



V Bruseli 9. 4. 2013
COM(2013) 150 final/2

Corrigendum:
Correction de la fonte d'un paragraphe (après le cadre contenant les questions 6, 7, 8 et 9).
Concerne toutes les langues.

[...]

ZELENÁ KNIHA

DLHODOBÉ FINANCOVANIE EURÓPSKEHO HOSPODÁRSTVA

(Text with EEA relevance)

{SWD(2013) 76 final}

1. ÚVOD

Naliehavou výzvou pre Európu je nasmerovať EÚ späť na cestu inteligentného, udržateľného a inkluzívneho rastu, vytvárania pracovných miest, stavania na jej konkurenčných výhodách s cieľom posilniť jej konkurencieschopnosť na svetovom trhu.

V reakcii na túto úlohu Európa čelí potrebám rozsiahlych, dlhodobých investícií v súlade s prioritami stratégie Európa 2020¹, aktualizáciou z roku 2012 týkajúcou sa priemyselnej politiky², iniciatívou Únia inovácií³ a Nástrojom na prepojenie Európy⁴. Dlhodobé investovanie predstavuje tvorbu dlhodobého kapitálu a zahŕňa hmotný majetok (ako napríklad energetické, dopravné a komunikačné infraštruktúry, priemyselné a servisné zariadenia, bývanie a zmenu klímy, ekoinovačné technológie) a nehmotný majetok (ako napríklad vzdelávanie a výskum a vývoj), ktorými sa posilňuje inovácia a konkurencieschopnosť. Mnohé z týchto investícií majú širší úžitok pre verejnosť, pretože vytvárajú vyššie obraty pre spoločnosť ako celok tým, že sa nimi podporujú základné služby a zlepšuje životná úroveň. Ich vplyv sa môže začať vnímať aj v krátkodobom horizonte. Umožňujú spoločnostiam a vládam vyrábať viac s využitím menšieho množstva zdrojov, reagovať na nové hospodárske, sociálne⁵ a environmentálne výzvy, uľahčiť prechod k udržateľnejšiemu hospodárstvu a zvýšiť výrobnú a priemyselnú kapacitu hospodárstva. Trendy v oblasti zmeny klímy a úbytku prírodných zdrojov ešte zdôrazňujú výzvu udržateľného rastu, pretože si vyžadujú dlhodobejšie investície do nízkouhlíkovej energie, efektívnosť energie a zdrojov a infraštruktúru v súlade s politickým cieľom obmedzenia zmeny klímy pod dva stupne a oddelenia hospodárskeho rastu od využívania zdrojov.

Na financovanie týchto dlhodobých investícií potrebujú vlády a podniky všetkých veľkostí prístup k predvídateľnému dlhodobému financovaniu. Schopnosť hospodárstva sprístupniť toto dlhodobé financovanie závisí od schopnosti finančného systému smerovať úspory vlád, podnikov a domácností účinne a efektívne k správnyu používateľom a účelom použitia prostredníctvom otvorených a konkurencieschopných trhov. Môže sa to uskutočňovať prostredníctvom rôznych sprostredkovateľov (ako sú banky, poisťovatelia a dôchodkové fondy) a priamym prístupom ku kapitálovým trhom. Táto zelená kniha je zameraná na spôsob fungovania tohto postupu. Predpokladom smerovania dlhodobého financovania za primerané náklady je, že hospodárstvo sa musí vyvíjať a prilákať úspory. Vládne politiky to môžu podporiť zdravými fiškálnymi politikami, efektívnymi daňovými systémami a prostredím priaznivým pre podniky, v ktorom sa posilňuje atraktivnosť hospodárstva pre investície, a to aj zahraničné.

Správne nasmerovanie procesu dlhodobého financovania zohráva kľúčovú úlohu v podporovaní štrukturálnej hospodárskej reformy a v návrate k dlhodobému trendu hospodárskeho rastu. Dlhodobé financovanie je potrebné aj počas celého životného cyklu spoločnosti, pretože pomáha založiť podnikanie, umožňuje mu rásť a potom prispieva k udržaniu jeho rastu. Dlhodobým financovaním sa podporuje premena spoločností počas ich napredovania v rámci tohto životného

¹ Pozri http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

² Pozri <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:EN:PDF>

³ Pozri <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:EN:PDF>

⁴ Pozri http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁵ V oznámení Komisie s názvom K sociálnym investíciám do rastu a súdržnosti [COM(2013) 83] sa zdôrazňuje potreba, aby členské štáty viac využívali inovačné prístupy na financovanie sociálnej oblasti, a to aj s využitím účasti súkromného sektora.

cyklu. Vyžaduje si to znalosti rôznych finančných nástrojov a postupov a prístup k nim. Dlhodobé financovanie pomáha aj financovaniu vývozu, a tak prispieva k zlepšeniu vonkajšej konkurencieschopnosti. Skupina G20 uznala na medzinárodnej úrovni význam dlhodobého financovania rastu a vytvárania pracovných miest⁶.

Finančná kríza ovplyvnila schopnosť finančného sektora v Európe smerovať úspory do potrieb dlhodobých investícií. Finančná kríza a súčasná nepriaznivá makroekonomická situácia vytvorili predovšetkým prostredie neistoty a neochoty riskovať, najmä v tých členských štátoch, ktoré sú pod finančným tlakom, a v prípade MSP. Finančná kríza zhoršila schopnosť bánk poskytovať úvery s dlhými splatnosťami, pretože potrebujú znížiť zadlženie a naprávať chyby z minulosti. Kríza mala zároveň nepriaznivý vplyv na dôveru a ochotu dlžníkov a inštitucionálnych investorov riskovať.

Hlavné poučenie z krízy je, že primeraná regulácia a dohľad nad finančným sektorom sú nevyhnutné na obnovenie finančnej stability a dôvery v trhy. V rámci širšej politickej reakcie je primerané zabezpečiť, aby podrobné nastavenie nového regulačného rámca a rámca dohľadu umožnilo finančnému sektoru účinnejšie podporovať reálne hospodárstvo bez ohrozenia finančnej stability.

Z hľadiska presahujúceho finančnú krízu je dôležitou otázkou, či historicky významná závislosť Európy od bankového sprostredkovania pri financovaní dlhodobých investícií umožní vznik diverzifikovanejšieho systému s významne vyššími podielmi priameho financovania kapitálovým trhom a väčšieho zapojenia inštitucionálnych investorov a alternatívnych finančných trhov. Niet pochyb, že so zreteľom na ich schopnosti v oblasti riadenia rizík, miestne znalosti podnikov a vzťahy s nimi, budú banky naďalej dôležitými subjektmi v smerovaní dlhodobých investícií. Nie je však isté, či sa komerčné banky vrátia k svojej praxi držania dlhodobých aktív do splatnosti na predchádzajúcich úrovniach.

Znížená úloha bánk v dlhodobom poskytovaní pôžičiek otvára nové potreby a príležitosti pre iné finančné inštitúcie a trhové sprostredkovanie na účel smerovania financovania do dlhodobých investícií. Schopnosť inštitucionálnych investorov a trhov vyplniť túto medzeru však závisí od niekoľkých podmienok. Mnohí tvrdia, že spolu so správnym nastavením prudenciálneho regulačného rámca účtovné zásady, merania ocenení a správanie správcov aktív vytvárajú ďalšie náklady a nezladené stimuly. Okrem toho trhy s podnikovými dlhopismi, kapitálové a sekuritizované trhy v Európe ostávajú v porovnaní s inými hospodárstvami pomerne nedostatočne vyvinuté a nebankové financovanie zostáva pre MSP do značnej miery neprístupné.

Zabezpečenie účinných a efektívnych sprostredkovateľských kanálov pre dlhodobé investovanie je zložitá a viacrozmerná úloha. Účelom tejto zelenej knihy je podnietiť širokú diskusiu o tom, ako posilniť ponuku dlhodobého financovania a ako zlepšiť a diverzifikovať systém finančného sprostredkovania pre dlhodobé investície v Európe. Ako vyplýva z konzultačných otázok, v tejto diskusii by sa mali zohľadniť špecifiká rôznych subjektov finančného trhu a takisto riešiť otázky súvisiace s rôznym súborom podmienok, ktoré to umožňujú. Reakcie na konzultačné otázky prispievajú k tomu, aby Komisia vykonala ďalšie posúdenie prekážok v oblasti dlhodobého financovania s cieľom určiť politické opatrenia, pomocou ktorých by ich bolo možné prekonať. Možné nadväzujúce opatrenia by mohli mať niekoľko foriem: V niektorých oblastiach môže byť napríklad potrebná nová alebo prispôbena regulácia, ale v iných oblastiach by úloha na úrovni EÚ mohla spočívať v podnecovaní výraznejšej koordinácie a v podporovaní osvedčených postupov alebo vo forme

⁶ Pozri <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

konkrétneho nadväzujúceho opatrenia s jednotlivými členskými štátmi v súvislosti s európskym semestrom. Súčasťou tejto zelenej knihy je pracovný dokument útvarov Komisie, v ktorom je základná analýza vysvetlená podrobnejšie.

