

## DLUHOPISY A PROJEKTY PPP

Liběna Tetřevová

Ústav ekonomie, Fakulta ekonomicko-správní, Univerzita Pardubice

**Abstrakt:** Článek je věnován problematice podnikových dluhopisů jako vhodného zdroje financování projektů partnerství veřejného a soukromého sektoru. Pozornost je věnována jednak charakteristice projektů PPP, ale i alternativním zdrojům financování projektů soukromých podnikatelských subjektů. Zvláštní pozornost je přitom zaměřena na podnikové dluhopisy a jejich charakteristiku.

**Abstract:** The article deals with the corporate bonds as an available source of funds of Public Private Partnership projects. Attention is paid to characteristics of PPP projects. The alternative financial funds of entrepreneurs' project are characterized as well. Corporate bonds, their characteristics are also explained.

**Klíčová slova:** zdroje financování, podnikové dluhopisy, partnerství veřejného a soukromého sektoru, projekty

**Key words:** financial funds, corporate bonds, public private partnership, projects

### 1. Projekty PPP

Projekty PPP představují projekty partnerství veřejného a soukromého sektoru, jedná se o projekty, u kterých dochází k propojení předností soukromého a veřejného sektoru při jejich realizaci a financování. Zkratka PPP je přitom vytvořena z počátečních písmen anglického výrazu Public Private Partnership, tj. partnerství veřejného a soukromého sektoru.

Projekty PPP představují projekty budování rozsáhlé infrastruktury (tj. investiční projekty) realizované ve veřejném zájmu, a to s využitím finančních zdrojů soukromého sektoru. Při realizaci těchto projektů však nejsou využívány pouze finanční zdroje soukromých firem, ale současně je využíván i jejich znalostní, organizační a inovační potenciál - odborné znalosti, schopnosti a zkušenosti z realizace a financování projektů. Soukromé firmy přitom neparticipují pouze na zajištění veřejné infrastruktury, ale často jejich činnost spočívá i v zajišťování určitých veřejných služeb pro občany. Očekávaným výsledným efektem z pohledu soukromé firmy je následný trvalý tok veřejných finančních prostředků. [2]

Projekty partnerství veřejného a soukromého sektoru jsou charakteristické dlouhým časovým horizontem trvání partnerství. Sice se lze v praxi setkat s projekty s krátkodobým charakterem - minimálně však 3 roky, ale typické jsou projekty s dobou trvání 20 až 40 let.

Dalším typickým znakem projektů PPP je jejich značný rozsah, tyto projekty dosahují hodnoty stovek milionů korun.

Charakteristickým rysem projektů PPP je rovněž skutečnost, že riziko investovaného kapitálu nese soukromý partner, nikoli veřejný sektor jako je tomu u podobných projektů založených např. na principu outsourcingu. Co se týká rizika, projekty PPP umožňují jeho optimální rozložení, kdy každý ze subjektů partnerského vztahu přebírá to riziko, které umí nejlépe řídit.

Další specifickou charakteristikou je, že na rozdíl od jiných typů projektů, u kterých vstupuje veřejný sektor do spolupráce se sektorem soukromým, jsou žadáním efektem této spolupráce předem definované výstupy, nikoli zabezpečení požadovaných vstupů pro následné zajišťování statků veřejným sektorem. Podstata je tedy taková, že veřejný sektor

přesně specifikuje požadovanou službu, její kvalitu, určuje cenovou politiku a zajišťuje kontrolu stanovených cílů a sektor soukromý zabezpečuje celý projekt, tzn. zajišťuje jeho profinancování, realizaci, implementaci a údržbu.

Základní podmínkou realizace projektu PPP je jeho schopnost dosáhnout z pohledu veřejného sektoru vyššího užitku v poměru k vynaloženým prostředkům, ve srovnání se situací, kdy by daný projekt realizoval veřejný sektor sám, vlastními silami a z vlastních zdrojů, tj. respektování principu hodnoty za peníze.

Projekty partnerství veřejného a soukromého sektoru obvykle zahrnují řadu vedlejších veřejných služeb, tzv. „non-core“ služeb, tj. např. budování infrastruktury včetně ubytovacích, stravovacích či dopravních služeb, ale jejich součástí není zajištění hlavních veřejných služeb, tj. „core“ služeb, např. soudnictví, policejního dozoru či veřejného systému školství.

