhodli vykonať dodatočné technické štúdie o vplyve projektu.

štátnymi dlhopismi. PBCE bolo poskytnuté s využitím rozpočtu EÚ a plne využilo rozpočtové prostriedky EÚ vo výške 10 miliónov EUR dostupné na energetické projekty počas pilotnej fázy.

#### **Finančná závierka projektu Greater Gabbard OFTO**

Finančná závierka pre prenosový projekt na mori Greater Gabbard (OFTO) s výkonom 504 MW bola dosiahnutá 27. novembra 2013. Licencia OFTO, ktorú udelil regulačný orgán pre trhy s elektrickou energiou a plynom v Spojenom kráľovstve, Ofgem, oprávňuje projektovú spoločnosť vlastniť a prevádzkovať majetok počas 20 rokov a získať za to výnosy na základe dostupnosti. Hodnota plne prevádzkyschopného majetku je zhruba 350 miliónov GBP, ktoré má financovať projektová spoločnosť čiastočne emisiou dlhopisov na projekty.

Na podporu financovania obchodu boli emitované verejné dlhopisy v hodnote 305 miliónov GBP s pevnou sadzbou 4,137 % a splatnosťou 29. novembra 2032.

Agentúra Moody's priradila emisii predbežný rating A3 so stabilným výhľadom. Agentúra uviedla, že rating odzrkadľoval zvýšenie kreditnej kvality poskytnuté prostredníctvom PBI. Sponzori projektu poskytli vlastný kapitál v celkovej výške 46 miliónov EUR.

Toto je prvé kolo, keď projekt OFTO s dostatočnou veľkosťou vyvolal záujem kapitálových trhov. Takéto financovanie sa dlho vnímalo ako vyhovujúce pre odvetvie OFTO, keďže tarifa uhradená prevádzkovateľovi je prepojená s RPI a 90 % výnosu je zaručených.

Očakáva sa, že po týchto dvoch transakciách bude nasledovať projekt výstavby diaľnice A11 v Belgicku koncom roka 2013 alebo začiatkom roka 2014. Táto transakcia bude takisto podporená z rozpočtu EÚ a poskytne ďalšiu referenčnú hodnotu z hľadiska potenciálu investora a úrovni určovania ceny.

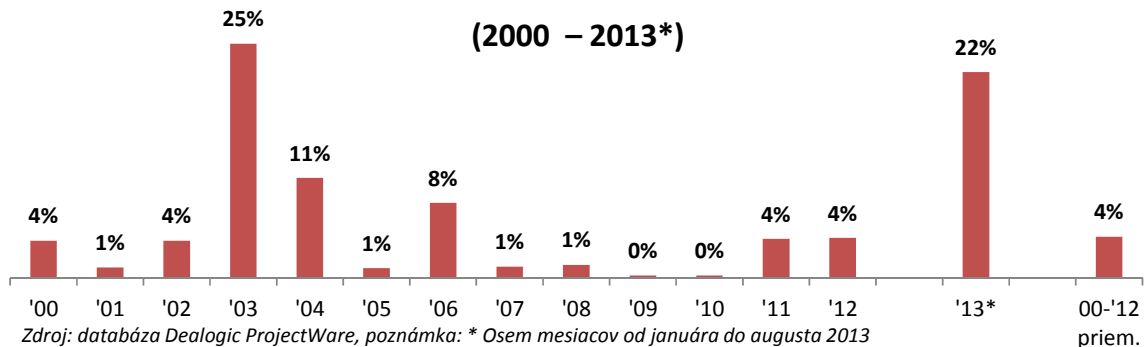
**PPP A11 Brugge** je nové diaľničné spojenie prístavu Zeebrugge s E40 do Gentu a E34 do Antverp, ktoré zlepši spojenie prístavu s mestom Brugge a turistickými spojeniami na belgické pobrežie, najmä s mestami Knokke a Blankenberge. V súčasnosti sa dokončuje štruktúra financovania A11 s plánovaným závierkou koncom roka 2013 alebo začiatkom roka 2014 s podpisom podmieneným dokončením rokovaní a schválením verejným obstarávateľom. Projekt A11 by bol prvým dopravným projektom TEN-T v rámci PBI a prvou transakciou na zelenej lúke. Očakáva sa, že dlhopisy v hodnote 575 miliónov EUR by boli podporené sumou približne 114 miliónov EUR nefinancovanej facility PBCE vo forme podriadeného akreditívu emitovaného EIB.

### **5.3. Ďalšie emisie dlhopisov v oblasti infraštruktúry**

Zvýšené zameranie sa na financovanie infraštruktúrnych projektov prostredníctvom kapitálových trhov a jeho podpora viedli aj k významnému nárastu emisií iných infraštruktúrnych dlhopisov v porovnaní s obdobím rokov 2007 až 2012. V rokoch 2007 až 2013 však z hľadiska objemu viac než 90 % dlhopisov emitovaných v odvetviach, na ktoré sa vzťahuje NPE, predstavovalo refinancovanie, 6 % investície na zelenej lúke a 3 % akvizície.