2. ZABEZPEČENIE DLHODOBÉHO FINANCOVANIA A CHARAKTERISTIKA DLHODOBÝCH INVESTÍCIÍ

Kapacita hospodárstva poskytnúť financovanie dlhodobých investícií závisí od jeho schopnosti vytvárať úspory a pritiahnuť a udržať priame zahraničné investície.

Rôzni poskytovatelia vrátane vlád, podnikov a domácností môžu vystupovať ako zdroje dlhodobého financovania. Vlády a podniky takisto vytvárajú dopyt po dlhodobom financovaní. V Európe sú pomery investícií alebo aj úspor k HDP približne na úrovni 20 %. Tento stav je v porovnaní s inými regiónmi priaznivý. V tomto celkovom obraze je však skrytá skutočnosť, že súkromné investície v roku 2011 boli výrazne nižšie ako v roku 2007 a tento pokles bol štyrikrát väčší ako pokles reálneho HDP za rovnaké obdobie⁷. Sporitelia aj investori v súčasnosti pociťujú vysokú mieru neistoty, neochoty riskovať a nedostatku dôvery v dôsledku nepriaznivej makroekonomickej situácie a výhľadu. To môže mať dlhodobý vplyv a zároveň vytvárať trvalejšie prekážky v zabezpečovaní dlhodobého financovania a ovplyvňovať aj dopyt:

- **Vlády:** Verejné zdroje pochádzajúce z daní a verejného dlhu zohrávajú vo financovaní dlhodobých investícií kľúčovú úlohu vzhľadom na pozitívne externality, ktoré sa často spájajú s vládnyimi investíciami a ich vzájomným dopĺňaním so súkromnými investíciami. Zatiaľ čo vlády budú vždy plniť kľúčovú úlohu pri zabezpečovaní verejných statkov a verejnej infraštruktúry, dlhodobou výzvou je väčšia efektívnosť vynakladania výdavkov pomocou systematickejšej analýzy nákladov a prínosov a dôkladnej kontroly projektu. Okrem toho sa verejné zdroje vo forme grantov alebo pôžičiek používajú na podporu dlhodobých investícií súkromného sektora v oblastiach, v ktorých zlyhania trhu vedú k neoptimálnym úrovňam súkromného financovania a/alebo investícií. V týchto oblastiach by verejné zdroje nemali nahradiť súkromné financovanie, ale môžu ho urýchliť a pomôcť riadiť súvisiace riziká;
- **Podniky:** Podniky financujú investície buď z vlastných zdrojov, alebo prístupom k finančnému systému. Tlmený dopyt a neistoty na trhu ovplyvnili príjmy podnikov. Podnikové investície sú zároveň ešte nižšie, čo v niektorých členských štátoch vyústilo do zásob vnútorných úspor, najmä v prípade veľkých podnikov – odhaduje sa, že hotovosť a peňažné ekvivalenty veľkých spoločností sa v období od roku 2009 do roku 2011 zvýšili približne o štyri percentuálne body⁸. Mnohé MSP však trpia trvalo nedostatočnou likviditou;
- **Domácnosti:** Domácnosti sú hlavným zdrojom finančných prostriedkov na financovanie investícií. Krátkodobé úspory sú však ich najuprednostňovanejším nástrojom. Napríklad v období rokov 2000 – 2010 domácnosti znížili svoj vlastný kapitál o osem percentuálnych bodov v pomere k finančným aktívam⁹. Domácnosti všeobecne uprednostňujú likviditu a jednoduché odkupovanie. Teraz sa uprednostňuje stabilita a rozšírená je neochota riskovať. Je preto potrebné mobilizovať viac dlhodobých úspor a

⁷ Pozri McKinsey Global Institute (2012).

⁸ Na základe prieskumu zmien stavu hotovosti a peňažných ekvivalentov v 170 veľkých európskych nefinančných korporáciách podľa hodnotenia Fitch.

⁹ Pozri McKinsey Global Institute (2011).

- **Externé financovanie:** Priame zahraničné investície ostávajú ďalším tradične významným zdrojom financovania dlhodobých projektov. Napriek kríze sa toky priamych zahraničných investícií do EÚ v roku 2011 zotavili po prudkom poklese počas posledných rokov. V roku 2011 dosiahli toky priamych zahraničných investícií smerujúce do EÚ 242 miliárd EUR, a teda vzrástli o 13 % v porovnaní s úrovňami v roku 2010. V rámci EÚ sú značné rozdiely medzi krajinami.

Dlhodobé vyhliadky rastu akéhokoľvek hospodárstva závisia okrem iného od schopnosti finančného sektora smerovať uvedené zdroje úspor do **produktívnych investícií**. Táto zelená kniha sa týka dlhodobých investícií v zmysle vytvárania dlhodobého hmotného a nehmotného kapitálu. Pozornosť je teda upriamená na výrobný kapitál (na rozdiel od finančného kapitálu), ktorý je podobný pojmu národných účtov, v ktorých sú investície špecifikované ako tvorba hrubého fixného kapitálu. Vytváranie výrobného kapitálu bolo vážne narušené počas finančnej krízy a v mnohých krajinách EÚ sú investičné úrovne stále nižšie ako úrovne pred krízou. Investície do hmotného a nehmotného výrobného kapitálu sú nevyhnutné na to, aby sa hospodárstvo EÚ začalo zlepšovať a budú základným kameňom akejkoľvek dlhodobej stratégie rastu.

Dôraz na dlhodobý investičný majetok (ako je napríklad hospodárska alebo sociálna infraštruktúra, budovy a výskum a vývoj, vzdelávanie a inovácie) sa nekladie preto, že má pre rast väčší význam ako krátkodobý investičný majetok (ako sú napríklad počítače, mobilné telefóny a vozidlá). Dôvodom je skôr to, že investičné objemy krátkodobého investičného majetku sú výrazne procyklické. Tieto objemy v súčasnosti v Európe poklesli z dôvodu nepriaznivého makroekonomického výhľadu, ale očakáva sa, že sa zotavia, keď sa začne zotavovať hospodárstvo. To isté platí aj pre ďalšie náklady výrobných spoločností, ako sú napríklad náklady na personál (nábor) a nákup medzivstupov.

Situácia je veľmi odlišná v prípade dlhodobého investičného kapitálu, ktorý je charakteristický dlhými obdobiami investícií/výstavby a vyžaduje si **dlhodobé financovanie** vzhľadom na to, že peňažné toky vytvárajúce návratnosť investícií sa spúšťajú až po uplynutí značného obdobia. Keďže významný podiel objemu dlhodobého výrobného kapitálu sa skladá z verejnej infraštruktúry, tento typ kapitálu v hospodárstve už tradične zohráva stabilizujúcu úlohu – závisí od schopnosti vlád zabezpečovať verejné investície proticyklickým spôsobom a od toho, či si je finančný sektor pri poskytovaní finančných prostriedkov do investícií primerane istý, že sa hospodárstvo naplno rozbehne, kým sa skončia obdobia výstavby.

Neexistuje jediné všeobecne uznané vymedzenie pojmu dlhodobého financovania. V širšom zmysle dlhodobé financovanie môže byť považované za postup, pomocou ktorého finančný systém poskytuje financovanie na zaplatenie investícií, ktoré pokrývajú dlhšie obdobie. Toto vymedzenie je zamerané na širokú škálu prvkov spojených s dlhodobým financovaním¹⁰. Prípadne v rámci prebiehajúcej medzinárodnej práce pod záštitou G20 týkajúcej sa dlhodobých investícií sa dlhodobé financovanie vymedzuje presnejšie, pričom sa zameriava na splatnosti financovania dlhšie ako päť rokov vrátane zdrojov financovania, ktoré nemajú konkrétnu splatnosť (napríklad akcií).

¹⁰ Tieto prvky zahŕňajú charakteristiku investora, povahu aktíva, druh finančného sprostredkovania a ohodnotenie a ocenenie aktíva. Ďalšie informácie nájdete v pracovnom dokumente útvarov Komisie, ktorý je priložený k tejto zelenej knihe.

Otázky:

1) Súhlasíte s uvedenou analýzou týkajúcou sa zabezpečenia a charakteristiky dlhodobého financovania?