## 2. Alternativní zdroje financování projektů PPP

Financování projektů PPP jako investičních projektů je účelné charakterizovat na případu akciových společností, neboť akciové společnosti představují nejvýznamnější formu podnikání v České republice a současně mají možnost využít nejširší škály zdrojů financování. Svoje investiční aktivity mají možnost financovat z vlastních či dlouhodobých cizích finančních zdrojů [blíže viz 2]. Tab. 1 uvádí přehled dlouhodobých zdrojů financování akciových společností v ČR.

**Tab. 1:** Dlouhodobé zdroje financování akciových společností v ČR

Vlastní zdroje financování	Dlouhodobé cizí zdroje financování
Kmenové a prioritní akcie	Dlouhodobé bankovní úvěry
Kapitálové fondy	Podnikové dluhopisy
Nerozdělený zisk	Dlouhodobé dodavatelské úvěry
Odpisy	Dlouhodobé směnky k úhradě
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	Dlouhodobé zálohy od odběratelů
	Finanční leasing
	Rezervy

Z vlastních zdrojů přichází reálně do úvahy pro financování PPP projektů především nerozdělený zisk a emise akcií, z cizích zdrojů pak bankovní úvěry, dodavatelské úvěry a podnikové dluhopisy. V první řadě je managery vždy zvažována možnost využití interních zdrojů financování, nepostačují-li tyto zdroje, zaměří se pozornost následně na zdroje externí, a to nejdříve cizí, kdy alternativou je úvěr, ať již bankovní, či dodavatelský anebo emise podnikových dluhopisů. Dalším zdrojem v pořadí, a to zdrojem vlastním, je emise akcií.

Co se týká **akcií**, představují pro firmu nevratné a bezúročné peníze, zajišťující nezávislost na věřitelích. Akcie mohou být vydány jako prioritní, či kmenové. Emise kmenových akcií, na rozdíl od prioritních akcií, rozšiřuje hlasovací práva a současní akcionáři nejsou zatím připraveni vydáním nových akcií riskovat, že se dostanou do pozice menšinových akcionářů. Další nevýhodou akcií je, že dividendy nejsou odpočitatelnou položkou pro účely zdanění na rozdíl od úroků z úvěrů a dluhopisů a až český kapitálový trh začne fungovat standardně a daleko více společností bude muset vyplácet dividendy, projeví se emise akcií ve zvýšení nákladů kapitálu.

Nejrozšířenější způsob financování podnikových potřeb z cizích zdrojů představují **bankovní úvěry**. Jejich široké využívání je do jisté míry dáno „sílu zvyku“, neboť v minulosti představovaly bankovní úvěry jediný cizí zdroj financování, svou roli však jistě

sehrává i situace na českém kapitálovém trhu. Nesporné jsou také výhody, se kterými jsou bankovní úvěry spojeny - možnost sjednání individuálních podmínek, pružnost, neexistence emisních nákladů. Na druhé straně, úroky z úvěrů jsou vysoké a banky postupem času stanovují stále tvrdší podmínky, např. z hlediska záruk. Banky se nyní ze všech sil snaží snížit svou úvěrovou angažovanost v podnicích, a tak je třeba hledat nové způsoby financování investic, které doplní úvěry jako dosud prakticky jediný cizí zdroj financování podniků.

Využití **dodavatelských úvěrů** je velice úzce účelově omezeno. Dalším předpokladem využití této formy financování je získání dodavatele, který bude ochoten tento úvěr poskytnout a bude schopen dodat dodávky podle požadavků odběratele. Tyto úvěry se zpravidla poskytují pouze na určitou část ceny plnění a vyžadují tedy i určitý podíl vlastních zdrojů.

Variantou financování je rovněž **emise podnikových dluhopisů**. Využití podnikových dluhopisů přináší podniku jako emitentovi celou řadu výhod, které lze spatřovat ve skutečnosti, že vydání podnikových dluhopisů umožní dosáhnout větší pružnosti v kapitálové struktuře, a podnik je tak schopen rychleji reagovat na stále se měnící podmínky na trhu, což následně vede k vyšší tvorbě finančních zdrojů, emisí podnikových dluhopisů lze získat značné množství peněžních prostředků, které poskytne velký počet věřitelů, navíc výnosy z podnikových dluhopisů představují daňově uznatelný náklad, v případě ziskovosti podniku lze využít úrokového daňového štítu, emisí podnikových dluhopisů rovněž neztrácí akcionáři svou kontrolu nad činností podniku, vydání podnikových dluhopisů často nevyžaduje ani jištění ve formě zástav majetku, v důsledku závaznosti splátek jistiny a výnosů z dluhopisů také dochází k vyjasnění pohledu managerů na výnosnost jednotlivých investic, úspěšné vydání (a především umístění) podnikových dluhopisů se pak považuje za prestižní záležitost, která zlepšuje postavení podniku v očích veřejnosti i obchodních partnerů, za významnou lze rovněž považovat skutečnost, že pro podnik po překročení určité míry zadluženosti přestává být výhodný bankovní úvěr a alternativou s nižšími náklady se v důsledku rozptýlení rizika mezi velký počet věřitelů stává právě emise dluhopisů.

