



V Bruselu dne 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**SDĚLENÍ KOMISE EVROPSKÉMU PARLAMENTU, RADĚ, EVROPSKÉMU
HOSPODÁŘSKÉMU A SOCIÁLNÍMU VÝBORU A VÝBORU REGIONŮ**

Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Obsah

ÚVOD	3
1. NA CESTĚ K RŮSTU – FINANCOVÁNÍ PRO INOVACE, ZAČÍNÁJÍCÍ PODNIKY A NEKOTOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	7
1.1. Financování počáteční fáze	7
1.2. Raná fáze rozvoje	8
1.3. Podpora MSP snažících se získat financování	10
1.4. Fondy poskytující úvěry	11
1.5. Soukromé nabídky.....	11
2. ZAJIŠTĚNÍ, ABY PODNIKY MOHLY SNÁZE VSTUPOVAT NA VEŘEJNÉ TRHY A ZÍSKÁVAT NA NICH KAPITÁL	13
3. DLOUHODOBÉ INVESTICE, INFRASTRUKTURA A UDRŽITELNÉ INVESTICE	16
3.1. Zlepšení investičního prostředí prostřednictvím regulačního rámce	16
3.2. Podpora dlouhodobého financování a financování infrastruktury	17
3.3. Využití financí k zajištění udržitelnosti životního prostředí	18
3.4. Výzva k doložení informací o stávajícím regulačním rámci.....	18
4. PODPORA RETAILOVÝCH A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTIC	19
4.1. Retailoví investoři	19
4.2. Institucionální investoři.....	21
5. POSÍLENÍ BANKOVNÍ KAPACITY NA PODPORU ŠIRŠÍ EKONOMIKY	22
6. USNADNĚNÍ PŘESHraniČNÍCH INVESTIC.....	24
6.1. Právní jistota a tržní infrastruktura pro přeshraniční investice.....	24
6.2. Odstranění vnitrostátních překážek pro přeshraniční investice.....	25
6.3. Podpora finanční stability a sbližování dohledu	27
6.4. Usnadnění mezinárodních investic.....	28
7. DALŠÍ KROKY A SLEDOVÁNÍ.....	29

ÚVOD

Nejvyšší prioritou Komise je posílit ekonomiku Evropy a stimulovat investice pro vytváření pracovních míst. Investiční plán ve výši 315 miliard eur, který byl vytvořen a funguje necelý rok od počátku funkčního období této Komise, pomůže tento proces nastartovat. Pro dlouhodobé posílení investic potřebujeme silnější kapitálové trhy. Ty by poskytly nové zdroje financování pro podniky, pomohly rozšířit možnosti pro střadatele a učinily by ekonomiku odolnější. Z tohoto důvodu předseda Komise Juncker jako jednu ze svých hlavních priorit stanovil nutnost vytvořit skutečný jednotný trh pro kapitál – unii kapitálových trhů pro všech 28 členských států.

Volný pohyb kapitálu je jedním ze základních principů, na nichž je EU postavena. Navzdory pokroku, kterého bylo v uplynulých 50 letech dosaženo, jsou evropské kapitálové trhy stále relativně nedostatečně rozvinuté a roztržité. Evropská ekonomika je stejně velká jako americká, ale velikost evropských akciových trhů je méně než poloviční a velikost trhů s dluhovými nástroji méně než třetinová. Rozdíly mezi jednotlivými členskými státy jsou dokonce ještě větší než mezi Evropou a Spojenými státy. Integrovanější kapitálové trhy povedou k vyšší efektivitě a podpoří schopnost Evropy financovat růst.

Unie kapitálových trhů posílí třetí pilíř investičního plánu pro Evropu. Přinese výhody všem 28 členským státům a zároveň posílí hospodářské a měnové unie prostřednictvím podpory ekonomického sbližování a pomůže absorbovat hospodářské otřesy v eurozóně, jak je uvedeno ve zprávě pěti předsedů o dokončení hospodářské a měnové unie.

Silnější kapitálové trhy doplní silnou tradici Evropy v bankovním financování, a díky nim bude možné:

- **Uvolnit více investic z EU a zbytku světa:** Unie kapitálových trhů pomůže uvolnit kapitál v Evropě a nasměrovat jej na všechny společnosti, včetně malých a středních podniků, infrastrukturu a dlouhodobé udržitelné projekty, které tento kapitál potřebují na rozvoj a vytváření pracovních míst. Poskytne domácnostem lepší možnosti ke splnění cílů spojených s odchodem do důchodu.
- **Lépe propojit financování s investičními projekty v celé EU:** Členské státy s malými trhy a vysokým potenciálem růstu mohou hodně získat díky lepšímu směřování kapitálu a investic do jejich projektů. Členské státy s rozvinutějšími kapitálovými trhy budou těžit z větších přeshraničních investic a příležitostí k úsporám.
- **Stabilizovat finanční systém:** Integrované finanční a kapitálové trhy mohou členským státům, zejména těm v eurozóně, pomoci rozložit dopad otřesů. Otevření širší škály zdrojů financování pomůže lépe sdílet finanční rizika a znamená, že občané a společnosti v EU budou odolnější vůči obdobím, kdy banky půjčují méně prostředků. Kromě toho rozvinutější akciové trhy, na rozdíl od zvýšené zadluženosti, umožňují v dlouhodobém horizontu větší investice.
- **Prohloubit finanční integraci a posílit hospodářskou soutěž:** Větší přeshraniční sdílení rizik, prohloubení trhů a zvýšení jejich likvidity a diverzifikované zdroje financování prohloubí finanční integraci, sníží náklady a zvýší konkurenceschopnost Evropy.

Jednoduše řečeno, unie kapitálových trhů posílí spojení mezi úsporami a růstem. Poskytne více možností a lepší návratnost pro střadatele a investory. Podnikům nabídne více možností financování v různých fázích jejich vývoje.

Proč se vytvoření unie kapitálových trhů vyplatí?

Možné přínosy názorně ukazuje několik příkladů. Ve srovnání s USA získávají evropské MSP z kapitálových trhů pětkrát méně finančních prostředků. Pokud by naše trhy s rizikovým kapitálem byly stejně velké, bylo by na financování společností v letech 2009 až 2014 k dispozici více než 90 miliard EUR. Pokud by sekuritizace EU mohla být obnovena – bezpečně – na úroveň průměrných emisí z období před vypuknutím krize, mohly by banky soukromému sektoru poskytnout dodatečnou částku úvěrů ve výši více než 100 miliard EUR. A pokud by sekuritizace malých a středních podniků byla obnovena na polovinu objemu z období vrcholu krize, mohla by přinést dodatečné financování ve výši 20 miliard EUR. Potřeba investic je také značná – odhaduje se například, že pro přechod EU na nízkouhlíkové hospodářství bude zapotřebí 200 miliard EUR investic ročně¹.

Unie kapitálových trhů by měla EU přiblížit k situaci, kdy například malé a střední podniky budou moci získávat finanční prostředky stejně snadno jako velké podniky; náklady na investice a přístup k investičním produktům v celé EU se sblíží; získávání finančních prostředků prostřednictvím kapitálových trhů bude stále jednodušší a hledání finančních prostředků v jiném členském státě nebrání zbytečné právní překážky nebo překážky dohledu.

Akční plán na vytvoření unie kapitálových trhů

Po konzultacích, jež byly zahájeny v únoru, obdržela Komise více než 700 odpovědí. Všeobecně byla vyjádřena podpora, pokud jde o důležitost vytvoření unie kapitálových trhů, a jak Evropský parlament², tak Rada³ potvrdily silnou podporu koncepci postupného vytváření této unie a také to, že otázky, které byly identifikovány v rámci konzultací, jsou ty, na které je nutno se soustředit.

K vytvoření unie kapitálových trhů nebude stačit jediné opatření. Bude naopak třeba řady kroků, jejichž souhrnný dopad bude významný. Komise přijme opatření k odstranění překážek, které brání přílivu peněz investorů do investičních příležitostí, a k překonání překážek, které brání podnikům dostat se k investorům. Systém pro nasměrování těchto prostředků bude proveden co nejefektivněji, a to uvnitř států i přeshraničně.

Vzhledem k tomu, že by užší integrace kapitálových trhů a postupné odstraňování zbývajících překážek na vnitrostátní úrovni mohly vytvářet nová rizika pro finanční stabilitu, budeme podporovat opatření s cílem zvýšit sblížení dohledu, aby regulační orgány kapitálových trhů jednaly jednotným způsobem, a posílit dostupné nástroje k obezřetnému řízení systémových rizik. Na základě zpětné vazby a naší vlastní analýzy provede Komise opatření v těchto prioritních oblastech:

Zajištění většího výběru možností financování pro evropské společnosti a malé a střední podniky

Překážky pro to, aby evropské podniky získávaly finanční prostředky na kapitálových trzích, existují ve všech fázích procesu financování a na veřejných trzích. Tyto překážky omezují menší podniky při získávání kapitálu a dluhového financování. Komise:

¹ Model PRIMES, posouzení dopadů do roku 2030.

² Usnesení Evropského parlamentu týkající se vytváření unie kapitálových trhů (2015/2634 (RSP)).

³ [Závěry Rady EU](#) o unii kapitálových trhů ze dne 19. června.

- zmodernizuje směrnici o prospektu, aby bylo pro podniky méně nákladné získávat finanční prostředky veřejně, přezkoumá regulační překážky, pokud jde o kotování malých podniků na akciových a dluhových trzích, a podpoří kotaci malých podniků prostřednictvím evropských poradních struktur,
- zavede soubor opatření na podporu rizikového kapitálu a kapitálového financování v EU, včetně stimulace soukromých investic s využitím zdrojů EU skrz celoevropské fondy fondů, reformy právních předpisů a podpory osvědčených postupů v oblasti daňových pobídek,
- podpoří inovativní formy financování podniků, jako jsou skupinové financování, nabídky k soukromému umístění a fondy poskytující úvěry, při současném zajištění ochrany investorů a finanční stability a
- prozkoumá způsoby, jak by bylo možné vytvořit celoevropský přístup pro lepší propojení MSP s řadou zdrojů financování.

Zajištění vhodného regulačního prostředí pro dlouhodobé a udržitelné investice a financování evropské infrastruktury

Pro udržení a zvýšení své konkurenceschopnosti potřebuje Evropa značný objem nových dlouhodobých udržitelných investic. Veřejná podpora na základě opatření, jako je investiční plán pro Evropu ve výši 315 miliard EUR, může pomoci, avšak pro uvolnění soukromých investic v dlouhodobějším horizontu jsou zapotřebí další opatření. Komise:

- rychle upraví kalibrace v rámci souboru pravidel Solventnost II tak, aby lépe odrážely skutečné riziko investic do infrastruktury a následně přezkoumá postup podle nařízení o kapitálových požadavcích týkající se expozic bank vůči infrastruktuře a
- vyhodnotí kumulativní dopad předchozích reforem právních předpisů k zajištění soudržnosti a jednotnosti jako součást iniciativy Komise v oblasti zlepšování právní úpravy v návaznosti na práci zahájenou v Evropském parlamentu v roce 2013 a týkající se soudržnosti právních předpisů EU v oblasti finančních služeb.

Zvýšení investic a možností výběru pro retailové a institucionální investory

Pro uvolnění kapitálových trhů jsou klíčové retailové vklady držené přímo nebo nepřímo prostřednictvím správců aktiv, životních pojišťoven a penzijních fondů. Při konzultacích se ukázalo, že retailovým investorům, kteří spoří pro budoucnost, mohou s provedením správné investice napomoci větší důvěra ve finanční trhy, transparentnost, jistota a možnost volby. Evropské odvětví správy majetku obecně funguje dobře, avšak je třeba vyvinout větší úsilí a posílit volný pohyb služeb (*passporting*) a přeshraniční hospodářskou soutěž. Komise:

- se zaměří na způsoby, jak zvýšit možnosti výběru a hospodářskou soutěž v oblasti přeshraničních retailových finančních služeb a pojištění, prostřednictvím zelené knihy, která má být zveřejněna koncem tohoto roku. Rovněž posoudí regulační rámec pro retailové investice se zaměřením zejména na zvýšení transparentnosti a zlepšení kvality a dostupnosti investičního poradenství v kontextu zvýšeného poskytování informací on-line,
- prozkoumá způsoby, jak rozšířit možnosti výběru penzijního spoření a vytvořit trh EU s osobními soukromými důchodovými produkty, pro které by se penzijní společnosti mohly rozhodnout a zařadit je do svých nabídek soukromých důchodových produktů v celé EU, a

- vytvoří skutečný pas evropských fondů, který zruší přeshraniční poplatky a překážky bránící zvýšení hospodářské soutěže a možnostem volby pro spotřebitele.