2) Máte predstavu o tom, ako najvhodnejšie vymedziť pojem dlhodobé financovanie?

3. PODPOROVANIE DLHODOBÉHO FINANCOVANIA EURÓPSKEHO HOSPODÁRSTVA

V prípade všetkých typov financovania kapacita hospodárstva financovať dlhodobé investície závisí od schopnosti finančného systému účinne a efektívne smerovať tieto finančné prostriedky k správnym používateľom a do správnych investícií prostredníctvom otvorených a konkurencieschopných trhov. Tento proces sa môže uskutočňovať prostredníctvom rôznych sprostredkovateľov – vrátane bánk, poisťovateľov a dôchodkových fondov – a priamym prístupom k finančným trhom. Široká škála faktorov im však bráni zohrávať úplne účinnú úlohu v oblasti dlhodobého financovania. Vyriešenie niektorých z týchto faktorov bude trvať dlhšie ako vyriešenie iných.

Hlavné poučenie z krízy je, že primeraná regulácia a dohľad nad finančným sektorom sú nevyhnutné na obnovenie finančnej stability a dôvery v trhy. V tejto súvislosti presadzuje EÚ komplexný program finančnej reformy, ktorým sa dopĺňa všeobecnejšia daňová a hospodárska reforma. Finančná stabilita je potrebná, ale samotná nestačí. V rámci širšej politickej reakcie musí podrobné nastavenie nového regulačného rámca a rámca dohľadu účinne umožniť finančnému sektoru, aby podporoval reálne hospodárstvo vrátane oblasti zdaňovania bez ohrozenia finančnej stability, a podnietiť ho k tomu.

Verejné orgány a účastníci trhu sa delia o zodpovednosť za vytváranie tohto prostredia, za opätovné upevnenie dôvery a istoty a za zlepšenie celkovej atraktivity Európy ako cieľovej oblasti investícií. V tejto súvislosti by sa **opatrením na podporenie dlhodobého financovania európskeho hospodárstva mala riešiť široká škála navzájom prepojených faktorov, ako je:**

- **kapacita finančných inštitúcií smerovať dlhodobé finančné prostriedky;**
- **efektívnosť a účinnosť finančných trhov v oblasti poskytovania dlhodobých finančných nástrojov;**
- **prierezové faktory, ktorými sa umožní dlhodobé sporenie a financovanie a**
- **jednoduchý prístup MSP k bankovému a nebankovému financovaniu.**

3.1. Kapacita finančných inštitúcií smerovať dlhodobé finančné prostriedky

Komerčné banky

Banky sú tradične najdôležitejšími finančnými sprostredkovateľmi v Európe. Podiel bankového sektora v EÚ je na základe medzinárodného porovnania veľký, najmä v porovnaní so Spojenými štátmi, v čom sa odzrkadľuje väčšia závislosť Európy od bankového sprostredkovania. V ďalších súvislostiach táto skutočnosť predstavuje výzvy pre dlhodobé financovanie.

V kríze sa zvýraznili riziká spojené s nadmerným využívaním pákového efektu a zmeny lehôt splatnosti. So slabším dopytom v niektorých krajinách v recesii to viedlo k tomu, že veľa bánk

začalo znižovať zadlženie, čo prispelo najmä k súčasnemu nedostatku dlhodobého financovania¹¹. Aj keď sa proces znižovania zadlženia skončí, prehodnotenie rizika po kríze spôsobí zvýšenie nákladov na kapitál. Náklady spojené s nástrojmi na riadenie bankovej krízy môžu zvýšiť aj náklady na kapitál, hoci pozitívne účinky vytvorenia rozložitejšieho bankového sektora budú mimoriadne výhodné pre spoločnosť a hospodárstvo. Vzájomnými prepojeniami medzi bankami a štátmi a prísnejšou reguláciou sa takisto posilnila koncentrácia bankových činností na domácich trhoch, čo viedlo k zníženiu cezhraničného financovania a k roztrieštenosti jednotného trhu, čím sa ďalej znižuje dostupnosť financovania a zvyšujú sa náklady na kapitál, a to najmä v krajinách, ktoré sa v súčasnosti nachádzajú pod tlakom.

Cieľom spoločných európskych **prudenciálnych pravidiel pre banky** je ďalej zabránenie chybám z minulosti, zvýšenie odolnosti bánk voči riziku, vštípenie dôvery a vypracovanie jednotného súboru pravidiel na ochranu integrity jednotného trhu. Z perspektívy dlhodobého financovania sa musia prudenciálnou reguláciou riešiť riziká, ktorým čelia banky pri využívaní krátkodobých vkladov na financovanie dlhodobých úverov. Samo o sebe to neznamena, že pravidlá, ktorými sa obmedzuje schopnosť bánk využívať krátkodobé financovanie týmto spôsobom, sa pretransformujú do obmedzenia poskytovania úverov pre reálne hospodárstvo. Možným kompromisom medzi obmedzením vytvárania likvidity na zabezpečenie stability a poskytovaním dlhodobého financovania pre reálne hospodárstvo sa však vysvetľuje potreba primeraného nastavenia a postupného vykonávania pravidiel. Nedávne návrhy Bazilejského výboru týkajúce sa požiadaviek na likviditu sú zamerané na zvýšenie odolnosti bánk a zároveň na zabezpečenie toho, aby obmedzenia týkajúce sa transformácie splatností nemali neželané dôsledky. Komisia navrhla obdobie monitorovania, ako aj preskúmanie nastavenia parametrov týkajúcich sa požiadaviek na likviditu¹².

Ďalším dôsledkom krízy, ktorý by mohol mať vplyv na schopnosť bánk smerovať dlhodobé financovanie, je rozmáhajúca sa diskusia o tom, či by sa ďalšími reformami priamo zameranými na ich štruktúru ďalej znižovala pravdepodobnosť a vplyv zlyhania, či by sa lepšie zabezpečilo pokračovanie dôležitých hospodárskych funkcií a či by sa lepšie ochránili zraniteľní retailoví klienti. V nedávnej správe skupiny na vysokej úrovni o **reformovaní štruktúry bankového sektora EÚ** je zaznamenané, ako správanie bánk v ostatných desaťročiach viedlo k nepomernému zvýšeniu obchodovania v rámci finančného sektora namiesto činností zameraných na zákazníkov, a to aj vrátane dlhodobého financovania pre spoločnosti. Skupina odporučila obmedziť a vyčleniť rizikové obchodné postupy. Komisia v súčasnosti uvažuje o tom, ako nadviazať na správu skupiny.

Je jasné, že banky zo sprostredkovateľského reťazca v Európe nezmiznú. Ich schopnosti hodnotenia kreditného rizika a miestna znalosť podnikov a vzťahy s nimi znamenajú, že aj naďalej budú a musia byť dôležitými subjektmi. V súvislosti s vývojom od krízy v bankovom sektore sa však objavujú nové potreby a príležitosti pre iných sprostredkovateľov na doplnenie úlohy bánk vyváženým smerovaním financovania do dlhodobých investícií.

¹¹ Napríklad z prieskumu ECB o poskytovaní úverov z októbra 2012 vyplýva, že čisté sprísňovanie úverových štandardov bankami eurozóny v prípade pôžičiek alebo úverových liniek podnikom sa v čistom vyjadrení zvýšilo o 15 % v porovnaní s 10 % v druhom štvrtroku 2012. Rovnako v prvej polovici roku 2012 výrazne poklesol objem nových dlhodobých pôžičiek a z ich objemu vyplýva z veľmi krátkodobého hľadiska výrazne klesajúci trend.

¹² Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

Otázka:

3) Akú úlohu by mali podľa vás do budúcnosti zohrávať banky v smerovaní financovania do dlhodobých investícií vzhľadom na vyvíjajúcu sa povahu bankového sektora?

Vnútroštátne a multilaterálne rozvojové banky a finančné stimuly

Rozvojové banky aktívne na medzinárodnej a vnútroštátnej úrovni by mali zohrávať úlohu týkajúcu sa pomoci v oblasti urýchľovania dlhodobého financovania a zlepšovania efektívnosti a účinnosti finančných trhov a nástrojov. Napriek kladným čistým príspevkom určitých investícií k hospodárskemu blahobytu môžu zlyhania trhu zabrániť investorom, aby prijímali určité riziká a/alebo určité investičné rozhodnutia. V týchto prípadoch môžu byť vnútroštátne a multilaterálne rozvojové banky užitočné pri stimulovaní súkromného financovania vzhľadom na ich špecifické ciele verejnej politiky v súvislosti so širšou hospodárskou, spoločenskou a environmentálnou (na rozdiel od čisto finančnej) pridanou hodnotou. Za predpokladu, že sa zameriavajú na preukázané zlyhania trhu, ich zapojenie môže spĺňať významnú proticyklickú úlohu, a to aj vďaka zníženiu volatility nákladov na financovanie pre určité kategórie investorov a zmierneniu krátkodobých cieľov súkromných subjektov. Dôležité je, aby sa správou rozvojových bánk zabezpečilo, že nebudú využívať svoju výhodu týkajúcu sa nákladov na financovanie na vytlačenie súkromného financovania. Mali by sa namiesto toho snažiť urýchľovať súkromné financovanie v oblastiach, kde sa rozbieha pomaly.