Graf 3

## Dlhopisy ako % podiel na dlhovom financovaní projektov v odvetviach, na ktoré sa vzťahuje NPE, EÚ-28



Okrem dlhopisov Castor v hodnote 1,4 miliardy EUR podporených EIB sa v roku 2013 dokončilo niekoľko významných obchodov refinancovania na trhu s dlhopismi vrátane:

- Refinancovania High Speed 1, t. j. projektu vysokorýchlostnej železnice v Spojenom kráľovstve s 25-ročným dlhopisom v hodnote 760 miliónov GBP ako súčasť balíka nadriadeného dlhu v hodnote 1,55 miliardy GBP. Projektu bol priradený rating A–, pričom vláda Spojeného kráľovstva účinne poskytla záruku za platby na dostupnosť na High Speed 1 prostredníctvom domácej podpornej dohody.
- Úspešného refinancovania dlhu Open Grid vo výške 2,7 miliardy EUR pomocou úverových facilit v hodnote 1,2 miliardy EUR a dlhopisov s ratingom A– v hodnote 1,5 miliardy EUR s dobou splatnosti sedem, desať a dvanásť rokov.
- Refinancovania dlhu na Slovensku vo výške približne 1,2 miliardy EUR s dlhopismi s ratingom BBB+ a so splatnosťou v roku 2039.

Tieto transakcie dokazujú hĺbku európskych kapitálových trhov a ich dopyt po priamočiarom refinancovaní infraštruktúrnych projektov.

Okrem toho sa v roku 2013 zaznamenalo niekoľko inovačných riešení prostredníctvom kapitálového trhu s dlhovými nástrojmi, ktoré sa rôznymi spôsobmi snažili získať financovanie projektov na zelenej lúke od inštitucionálnych investorov. Väčšina z nich sa realizuje v odvetviach sociálnej infraštruktúry, napr. študentského ubytovania, v ktorých sú projekty menšie a menej rizikové.

Projekt	Rating	Doba splatnosti	Nominálna hodnota (v miliónoch)	Charakteristiky
Okružný obchvat L2/A507	Baa3	28 rokov pre tranžu I a 30 rokov pre tranžu II	79 EUR (tranža I) 86 EUR (tranža II)	Viac než 65 % financovania poskytuje francúzska vláda, zvyšných 165 miliónov EUR kúpila poisťna skupina, pričom tranža II využila nástroj Dailly (t. j. záruku od francúzskeho štátu).
Študentské ubytovanie Holyrood, Spojené kráľovstvo	AA-/A2	35 rokov pevná a indexovaná	63 GBP	Podkladové dlhopisy s ratingom BBB/Baa3, ktoré majú kreditnú kvalitu zvýšenú spoločnosťou Assured Guaranty.
Pendleton Together Housing	neuvádza sa	29 rokov	71,7 GBP (tranža A) 10,9 GBP (tranža B)	Financovanie dlhopisov s čiastočnou zárukou (nadriadené dlhopisy triedy A využívajú zvýšenie kreditnej kvality podriadenej tranže triedy B).
Vážnica Zaanstad	neuvádza sa	28 rokov	72 EUR	Nadriadené dlhopisy majú kreditnú kvalitu zvýšenú podriadenou úverovou tranžou triedy B.
ULiving Hertfordshire, Spojené kráľovstvo	A-	41 rokov indexovaná	144 GBP	
UPP, študentské ubytovanie na viacerých miestach, Spojené kráľovstvo	A-	27 rokov pevná, 34 rokov indexovaná	382 GBP	Príjem z nájomného od viacerých univerzít so združením peňažných prostriedkov na zníženie rizika.
Udržateľné komunity pre mesto Leeds	AA-/A2	19 rokov	102 GBP	Podkladové dlhopisy majú kreditnú kvalitu zvýšenú spoločnosťou Assured Guaranty.

Zdroje: *Infrastructure Journal, Standard & Poors.*

Treba uviesť, že projekty L2, Holyrood, Pendleton, Zaanstad a Leeds využívajú určitú formu zvýšenia kreditnej kvality. Dve transakcie svedčia o návrate poisťovateľa dlhopisov na trh v prípade týchto stredne veľkých transakcií. Celkovo najväčšia transakcia, študentské ubytovanie UPP, má hodnotu 382 miliónov GBP a je založená na portfóliu projektov. V niekoľkých prípadoch veľký podiel na transakcii kúpil jeden inštitucionálny investor.