Posílení schopností bank poskytovat úvěry

Jako věřitelé významné části ekonomiky a zprostředkovatelé na kapitálových trzích

budou v unii kapitálových trhů hrát ústřední úlohu banky. Banky mají silné místní vazby a znalosti: bankovní úvěry budou vedle kapitálových trhů i nadále hlavním zdrojem financování. Komise:

- oživí jednoduché, transparentní a standardizované evropské sekuritizace, aby se uvolnila kapacita v rozvahách bank a zajistil se přístup k investičním příležitostem pro dlouhodobé investory,
- prozkoumá možnost, zda by všechny členské státy mohly využívat místní úvěrová družstva provozující činnost mimo oblast působnosti pravidel EU týkajících se kapitálových požadavků na banky,
- posoudí zda a jak vybudovat celoevropský rámec pro zajištěné dluhopisy na základě vnitrostátních režimů, které se osvědčily, a posoudí proveditelnost podobných finančních nástrojů v případě úvěrů malým a středním podnikům.

Odstranění přeshraničních překážek a rozvoj kapitálových trhů ve všech 28 členských státech

I přes pokrok, kterého bylo v posledních desetiletích ve vytváření jednotného kapitálového trhu dosaženo, existuje stále mnoho překážek, které stojí v cestě přeshraničním investicím. Mezi ně patří např. překážky, které mají původ ve vnitrostátních právních předpisech, jež se týkají platební neschopnosti, daní a cenných papírů, a také překážky vzniklé v důsledku rozdílnosti tržní infrastruktury. Jsme proto rozhodnutí:

- provádět konzultace o hlavních překážkách souvisejících s platební neschopností a podat legislativní podnět týkající se platební neschopnosti podniků, který se bude zabývat nejdůležitějšími překážkami volného oběhu kapitálu a bude vycházet z vnitrostátních režimů, které se osvědčily,
- bojovat proti nejistotě spojené s vlastnictvím cenných papírů a usilovat o zlepšení opatření pro clearing a vypořádání přeshraničních operací s cennými papíry,
- podporovat rozvoj kapitálových trhů ve všech 28 členských státech jako součást evropského semestru a tím, že se členským státům poskytne specificky uzpůsobená podpora k posílení správní kapacity prostřednictvím útvaru Komise na podporu strukturálních reforem,
- spolupracovat s evropskými orgány dohledu (ESA) na vypracování a provádění strategie, jejímž cílem bude posílit sblížení dohledu, a určit oblasti, kde kolektivnější přístup může zlepšit fungování jednotného kapitálového trhu,
- využít nadcházejícího přezkumu Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) a spolupráce na mezinárodní úrovni k zajištění toho, aby vnitrostátní a evropské makroobezřetnostní orgány měly nástroje, pomocí nichž budou schopny přiměřeně reagovat na vývoj na kapitálových trzích.

Tento akční plán stanoví základy pro realizaci dobře fungující a integrované unie kapitálových trhů zahrnující všechny členské státy do roku 2019. Jedná se o dlouhodobý projekt, ale budeme jednat rychle. V roce 2017 Komise posoudí výsledky a přehodnotí priority.

Je jasné, kterým směrem se máme vydat: je třeba budovat jednotný kapitálový trh zdola nahoru, přičemž musíme identifikovat a postupně odbourávat překážky, a tak vytvářet dynamiku a vzbudit rostoucí důvěru v investice do budoucnosti Evropy. Volný pohyb kapitálu je jedním ze základních principů, na nichž je EU postavena. Více než padesát let po podpisu Římské smlouvy se musíme chopit této příležitosti a uvedenou vizi realizovat.

1. NA CESTĚ K RŮSTU – FINANCOVÁNÍ PRO INOVACE, ZAČÍNÁJÍCÍ PODNIKY A NEKOTOVANÉ SPOLEČNOSTI

Nové začínající podniky jsou rozhodujícím hnacím motorem růstu ekonomiky. V celé EU zaměstnávají malé a střední podniky (MSP) dvě osoby ze tří a z každého eura produkují 58 centů přidané hodnoty⁴. Podnikatelé se slibnými podnikatelskými plány musí být schopni zajistit financování pro realizaci svých nápadů. Úspěšné podniky budou k financování svého rozvoje potřebovat přístup k finančním prostředkům za výhodných podmínek. Možnosti financování rostoucích podniků, které se snaží navýšit vlastní kapitál nebo hledají jiné formy úvěrů mimo bankovní systém, nejsou však v Evropě dostatečně rozvinuty. To platí zejména pro evropské malé a střední podniky, které získávají více než 75 % svého externího financování prostřednictvím bankovních úvěrů. Úspěšná unie kapitálových trhů by měla rozšířit škálu možností financování pro rostoucí společnosti. Tyto možnosti by měly existovat a být k dispozici pro podnikatele ve všech 28 členských státech EU a ve všech fázích procesu financování.

1.1. Financování počáteční fáze

Pevné místní sítě a vztahy umožňují bankám poskytovat evropským malým a středním podnikům většinu externího financování. V posledních letech se jako doplněk a pomoc společnostem objevují stále rozmanitější nebankovní možnosti financování. Mezi tyto možnosti patří např. platformy pro poskytování úvěrů a darů, obchodování s fakturami mezi podniky, vzájemné poskytování půjček, na investicích založené skupinové financování či podpora ze strany tzv. business angels.

Například skupinové financování se v některých členských státech rychle rozvíjí. V současné době existuje více než 500 platform, které v EU poskytují řadu služeb⁵. Vzhledem k převážně místnímu rozměru těchto činností ty členské státy, ve kterých je skupinové financování nejvíce rozšířeno, podnikají kroky s cílem vyjasnit podmínky pro tento nový obchodní model. Platformy skupinového financování založené na cenných papírech mohou být povoleny podle směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) a mohou využívat pasu k vykonávání regulovaných služeb a činností v celé EU⁶. V současné době neexistuje žádný

⁴ Evropská komise (2014), Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery (*Výroční zpráva o evropských malých a středních podnicích: Částečné a křehké oživení*), s. 24.

⁵ Odhad na základě údajů z 22 členských států EU v roce 2014. Zdroj: Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“ (*Skupinové financování: Mapování trhů EU a případové studie*), 2015.

⁶ Pokud je platforma skupinového financování povolena jako investiční podnik a splňuje příslušné požadavky směrnice MiFID.

rámec EU, jenž by se konkrétně zabýval skupinovým financováním na bázi úvěrů. EU by měla pečlivě nastavit rovnováhu mezi cíli ochrany investorů a trvalým rozšiřováním skupinového financování. Předčasná regulace by mohla růst tohoto rychle se rozvíjejícího a inovativního způsobu financování zbrzdit, a nikoli podpořit. Komise zřídila fórum zúčastněných stran skupinového financování na podporu rozvoje politiky v této oblasti a zahájila studii, aby shromáždila a analyzovala údaje týkající se trhů se skupinovým financováním v rámci EU a posoudila dopad vnitrostátních právních předpisů. V návaznosti na stávající práci⁷ zveřejní Komise zprávu o vývoji evropského skupinového financování.

Komise posoudí vnitrostátní režimy a osvědčené postupy a bude sledovat vývoj v oblasti skupinového financování. Na základě tohoto posouzení rozhodne o nejlepších prostředcích, aby byl umožněn vývoj tohoto nového způsobu financování v celé Unii.

Investoři z řad business angels jsou často zkušení podnikatelé ochotní nabídnout začínajícím podnikům finanční i jinou podporu. Jsou stále důležitějším zdrojem vlastního kapitálu v počáteční a rané fázi vytváření společnosti. Částky investované evropskými business angels zůstávají nízké⁸ – 357 milionů EUR v roce 2013, z nichž více než polovina byla soustředěna pouze ve třech členských státech EU (Spojeném království, Španělsku a Francii)⁹. Evropa potřebuje silnější síť business angels schopnou působit přes hranice EU. Komise bude nadále podporovat přeshraniční vytváření sítí a budování kapacit pro business angels, se zvláštním zaměřením na střední a východní Evropu, za účelem rozvoje přeshraničních platforem, propojení business angels s inovativními malými a středními podniky a usnadnění párovacího financování.

1.2. Raná fáze rozvoje

Rychle rostoucí podniky, které mají vysoký růstový potenciál, ale omezený provozní kapitál, se mohou v kritických okamžicích svého rozvoje potýkat s nedostatkem finančních prostředků. Bankovní kontokorentní úvěry nebo krátkodobé úvěry samy často nemohou tyto potřeby uspokojit. Z odpovědí na konzultaci bylo zjištěno, že finance ve fázi rozvoje jsou stadiem, ve kterém finanční systém EU vykazuje nejhorší výsledky. Vzhledem k tomu, že tyto podniky mají potenciál, aby se z nich stali budoucí velcí zaměstnavatelé, mohou mít nevyužitě příležitosti na společnost EU obrovské dopady¹⁰.

Klíčovou rolí při podpoře růstu hraje rizikový kapitál, který také poskytuje podnikatelům možnost získat finanční prostředky v Evropě i v zámoří. Rizikový kapitál je obvykle

⁷ Evropský orgán pro cenné papíry a trhy, Opinion and Advice on investment-based crowdfunding (*Stanovisko a poradenství ohledně skupinového financování založeného na investicích*), ESMA/2014/1378 a ESMA/1560, 18.12.2014; Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding (*Stanovisko Evropského orgánu pro bankovníctví k financování založenému na úvěrech (skupinové financování)*), EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

⁸ Ne všechny investice business angels jsou přímo měřitelné. Podle některých odhadů by celkové neformální investice mohly v některých evropských zemích s rozvinutými neformálními trhy být vyšší než investice rizikového kapitálu – viz OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors (*Financování rychle rostoucích firem: Úloha neformálních investorů*).

⁹ Zdroj: Kompendium statistik sítě EBAN 2014. Jsou k dispozici údaje týkající se 21 členských států.

¹⁰ Z důkazů získaných z 15 zemí OECD v období let 2001–2011 vyplývá, že nové podniky hrají při vytváření pracovních míst klíčovou úlohu. Nové podniky systematicky více pracovních míst vytvářejí než ruší. Zejména nové podniky s méně než 50 zaměstnanci představují přibližně 11 % pracovních míst a obecně na ně připadá více než 33 % celkově vytvořených pracovních míst v podnikatelském sektoru, zatímco jejich podíl na ztrátě pracovních míst činí přibližně 17 %. (Zdroj: OECD (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard (*Srovnávací přehled v oblasti vědy, techniky a průmyslu*)).

dlouhodobý (vlastní) kapitál směřovaný prostřednictvím fondů, které spojují zájmy investorů a diverzifikují riziko. Nicméně fondy rizikového kapitálu v EU jsou stále relativně malé. S přibližně 60 miliony EUR má průměrný evropský fond rizikového kapitálu pouze poloviční velikost než obdobný fond v USA a asi 90 % investic rizikového kapitálu v EU je soustředěno pouze do osmi členských států¹¹. Sdílení rizika veřejným sektorem může napomoci zvýšit podíl fondů rizikového kapitálu v Evropě a rozšíření tohoto druhu financování do všech 28 členských států a rovněž působit jako katalyzátor investic soukromého sektoru, čímž se podpoří rozsah, diverzifikace a zeměpisný dosah. Podpora fondů by mohla zejména napomoci rozšířit soukromé investice do rizikového kapitálu přilákáním institucionálních investorů.

Právní předpisy EU se pokusily stanovit regulační podmínky pro úspěšný sektor rizikového kapitálu EU. Zejména nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu (EuVECA)¹² a nařízení o evropských fondech sociálního podnikání (EuSEF)¹³ stanoví podmínky, za kterých mohou být tyto fondy nabízeny institucionálním a zámožným soukromým klientům v celé EU. Avšak pasy fondů EuVECA a EuSEF jsou v současnosti k dispozici pouze pro menší provozovatele fondů spravující portfolia aktiv menší než 500 milionů EUR. Změny těchto předpisů by mohly zvýšit účinnost pasů, například tím, že umožní správcům větších fondů zřizovat a nabízet fondy EuVECA a EuSEF, sníží práh investic s cílem přilákat další investory a urychlit přeshraniční marketing a investice.