Verejná intervencia sa môže dosiahnuť priamo alebo nepriamo ponúknutím alebo prispením do širokej škály finančných produktov vrátane rozdelenia a/alebo garantovania rizík¹³ a pomocou spájania finančných sprostredkovateľov do vhodných sietí¹⁴. V rámci súčasného rozpočtu EÚ je niekoľko finančných nástrojov na úrovni EÚ¹⁵, niektoré spustila Komisia spolu s Európskou investičnou bankou (EIB) a Európskym investičným fondom (EIF), ako aj v spolupráci s členskými štátmi, zameraných na riešenie špecifických medzier na trhu a na uľahčenie prístupu k financovaniu vrátane dlhodobého financovania¹⁶. Vo viacročnom finančnom rámci EÚ (VFR) sa budú ďalej v čoraz väčšej miere využívať finančné nástroje, ktoré môžu zohrať významnú úlohu pri zvyšovaní vplyvu výdavkov EÚ prostredníctvom ďalšieho znižovania zadlženia a urýchľovania súkromného dlhodobého financovania. Konkrétne, väčšina VFR vrátane všetkých štrukturálnych nástrojov EÚ bude spôsobilá

¹³ Napríklad „preklenovacie produkty“ sú nástroje, ktoré môžu znížiť neochotu investorov alebo finančných inštitúcií riskovať. Môžu zahŕňať zlepšenie vo forme úveru na prvú stratu alebo mezanínového úveru; prostriedky špecializované na projekty v počiatočnej fáze a veľké predvážacie projekty s financovaním z verejného aj súkromného sektora.

¹⁴ Napríklad prostredníctvom Klubu dlhodobých investorov. Pozri <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Vlastný alebo rizikový kapitál, záruky alebo iné nástroje na rozdelenie rizika podporované centrálnym rozpočtom EÚ alebo rozpočtom štrukturálnych fondov. Pre ďalšie informácie pozri oznámenie Komisie s názvom Rámec pre novú generáciu inovatívnych finančných nástrojov – dlhová platforma a platforma vlastného imania EÚ [KOM(2011) 662].

¹⁶ Napríklad investícia dlhopisov na projekty a nástroje využívajúce zdroje zo štrukturálnych a investičných fondov, ktorými sa poskytuje dlhové, mezanínové a kapitálové financovanie projektov MSP, samospráv a infraštruktúry. V roku 2011 navrhla Komisia balík infraštruktúry, ktorý sa skladal z nového rozpočtového nástroja, Nástroj na prepojenie Európy, ako aj z revidovaných usmernení pre dopravu, energetiku, IKT a program pre konkurencieschopnosť podnikov a MSP (COSME). Komisia a EIB vypracovali dva finančné nástroje na zdieľanie rizík vrátane finančného nástroja s rozdelením rizika (RSFF) pre inovatívne spoločnosti zamerané na výskum a Nástroj záruk na úvery pre dopravné projekty TEN (LGTT). V rámci štrukturálnych fondov bolo počas rokov 2007 – 2013 doposiaľ investovaných aspoň 10,7 miliardy EUR z peňazí EÚ do nástrojov finančného inžinierstva, najmä z EFRR, aby sa sprístupnili financie pre MSP. Tieto peniaze budú z dlhodobého hľadiska opäť investované v prospech európskeho hospodárstva.

na používanie v rámci finančných nástrojov. Ich účinnosť bude závisieť od vytvárania úzkych sietí a spolupráce medzi Komisiou, skupinou EIB a členskými štátmi.

Takisto je dôležité, aby sa verejnou intervenciou neprispievalo k roztrieštenosti jednotného trhu. Môže sa tomu zabrániť vďaka koordinácii, posudzovaniu a zodpovednosti medzi vnútroštátnou úrovňou a úrovňou EÚ, čím sa zlepši pridaná hodnota európskeho prístupu. Úzka spolupráca medzi vnútroštátnymi a multilaterálnymi rozvojovými bankami pod záštitou Komisie a EIB by mohla byť prostriedkom tejto koordinácie vrátane podpory vytvárania európskych hospodárskych záujmových zoskupení na financovanie cezhraničných projektov. Mal by sa zväžiť aj vplyv zahraničných štátnych investičných fondov a príležitosť posilniť alebo vytvoriť európske fondy.

Otázky:

4) Ako by mohla úloha vnútroštátnych a multilaterálnych rozvojových bánk najlepšie podporiť financovanie dlhodobých investícií? Je priestor pre lepšiu koordináciu medzi týmito bankami pri vykonávaní cieľov politiky EÚ? Ako by finančné nástroje v rámci rozpočtu EÚ lepšie podporili financovanie dlhodobých investícií v rámci udržateľného rastu?

5) Existujú iné nástroje a rámce verejnej politiky, ktorými sa môže podporiť financovanie dlhodobých investícií?

Inštitucionálni investori

Vzhľadom na dlhšie časové horizonty obchodných modelov inštitucionálni investori – ako napríklad (životné) poisťovne, dôchodkové fondy, vzájomné fondy a nadačné fondy – predstavujú vhodných poskytovateľov dlhodobého financovania. Odhaduje sa, že spolu disponujú aktívami vo výške 13,8 trilióna EUR, čo je viac ako 100 % HDP EÚ¹⁷. V pozícii poskytovateľov dlhodobého kapitálu sa objavili aj iní inštitucionálni investori – ako napríklad štátne investičné fondy, infraštruktúrne fondy a do istej miery verejne neobchodovateľné akcie. Aj rizikový kapitál môže zabezpečovať dlhodobé financovanie.

Dlhé trvanie záväzkov umožňuje inštitucionálnym investorom, aby aspoň spravidla uskutočňovali investície nákupu a držby v dlhodobých výrobných aktívach a zároveň aby dosahovali vyššie výnosy na kompenzovanie dlhodobějších rizík a nižšej likvidity súvisiacej s mnohými z týchto aktív. Ich dlhšie časové horizonty umožňujú inštitucionálnym investorom správať sa trpezlivým, proticyklickým spôsobom, potláčať krátkodobé ciele a znižovať potrebu zmeny lehôt splatnosti. Potreba diverzifikácie a vyhľadávanie výnosov vzhľadom na prostredie s nízkou úrokovou mierou sa v dlhodobom financovaní rozšírili, čím vyčlenili podstatné podiely svojich portfólií do dlhodobých nástrojov, ako sú akcie, verejne neobchodovateľné akcie a iné nelikvidné aktíva (napríklad niektoré dôchodkové fondy investovali v uplynulých rokoch priamo do rozsiahlych projektov obnoviteľných zdrojov energie).

V tejto súvislosti musia inštitucionálni investori, pokiaľ ide o banky, spĺňať rôzne prudenciálne nariadenia a dodržiavať účtovné štandardy. Novými prudenciálnymi pravidlami pre **poisťovne** (smernica Solventnosť II)¹⁸ sa vyžaduje, aby poisťovne držali aktíva na pokrytie povahy a trvania svojich záväzkov; držanie dlhodobých investícií je spojené so spoločenskými funkciami týchto

¹⁷ Pozri Fitch 2011 a EFAMA (2012).

¹⁸ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

podnikov. Cieľom Solventnosti II je zaviesť harmonizovaný hospodársky režim na základe rizika a aktíva sa v rámci nej oceňujú na úrovni ekonomickej hodnoty v súlade s trhom. Vplyv nových prudenciálnych pravidiel na schopnosť poisťovateľov v oblasti dlhodobého financovania bude čiastočne závisieť od ich konkrétneho východiskového bodu a od presného doladenia spôsobu zaobchádzania s dlhodobjšími aktívami. Diskusia bola zameraná na to, ako zabezpečiť, aby regulačné kapitálové poplatky za rizikové aktíva nadmerne nezáviseli od držby dlhodobých aktív; a že neexistuje zníženie kladných stimulov rámca Solventnosť II na odmeňovanie zladenia trvania dlhodobých záväzkov pomocou dlhodobých investícií.