Všetky tieto transakcie s výnimkou dvoch sa uskutočnili v Spojenom kráľovstve, v ktorom bolo bežné financovanie PPP prostredníctvom kapitálových trhov využívajúce špecializované záruky. V rámci kontinentálnej Európy sa začína prejavovať záujem o riešenia financované dlhopismi a obstarávatelia sa pomaly prispôbujú novým možnostiam financovania. Postupy obstarávania vyžadujúce viazané finančné prostriedky už v ponukovej fáze sú stále bežné, čo obmedzuje dlhopisové riešenia na súkromné emisie a z veľkej časti bráni verejne emitovaným dlhopisom v prípadoch, keď by inak mohol byť k dispozícii zvýšený objem a lepšie určovanie ceny.

#### 5.4. Zhrnutie výsledkov

Za prvý rok prevádzky schválila Správna rada EIB osem projektov ako potenciálnych príjemcov PBCE a s ďalšími projektmi sa napreduje. Dvomi projektmi zvýšila kreditnú kvalitu EIB a podpísanie ďalšieho projektu sa očakáva začiatkom roka 2014. Jeden z týchto troch projektov bol uzavretý bez podpory z rozpočtu EÚ.

Aktívna podpora dlhopisov na projekty zo strany EK a EIB na financovanie infraštruktúry sa na trhu stretla s uznaním a ocenením a podporila rozvoj ďalších trhových riešení prostredníctvom plánovaného katalytického účinku. Potvrďuje sa tak, že Európa skutočne napreduje smerom k vybudovaniu trhu s dlhopismi na projekty. PBI poskytla najmä širšej škále investorov prístup k aktívam v oblasti infraštruktúry, čo dokazujú už uskutočnené transakcie. Aj v prípadoch, v ktorých nebola PBI nakoniec vybraná ako uprednostňovaná možnosť financovania, poskytla konkurenčný tlak, čím sa v prípade niekoľkých projektov znížili celkové náklady na financovanie.

Trh je však zatiaľ zameraný na menšie miestne projekty infraštruktúry v Spojenom kráľovstve s obmedzenou činnosťou na podporu väčších projektov na celoštátnej úrovni. Najmä podmienky pre projekty TEN na zelenej lúke zostávajú zložité. Členské štáty by mali urýchliť identifikáciu a prípravu infraštruktúrnych projektov, aby sa mohli uviesť na trh.

## **6. POTREBNÉ ZLEPŠENIA PBI**

### **6.1. Potreba vytvoriť rezervu silnejších a vyspelejších projektov**

Dopyt po investíciách do infraštruktúry v Európe je očividný. Rastú však obavy, že súčasné projekty nie sú na pokrytie tohto dopytu z hľadiska počtu a vyspelosti dostatočné<sup>5</sup>.

V prípade projektov a odvetví, ktoré v rozhodujúcej miere využívajú zapojenie verejného sektora, musia dôležitú úlohu plniť vlády v celej Európe, pokiaľ ide o odhodlanie uvoľniť nové investície do infraštruktúry a riešenie neistoty v súvislosti s budúcou ponukou alebo rezervou infraštruktúrnych projektov. Bez dostatočnej rezervy (vhodných) projektov nie je možné zvyšovať dlhodobé investície. Na budovanie dôvery investorov v tok transakcií tak, aby investori boli aj naďalej ochotní viazať svoje finančné prostriedky aj investovať do výstavby, si nové schopnosti potrebné na analyzovanie financií na infraštruktúrne projekty vyžadujú väčšiu mieru transparentnosti v rámci rezervy projektov na vnútroštátnej a nadnárodnej úrovni, ako aj dlhodobé plánovanie a odhodlanie na strane obstarávateľov.

V tejto súvislosti stále predstavujú hlavnú výzvu pre účinnú realizáciu plánovaných projektov náhle zmeny v regulačnom prístupe k jednotlivým odvetviám. V odvetviach vo všeobecnosti sa za výzvy, ktorým čelia dlhopisové riešenia, považujú faktory, ako napríklad nedostatočná štandardizácia, chýbajúca istota v oceňovaní emisií kapitálového trhu alebo vnímaná novosť takýchto projektov na trhu v súčasnosti. Aj v tomto smere môže PBI preukázať svoju prospešnú úlohu.