Na podporu financování vlastním kapitálem mohou být rovněž použity daňové pobídky, zejména v případě inovativních a začínajících podniků¹⁴. Komise bude zkoumat, jak vnitrostátní daňové pobídky pro rizikový kapitál a business angels mohou podpořit investice do malých a středních podniků a začínajících podniků, a osvědčené postupy bude šířit v členských státech.

Jako doplněk financování poskytovaného rizikovému a rozvojovému kapitálu a malým a středním podnikům v rámci investičního plánu bude Komise realizovat komplexní balíček opatření na podporu financování rizikového a rozvojového kapitálu a rizikového kapitálu v EU. Součástí tohoto balíčku budou změny právních předpisů o fondech EuVECA a EuSEF a návrhy na řadu celoevropských fondů rizikového kapitálu a fondů působících ve více zemích, přičemž tyto fondy budou podporovány z rozpočtu EU za účelem mobilizace soukromého kapitálu. Tento komplexní balíček bude zahrnovat rovněž podporu osvědčených postupů v oblasti daňových pobídek.

Orgány veřejné moci mohou také podporovat finanční instituce při vytváření fondů na podporu růstu podniků za účelem podpory vlastního kapitálu malých a středních podniků. Sdílení osvědčených postupů ohledně vytváření fondů na podporu růstu podniků mezi členskými státy by rozšířilo přínosy těchto projektů na širší okruh malých a středních podniků. Komise bude spolupracovat s členskými státy a orgány obezřetnostního dohledu s cílem podpořit rozvoj průmyslem vedených fondů na podporu růstu podniků za účelem podpory vlastního kapitálu v malých a středních podnicích.

¹¹ Zdroj: European Private Equity & Venture Capital Association (Evropské sdružení soukromého vlastního kapitálu a rizikového kapitálu).

¹² Nařízení (EU) č. 345/2013.

¹³ Nařízení (EU) č. 346/2013.

¹⁴ Pokyny Komise k státní podpoře investic v rámci rizikového financování objasňují podmínky, za kterých členské státy mohou zřizovat režimy podpory rizikového kapitálu, Úř. věst. C19, 22.1.2014, s. 4).

1.3. Podpora MSP snažících se získat financování

Nedostatek informací mezi MSP a investory může být překážkou nebankovního financování. Zejména náklady na vyhledávání brání potenciálním investorům ve zjišťování a posuzování atraktivních společností pro investování. Na jedné straně je třeba malé podniky, které potřebují financování, lépe informovat o možnostech financování na základě trhu, které mají k dispozici, a na druhé straně je nutné podniky více zviditelnit pro potenciální místní a celoevropské investory.

Informování o dostupnosti možností tržního financování pro MSP pomocí řady vládními institucemi organizovaných a tržních prostředků je prvním krokem. Tato komunikace by mohla začít tak, že budou banky poskytovat zpětnou vazbu malým a středním podnikům ohledně důvodů, proč je poskytnutí jimi požadovaného úvěru zamítno¹⁵, což může být v některých případech dáno tím, že existují vhodnější alternativní možnosti financování.

Poradenská podpora je ve stále větší míře k dispozici prostřednictvím řady soukromě a veřejně organizovaných programů v některých členských státech¹⁶. Komise usnadní výměnu osvědčených postupů s cílem podpořit dostupnost účinných zdrojů informací a podpory pro MSP, které se snaží získat tržní financování, ve všech členských státech.

Tato místní nebo vnitrostátní infrastruktura pro komunikaci o nových možnostech financování by mohla sloužit jako základ informačního systému, který spojí potenciální poskytovatele externího financování s MSP v celé Evropě. Přeshraniční propojení by mohla spojit stávající vnitrostátní systémy tak, aby svedla dohromady investory a malé a střední podniky v celé Evropě. Systém propojení vnitrostátních struktur by zachoval místní znalosti, které jsou pro sektor malých a středních podniků důležité, a malým a středním podnikům by umožnil zpřístupnit investorům na evropské úrovni soubor základních finančních a úvěrových údajů. Podmínkou pro to, aby takový systém přinášel přidanou hodnotu, by byla dostatečná srovnatelnost klíčových údajů, aby potenciální investoři v celé EU měli přesné a spolehlivé informace o finanční situaci malých a středních podniků. Účast malých a středních podniků v tomto systému a poskytování informací by bylo dobrovolné. Nedávné mapování¹⁷ úvěrových informací o malých a středních podnicích Komisí odhalilo v EU velikou různorodost, pokud jde o to, jaké informace jsou sdíleny, kým, jakým způsobem a kdo k nim má přístup. Normalizaci údajů o úvěrech usnadní nová databáze ECB AnaCredit týkající se úvěrů podnikům, která má být zprovozněna v roce 2018.

Komise provede komplexní strategii s cílem překonat informační bariéry, které malým a středním podnikům a potenciálním investorům brání dozvědět se o možnostech financování či investičních příležitostech, prostřednictvím:

- **spolupráce s evropskými bankovními federacemi a podnikatelskými organizacemi tak, aby byla strukturována zpětná vazba ze strany bank zamítajících žádosti malých a středních podniků o úvěry,**
- **spolupráce se sítí Enterprise Europe Network za účelem zmapování stávajících místních nebo vnitrostátních podpůrných a poradenských kapacit v celé EU tak, aby**

¹⁵ V souladu s pověřením nejnovějšího nařízení o kapitálových požadavcích, čl. 431 odst. 4.

¹⁶ Například Aktiespararna (Švédsko), Médiateur du Crédit (Francie), Better Business Finance (Spojené království), Investomierz (Polsko), Industrie- und Handelskammern (Německo).

¹⁷ Viz European Financial Stability and Integration Report (*Zpráva o evropské finanční stabilitě a integraci*), duben 2015, kapitola 7.

se podpořily osvědčené postupy pomoci malým a středním podnikům, které by mohly využívat alternativní možnosti financování,

- **v návaznosti na práci Evropské centrální banky a práci v členských státech přezkoumat, jak rozvíjet nebo podporovat celoevropské informační systémy, které propojují vnitrostátní systémy, aby sváděly dohromady malé a střední podniky hledající financování a poskytovatele finančních prostředků, a podle potřeby přijmout další opatření.**

1.4. Fondy poskytující úvěry

Významní institucionální investoři nebo investiční fondy mohou investovat do úvěrů nebo je přímo poskytovat (někdy v partnerství s bankami) středně velkým podnikům, což vede k další diverzifikaci zprostředkování úvěrů a rozšíření možností financování. Podle některých odhadů bylo ke konci roku 2014 provedeno 36 alternativními věřiteli více než 350 transakcí za období o něco více než dva roky. Objem obchodů v Evropě dosažený fondy pro přímé úvěrování mezi lety 2013 a 2014 vzrostl o 43 %. V současné době existuje 40 aktivních fondů pro přímé úvěrování (oproti 18 v roce 2012) a dalších 81 nových fondů na trhu snažících se dát dohromady přibližně 70 miliard EUR¹⁸. To by v budoucnosti mohl být potenciálně důležitý zdroj nebankovních úvěrů.

Úvěry mohou v omezeném rozsahu poskytovat fond EuVECA a evropské fondy dlouhodobých investic¹⁹. Některé členské státy rovněž zavedly do svých vnitrostátních právních rámců specificky uzpůsobené režimy vymezující podmínky, za nichž mohou alternativní investiční fondy poskytovat úvěry. Tato situace vede k tomu, že fondy fungující přes hranice musí pro poskytování půjček splňovat různé požadavky. Vyjasnění přístupu k fondům poskytujícím úvěry v regulačním rámci by mohlo usnadnit přeshraniční rozvoj a současně zajistit, aby byly řádně regulovány z hlediska ochrany investorů a finanční stability.

Komise bude spolupracovat s členskými státy a evropskými orgány dohledu na posouzení potřeby koordinovaného přístupu k poskytování úvěrů fondy a opodstatnění budoucího rámce EU.

1.5. Soukromé nabídky

Evropské společnosti projevují stále větší zájem využívat pro získávání kapitálu (zpravidla přesahujícího 20 milionů EUR) trhy „soukromých nabídek“ prostřednictvím emisí dluhových nástrojů institucionálním nebo jiným zkušeným investorům. Kvůli omezenému počtu a typu investorů tento způsob financování vyžaduje méně omezující regulační požadavky²⁰. Soukromé investice v Evropě se v roce 2014 zvýšily přibližně o 30 % (ze 13 miliard EUR v roce 2013 na 17 miliard EUR v roce 2014)²¹. Nicméně ještě větší objem finančních prostředků získaly evropské společnosti prostřednictvím soukromých nabídek na trzích USA. Evropské soukromé nabídky jsou rovněž omezeny na malý počet zemí. Ze všech těchto úvah

¹⁸ Zdroj: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment (*Financování ekonomiky: Úloha správce alternativních aktiv v prostředí nebankovních úvěrů*), květen 2015.

¹⁹ Nařízení o evropských fondech dlouhodobých investic, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

²⁰ Je kotováno 52 % transakcí soukromých nabídek s výjimkou nabídek pro německý trh s nástrojem Schuldschein. Zdroj: S&P, Tabulka první ligy evropských soukromých investic, 2015.

²¹ Zdroj: S&P.

vyplývá, že v Evropě existuje potenciál pro další rozvoj tohoto způsobu financování. Komise již dříve označila málo standardizované procesy a dokumentaci za překážky dalšího rozvoje. Komise proto plně podporuje práci sdružení ICMA²² a německého dluhového režimu Schuldschein²³ v těchto otázkách a bude se snažit využít osvědčené postupy a podporovat je prostřednictvím vhodných iniciativ v celé EU.

²² V únoru 2015 zveřejnilo sdružení ICMA celoevropského průvodce podnikových soukromých nabídek. Tento průvodce prosazuje používání standardizované dokumentace zpracované sdružením Loan Market Association (podle anglického práva) a pracovní skupinou Euro-PP (podle francouzského práva). Tato iniciativa se zaměřuje výhradně na podnikové dluhové cenné papíry.

²³ Například německé pojišťovnictví vytvořilo jednoduchý režim uznávaný úřadem bankovního dohledu BaFin, který pojistitelům umožňuje snadno vypočítat předem stanovený soubor finančních ukazatelů k hodnocení bonity a rovněž k posouzení souladu s kapitálovými požadavky pro soukromé umístění investic.

2. ZAJIŠTĚNÍ, ABY PODNIKY MOHLY SNÁZE VSTUPOVAT NA VEŘEJNÉ TRHY A ZÍSKÁVAT NA NICH KAPITÁL

Veřejné nabídky dluhových nebo kapitálových nástrojů jsou hlavními způsoby financování pro středně velké a velké podniky, které chtějí získat kapitál přesahující 50 milionů EUR. Nabízejí přístup nejširší skupině poskytovatelů finančních prostředků a poskytují výstupní příležitost pro soukromý vlastní kapitál a business angels. Veřejné trhy jsou zásadní pro to, aby se ze středně velkých společností s vysokým růstem stali zavedení globální aktéři. Například společnosti kotované na alternativním investičním trhu²⁴ vykázaly v roce následujícím po primární veřejné nabídce akcií²⁵ průměrný růst obrátu ve výši 37 % a růst zaměstnanosti ve výši 20 %. Účinné veřejné trhy jsou proto klíčovým článkem řetězce financování.

I když se evropské veřejné kapitálové a dluhové trhy v posledních desetiletích výrazně rozvinuly, stále zaostávají za ostatními vyspělými ekonomikami. Kromě toho se situace v jednotlivých členských státech EU velmi liší. To zčásti odráží různou velikost a různé potřeby financování společností, jakož i preference pro zachování rodinného vlastnictví a kontroly společností²⁶. Konzultace k unii kapitálových trhů také poukázala na obecně rozšířené obavy, že regulační prostředí EU nemusí napomáhat dalšímu rozvoji těchto způsobů financování. Například nedávná zpráva pracovní skupiny EU pro primární veřejnou nabídku akcií odhaduje, že jen náklady na zaváděcí poplatky v rámci primární veřejné nabídky akcií u transakce ve výši pod 6 milionů EUR představují 10–15 % hodnoty transakce. Pro srovnání, u větších obchodů (50–100 milionů EUR) činí tyto poplatky přibližně 5–8 %²⁷. V současnosti je mnoho malých a středních podniků toho názoru, že tyto počáteční (a pokračující) zaváděcí náklady převažují nad přínosy uvedení na veřejný trh²⁸. Snížení vstupních nákladů by umožnilo získávat kapitál na veřejných trzích více společností²⁹.