V tejto súvislosti pracovné útvary Komisie požiadali Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA), aby preskúmal, či by podrobné nastavenie kapitálových požiadaviek na investície do určitých aktív podľa režimu Solventnosť II (vrátane financovania infraštruktúry a projektových dlhopisov; financovania MSP; sekuritizácie dlhov atď.) malo byť prispôsobené tak, aby sa zabezpečilo dlhodobé financovanie bez prekážok, ale aj bez vytvárania ďalších prudenciálnych rizík. Komisia, Rada a Parlament prerokovali aj opatrenia, ktorými by sa uľahčilo poskytovanie poistných produktov s dlhodobými zárukami a dlhodobými investíciami podľa Solventnosti II. EIOPA posúdi tieto opatrenia do júna 2013. Na základe týchto technických zistení Komisia oznámi primerané opatrenia, ktoré by sa mohli zahrnúť do smernice Solventnosť II alebo súvisiacich delegovaných aktov.

Je potrebné, aby dôchodkové fondy riadili svoje riziká s cieľom vytvoriť požadovanú úroveň ročných výnosov pre ich príjemcov. Pravidlá týkajúce sa kapitálu dôchodkových fondov sa v jednotlivých členských štátoch líšia a odlišujú sa aj od pravidiel pre poisťovateľov, pretože sa zohľadňujú odlišné riziká spojené so zamestnaneckými dôchodkovými fondmi a zdrojmi financovania, ku ktorým môžu mať prístup. Komisia plánuje preskúmať smernicu o inštitúciách zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia¹⁹. Cieľom preskúmania je okrem iného posilniť ochranu členov systému a uľahčiť cezhraničnú činnosť v tejto oblasti. Bude dôležité zabezpečiť, aby nové prudenciálne pravidlá pre zamestnanecké dôchodkové systémy neodradili od udržateľného dlhodobého financovania. V preskúmaní smernice o inštitúciách zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia bude preto potrebné zohľadniť možné vplyvy na dlhodobé financovanie a hospodársky rast.

Schopnosť inštitucionálnych investorov zohrávať úlohu v oblasti dlhodobého financovania je však okrem prudenciálnych pravidiel ovplyvnená niekoľkými ďalšími štrukturálnymi faktormi. Je pravdepodobné, že hospodársky pokles bude mať stály vplyv na dlhodobé stratégie inštitucionálnych investorov, pokiaľ ide o pridelovanie aktív, prostredníctvom podporovania konzervatívnejších investičných stratégií. Napríklad, priemerná expozícia voči infraštruktúrnym aktívam inštitucionálnych investorov ostáva nízka v porovnaní s ich pridelením do nehnuteľností a na skutočné potreby investícií do infraštruktúry. Z hľadiska riadenia a diverzifikácie rizík inštitucionálni investori môžu mať obavy týkajúce sa veľkého rozsahu projektov dlhodobých investícií. Funkcie správy aktív nebankových inštitucionálnych investorov takisto nemusia byť prispôsobené na zaobchádzanie s menej likvidnými aktívami, pretože ide o úlohy, ktoré predtým často vykonávali špecializovaní poisťovatelia, ktorí poskytovali záruku za tieto aktíva. Znamená to, že s postupom času môže byť potrebné, aby niektorí investori rozšírili svoje existujúce zručnosti na účel podpory svojich investičných rozhodnutí.

¹⁹ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

Môže preto existovať priestor na zváženie stimulov určených na zhromažďovanie finančných zdrojov²⁰ a na štruktúrovanie balíkov financovania podľa rôznych etáp rizika. V tomto prípade by mohol byť užitočný dialóg medzi investormi a nefinančnými podnikmi, ako aj šírenie osvedčených postupov a prípadové štúdie²¹. Komisia sa už zaviazala²², že predloží návrhy týkajúce sa možných foriem **dlhodobých investičných fondov**. Prvé informácie od zainteresovaných strán naznačujú, že nový nástroj dlhodobých investičných fondov by mohol uľahčiť získavanie kapitálu v rámci Únie. Mohol by pomôcť malým a stredným inštitucionálnym investorom investovať napríklad do širokej škály infraštruktúrnych projektov. Dlhodobé investičné fondy pomôžu inštitucionálnym investorom s diverzifikáciou rizika a jeho rozložením. Správcovia dlhodobých investičných fondov môžu okrem toho priniesť ďalšie odborné znalosti v oblasti spôsobu nazerania na podkladové transakcie alebo výberu a riadenia dlhodobých infraštruktúrnych projektov.

Otázky:

6) *Do akej miery a akým spôsobom môžu inštitucionálni investori zohrávať väčšiu úlohu v meniacom sa prostredí dlhodobého financovania?*

7) *Ako môžu byť prudenciálne ciele a snaha podporiť dlhodobé financovanie najlepšie vyvážené v návrhu a uplatňovaní príslušných prudenciálnych pravidiel pre poisťovateľov, zaistovateľov a dôchodkové fondy, ako napríklad inštitúcie zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia?*

8) *Čo bráni vytvoreniu nástrojov združených investícií? Mohli by sa vyvinúť platformy na úrovni EÚ?*

9) *O akých ďalších možnostiach a nástrojoch by sa mohlo uvažovať s cieľom zlepšiť kapacitu bánk a inštitucionálnych investorov pri smerovaní dlhodobého financovania?*

Spojené vplyvy regulačnej reformy na finančné inštitúcie

EÚ presadzuje komplexný program finančnej reformy. So zreteľom na všetky vykonané a plánované budúce zmeny v prudenciálnych nariadeniach zamerané na rôzne finančné subjekty (ako sú banky, poisťovatelia, poskytovatelia dôchodkových fondov atď.) dôležitá otázka je, či by ich spoločný vplyv na tvorbu dlhodobého makroekonomického kapitálu mohol byť väčší ako jednoduchý súčet vplyvov každej reformy vnímanej samostatne. Napríklad, ak banky znížia svoju expozíciu voči dlhodobým reálnym aktívam v dôsledku zvyšovania požiadaviek na likviditu, inštitucionálni investori s dlhodobými záväzkami by mohli túto medzeru vyplniť, pokiaľ sa v regulačnom rámci predíde nadmernému zameraniu sa na krátkodobú volatilitu. Súčasné zavedenie požiadaviek na likviditu pre rôzne subjekty finančného trhu však môže odradiť od investícií do menej likvidných aktív a zároveň tak zablokovat niekoľko možných kanálov financovania pre dlhodobé investície.

Z toho dôvodu je potrebné dôkladné monitorovanie akýchkoľvek kumulatívnych vplyvov prudenciálnych reforiem. Medzinárodné regulačné orgány, ako napríklad Rada pre finančnú

²⁰ Existujúce príklady zahŕňajú navrhovanú platformu dôchodkovej infraštruktúry v Spojenom kráľovstve a nápady na spoločný fond súkromného kapitálu a infraštruktúry medzi niektorými regionálnymi dôchodkovými fondmi.

²¹ Napríklad bol založený finančný okrúhly stôl s cieľom určiť príležitosti na rozvoj prispôbeného financovania a inovačných finančných nástrojov na podporovanie opatrení efektívneho využívania zdrojov.

²² Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/smac/index_en.htm.

stabilitu a Skupina ministrov financií a centrálnych bánk G20 sa tým už zaoberajú. Výzvou je dosiahnutie regulačných cieľov v podobe väčšej makrofinančnej stability a celosvetové zblížovanie regulačných prostriedkov spôsobom, ktorým sa minimalizujú akékoľvek záporné stimuly v oblasti financovania produktívnych dlhodobých investícií.

Otázka:

10) Majú súčasné a plánované prudenciálne reformy nejaké kumulatívne vplyvy na úroveň a cyklickosť úhrnných dlhodobých investícií a aké významné sú? Ako možno najlepšie vyriešiť akýkoľvek vplyv?

3.2. Efektívnosť a účinnosť finančných trhov v oblasti poskytovania dlhodobých finančných nástrojov

Na ponuku širšej škály nástrojov na smerovanie dlhodobých financií sú popri inštitucionálnych investoroch potrebné dobre fungujúce a hlboké kapitálové trhy a infraštruktúry.

Európske dlhopisové trhy sa za ostatných niekoľko desaťročí výrazne rozvinuli²³. Dlhopisy nefinančných podnikov v Európe však stále tvoria v porovnaní s inými hospodárstvami len 15 % dlhu podnikov. V praxi majú na európske trhy s dlhopismi prístup len veľké podniky, pričom väčšina spoločností so strednou kapitalizáciou a MSP sú sotva schopné čerpať z trhov s dlhopismi. Európske sekuritizované trhy sú takisto nedostatočne rozvinuté v porovnaní s inými časťami sveta, čo ďalej obmedzuje škálu dostupných nástrojov dlhodobého financovania.