### **3. Podnikové dluhopisy jako vhodný zdroj financování projektů PPP - závěr**

Výrazným znakem, kterým se vyznačují projekty PPP, je jejich značný rozsah. Projekty partnerství veřejného a soukromého sektoru jsou spojeny s investičními náklady dosahujícími hodnoty stovek miliónů korun. Jako příklad lze uvést projekty, jejichž realizace je předpokládána v blízké době v České republice. V případě projektu AirCon (Airport Connection), tj. projektu modernizace železniční trati Praha-Kladno s výstavbou připojení na Letiště Ruzyně, vč. provozu a údržby, jsou předpokládány investiční náklady ve výši 15 až 18 mld. Kč, u projektu Úsek dálnice D3 Tábor - Bošilec, tj. výstavba, údržba a provozování dvou úseků nové dálnice D3 Tábor - Bošilec (30 km) pak jsou předpokládány investiční náklady ve výši 11 mld. Kč, jako další příklad lze uvést projekt Věznice typu s ostrahou - návrh, vybudování, financování, údržba a provoz nové věznice s ostrahou s kapacitou 500 míst splňující evropské standardy, kde investiční náklady mají dosáhnout hodnoty 1,1 mld. Kč [1].

A právě takovéto projekty je vhodné financovat podnikovými dluhopisy. Důvodem je skutečnost, že s vydáním dluhopisů jsou spojeny vysoké náklady. Tyto náklady lze rozdělit do dvou základních skupin:

- 1. náklady vydání emise podnikových dluhopisů** (náklady bezprostředně související s vydáním - emitováním) zahrnují náklady spojené s přípravou emise, získáním povolení emise, příp. i povolením veřejné obchodovatelnosti, registrací emise v centrální evidenci cenných papírů, respektive náklady spojené s tiskem cenných papírů, zveřejněním emise, umístěním emise či přijetím emise k obchodování na burze.

**2. náklady životnosti emise podnikových dluhopisů** (náklady vznikající v průběhu životnosti a v souvislosti se splácením dané emise) tvoří úrokové platby, rozdíl jmenovité hodnoty a emisního kurzu (tzv. diskont), prémie, poplatky spojené s výplatou úroků a jistiny, roční poplatky za obchodování podnikových dluhopisů na jednotlivých trzích burzy cenných papírů a další náklady.

Přitom podstatnou část těchto nákladů (zejména v případě nákladů vydání emise) tvoří náklady fixní, a tak vydání dluhopisů je výhodné až od určitého objemu emise - od určité potřeby kapitálu, dosahující hodnoty desítek milionů korun, jedná se tedy o takový objem finančních prostředků, který je zapotřebí pro financování projektů PPP.

Jistě lze namítat, že projekty PPP by měly být přímo financovány konsorciem bank. Financování emisí podnikových dluhopisů však představuje reálnou možnost financování tohoto typu projektů, i když jistě i v tomto případě bude do emisních aktivit zapojen zprostředkovatelský syndikát.

### **Literatura:**

- [1] PPP Centrum. *Pilotní projekty PPP v ČR*. Praha, 13. dubna 2005. Dostupné z [www.pppcentrum.cz](http://www.pppcentrum.cz).
- [2] Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006. 182 s. ISBN 80-86946-09-6

### **Kontaktní adresa:**

doc. Ing. Liběna Tetřevová, Ph.D.  
Univerzita Pardubice; Fakulta ekonomicko-správní; Ústav ekonomie  
Studentská 95; 532 10 Pardubice  
tel. + 420 46 603 6161; fax +420 46 603 6010  
e-mail: [Libena.Tetrevova@upce.cz](mailto:Libena.Tetrevova@upce.cz)