### **6.2. Využívanie rozpočtu EÚ**

V súvislosti s mechanizmom rozdelenia rizika, ktorý bol vytvorený medzi Komisiou a EIB, ako sa uvádza v oddiele 4, by sa využívanie rozpočtu EÚ zefektívnilo, keby sa tvorba rezerv na pokrytie prvých strát z rozpočtu EÚ rozdelila medzi všetky projekty v troch odvetviach, na ktoré sa vzťahuje PBI. Existujú jasné obmedzenia diverzifikácie rizík, a teda aj využitia

---

<sup>5</sup> Zdroj: *Infrastructure Journal*, 17. 11. 2013.

finančnej páky s tromi samostatnými rezervami na pokrytie prvých strát pre každé z troch odvetvových portfólií, ako je to v súčasnosti. Okrem toho obmedzená miera využitia finančnej páky si v prípade menších portfólií vyžaduje vyhľadávanie projektov správnej veľkosti pre danú výšku dostupného rozpočtu. Napríklad EIB financovala projekt Castor z vlastných zdrojov, pretože príspevok z rozpočtu TEN-E nebol dostatočný na pokrytie potrebného príspevku EÚ.

V zásade môže rozpočet EÚ a nástroje na rozdelenie rizika dosiahnuť väčší pákový efekt pomocou diverzifikácie. Diverzifikácia rastie s počtom projektov v portfóliu, zatiaľ čo odvetvová rozmanitosť projektov znižuje ich koreláciu. V dôsledku toho sa s väčším portfóliom, ktoré zahŕňa naraz rôzne odvetvia, dosahujú väčšie výhody vyplývajúce z diverzifikácie. Na druhej strane môže riadenie rizík v rámci portfólia projektov predstavujúcich rôzne rizikové profily zvyšovať komplexnosť, no EIB ho napriek tomu dokáže zvládnuť. S cieľom maximalizovať výhody vyplývajúce z diverzifikácie by NPE mohol mať jediné portfólio projektov v úplnom súlade s nariadením o NPE a nariadením o rozpočtových pravidlách týkajúcich sa výdavkov EÚ. Uľahčí sa tak financovanie projektov bez ohľadu na veľkosť alebo načasovanie.

Ten istý mechanizmus sa môže rozšíriť aj na existujúce portfóliá LGTT a PBI, čím sa v plnej miere dosiahne výhoda úspor z rozsahu. Zlúčením týchto portfólií s portfóliom NPE by sa vytvorilo zdrojové portfólio, ktorým by sa mohli znižovať pomerné príspevky rozpočtu EÚ na nové projekty skôr, než by to bolo v opačnom prípade. K tomuto záveru pravdepodobne dospeje aj externá štúdia, ktorú zadala EK a na ktorú sa odkazuje v úvode.

## **7. ZÁVERY**

Ako dokazujú emisie dvoch dlhopisov na projekty so zvýšenou kreditnou kvalitou už po 12 mesiacoch, iniciatíva napĺňa očakávania a je úspešná z hľadiska poskytovania financovania na projekty.

Záujem trhu o túto iniciatívu a súvisiaca spätná väzba boli pozitívne, čo pomáha v úsilí zamerať záujem investorov na dlhopisové riešenia. Z hľadiska rozvoja dlhopisov na projekty je potrebné vykonať viac práce na rozvoj aktívneho trhu s dlhopismi vrátane emisií ďalších dlhopisov, aby sa vytvorila dostatočná zásoba a aby sa dali jednoduchšie určiť referenčné hodnoty pre budúce emisie. Vďaka tomu bude pre investorov a obstarávateľov jednoduchšie posúdiť pravdepodobné úrovne financovania a zabezpečiť väčšiu predpovedateľnosť oceňovania dlhopisových riešení, čo možno umožní, aby obstarávatelia ustúpili od požiadavky na úplne viazané financovanie. Okrem toho si likvidný trh s dlhopismi na projekty vyžaduje lepšie pripravené a vyspelejšie projekty. Vlády by sa preto mali venovať dlhodobému plánovaniu, aby sa zabezpečila stabilnejšia a transparentnejšia rezerva infraštruktúrnych projektov. V tejto súvislosti NPE predpokladá technickú pomoc na inštitucionálnej a projektovej úrovni, aby sa prispelo k príprave budúcich projektov spoločného záujmu s cieľom podporiť členské štáty a súkromný sektor. Takisto existuje priestor na rozšírenie PBI na iné oblasti politiky, v ktorých by sa financovanie menších

miestnych infraštruktúrnych projektov mohlo zhromažďovať na celoštátnej alebo regionálnej úrovni.

Úloha NPE by sa potenciálne mohla maximalizovať, ak by sa uskutočnilo zlúčenie portfólií troch odvetví (t. j. dopravy, energetiky a širokopásmového pripojenia), ako sa uvádza v článku 14 ods. 3 pripravovaného nariadenia, ktorým sa vytvára NPE. S cieľom zvýšiť efektívnosť a pákový efekt výdavkov z rozpočtu EÚ by sa táto príležitosť mohla využiť na vytvorenie spoločného systému tvorby rezerv na pokrytie prvých strát, ktorý by využíval výhody vyplývajúce z prirodzenej diverzifikácie uvedených troch odvetví a v rámci ktorého by sa už existujúce nástroje mohli používať ako zdrojové portfólio.