Komisia navrhla reformy na zlepšenie štruktúry trhu vytvorením nových obchodných miest; zlepšenie transparentnosti a efektívnosti informácií; zlepšenie požiadaviek na zníženie krátkodobých a špekulatívnych obchodných činností a zlepšenie ochrany investorov²⁴. Bude potrebné sledovať mieru, do akej tieto reformy uspeli pri zabezpečovaní toho, aby kapitálové trhy čo najúčinnejšie smerovali dlhodobé financovanie. Možno bude potrebné ďalšie úsilie. Počas krízy sa **trhy s krytými dlhopismi**²⁵ preukázali ako pomerne odolné. Trhy sú však roztrieštené pozdĺž hraníc štátov a je potrebná ďalšia analýza, aby sa zistilo, či a do akej miery by väčšia harmonizácia mohla urýchliť používanie krytých dlhopisov v súlade s nedávnymi trhovými iniciatívami a zároveň s náležitým zohľadnením obáv súvisiacich s možným zvýšením zaťaženia aktív v súvahách bánk.

Pretvorenie **sekuritizovaných trhov** by mohlo pomôcť aj pri uvoľnení ďalších zdrojov dlhodobého financovania. Za predpokladu primeraného dohľadu a transparentnosti údajov môžu pomôcť finančným inštitúciám uvoľniť kapitál, ktorý potom môže byť mobilizovaný na ďalšie poskytovanie úverov, a riadiť riziko. Trhové iniciatívy na stimulovanie sekuritizovaných trhov zahŕňajú vznikajúce značky pre vysoko kvalitné, transparentné a štandardizované sekuritizácie. Je tu priestor na rozvoj jednoduchých sekuritizovaných produktov na základe jasných štruktúr bez pákového efektu s použitím dobre vybraných, diverzifikovaných podkladových aktív s nízkym rizikom. Dôležitými témami na zváženie sú špecializované trhy osobitne pre MSP a primerané prudenciálne pravidlá a systémy dohľadu. Ďalej by sa mohlo uvažovať o produktoch súvisiacich s konkrétnymi sektormi.

²³ Napríklad úhrnné nesplatené sumy dlhových cenných papierov emitovaných nefinančnými spoločnosťami v eurozóne dosiahli v júli 2012 spolu 940 miliárd EUR, pričom stúpili zo 652 miliárd EUR na začiatku roka 2008 (zdroj: ECB).

²⁴ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ Kryté dlhopisy sú dlhopisy zaistené súborom hypoték, ktoré zostávajú na súvahe emitenta, na rozdiel od cenných papierov zaistených hypotékami, v prípade ktorých sa aktíva vyjmú zo súvahy.

EÚ ako celok nikdy nemala skutočný **európsky trh s dlhopismi na projekty**²⁶. Komisia spolu s EIB začali riešiť túto otázku zavádzaním iniciatívy dlhopisov na projekty, riešenia finančného trhu na úpravu nedokonalostí trhu a úverovej bonity. Cieľom iniciatívy je preukázať uskutočniteľnosť dlhopisového financovania projektov infraštruktúry a v konečnom dôsledku vyvinúť likvidný trh s dlhopismi na projekty. Hoci zatiaľ v malom rozsahu, účastníci trhu takisto vyvíjajú rôzne investičné platformy, produkty a nástroje na stimulovanie trhov s dlhopismi na projekty. Oplatí sa zohľadniť, ako treba ďalej používať dlhopisy na projekty, a to aj so zohľadnením plánovaného priebežného hodnotenia iniciatívy²⁷.

Mnohí takisto tvrdia, že hospodárstvo, podniky a investičné projekty potrebujú skôr viac **akcií** než vyššie zadlženie. Akcie môžu byť lepším nástrojom financovania v prípade dlhodobých investícií s vysokým rizikom, ako aj v prípade investícií s významnými informačnými asymetriami a morálnym hazardom. Od začatia krízy mohla makroekonomická neistota a prostredie nízkych úrokových mier ovplyvniť dopyt spoločností a ich ochotu riskovať v oblasti dlhodobého akciového kapitálu. Investori namiesto toho hľadali únik v nástrojoch štátnych dlhopisov s výraznou úverovou bonitou. Súčasne s tým sa trhové okná pre prvé verejné ponuky stali menšími ako kedykoľvek predtým, čím obmedzujú prístup spoločností ku kapitálu a európske burzy cenných papierov plnia skôr úlohu poskytovateľov likvidity než čerstvého kapitálu. Celkovo náklady na vlastný kapitál zostali vysoké, kým náklady na dlhové financovanie klesli. Tým sa objasňuje akciová medzera v Európe, ktorej vyriešenie si pravdepodobne vyžiada čas. Zdá sa, že tento vývoj má väčší vplyv na spoločnosti so strednou kapitalizáciou. Je potrebné, aby boli vládne politiky a nariadenia čo najneutrálnejšie, pokiaľ ide o voľby súkromných zástupcov medzi financovaním pomocou vlastného kapitálu a dlhovým financovaním (pozri napríklad ďalej v zdaňovaní právnických osôb).

Otázky:

11) Ako sa dá v Európe zlepšiť financovanie dlhodobých investícií kapitálovým trhom?

12) Ako môžu kapitálové trhy prispieť k zaplneniu akciovej medzery v Európe? Čo by sa malo zmeniť v spôsobe fungovania trhového sprostredkovania, aby sa zabezpečilo, že financovanie bude lepšie prúdiť do dlhodobých investícií, lepšie sa podporí financovanie dlhodobých investícií do hospodársky, sociálne a environmentálne udržateľného rastu a zabezpečí sa primeraná ochrana investorov a spotrebiteľov?

13) Aké sú kladné a záporné stránky vypracovania harmonizovanejšieho rámca pre kryté dlhopisy? Aké prvky by mali tvoriť tento rámec?

14) Ako by sa dal oživiť sekuritizovaný trh v EÚ, aby sa dosiahla správna rovnováha medzi finančnou stabilitou a potrebou zlepšiť zmenu lehôt splatnosti finančným systémom?

²⁶ Dlhopisy na projekty predstavujú súkromný dlh emitovaný projektovou spoločnosťou na financovanie konkrétneho podsúvahového projektu.

²⁷ Mohlo by to zahŕňať: a) štandardizáciu a označovanie dlhopisov na projekty emitovaných projektovými spoločnosťami v EÚ; b) či je potrebný osobitný regulačný rámec; a c) analyzovanie potreby a významu práce na rozvoji trhu s dlhopismi na projekty (napríklad prostredníctvom obchodnej platformy). Podobne by sa dlhopisy na projekty mohli rozšíriť na ekologické dlhopisy a špecializované priemyselné dlhopisy demonštračných dlhopisov na projekty vrátane priemyselných demonštračných projektov prvých svojho druhu na komerčnej úrovni.

3.3 Prierezoové faktory, ktoré umožnia dlhodobé sporenie a financovanie

Pre dlhodobé investovanie existuje niekoľko prierezovejších faktorov, ktoré by sa takisto mali zvážiť vzhľadom na vplyv, ktorý môžu mať na ponuku a sprostredkovanie dlhodobého financovania.

Kroky verejnoprávnych orgánov vrátane daňových režimov majú významnú úlohu v podnecovaní dlhodobých investičných projektov, tvoria stimuly a kapacitu pre domácnosti, aby dlhodobo sporiли a pre účastníkov trhu, aby smerovali dlhodobé financie do produktívnych investícií. Dlhodobé politické rámce stanovené verejnoprávnymi orgánmi podporujú rozvoj programov strategických investícií presahujúcich politický cyklus, poskytujú väčšiu transparentnosť a vyššiu istotu pre investorov a podniky. Je dôležité, aby štátna intervencia v tejto súvislosti nenarúšala hospodársku súťaž, nevytláčala súkromných investorov alebo nenarúšala rovnaké podmienky na jednotnom trhu.

Niektoré členské štáty takisto prijali opatrenia na podporu rozhodnutí domácností o dlhodobých úsporách a investíciách. V niektorých krajinách boli prijaté dôchodkové systémy s automatickým zaradením. Iné zaviedli účty cieleného sporenia²⁸ na podporu financovania dlhodobých investičných projektov s poskytnutím (vládou) garantovaného fixného výnosu a v niektorých prípadoch s určitými daňovými úľavami. Finančné prostriedky na týchto účtoch sa potom investujú do verejných statkov, ako sú napríklad nemocnice, sociálne bývanie a univerzity. V dlhodobejšom horizonte môže byť vhodné zvážiť, či **dostupnosť osobitných nástrojov na úrovni EÚ** môže pomôcť k mobilizácii väčších dlhodobějších úspor, ktoré budú priamejšie spojené so všeobecnými spoločenskými cieľmi. Tento model by si vyžadoval prispôbenie, aby sa mohol uplatniť na úrovni EÚ.