Vstupní branou na veřejné trhy pro podniky, které hledají finanční prostředky, je prospekt. Prospekty jsou zákonem vyžadované dokumenty obsahující všechny informace o společnosti, které investoři potřebují, aby mohli přijímat informovaná rozhodnutí o tom, zda investovat, či nikoli. Požadavky na prospekt byly harmonizovány, aby umožňovaly srovnávání investičních příležitostí v celé EU. Avšak jejich vypracování je nákladné a obtížné, zejména pro malé a střední podniky, přičemž obvykle se jedná o stovky stránek. Pro investory mohou být složité a zbytečně podrobné, a přitom informace, které mají pro investice zásadní význam, jsou těžko rozpoznatelné.

²⁴ Mnohostranný obchodní systém (MOS) na Londýnské burze cenných papírů určený pro MSP.

²⁵ Improving the market performance of business information regarding SMEs (*Zlepšení výkonnosti trhu obchodních informací týkajících se MSP*), konsorcium ECSIP, 2013.

²⁶ V roce 2009 představovaly rodinné podniky více než 60 % všech evropských společností. Zdroj: Evropská komise, Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies (*závěrečná zpráva skupiny odborníků – přehled problémů souvisejících s rodinnými podniky: výzkum, sítě, politická opatření a stávající studie*).

²⁷ Zpráva EU IPO vydaná Evropskou pracovní skupinou pro uvádění emisí cenných papírů na veřejný trh (evropští emitenti akcií, EVCA a FESE), 23. března 2015.

²⁸ Zpráva Demarigny, An EU-listing Small Business Act (*Small Business Act týkající se kotace v EU*), březen 2010.

²⁹ Z nedávné studie společnosti Oxera vyplývá, že průměrné náklady pro investory, kteří hledají informace o investicích jsou v USA 58 USD, zatímco v EU je to 430 EUR.

Komise zmodernizuje směrnici o prospektu³⁰. Cílem bude aktualizovat pravidla pro to, kdy je prospekt potřebný, omezit požadované informace, racionalizovat schvalovací proces a vytvořit skutečně přiměřený režim pro malé a střední podniky, aby mohly vypracovávat prospekt a získávat přístup na kapitálové trhy. Komise se rovněž bude věnovat otázce, jak podporovat MSP při procesu kotace prostřednictvím evropských poradních struktur, jako je například Evropské centrum pro investiční poradenství.

Kromě prospektu existuje řada dalších problémů se získáváním kapitálu na veřejných trzích. Trhy pro růst malých a středních podniků, které zavedla směrnice o trzích finančních nástrojů MiFID II, budou od roku 2017 odrazovým můstkem pro nové společnosti, aby se mohly připravit na případnou kotaci na větší burze. Vytvoření tohoto specializovaného trhu může být zejména důležité pro rozvoj místních trhů nebo nových emitentů. Aby se plně využily přínosy těchto specializovaných platforem ve prospěch unie kapitálových trhů, zajistí Komise prostřednictvím provádění směrnice MiFID II, aby požadavky, které se na ně vztahují, udržovaly správnou rovnováhu mezi dostatečnou ochranou investorů a zbytečnou administrativní zátěží.

Pro investory může být přístup rychle rostoucích MSP na burzy veřejných trhů lákavý kvůli potenciálním výnosům a diverzifikaci. Mohou je však odrazovat horší informační zdroje a nižší likvidita³¹. Z konzultací vyplynulo, že dvěma největšími překážkami pro MSP, které se pokoušejí o kotaci na burzách veřejných trhů, jsou nedostatečný průzkum malých a středních podniků ze strany analytiků investorů³² a dodatečné požadavky na podávání zpráv. Mnoho malých a středních podniků přijatých k obchodování v mnohostranných obchodních systémech (MOS) podává finanční informace pouze na základě vnitrostátních účetních standardů, což nemusí být dostačující pro uspokojení potřeb mezinárodních investorů kvůli nedostatečné porovnatelnosti. Komise se bude spolu s Radou pro mezinárodní účetní standardy (IASB) rovněž zabývat možností vypracovat dobrovolné individuální účetní řešení, které by se mohlo používat pro společnosti přijaté k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků.

Komise přezkoumá regulační překážky pro malé podniky, které brání jejich přijímání k obchodování na veřejných trzích, a bude úzce spolupracovat s novými trhy pro růst MSP podle směrnice MiFID II s cílem zajistit, aby právní prostředí pro tyto inkubační trhy bylo vhodné pro daný účel.

Pro větší podniky jsou klíčovým mechanismem pro získávání dluhového financování ve větším měřítku podnikové dluhopisy. Díky historicky nízkým úrokovým sazbám se celkové emise podnikových dluhopisů nefinančních podniků denominované v eurech mezi lety 2008 a 2014 téměř zdvojnásobily na 340 miliard EUR³³.

I přes rekordní primární emise vyjádřili někteří účastníci trhu obavy ohledně omezené likvidity na sekundárních trzích, což ztěžuje obchodování s těmito nástroji. Omezená likvidita

³⁰ V rámci Programu pro účelnost a účinnost právních předpisů REFIT realizovaného Komisí.

³¹ Viz studie Komise: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs.

³² Například z odpovědí na konzultaci skupiny APG vyplývá, že 50 % MSP kotovaných na burze Euronext v Amsterdamu, Bruselu, Paříži a Lisabonu nevyužívá žádný finanční výzkum a 16 % má pouze jednoho analytika, který se jimi zabývá.

³³ Zdroj: Bloomberg.

by mohla vyústit ve vyšší přírážky za nelikviditu a vyšší výpůjční náklady. Pokud by se zhoršily úvěrové podmínky, pro některé společnosti by to mohlo rychle znamenat obtížnější přístup na dluhové trhy.

Komise přezkoumá fungování trhů EU s podnikovými dluhopisy, přičemž se zaměří na zlepšení likvidity trhu, možný dopad reforem právních předpisů, vývoj na trhu a dobrovolnou normalizaci nabídkové dokumentace.

Vytvoření služby konsolidovaných obchodních informací pro akcie od roku 2017 a pro podobné finanční nástroje od roku 2018, jak požaduje směrnice MiFID II, usnadní regulátorům a účastníkům trhu získávat lepší přehled o trhu, což by mělo zvýšit atraktivitu kapitálových trhů EU jako míst pro investice. Komise bude vývoj v této oblasti nadále sledovat.

Rozdíly v daňovém zacházení s různými finančními nástroji mohou bránit účinnému financování prostřednictvím kapitálového trhu. Preferenční daňové zacházení s dluhem vzniklým z odečitatelnosti úrokových plateb je na úkor jiných finančních nástrojů, zejména akcií. Řešení tohoto daňového zvýhodnění by podnítilo další kapitálové investice a vytvořilo silnější kapitálovou základnu ve společnostech. Existují rovněž zjevné výhody, pokud jde o finanční stabilitu, neboť společnosti se silnějším regulačním kapitálem by byly méně citlivé na náhlé změny. To platí zejména pro banky.

Jako součást širší práce prováděné na společném konsolidovaném základu daně z příjmů právnických osob (CCCTB), v rámci které bude v roce 2016 připraven nový návrh, prozkoumá Komise způsoby, jak řešit zvýhodnění dluhů oproti vlastnímu kapitálu.

3. DLOUHODOBÉ INVESTICE, INFRASTRUKTURA A UDRŽITELNÉ INVESTICE

Evropa potřebuje nové významné dlouhodobé a udržitelné investice, aby si udržela a rozšířila konkurenceschopnost a přešla na nízkouhlíkové hospodářství účinně využívající zdroje. Unie kapitálových trhů podpoří investory při přijímání informovaných investičních rozhodnutí a při sledování příslušných rizik.

3.1. Zlepšení investičního prostředí prostřednictvím regulačního rámce

Regulační rámec je významným faktorem při rozhodování investorů, zejména o dlouhodobých investicích. Přirozenými poskytovateli těchto finančních prostředků jsou významní institucionální investoři. Pojišťovny, penzijní fondy a nově vzniklé dluhové fondy mohou využívat stabilní zdroje příjmů z úvěrů na infrastrukturu, které odpovídají závazkům s delší dobou splatnosti. Aktivními účastníky financování infrastruktury jsou také některé banky a národní podpůrné banky.

Až donedávna byly přeshraniční investice do infrastruktury brzděny neexistencí obecně uznávaných nástrojů pro získávání kapitálu a investování. Nedávno přijaté nařízení o evropském fondu dlouhodobých investic (ELTIF), které se začne uplatňovat od prosince 2015, vytváří nový finanční přeshraniční nástroj pro dlouhodobé projekty (např. v energetice, dopravě a komunikačních infrastrukturách, průmyslových a obslužných zařízeních a bydlení). Nařízení o evropském fondu dlouhodobých investic spojuje výhody přeshraničního pasu s možností získávání dlouhodobého kapitálu od menších investorů (místních penzijních plánů, obcí, podnikových penzijních systémů atd.), včetně retailových investorů³⁴. Nařízení poskytne správcům aktiv novou příležitost nabízet investorům přístup k mnohem širší škále aktiv, včetně infrastruktury, než bylo jinak možné podle předcházejícího regulačního rámce. Pro zavádění evropských fondů dlouhodobých investic budou důležité vnitrostátní daňové režimy a Komise vyzývá členské státy, aby pro ně zajistily stejné daňové zacházení, jaké mají podobné vnitrostátní režimy.

Klíčová regulační otázka se týká neexistence odlišeného a vhodně kalibrovaného výpočtu regulatorního kapitálu, který by institucionální investoři měli držet oproti investicím do infrastruktury. Komise navrhne definici investic do infrastruktury, které nabízejí předvídatelné dlouhodobé peněžní toky a jejichž rizika mohou pojistitelé řádně identifikovat, řídit a sledovat. Tato společná definice umožní, aby se s infrastrukturou zacházelo jako se zvláštní třídou aktiv, a v odůvodněných případech umožní přizpůsobení regulačnímu rámci.

Při poskytování nebo zajišťování úvěrů na infrastrukturní projekty zůstávají důležité i banky. V červenci 2015 vydala Komise konzultační dokument o možném dopadu nařízení o kapitálových požadavcích (CRR)³⁵ a směrnice o kapitálových požadavcích (CRD IV)³⁶ na poskytování bankovních úvěrů ekonomice, jehož součástí je přezkum kapitálových požadavků na banky v případě dlouhodobých a infrastrukturních financí. Cílem je lépe

³⁴ Správci s povolením podle směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD) a se sídlem v EU mohou tyto prostředky spravovat tak, aby byly investovány do dlouhodobých, nelikvidních nebo špatně prodejných aktiv, jako jsou projekty infrastruktury a malé a střední podniky, které potřebují stabilní financování po dobu několika let. Na druhé straně tato aktiva pravděpodobně vynesou „prémii za nelikviditu“, tedy vyšší nebo stabilnější výnosy za to, že investoři nemohou získat své peníze před předem stanoveným datem.

³⁵ Nařízení (EU) č. 575/2013.

³⁶ Směrnice 2013/36/EU.

porozumět dopadu nových pravidel na kapitálové požadavky na dostupnost financování infrastruktury a dalších investic, které podporují udržitelný dlouhodobý růst.

Pro usnadnění financování infrastruktury a udržitelných dlouhodobých investic v Evropě předkládá Komise revidované kalibrace ve směrnici Solventnost II, aby se zajistilo, že na pojišťovny se bude vztahovat regulace, která bude lépe odrážet riziko investic do infrastruktury a dlouhodobých investic. Komise dokončí přezkum nařízení o kapitálových požadavcích a v příslušných případech změni kalibrace infrastruktury.

3.2. Podpora dlouhodobého financování a financování infrastruktury

Rozsah krize a povaha oživení způsobily v ekonomice EU velký nedostatek investic do infrastruktury. Evropská investiční banka (EIB) odhaduje, že celkové kumulativní potřeby investic do infrastruktury v EU by mohly za období do roku 2020 dosáhnout až 2 bilionů EUR³⁷.

Důležitým zdrojem financování pro investice do infrastruktury mohou být institucionální a jiní soukromí investoři, protože tyto investice mohou poskytovat stabilní výnosy a vykazují relativně dobré výsledky, co se týče úvěrové výkonnosti, v minulosti³⁸. Existují náznaky, že se zmiňovaní investoři stále více snaží investovat do projektů v oblasti infrastruktury. V případě nejambicióznějších dlouhodobých a transformačních projektů je pro zahájení daného procesu často zapotřebí veřejné intervence³⁹.

V rámci Investičního plánu pro Evropu uvolní Evropský fond pro strategické investice (EFISI) v EU v letech 2015 až 2017 částku 315 miliard EUR na nové dodatečné investice, z čehož 240 miliard EUR bude směřovat do infrastruktury a inovačních projektů. Evropský portál investičních projektů umožní, aby se předkladatelé projektů usazení v EU mohli spojovat s potenciálními investory a sdílet s nimi své investiční projekty a nápady, a Evropské centrum pro investiční poradenství (EIAH) bude nabízet jediné místo vstupu pro pokyny a poradenství na podporu investic do infrastruktury v EU.

Nový Evropský fond pro strategické investice, pokud možno společně s evropskými strukturálními a investičními fondy (ESI fondy), umožňuje různé varianty financování a rozložení rizik prostřednictvím využívání inovativních finančních nástrojů, jako jsou investiční platformy nebo fondy. Využití struktur investičních fondů, potenciálně včetně struktur ve formě evropských fondů dlouhodobých investic, které mohou získávat kapitál z retailového investování veřejnosti nebo investičních platform v rámci EFISI, může spojit veřejné a soukromé zdroje a přinést lepší vyhlídky, pokud jde o poměr rizika a výnosů.

V případě EFISI budou Komise a Evropská investiční banka poskytovat pokyny ohledně požadavků na struktury spoluinvestování tak, aby byly způsobilé pro podporu z fondu. Kromě toho bude investorům, kteří chtějí využívat těchto struktur, k dispozici technická pomoc v rámci Evropského centra pro investiční poradenství. Komise je také připravena

³⁷ Viz pracovní dokument EIB 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe (Soukromé financování infrastruktury a investice do infrastruktury v Evropě)*, s. 11.

³⁸ Globální studie selhání a míry výtěžnosti mezi lety 1983 a 2012 společnosti Moody's ukazuje, že 10letá kumulativní míra selhání v sektoru infrastruktury činí 6,6 %. To je méně než u bankovních úvěrů na financování projektů. Úvěry na infrastrukturu, u kterých došlo k selhání, navíc vykazují také vysokou míru výtěžnosti (až 80 %).

³⁹ Například v roce 2013 činily investice do veřejné infrastruktury v EU-28 celkem 450 miliard EUR. Z této částky připadalo 90 % na veřejné investice a soukromé investice (včetně partnerství veřejného a soukromého sektoru) se podílely přibližně 10 %. Pracovní dokument EIB, 2013/02, s. 7.

spolupracovat se soukromými investory a podporovat sdružování soukromých zdrojů a zdrojů EU s cílem zvýšit financování investic do infrastruktury a udržitelného růstu.

3.3. Využití financí k zajištění udržitelnosti životního prostředí

Účinné finanční trhy mohou napomoci investorům přijímat informovaná investiční rozhodnutí a analyzovat a oceňovat dlouhodobá rizika a příležitosti vyplývající z přechodu k udržitelné ekonomice šetrné ke klimatu. Tento přesun investic může přispět k realizaci jak cílů politiky v oblasti klimatu a energetiky do roku 2030, tak závazků EU týkajících se cílů udržitelného rozvoje. Zejména nedávné zavedení dluhopisů ESG (environmentálních, sociálních a správních) může pomoci nasměrovat kapitál k udržitelným investicím: v roce 2014 došlo k exponenciálnímu růstu emisí zelených dluhopisů, které dosáhly hodnoty 35 miliard EUR oproti 8 miliardám EUR v roce 2013 a méně než 1 miliardě EUR v roce 2012. Rychlému růstu tohoto trhu napomáhá tržně orientovaná normalizace, která bere v úvahu kritéria pro výběr projektů vypracovaná mezinárodními finančními institucemi, jako jsou Světová banka, EIB a Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD). Účastníci trhu rovněž vyvíjejí dobrovolné pokyny, známé jako „principy zelených dluhopisů“, které mají podpořit transparentnost a poctivost při rozvoji trhu se zelenými dluhopisy a vyjasnit podmínky, za kterých může být emise považována za „zelený dluhopis“. Komise bude nadále hodnotit a podporovat tento a další vývoj v oblasti investic ESG a bude sledovat, zda jsou zapotřebí normy EU pro zelené dluhopisy, aby investoři mohli těžit z dlouhodobějšího udržitelného přístupu k investičním rozhodnutím.

3.4. Výzva k doložení informací o stávajícím regulačním rámci

EU podnikla v rámci mezinárodního konsensu důležité kroky k obnově finanční stability a důvěry veřejnosti ve finanční systém. Je důležité, aby právní předpisy EU zajišťovaly odpovídající rovnováhu mezi snižováním rizika a umožněním růstu a nevytvářely nové nechtěné překážky. V této souvislosti Komise souběžně s tímto akčním plánem zahajuje komplexní přezkum celkového dopadu a soudržnosti finančních právních předpisů přijatých v reakci na finanční krizi. Účelem tohoto přezkumu je posoudit celkovou soudržnost stávajícího rámce. Vzhledem k tomu, že v uplynulých letech byla přijata řada různých právních předpisů, které se vzájemně ovlivňují, existuje riziko, že jejich společný dopad může mít některé nezamýšlené důsledky, které v rámci jednotlivých odvětvových přezkumů nemusí být odhaleny. Regulační soulad, soudržnost a jistota jsou klíčovými faktory pro rozhodování investorů. Pokud budou předloženy jasné důkazy, které odůvodňují konkrétní a cílené změny, mohlo by to ještě více zlepšit investiční prostředí a pomoci splnit cíle unie kapitálových trhů.

Na základě práce Evropského parlamentu a mezinárodních institucí, jako je Rada pro finanční stabilitu a Basilejský výbor pro bankovní dohled, zveřejňuje dnes Komise výzvu k doložení informací s cílem vyhodnotit vzájemné působení mezi předpisy a kumulativní dopad finanční reformy na investiční prostředí.

4. PODPORA RETAILOVÝCH A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTIC

Cílem unie kapitálových trhů je lepší využívání evropských úspor, účinnější spojování střadatelů a vypůjčovatelů a zvýšení hospodářské výkonnosti ekonomiky EU⁴⁰. Větší důvěra a jistota investorů jim může pomoci přijímat správná investiční rozhodnutí. Je všeobecně známo, že v důsledku zvyšující se střední délky života a demografických změn musí retailoví investoři k uspokojení potřeb svého důchodu našetřit více. Na druhé straně mnoho institucionálních investorů, kteří pracují v prostředí s nízkými úrokovými sazbami, nemůže najít dostatek investic, které přinášejí výnosy potřebné ke splnění jejich závazků.

4.1. Retailoví investoři

V dnešní době mají retailoví investoři na bankovních účtech v Evropě významné úspory, ale nejsou tak přímo zapojeni do kapitálových trhů jako v minulosti. Přímá kapitálová účast evropských domácností poklesla z 28% v roce 1975 na 10–11% od roku 2007⁴¹ a podíl retailových investorů na celkovém počtu akcionářů je méně než poloviční ve srovnání s úrovní v 70. letech minulého století. Odstranění bariér pro spojení retailových investorů prostřednictvím kapitálových trhů vyžaduje konkurenceschopné finanční trhy, které mohou zákazníkům nabídnout možnost porovnávat produkty a nalézt nejvhodnější nástroje spojení za konkurenční ceny. Aby dále podpořila transparentnost retailových produktů, vyzve Komise evropské orgány dohledu (ESA), aby se zabývaly transparentností dlouhodobých retailových a penzijních produktů a provedly analýzu skutečné čisté výkonnosti a poplatků, jak stanoví článek 9 nařízení o evropských orgánech dohledu.

Do konce roku 2015 zveřejní Komise zelenou knihu o retailových finančních službách a pojištění, která bude zjišťovat názory na to, jak zvýšit výběr a přeshraniční poskytování retailových finančních produktů a konkurenci v nich, jakož i dopad digitalizace na retailové finanční služby.

Pro retailové investory, kteří nakupují investiční produkty pouze příležitostně, je těžké nasbírat v oblasti kapitálových trhů příslušné znalosti nebo zkušenosti⁴². I když obnovení důvěry retailových investorů v kapitálové trhy je primárně záležitostí finančního sektoru, mohou regulace a dohled pomoci stanovit „pravidla hry“.

Lepší informace a poradenství jsou předpokladem k tomu, aby se retailoví investoři vrátili k financování založenému na trhu. Prvním krokem je zajištění transparentnosti. Přístup ke smysluplným a kvalitním informacím by měl být poskytován porovnatelným a transparentním způsobem pro všechny investiční produkty – včetně klíčových charakteristik produktů (například co se týče nákladů, možných výnosů a rizik). V posledních letech učinila EU významný pokrok při zlepšování požadavků na zveřejňování ve všech odvětvích. Prostřednictvím různých legislativních opatření⁴³ byly zavedeny nové požadavky

⁴⁰ Například: viz zpráva Olivera Wymana (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing (Skutečná finanční krize: proč selhává finanční zprostředkování)*; zpráva pracovní skupiny pro primární veřejnou nabídku akcií (IPO), *Rebuilding IPOs in Europe (Obnova primárních veřejných nabídek akcií v Evropě)*, 23. března 2015.

⁴¹ OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? (Kdo je vlastníkem evropské ekonomiky?)* Vývoj vlastnictví kotovaných společností v EU v letech 1970 až 2012.

⁴² V roce 2013 pouze 35 % retailových investorů věřilo, že poskytovatelé investičních služeb dodržují předpisy na ochranu spotřebitele. Evropská komise (2013), *Monitorovací průzkum trhu, 2010–2013*.

⁴³ Směrnice 2014/91/EU, nařízení (EU) č. 1286/2014, směrnice 2014/65/EU, směrnice o distribuci pojištění (IDD), 10747/15, směrnice 2009/138/ES a návrh nařízení o podávání zpráv a transparentnosti u obchodů zajišťujících financování (SFTR) podaný Komisí, COM/2014/040 final.

na zveřejňování. Některá podrobná prováděcí pravidla se stále ještě připravují a v nadcházejících letech budou postupně vstupovat v platnost. K zajištění toho, aby nejnovější reformy právních předpisů plnily své cíle, by mohlo komplexní posouzení účinnosti těchto nových předpisů týkajících se zveřejňování pomoci zajistit konzistentnost, zjistit případné nedostatky či zbytečné duplikace a v příslušných případech posloužit jako základ pro zjednodušení požadavků.

Za účelem lepší mobilizace úspor směřovaných přes kapitálové trhy by retailoví investoři měli mít také snadný přístup k řadě vhodných a nákladově efektivních investičních produktů a cenově dostupnému a nezávislému poradenství. V některých reakcích na konzultaci se zdůrazňovalo, že retailoví investoři v současnosti dostávají za převzetí větších rizik spojených s investicemi založenými na trhu pouze omezenou odměnu z důvodu vysokých poplatků za zprostředkování a distribuci. Právní úprava ve směrnici MiFID II, strukturované retailové investiční produkty a pojistné produkty s investiční složkou (PRIIP) a směrnice o distribuci pojištění (IDD) přináší důležité změny v pravidlech pro poskytování investičního poradenství a zveřejňování informací o produktech. Přechod k internetové distribuci investičních produktů a vznik nových řešení založených na finančních technologiích je příležitostí k tomu, aby byly vyvinuty další poradenské služby a internetové distribuční platformy s „otevřeným přístupem“. Bude důležité zajistit, aby tyto změny byly doprovázeny kritickým hodnocením investičních řešení a výsledků, které jsou nabízeny retailovým investorům.

Komise na základě odborného posouzení provede komplexní hodnocení evropských trhů s retailovými investičními produkty, včetně distribučních kanálů a investičního poradenství. V posouzení se identifikují možnosti zlepšení politického rámce a zprostředkovacích kanálů, aby retailoví investoři měli přístup ke vhodným produktům za nákladově efektivních a spravedlivých podmínek. V posouzení se přezkoumá, jak by se měl vyvíjet rámec politiky, aby se využily nové možnosti, které nabízí internetové služby a finanční technologie.

Evropské domácnosti se potýkají s řadou problémů, jak efektivně spořit na přiměřené důchody⁴⁴ v souvislosti s větší délkou života, fiskálními tlaky na úrovni jednotlivých zemí a dlouhotrvajícími nízkými úrokovými sazbami. Za tímto účelem Komise podporuje rozvoj kolektivních a individuálních penzijních plánů jako doplňků veřejných důchodových systémů.

Finanční systém EU musí podporovat občany v zaopatřování vlastních osobních důchodových spoření. Může tak činit prostřednictvím politických opatření, jejichž cílem bude motivovat a odstraňovat překážky bránící rozvoji individuálních („třetí pilíř“) penzijních plánů v Evropě.

V současné době neexistuje žádný účinný jednotný trh s osobními penzijními produkty „třetího pilíře“. Existence nejrůznějších pravidel na úrovni EU a na vnitrostátních úrovních brání plnému rozvoji velkého a konkurenčního trhu s osobními penzijními produkty⁴⁵. Roztříštěnost trhu brání poskytovatelům osobního penzijního pojištění v maximalizaci úspor z rozsahu, v diverzifikaci rizik a v zavádění inovací, a tím snižuje možnosti výběru a zvyšuje náklady pro penzijní střadatele. Přijetím („opt-in“) evropské osobní penze by mohla vzniknout regulační šablona založená na přiměřené úrovni ochrany spotřebitelů, kterou by se

⁴⁴ Zpráva o přiměřenosti důchodů z roku 2015: současná a budoucí přiměřenost příjmů ve stáří v EU, připravuje se.

⁴⁵ Přehled současných tržních a regulačních rámců je uveden v konzultačním dokumentu Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) o vytvoření standardizovaného celoevropského osobního penzijního produktu z 3. července 2015.

poskytovatelé penzijního pojištění mohli rozhodnout používat při nabízení produktů v celé EU. Větší evropský penzijní trh „třetího pilíře“ by rovněž podpořil poskytování prostředků pro institucionální investory a investice do reálné ekonomiky.

Komise posoudí důvody pro vznik politického rámce k vytvoření úspěšného evropského trhu pro jednoduché, účinné a konkurenceschopné osobní peníze a určí, zda je na podporu tohoto trhu nutné vypracovat právní předpisy EU.

4.2. Institucionální investoři

Institucionální investoři, především životní pojišťovny a penzijní fondy, jsou přirozenými dlouhodobými investory. V posledních letech však investice do dlouhodobých projektů a společností omezovali. Podíl vlastnictví pojišťoven a penzijních fondů poklesl z více než 25% kapitalizace akciového trhu EU v roce 1992 na 8 % na konci roku 2012⁴⁶. V současné době mají obvykle vysoký podíl svého portfolia v poměrně úzkém okruhu aktiv. EU by měla podporovat institucionální investory, aby jim umožnila investovat do dlouhodobých aktiv a malých a středních podniků a aby současně bylo zachováno zdravé a obezřetné řízení aktiv a závazků.

Obezřetnostní regulace ovlivňuje chuť institucionálních investorů investovat do konkrétních aktiv prostřednictvím kalibrace kapitálových požadavků. Komise zavede kalibrace citlivější vůči riziku pro infrastrukturní fondy a evropské fondy dlouhodobých investic (viz kapitola 3) a pro jednoduché a transparentní sekuritizační produkty (viz kapitola 5). Kromě těchto opatření bylo v odpovědích na konzultace rovněž zdůrazněno, že obezřetnostní zacházení se soukromým vlastním kapitálem a soukromě umístěvaným dluhem ve směrnici Solventnost II je překážkou pro investování do těchto tříd aktiv.

Komise posoudí, zda jsou změny opodstatněné, a pokud ano, připraví změny, které by mohly být předloženy v rámci přezkumu směrnice Solventnost II.

Investiční fondy zvýšily svůj podíl vlastnictví na akciových trzích EU z méně než 10 % v 90. letech minulého století na 21 % v roce 2012. V posledních letech se také stávají stále významnějšími držiteli podnikových dluhopisů. Tyto fondy patří mezi nejaktivnější přeshraniční investory, ale evropský sektor správy aktiv se stále potýká s roztržitostí trhu. Mnozí respondenti v rámci konzultace uvedli, že přeshraniční činnost těchto fondů omezuje řada faktorů, včetně diskriminačního daňového zacházení, různorodých vnitrostátních požadavků na uvádění fondů na trh a poplatků za přeshraniční oznámení. Odstranění neopodstatněných překážek by motivovalo správce fondů, aby se více zapojili do přeshraničního uvádění svých fondů na trh a snížili náklady pro investory.

Komise shromáždí důkazy týkající se hlavních překážek pro přeshraniční distribuci investičních fondů. To by zahrnovalo zejména nepřiměřené požadavky pro uvádění na trh, poplatky a jiná správní opatření ukládaná hostitelskými zeměmi a daňové prostředí. Na základě poskytnutých důkazů se Komise bude snažit odstranit hlavní překážky, pokud to bude nezbytné, pomocí právních předpisů.

⁴⁶ Zdroj: Závěrečná zpráva: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012 (*Kdo je vlastníkem evropské ekonomiky? Vývoj vlastnictví kotovaných společností v EU v letech 1970 až 2012*), Observatoire de l'épargne Européenne a Insead OEE Data Services, srpen 2013.

5. POSÍLENÍ BANKOVNÍ KAPACITY NA PODPORU ŠIRŠÍ EKONOMIKY

Jako věřitelé významné části ekonomiky a zprostředkovatelé na kapitálových trzích budou v unii kapitálových trhů a v širší evropské ekonomice hrát důležitou úlohu banky. Banky mají silné místní vazby a znalosti, což znamená, že bankovní úvěry budou pro mnoho malých podniků i nadále významným zdrojem financování. Pro ostatní podniky zůstane přístup k bankovním úvěrům i nadále důležitou součástí jejich diverzifikace možností financování. Proto Komise souběžně s prací na unii kapitálových trhů přezkoumává regulaci bank s cílem zajistit optimální rovnováhu mezi řízením rizik a umožněním růstu⁴⁷.

Pro menší společnosti jsou při podpoře růstu důležité silné místní sítě. V některých členských státech působí úvěrová družstva, ve kterých se například MSP mohou na neziskovém základě vzájemně financovat. Družstva mohou rovněž usnadňovat výměnu know-how mezi členy. Uplatňování propracované a komplexní bankovní regulace může někdy pro úvěrová družstva a další nezisková družstva sloužící malým a středním podnikům představovat nepřiměřenou překážku. Tak tomu může být zvláště v případě, kdy se jedná o malá družstva zaměřená především na přebírání finančních prostředků od členů a jejich přerozdělování mezi členy, aby rizika pro širší finanční systém zůstala omezená.

Úvěrová družstva v některých členských státech jsou již osvobozena od regulačního rámce směrnice o kapitálových požadavcích. V zájmu zajištění rovných podmínek by všechny členské státy měly mít možnost využívat úvěrová družstva, na něž se vztahují vnitrostátní regulační ochranná opatření úměrná rizikům, kterým jsou vystavena. Za tímto účelem prozkoumá Komise možnost, aby byla úvěrová družstva, která vyvíjejí činnost mimo rámec EU týkající se kapitálových požadavků na banky, povolena pro všechny členské státy.

Sekuritizace může zvýšit dostupnost úvěrů a snížit náklady financování. Jako nástroj financování může sekuritizace přispět ke správně diverzifikovanému základu financování. Může rovněž sloužit jako důležitý nástroj pro přenos rizik za účelem zlepšení kapitálové účinnosti a přizpůsobení rozdělení rizik poplatkům.

V důsledku krize zůstávají sekuritizační trhy v EU výrazně oslabeny a poškozeny obavami ohledně procesu sekuritizace a souvisejících rizik. I když se tyto nedostatky projevily především u sekuritizace úvěrů pro méně bonitní klienty v USA⁴⁸, následná reforma právních předpisů se vztahovala na všechny sekuritizace. Neexistuje žádný záměr zrušit reformy EU, které řeší rizika spojená s velmi složitými a neprůhlednými případy sekuritizace. Je však důležité sekuritizaci oživit, aby mohla fungovat jako účinný kanál financování v širší ekonomice a jako mechanismus pro diverzifikaci rizik. Komise již v rámci investičního plánu pro Evropu poskytuje finanční podporu sekuritizačním operacím. Nové legislativní návrhy, které dnes přijala, jdou ještě o krok dále. Budou lépe rozlišovat jednoduché, transparentní a standardizované (JTS) produkty s cílem podpořit důvěru investorů a zmírnit zátěž náležitě péče. Na základě doporučení Evropského orgánu pro bankovníctví (EBA) Komise rovněž navrhne vhodnější obezřetnostní pravidla pro investice bank a pojistitelů do produktů JTS. Tento balíček opatření by měl pomoci uvolnit kapacitu v rozvahách bank a zvýšit jejich

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ V době vrcholící krize došlo pouze v 0,1 % případů k selhání sekuritizovaných produktů s ratingem AAA s nejhorším výkonem. Pro srovnání, v USA došlo u rovnocenných produktů ve stejné době k selhání v 16 %. Rizikovější sekuritizace EU (s ratingem BBB) vykázala rovněž velmi dobré výsledky – nejhorší třídy v okamžiku vyvrcholení krize selhaly v 0,2 % případů. Oproti tomu míra selhání amerických cenných papírů s ratingem BBB dosáhla 62 %. Zdroj: EBA.

schopnost poskytovat úvěry v rámci širší ekonomiky a přispět k budování dlouhodobější investorské základny.

Komise dnes zveřejní návrh rámce EU pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci (JTS) spolu s novými obezřetnostními kalibracemi pro banky v rámci nařízení o kapitálových požadavcích. Rovnocenné kalibrace pro pojistitele na základě změny aktu v přenesené pravomoci ke směrnici Solventnost II pro začlenění kritérií JTS budou následovat, jakmile bude přijat rámec pro JTS.

Zajištěné dluhopisy jsou dalším nástrojem financování, který je obzvláště důležitý v některých členských státech. Trh se zajištěnými dluhopisy je však v současnosti roztříštěn podle státních hranic. Rozdíly mezi právními rámci a postupy dohledu v členských státech, které přijaly zvláštní právní předpisy o zajištěných dluhopisech, omezují možnosti standardizace trhu, pokud jde o upisování a zpřístupňování listin nebo skutečností. To může vést k překážkám pro velikost trhu, likviditu a přístup investorů, zejména při přeshraničním obchodování. Rámec EU pro integrovanější trh se zajištěnými dluhopisy by zejména v některých členských státech mohl přispět ke snížení nákladů na financování u bank, jež tyto dluhopisy vydávají.

Komise dnes zveřejní konzultaci ohledně rozvoje celoevropského rámce pro zajištěné dluhopisy, jenž vychází z vnitrostátních režimů, které dobře fungují, aniž by je narušoval, a z kvalitních norem a osvědčených tržních postupů. V rámci konzultace budou rovněž shromážděny názory na použití podobných struktur k podpoře úvěrů pro malé a střední podniky.

6. USNADNĚNÍ PŘESHraniČNÍCH INVESTIC

I přes významný pokrok, kterého bylo v posledních desetiletích ve vytváření jednotného kapitálového trhu dosaženo, existuje stále mnoho dlouhotrvajících a hluboce zakořeněných překážek, které stojí v cestě přeshraničním investicím. Ty sahají od překážek, jež mají svůj původ ve vnitrostátním právu – zákonech o platební neschopnosti, zajištění a cenných papírech – po překážky v oblasti infrastruktury trhů, daňové překážky a změny právního prostředí, jež podkopávají předvídatelnost pravidel pro přímé investice. Přeshraniční sdílení rizik v rámci EU od počátku krize zesláblo a investice pocházející ze zemí mimo EU se ve stejném období rovněž snížily.

Odstranění některých dlouhodobých překážek, které odrazují investory od diverzifikace jejich geografických portfolií, by mohlo významně pomoci subjektům, které potřebují sehnat kapitál, investorům a ekonomice EU jako celku. Větší integrace kapitálových trhů EU by také zvýšila atraktivitu členských států EU jako míst pro investice pro investory ze třetích zemí.

6.1. Právní jistota a tržní infrastruktura pro přeshraniční investice

Klíčovými prvky dobře fungujících kapitálových trhů jsou účinné a bezpečné infrastruktury poskytující služby po uzavření obchodu. Jedním z problémů, které figurovaly v popředí odpovědí v rámci konzultace, je, že vlastnictví cenných papírů v současnosti nelze stanovit s právní jistotou, pokud se emitent cenných papírů a investor nacházejí v různých členských státech a/nebo jsou cenné papíry v držení finančních institucí v různých členských státech. Tyto případy jsou stále častější. Mnozí respondenti, kteří se vyjádřili k zelené knize, se vyslovili pro ustanovení, jež by jasně stanovila, které vnitrostátní právo se pro přeshraniční transakci s cennými papíry použije. Za tímto účelem Komise plánuje zlepšit a rozšířit stávající pravidla v této oblasti. Modernizace právních předpisů je ještě důležitější vzhledem k očekávanému nárůstu přeshraničních transakcí s cennými papíry v souvislosti se spuštěním projektu TARGET2-Securities (T2S).

Rozdíly v národním zacházení s účinky postoupení pohledávek na třetí stranu⁴⁹ kromě toho komplikují využívání těchto nástrojů jako přeshraničního zajištění a ztěžují investorům oceňování rizika dluhových investic. Tato právní nejistota ztěžuje ekonomicky významné finanční operace, jako jsou sekuritizace, které vyžadují důkladné řízení zajištění.

Komise bude pokračovat v již zahájené práci zaměřené na nejistotu ve vlastnictví cenných papírů. Na základě dalších konzultací a posouzení dopadů rovněž navrhne jednotná pravidla, podle nichž se bude s právní jistotou určovat, které vnitrostátní právo se použije na účinky postoupení pohledávek na třetí stranu.

V posledních letech právní předpisy EU, jako je nařízení o infrastruktuře evropských trhů (EMIR)⁵⁰, nařízení o centrálních depozitářích cenných papírů (CSDR)⁵¹ a směrnice MiFID II, odstranily řadu překážek přeshraničního clearingů a vypořádání obchodů s cennými papíry. Protože však mnoho ustanovení teprve vstoupí v platnost, a také z důvodu nedávného vytvoření jednotné platformy pro vypořádání T2S, dozná ještě proces po uzavření obchodu výrazných změn. Tyto změny podněcují restrukturalizaci infrastruktury poskytující služby po uzavření obchodu a zároveň podporují inovační tržní postupy, zejména v oblasti řízení zajištění. Trhy musí být monitorovány, aby se zajistilo, že právní předpisy drží krok

⁴⁹ Když původní věřitel převede pohledávky na někoho jiného.

⁵⁰ Nařízení (EU) č. 648/2012.

⁵¹ Nařízení (EU) č. 909/2014.

s měnicími se postupy a také, aby bezpečnost a účinnost systému po uzavření obchodu nebyla snížena.

Navzdory tomuto pokroku přetrvávají překážky, které brání účinnému přeshraničnímu clearingů a vypořádání – včetně těch, které již byly identifikovány ve více než deset let staré Giovanniniho zprávě⁵². Mnoho těchto překážek má svůj původ v rozdílném vnitrostátním právu, které se týká majetku a platební neschopnosti, jakož i ve vnitrostátních právních předpisech týkajících se držby cenných papírů, které se značně liší z hlediska právní povahy aktiv. Tyto rozdíly mohou vést k nejistotě, pokud jde o to, kdo je vlastníkem cenného papíru v případě selhání a či práva mají přednost v případě platební neschopnosti. Nejistota o těchto zásadních otázkách však představuje závažná právní rizika, například ohledně vynutitelnosti zajištění, a může ohrozit odolnost přeshraničního vypořádání a zajišťovacích toků.

Na podporu účinnějších a odolnějších systémů po uzavření obchodu a trhů s finančním zajištěním provede Komise v návaznosti na provedení nedávno přijatých právních předpisů a vývoj infrastruktury trhu širší přezkum pokroku při odstraňování překážek přeshraničního clearingů a vypořádání zjištěných v Giovanniniho zprávě.

6.2. Odstranění vnitrostátních překážek pro přeshraniční investice

Konzistentnost při uplatňování, provádění a prosazování právního a dohledového rámce je zásadní pro volný pohyb kapitálu a vytvoření rovných podmínek. Teď, když existuje značný počet finančních ustanovení EU pro usnadnění přeshraničních investic, se musíme zaměřit na jejich účinné provádění a vymáhání. Překážky mohou mít svůj původ ve vnitrostátních právních předpisech nebo správních postupech. Zatímco některé souvisejí s vnitrostátním zpříšňováním (*gold-plating*) minimálních předpisů EU, jiné mohou vznikat z rozdílného uplatňování předpisů EU. Další překážky vyplývají z vnitrostátních opatření v oblastech, kde žádné právní předpisy EU neexistují, nebo tam, kde odpovědnost zůstává na vnitrostátní úrovni.

Pokud jde o překážky, které neřeší jiná opatření, včetně sblížení dohledu, bude Komise spolupracovat s členskými státy s cílem tyto překážky identifikovat a odstranit. Komise přijme tato opatření:

- vytvoří síť 28 vnitrostátních kontaktních míst a zapojí se do dvoustranných jednání ohledně možností přijmout vnitrostátní opatření k odstranění překážek,
- vypracuje osvědčené postupy, přehledy výsledků, doporučení a pokyny vycházející z práce v rámci sítě.

Komise ve spolupráci s členskými státy zjistí neodůvodněné vnitrostátní překážky volného pohybu kapitálu, které jsou mimo jiné důsledkem nedostatečného provedení nebo nedostatečné jednotnosti při výkladu jednotného souboru pravidel nebo vznikají na základě vnitrostátních právních předpisů a brání řádnému fungování unie kapitálových trhů. Zároveň bude pracovat na jejich odstranění a do konce roku 2016 o tom zveřejní zprávu.

Sblížení insolvenčních řízení a postupů při restrukturalizaci by přispělo k větší právní jistotě pro přeshraniční investory a podpořilo včasnou restrukturalizaci životaschopných společností ve finančních potížích. Účastníci konzultací se obecně shodli na tom, že

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf.

neefektivnost a rozdílnost insolvenčního práva ztěžují investorům posuzování úvěrového rizika, zejména u přeshraničních investic.

Ve zprávě Světové banky o podnikání z roku 2015 (*The 2015 World Bank Doing Business Report*) je uvedeno hodnocení zemí podle kvality jejich insolvenčního řízení na stupnici od 0 do 16. Průměr EU činí 11,6, což je o 5 % méně, než je průměr OECD pro země s vysokým příjmem (12,2). Některé členské státy obdržely hodnocení nižší než 8.

V roce 2014 vydala Komise doporučení⁵³ o novém přístupu k neúspěchu v podnikání a k platební neschopnosti, který vybízí členské státy, aby zavedly postupy včasné restrukturalizace a daly podnikatelům „druhou šanci“. Toto doporučení stanoví společné zásady pro vnitrostátní insolvenční řízení pro podniky v obtížích, jakož i opatření, jejichž cílem je snížení nákladů a trvání řízení pro malé a střední podniky (například použití standardních formulářů, využívání komunikačních prostředků na dálku). Ačkoli je zřejmé, že uvedené doporučení poskytuje užitečné vodítko pro ty členské státy, které provádějí reformy v oblasti platební neschopnosti, z hodnocení provedeného Komisí vyplývá, že bylo provedeno pouze částečně, a to i v těch členských státech, které zahájily reformy⁵⁴.

Komise v návaznosti na zkušenosti z uvedeného doporučení navrhne legislativní podnět týkající se platební neschopnosti podniků, včetně včasné restrukturalizace a druhé šance. Iniciativa se na základě vnitrostátních režimů, které se osvědčily, pokusí odstranit nejdůležitější překážky volného toku kapitálu.

Velmi důležitým aspektem při rozhodování o přeshraničních investicích jsou rovněž daně. Dvě konkrétní daňové překážky pro přeshraniční investice byly zjištěny jako zvlášť důležité v rámci unie kapitálových trhů. Za prvé, mnoho investorů zdůrazňovalo, že kromě jejich vnitrostátní daně jsou v současnosti při investování přes hranice penalizováni uplatňováním místních daní vybíraných srážkou, které je téměř nemožné získat zpět. Problém vzniká v důsledku různých vnitrostátních přístupů při uplatňování daní vybíraných srážkou a ze složitosti postupů pro získání osvobození od těchto daní. Další překážkou pro přeshraniční investice je potenciální diskriminační zdanění penzijních fondů a společností poskytujících životní pojištění.

Aby Komise podnítila členské státy k přijetí systémů pro osvobození u zdroje od daně vybírané srážkou a k zavedení rychlých a standardizovaných postupů pro vrácení daně, bude podporovat osvědčené postupy a s členskými státy vypracuje kodex chování k zásadám pro osvobození od daně vybírané srážkou. Komise rovněž provede studii týkající se diskriminačních daňových překážek pro přeshraniční investice prováděné životními pojišťovnami a penzijními fondy a v případě potřeby zahájí řízení o nesplnění povinnosti.

V současné době existuje mezi členskými státy přibližně 200 dvoustranných dohod o investicích („dvoustranné dohody o investicích v rámci EU“), které stanovují různé normy pro zacházení s přeshraničními investicemi v rámci jednotného trhu a jsou neslučitelné s právem EU. Komise nedávno proti těmto dvoustranným dohodám o investicích v rámci EU podnikla právní kroky. Komise bude spolupracovat s členskými státy s cílem posoudit, zda je

⁵³ C(2014) 1500 final, 12.3.2014.

⁵⁴ Hodnocení provádění doporučení o novém přístupu k neúspěchu v podnikání a k platební neschopnosti (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

zapotřebí přijmout další opatření, aby se ochranná opatření u přeshraničních investorů dále posílila a zvýšila se tak atraktivita jednotného trhu jakožto cíle investic.

6.3. Podpora finanční stability a sblížování dohledu

Podporou rozmanitějších možností financování pomůže unie kapitálových trhů zvýšit odolnost finančního systému EU⁵⁵. Zároveň je zapotřebí ostražitosti vůči rizikům pro finanční stabilitu vznikajícím na kapitálových trzích. V posledních letech EU zavedla řadu reforem s cílem učinit kapitálové trhy transparentnější, řádně regulované a odolné, včetně snížení rizik na trzích s deriváty prostřednictvím nařízení o infrastruktuře evropských trhů, zavedení bezpečnějších a transparentnějších obchodních pravidel ve směrnici MiFID a zajištění, aby všichni správci alternativních fondů v EU podléhali směrnici o správcích alternativních investičních fondů. Další reformy se rozbíhají prostřednictvím nařízení o podávání zpráv a transparentnosti u obchodů zajišťujících financování (SFTR)⁵⁶, návrhu týkajícího se fondů peněžního trhu a nadcházejícího legislativního návrhu ohledně ozdravných postupů a řešení krize ústředních protistran. Rada pro finanční stabilitu (FSB) provádí prioritně práci, jejímž cílem je pochopit a řešit slabiny související se subjekty, které na kapitálových trzích provádějí činnosti bankovní povahy. Zajištění globálního regulačního přístupu k potenciálním vznikajícím systémovým rizikům podpoří finanční stabilitu a také usnadní přeshraniční investice.

Komise spolu s Radou pro finanční stabilitu a s evropskými orgány dohledu, jakož i Evropskou radou pro systémová rizika (ESRB) posoudí možná rizika pro finanční stabilitu vyplývající z tržního financování. Budou provedeny další analýzy, které by měly například umožnit lépe pochopit otázky spojené s likviditou trhu a se vzájemnou propojeností ve finančním systému a posoudit, zda by měly být vytvořeny další makrobezpečnostní nástroje. Případné změny nezbytné pro makrobezpečnostní rámec provede Komise v souvislosti s připravovaným přezkumem ESRB.

Pokud jde o dohled, účastníci konzultací se vyjádřili pozitivně ohledně architektury, kterou EU zavedla po finanční krizi v roce 2011. Přestože bylo při vytváření Evropského systému finančního dohledu a zavádění jednotného souboru pravidel dosaženo pokroku, účastníci konzultací rovněž zdůraznili, že je důležité zajistit sblížování dohledu a jednotné provádění a používání právních předpisů EU v oblasti finančních služeb – tento problém byl také zdůrazněn ve zprávě pěti předsedů o dokončení hospodářské a měnové unie.

Právní předpisy o kapitálových trzích přijaté v posledních letech svěřují důležitou úlohu v řadě oblastí evropským orgánům dohledu. Účastníci konzultací požadovali, aby zejména Evropský orgán pro cenné papíry a trhy hrál významnější úlohu při podpoře sblížování v oblasti dohledu při regulaci kapitálového trhu a podávání zpráv o trhu a zajistil, aby se v celé EU konzistentně uplatňoval jednotný soubor pravidel. Snahy o vytvoření jednotného souboru pravidel pro kapitálové trhy v uplynulých letech by měly vést ke vzniku integrovanějších a účinnějších kapitálových trhů. Hlubší finanční integrace bude muset být doprovázena zvýšeným úsilím Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy o sblížování výsledků dohledu v celé EU, (což se týká i účetnictví), tak aby se zajistilo spolehlivé

⁵⁵ Projev V. Constância, viceprezidenta ECB.

⁵⁶ Jak je stanoveno v nařízení SFTR, v návaznosti na výsledky práce na příslušných mezinárodních fórech a s pomocí orgánů ESMA, EBA a ESRB podá v roce 2017 Komise Evropskému parlamentu a Radě zprávu o pokroku v mezinárodním úsilí o zmírnění rizik souvisejících s obchody zajišťujícími financování, včetně doporučení Rady pro finanční stabilitu ke srážkám u obchodů zajišťujících financování bez centrálního clearingů a jejich vhodnosti pro evropské trhy.

fungování jednotného trhu. Evropský orgán pro cenné papíry a trhy by se mohl více zaměřit na identifikaci, podporu a šíření osvědčených postupů, aby se zajistila účinnost vnitrostátních metod dohledu členských států a srovnatelné výsledky v celé EU. V této souvislosti by měl orgán ESMA systematictější a účinněji využívat nástrojů, které má k dispozici, zejména vzájemných hodnocení zaměřených buď tematicky, nebo podle jednotlivých zemí.

Komise bude spolupracovat s Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy na vypracování a provádění strategie, jejímž cílem bude posílit sblížení dohledu a určit oblasti, kde integrovanější přístup může zlepšit fungování jednotného kapitálového trhu. Komise bude s Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy rovněž spolupracovat na zvýšení účinnosti svého rozhodování v rámci vzájemných hodnocení zaměřených buď tematicky nebo podle jednotlivých zemí. Komise v roce 2016 vydá bílou knihu o řízení a financování evropských orgánů dohledu.

Unie kapitálových trhů je klasickým projektem jednotného trhu ve prospěch všech 28 členských států. Aby kapitálovým trhům pomohla plně využívat jejich potenciál, vypracuje Komise prostřednictvím útvaru na podporu strukturálních reforem strategii pro poskytování technické pomoci členským státům tam, kde je potřebná pro posílení specifických kapacit vnitrostátních kapitálových trhů.

6.4. Usnadnění mezinárodních investic

Aby kapitálové trhy EU mohly prosperovat, budou muset být otevřené a konkurenceschopné v celosvětovém měřítku a schopné přilákat další kapitálové a dluhové investice od mezinárodních investorů. Unie kapitálových trhů napomůže kapitálovým trhům EU k větší atraktivnosti pro zahraniční investory tím, že odstraní právní a administrativní náklady na přeshraniční operace alepší sblížení výsledků dohledu v celé Evropě. Vzhledem ke globální povaze kapitálových trhů musí unie kapitálových trhů zohledňovat širší globální souvislosti a zajistit, aby evropské kapitálové trhy zůstaly nedílnou součástí mezinárodního finančního systému. Komise bude nadále úzce spolupracovat s členskými státy EU a třetími zeměmi v rámci mezinárodních fór, jako je Rada pro finanční stabilitu a Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO), aby připravila jednotné politické reakce s cílem podpořit rozvoj globálních kapitálových trhů. Kromě toho bude Komise usilovat o vytvoření rámců pro regulační spolupráci v oblasti finančních služeb s klíčovými třetími zeměmi, aby se posílila integrace kapitálových trhů.

Politika EU v oblasti mezinárodního obchodu a investic hraje důležitou úlohu při podpoře mezinárodních investic. Mezinárodní obchodní a investiční dohody liberalizují pohyb kapitálu, regulují přístup na trh a investice, včetně poskytování finančních služeb, a mohou přispět k dosažení odpovídající úrovně ochrany a rovných podmínek pro investory. Komise se bude rovněž nadále podílet na mezinárodní spolupráci v oblasti volného pohybu kapitálu, mimo jiné v rámci kodexů OECD pro liberalizaci pohybu kapitálu.

7. DALŠÍ KROKY A SLEDOVÁNÍ

Tento akční plán stanoví potřebná prioritní opatření k podpoře investic ve všech členských státech a v celé EU a k lepšímu propojení úspor s růstem. Během přípravy navrhovaných opatření budou provedeny náležitě konzultace a budou posouzeny dopady různých možností, jak požadovaných cílů dosáhnout.

Úspěšné přijetí a provedení těchto opatření bude vyžadovat trvalé a koordinované úsilí. Jedná se o projekt určený všem 28 členským státům a Komise bude úzce spolupracovat s členskými státy a Evropským parlamentem na realizaci těchto návrhů.

V zájmu včasného zahájení realizace jsou dnes oznamovány konkrétní návrhy a další budou brzy následovat. První opatření zahrnují komplexní balíček týkající se sekuritizace s aktualizovanými kalibracemi pro nařízení o kapitálových požadavcích, definice infrastruktury a revidovaných kalibrací pro směrnici Solventnost II a návrhu na přezkum směrnice o prospektu. V jiných oblastech mohou být zapotřebí další konzultace se zúčastněnými stranami. Souběžně s tím bude Komise organizovat diskusi s členskými státy o takových otázkách, jako jsou daně a platební neschopnost, aby bylo možno dosáhnout pokroku ve střednědobém až dlouhodobém horizontu.

Úspěch unie kapitálových trhů bude také záviset na účastnících trhu. Finanční zprostředkovatelé musí sehrát úlohu při obnovování důvěry svých klientů a budování důvěry v kapitálové trhy v Evropě. Tento akční plán zahrnuje podněty vycházející z trhu a Komise vyzývá příslušné strany, aby si dosažení pokroku v těchto oblastech stanovily jako prioritu.

Kromě toho bude Komise pokračovat v práci, aby určila hlavní nedostatky a překážky při prohlubování kapitálových trhů v Evropě, a našla způsob, jak tyto nedostatky a překážky nejlépe překonat při současném zachování výrazného zaměření na ochranu investorů a dohled nad trhem.

Kromě výročních zpráv zpracuje Komise v roce 2017 komplexní inventuru jako základ pro rozhodování o dalších případných opatřeních.

Komise bude pravidelně podávat zprávy Evropskému parlamentu a členským státům o dosaženém pokroku.

Příloha 1: Seznam akcí a orientační harmonogram

Financování inovací, začínajících podniků a nekotovaných společností		
Podpora rizikového kapitálu a kapitálové financování	Návrh celoevropského fondu fondů rizikového kapitálu a fondů působících ve více zemích	2. čtvrtletí 2016
	Revize právních předpisů EuVECA a EuSEF	3. čtvrtletí 2016
	Studie o daňových pobídkách pro rizikový kapitál a business angels	2017
Překonání informačních překážek pro investice do malých a středních podniků	Posílení zpětné vazby ze strany bank zamítajících žádosti malých a středních podniků o úvěry	2. čtvrtletí 2016
	Zmapování stávající místní nebo vnitrostátní podpůrné a poradenské kapacity v celé EU za účelem podpory osvědčených postupů	2017
	Průzkum, jak by bylo možné vyvinout nebo podporovat celoevropské informační systémy	2017
Podpora inovačních forem financování podniků	Zpráva o skupinovém financování	1. čtvrtletí 2016
	Vytvoření koordinovaného přístupu pro poskytování půjček fondy a posouzení argumentů k budoucímu rámci EU	4. čtvrtletí 2016
Usnadnění vstupu podniků na veřejné trhy a získávání kapitálu na těchto trzích		
Zlepšení přístupu na veřejné trhy	Návrh na modernizaci směrnice o prospektu	4. čtvrtletí 2015
	Přezkum regulačních překážek pro přístup malých a středních podniků na veřejné trhy a trhy pro růst malých a středních podniků	2017
	Přezkum trhů EU s podnikovými dluhopisy se zaměřením na to, jak zlepšit likviditu trhu	2017
Podpora kapitálového financování	Řešení zvýhodnění dluhů oproti vlastnímu kapitálu jako součást legislativního návrhu na společný konsolidovaný základ daně z příjmů právnických osob	4. čtvrtletí 2016
Dlouhodobé investice, investice do infrastruktury a udržitelné investice		
Podpora investic do infrastruktury	Úprava kalibrace směrnice Solventnost II pro investice pojistitelů do infrastruktury a evropské fondy dlouhodobých investic	3. čtvrtletí 2015
	Přezkum nařízení o kapitálových požadavcích na banky, v příslušných případech změny kalibrací infrastruktury	Průběžně
Zajištění konzistentnosti souboru pravidel EU	Výzva ke sdělení skutečností o kumulativním dopadu finanční reformy	3. čtvrtletí 2015
Podpora retailových a institucionálních investic		
Rozšíření výběru a konkurence pro retailové obchody	Zelená kniha o retailových finančních službách a pojištění	4. čtvrtletí 2015
Pomoc retailovým	Hodnocení trhů retailových investičních produktů EU	2018

investorům získat výhodnější podmínky		
Podpora spoření na důchod	Posouzení argumentů pro rámec politiky k vytvoření evropských osobních penzí	4. čtvrtletí 2016
Rozšíření příležitostí pro institucionální investory a správce fondů	Posouzení obezřetnostního zacházení se soukromým vlastním kapitálem a soukromým umístováním dluhu ve směrnici Solventnost II Konzultace týkající se hlavních překážek pro přeshraniční distribuci investičních fondů	2018 2. čtvrtletí 2016
Posílení bankovní kapacity na podporu širší ekonomiky		
Posílení místních finančních sítí	Prozkoumání možnosti, zda by všechny členské státy mohly povolit úvěrová družstva mimo oblast působnosti pravidel EU týkajících se kapitálových požadavků na banky	Průběžně
Vytváření sekuritizačních trhů EU	Návrh na jednoduché, transparentní a standardizované sekuritizace (JTS) a revizi kalibrační kapitálu pro banky	3. čtvrtletí 2015
Podpora bankovního financování širší ekonomiky	Konzultace týkající se celounijního rámce pro zajištěné dluhopisy a podobné struktury pro úvěry malým a středním podnikům	3. čtvrtletí 2015
Usnadnění přeshraničních investic		
Odstranění vnitrostátních překážek pro přeshraniční investice	Zpráva o vnitrostátních překážkách volného pohybu kapitálu	4. čtvrtletí 2016
Zlepšení tržní infrastruktury pro přeshraniční investice	Cílená opatření týkající se vlastnictví cenných papírů a účinky postoupení pohledávek na třetí stranu Přezkum pokroku při odstraňování zbývajících překážek uvedených v Giovanniniho zprávě	2017 2017
Podpora sblížení insolvenčních řízení	Legislativní podnět týkající se platební neschopnosti podniků, který řeší nejdůležitější překážky volného toku kapitálu	4. čtvrtletí 2016
Odstranění přeshraničních daňových překážek	Osvědčené postupy a kodexy chování pro osvobození u zdroje od daně vybírané srážkou Studie penzijních fondů a poskytovatelů životního pojištění o diskriminačních daňových překážkách pro přeshraniční investice	2017 2017
Posílení sblížení dohledu a budování kapacit kapitálových trhů	Strategie v oblasti sblížení dohledu ke zlepšení fungování jednotného trhu s kapitálem Bílá kniha o financování a řízení evropských orgánů dohledu Vypracování strategie pro poskytování technické pomoci členským státům za účelem podpory kapacity kapitálových trhů	Průběžně 2. čtvrtletí 2016 3. čtvrtletí 2016

Posílení kapacity pro zachování finanční stability	Přezkum makrobezpečnostního rámce EU	2017
---	--------------------------------------	------