Merania ocenení, zásady účtovania a stratégie využívané správcami aktív takisto citujú mnohí komentátori ako faktory, ktoré komplikujú sprostredkovateľský reťazec, zvyšujú náklady na sprostredkovanie a vytvárajú nezladené stimuly, ako sú stimuly vyplývajúce z tendencie k špekuláciám a krátkodobému investovaniu, ktoré sa z dôvodu vnímaných vyšších rizík a oneskorených výnosov spájajú s dlhodobým investovaním.

Otázka:

15) Aký význam má vývoj rôznych modelov osobitných sporiacich účtov dostupných na úrovni EÚ? Dal by sa navrhnúť model EÚ?

Zdanie

Štruktúra a úroveň zdanenia môžu ovplyvňovať rozhodnutia o investovaní a úsporách, a teda aj o raste. Všeobecne by mali byť daňové systémy navrhnuté tak, aby čo najmenej narúšali hospodárske rozhodnutia občanov a spoločností, pokiaľ nie je cieľom daní napraviť externality vyplývajúce z osobitných a dobre vymedzených zlyhaní trhu:

- **Dane a investície:** Daň z príjmu právnických osôb je jedným z mnohých faktorov ovplyvňujúcich rozhodnutia o úrovniach investícií, ako aj o tom, ako sú financované. Systémy dane z príjmu právnických osôb vo väčšine členských štátov majú najmä tendenciu uprednostňovať dlh pred majetkom, čím sa vytvárajú stimuly pre väčšie zadlženie firiem, pretože platby úrokov sú odpočítateľné, pričom všeobecne neexistuje takéto oslobodenie v prípade

²⁸

Napríklad *Livret A* vo Francúzsku; *libretti postali* v Taliansku a *Bausparvertrag* (zmluvné stavebné sporenie) v Nemecku.

výnosov z kapitálu. Dobre navrhnutým daňovým základom, ktorým sa znižuje narušenie zadlženia, by sa mohlo zabezpečiť, aby boli spoločnosti menej zraniteľné v prípade krátkodobého zníženia úveru. Reformy, ktorých cieľom je odstrániť toto narušenie, sa však nachádzajú vo veľmi malom počte členských štátov. Ďalšie diskusie o návrhu daňových základov právnických osôb, pokiaľ ide o ich finančnú neutralitu, by preto mohli byť užitočné v rámci EÚ;

- **Dane a úspory:** Zdaňovanie úspor má niekoľko dôležitých hospodárskych následkov vrátane ovplyvňovania celkovej sumy úspor v hospodárstve, a teda aj ovplyvňovania pridelovania kapitálu a investícií. So zreteľom na tieto účinky sa musia daňové politiky v tejto oblasti navrhovať opatrne. Mnohé členské štáty už zaviedli niekoľko stimulov na zvyšovanie (dlhodobých) úspor, najmä pokiaľ ide o dôchodkové úspory. Okrem toho mnohé členské štáty uplatňujú duálne systémy dane z príjmu, pričom kapitálové príjmy sa všeobecne zdaňujú oddelene nižšou sadzbou ako ostatné zdroje príjmu a
- **Daňové stimuly:** Daňové stimuly sa často považujú za nástroje na podporu určitého druhu investícií; daňová úľava môže byť odôvodnená, keď je sociálny výnos z investície vyšší ako súkromný výnos investora, a preto sú úrovne investícií nižšie ako sociálne optimum (napríklad obavy týkajúce sa výskumu a vývoja a životného prostredia). Hoci existujú prípady používania daňových stimulov, môžu vytvárať aj administratívnu záťaž zvyšovaním počtu výnimiek alebo dodatočných pravidiel, ktoré sa musia uplatňovať. V niektorých prípadoch môže aj mnohorakosť rôznych vnútroštátnych pravidiel vytvoriť možnosti arbitráže.

Otázky:

16) Aký druh reforiem dane z príjmu právnických osôb by mohol zlepšiť investičné podmienky odstránením narušenia medzi dlhom a vlastným kapitálom?

17) Aké úvahy by sa mali zohľadniť pri určovaní správnych stimulov na vnútroštátnej úrovni pre dlhodobé sporenie? Konkrétne, ako by sa mali používať daňové stimuly na podnietenie dlhodobého sporenia vyváženým spôsobom?

18) Ktoré druhy stimulov dane z príjmu právnických osôb sú prospešné? Aké opatrenia by sa mali použiť na riešenie rizík arbitráže v prípade udeľovania výnimiek/stimulov pre konkrétne činnosti?

19) Podporila by hlbšia daňová koordinácia v EÚ financovanie dlhodobých investícií?

Účtovné zásady

Účtovníctvo nie je neutrálne, formuje hospodárske rozhodnutia: účtovné štandardy a opatrenia (ako napríklad IFRS) pomáhajú zabezpečiť spoločný jazyk medzi podnikateľmi, investormi a verejnoprávnymi orgánmi a podporujú dôveru a bezpečnosť. To znamená, že musia zosúladiť rôzne uhly pohľadu: hospodársky záujem a finančný záujem/záujem investora. **Účtovné zásady s uplatňovaním reálnej hodnoty** môžu zlepšiť transparentnosť a konzistentnosť finančných informácií, pretože sa v nich vyказuje trhovú hodnotu aktív a pasív a zabezpečujú informácie o relatívnej finančnej situácii rôznych inštitúcií. Môže to byť však aj škodlivé pre stabilitu a dlhodobý horizont financovania. Napríklad z určitého výskumu jasne vyplýva, že inštitucionálni investori znižujú podiely akcií v investičných portfóliách, pretože akcie sú v porovnaní s dlhopismi považované za nestabilnejšie a rizikovejšie. Z iného výskumu vyplynulo, že trhové oceňovanie môže podnietiť

dlhodobých investorov, aby zvýšili svoju rizikovú expozíciu, ak sa volatilita zaznamená mimo ich výkazov ziskov a strát. Je dôležité ďalej skúmať, či sú tieto štandardy vhodné na daný účel, pokiaľ ide o dlhodobé investovanie. V tejto súvislosti by bolo užitočné identifikovať spôsoby na vyváženie presnosti informácií poskytovaných investorom dostatočnými stimulmi na držbu a správu veľmi dlhodobých aktív.

Otázka:

20) Do akej miery podľa vášho názoru používanie účtovných zásad s uplatňovaním reálnej hodnoty viedlo ku krátkodobým investíciám v správaní investorov? Aké alternatívy alebo iné spôsoby na vyváženie týchto vplyvov by mohli byť navrhnuté?

Opatrenia správy a riadenia spoločností

Spôsob spravovania aktív môže zohrávať dôležitú úlohu v dlhodobom financovaní z hľadiska prepojenia motivácií správcov aktív, investorov a spoločností v dlhodobých stratégiách, znižovania obáv týkajúcich sa krátkodobého investovania, špekulácií a vzťahov s agentúrami. Už sa uplatňujú pravidlá týkajúce sa fiduciárnych povinností, konfliktu záujmov, odmeňovania, uplatňovania hlasovacích práv a uverejňovania údajov o nákladoch a poskytovaní investičného poradenstva a riadenia portfólia²⁹. Ďalšie opatrenia sú opísané aj **v akčnom pláne o európskom práve obchodných spoločností a správe a riadení spoločností**, a to aj prostredníctvom možných úprav smernice o právach akcionárov. Mohli by sa napláňovať ďalšie kroky vrátane ďalšieho posúdenia spôsobov štruktúrovania stimulov správcov aktív, aby sa lepšie zohľadnili dlhodobé úvahy a aby sa od správcov aktív vyžadovala väčšia transparentnosť pri plnení si fiduciárnych povinností. Na diskusiu sa predložili aj myšlienky o podnietení väčšieho zapojenia dlhodobých akcionárov, ktoré by bolo predmetom ďalších úvah, ako napríklad analyzovania možností týkajúcich sa udeľovania zvýšených hlasovacích práv alebo dividend dlhodobým investorom.

Otázky:

21) Aký druh stimulov by mohol prispieť k lepšiemu zapojeniu dlhodobých akcionárov?

22) Ako sa môžu mandáty a stimuly poskytnuté správcovi aktív rozvíjať na podporu dlhodobých investičných stratégií a vzťahov?

23) Existuje potreba znovu preskúmať vymedzenie fiduciárnej povinnosti v súvislosti s dlhodobým financovaním?

Informácie a výkazníctvo

Z nedávnych analýz vyplynul rastúci dopyt po **zverejnení nefinančných informácií spoločnosťami**. Výskum naznačuje, že spoločnosti, ktoré proaktívne spravujú aspekty udržateľnosti svojich prevádzok konzistentne, majú nižšie náklady na kapitál a tendenciu presahovať výkonnosť svojich konkurentov z dlhodobého hľadiska. Generické požiadavky na zverejňovanie informácií nemusia byť dostatočné na stimulovanie rozhodnutí o dlhodobých investíciách, preto Komisia pracuje na vývoji spoľahlivejšieho rámca nefinančného výkazníctva. Zverejňovanie nefinančných informácií správcami a majiteľmi aktív

²⁹

Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm a http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

si môže takisto zaslúžiť ďalšie zohľadnenie vrátane toho, ako premietnuť osobitné riziká a vplyvy spojené s udržateľnosťou v riadení portfólií. Mnohí komentátori sa takisto domnievajú, že **štvrtročné vykazovanie** spôsobuje nesprávne stimuly, pretože tlačí účastníkov trhu, aby sa zameriavali na veľmi krátkodobé výsledky. V preskúmaní smernice o transparentnosti³⁰ Komisia navrhla zrušenie povinnosti štvrtročného vykazovania.

Referenčné hodnoty a úverové ratingy môžu byť zamerané aj na ročné alebo krátke horizonty. Komisia navrhla sprísnenie pravidiel, aby sa obmedzilo spoliehanie sa na tradičné ratingy a v novembri 2012 sa dosiahla politická dohoda o niekoľkých legislatívnych reformách³¹. Vývoj metód merania a ratingov, ktorý vyvažuje posilňovanie dlhodobej perspektívy s krátkodobou zodpovednosťou, by mohol predstavovať užitočný nástroj na pomoc dlhodobým investorom.

Otázky:

24) Do akej miery môže zvýšené začlenenie finančných a nefinančných informácií pomôcť poskytnúť jasnejší prehľad o dlhodobej výkonnosti spoločnosti a prispieť k lepšiemu prijímaniu investičných rozhodnutí?

25) Je potrebné vyvinúť osobitné dlhodobé referenčné hodnoty?

3.4 Jednoduchý prístup MSP k bankovému a nebankovému financovaniu

Malé a stredné podniky (MSP) v súčasnosti majú potenciál podporiť dlhodobý rast v budúcnosti. Historicky čelili významným ťažkostiam v prístupe k financovaniu na rast. Vzhľadom na spoliehanie sa na bankové financovanie sú tieto ťažkosti zvýraznené z dôvodu znižovania zadlženia bánk. Okrem toho teraz v EÚ čelia roztriešteným finančným trhom, pretože prístup k finančným podmienkam sa medzi jednotlivými krajinami značne líši.

Obmedzená dostupnosť bankového financovania už vyvolala politické opatrenie na podporu vývoja alternatívnych, nebankových kanálov pre poskytovanie úverov MSP. V roku 2011 Komisia prijala akčný plán na riešenie problémov financovania, ktorým čelia MSP³². Určité iniciatívy sú už dohodnuté vrátane nových rámcov EÚ pre investovanie do rizikového kapitálu a fondov sociálneho podnikania. Prebiehajú aj určité politické iniciatívy s cieľom zjednodušiť prístup MSP k akciovým trhom. Ešte však treba prijať iné legislatívne návrhy súvisiace s akčným plánom. Boli predložené aj návrhy, ktorými sa umožní prevádzkovateľom multilaterálnych obchodných platforiem, aby boli registrovaní aj pod značkou „rastový trh MSP“ a aj pre primeraný režim, v rámci ktorého sa znížia administratívne náklady a bremená pre MSP, ktoré vstupujú na trhy na účel financovania³³. Paralelne dochádza k rastu na tradičných trhoch, ako je financovanie aktívami a financovanie prostredníctvom dodávateľského reťazca, ako aj finančné inovácie využívajúce technológiu a internet, napríklad prostredníctvom kolektívneho investovania.

³⁰ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf.

³¹ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³² Pozri http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf.

³³ Pozri http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

Tieto opatrenia však nemusia byť dostatočné na riešenie ťažkostí MSP v prístupe k financiám. Mohli by sa zväžiť ďalšie opatrenia, napríklad:

- **rozvoj rizikového kapitálu.** Sektor rizikového kapitálu trpí nedostatkom zdrojov a je ovplyvnený bankovou a poistnou prudenciálnou reguláciou. Fondy fondov by mohli byť efektívnymi nástrojmi na zvýšenie objemu rizikového kapitálu. Fond záruk pre inštitucionálnych investorov by mohol ďalej znižovať obmedzenia na tomto trhu;
- **rozvoj špecializovaných trhov a sietí pre MSP.** Fondy rizikového kapitálu takisto závisia od dobre fungujúcich búrz cenných papierov zameraných na MSP, ktoré zmenia ich investície na prvé verejné ponuky. Opatrenia by mohli zahŕňať vytvorenie odlišného prístupu pre MSP, ktorý bude presahovať súčasný návrh MiFID II a zahŕňať vývoj špecifických účtovných zásad pre kótované MSP a nové obchodné platformy. Špecializované trhy pre MSP by mohli pomôcť zvýšiť ich viditeľnosť, prilákať nových investorov a podporiť rozvoj nových sekuritizovaných nástrojov MSP. Rozvíjanie rámcov pre obchodné siete by mohlo zvýhodniť združovanie MSP, rozdelenie rizika, vytváranie vzájomných vzťahov a diverzifikáciu, a zlepšiť tak ich prístup k financiám;
- **rozvoj nových sekuritizovaných nástrojov pre MSP.** Komisia už zaviedla sekuritizovaný nástroj MSP a navrhla pokračovať v podpore ponuky sekuritizácie prostredníctvom programu COSME. Okrem toho by na základe kritérií EÚ pre priemyselné investície MSP európskeho záujmu nástroje štruktúrovaných úverov mohli získať európske značky. Vzhľadom na široké rozdiely medzi priemyselnými sektormi a medzi investičnými cyklami by mali byť tieto nástroje diferencované;
- **vývoj noriem na posúdenie úverového hodnotenia MSP** by mohol pomôcť riešiť nedostatok spoľahlivých informácií o MSP a s tým súvisiaci problém pre potenciálnych investorov pri hodnotení ich úverovej bonity. Vývoj spoločných noriem minimálnej kvality externého hodnotenia podnikov so strednou kapitalizáciou a MSP by mohol ďalej uľahčiť ich prístup k financiám, a to aj cezhranične, a prehĺbiť trhovú integráciu a
- **rozvoj alebo podpora iných „netradičných“ zdrojov financovania**, ako napríklad leasingu; financovanie dodávateľského reťazca; internetové zdroje financovania ako kolektívne investovanie atď. Ďalšie úvahy sú potrebné, pokiaľ ide o to, ako zabezpečiť, aby tieto trhy udržateľne rástli a boli náležite podporované v regulačnom rámci.

Otázky:

26) Aké ďalšie kroky by sa mohli naplánovať, pokiaľ ide o reguláciu EÚ alebo iné reformy, na zjednodušenie prístupu MSP k alternatívnym zdrojom financií?

27) Ako by mali byť navrhnuté sekuritizované nástroje pre MSP? Aké sú najlepšie spôsoby používania sekuritizácie s cieľom mobilizovať kapitál finančných sprostredkovateľov na ďalšie poskytovanie úverov/investície pre MSP?

28) Malo by význam vytvoriť úplne samostatný a odlišný prístup pre trhy MSP? Ako a kým by mohol byť vyvinutý trh pre MSP, a to aj pre sekuritizované produkty osobitne navrhnuté pre potreby financovania MSP?

29) Pomohol by regulačný rámec EÚ rozvoju týchto alternatívnych nebankových zdrojov

financií pre MSP alebo by mu uškodil? Aké reformy by mohli prispieť k podpore ich trvalého rastu?

Otázka:

30) Čo ešte okrem analýzy a možných opatrení stanovených v tejto zelenej knihe by mohlo prispieť k dlhodobému financovaniu európskeho hospodárstva?

4. ĎALŠIE KROKY

Na základe výsledku týchto konzultácií Komisia zváži náležité opatrenia, ktoré bude ďalej presadzovať. Doručené reakcie budú k dispozícii na webovej stránke Komisie, pokiaľ sa nebude vyžadovať mlčanlivosť, a Komisia uverejní zhrnutie výsledkov konzultácií.

Zainteresované strany vyzývame, aby zaslali svoje pripomienky do 25. júna 2013 na túto e-mailovú adresu: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu