



V Bruselu dne 18.2.2015  
COM(2015) 63 final

## **ZELENÁ KNIHA**

### **Vytváření unie kapitálových trhů**

{SWD(2015) 13 final}

## Předmluva

Prioritou Komise – evropskou prioritou – je zaměstnanost a růst. V zájmu obnovení růstu evropského hospodářství je naším úkolem zmobilizovat investice směřující do evropských společností a infrastruktury. Nastartovat tento proces pomůže investiční balíček ve výši 315 miliard EUR. Pro posílení investic v dlouhodobém horizontu však potřebujeme vytvořit skutečný jednotný trh pro kapitál – unii kapitálových trhů pro všech 28 členských států.

Oproti jiným částem světa zůstávají evropské podniky, pokud jde o financování, silně závislé na bankách a relativně méně na kapitálových trzích. Silnější kapitálové trhy by doplnily banky jako zdroj financování a:

- zmobilizovaly více investic pro všechny společnosti, zejména malé a střední podniky, a pro projekty v oblasti infrastruktury,
- přilákaly více investic do EU ze zbytku světa a
- přispěly ke stabilizaci finančního systému otevřením širší škály zdrojů financování.

V podstatě je naším úkolem přijít na to, jak propojit investory a střadatele s růstem. K vytvoření unie kapitálových trhů nebude stačit jediné opatření. Bude naopak třeba řady kroků, z toho některé samy o sobě skromné, jejich souhrnný dopad bude však významný. Je třeba identifikovat a odstranit překážky, které brání přílivu peněz investorů do investičních příležitostí, a překonat překážky, které brání podnikům dostat se k investorům. Musíme rovněž dosáhnout toho, aby náš systém pro směrování těchto finančních prostředků – investiční řetězec – by co nejefektivnější, a to jak v rámci jednotlivých států, tak na přeshraniční úrovni.

Proč se toto úsilí vyplatí? Několik příkladů názorně ukazuje možné přínosy. Ze srovnání s USA vyplývá, že střední podniky, které jsou v mnoha zemích motorem růstu, tam získávají pětkrát více finančních prostředků z kapitálových trhů, než je tomu v EU. Pokud by naše trhy rizikového kapitálu vykazovaly podobnou hloubku, byly by v letech 2008 až 2013 na financování společností k dispozici finanční prostředky ve výši 90 miliard EUR. Pokud by šlo bezpečně obnovit sekuritizace malých a středních podniků byť jen na polovinu úrovní z roku 2007, oproti dnešní úrovni by to mohlo odpovídat přibližně 20 miliardám EUR financování navíc.

Je pravda, že o mnohých z těchto problémů se diskutuje řadu let (insolvenční právo, právo v oblasti cenných papírů, daňové zacházení). Dnes však je naléhavěji než kdy jindy třeba dosáhnout pokroku. Přestože půjde o projekt dlouhodobý, který bude vyžadovat vytrvalé úsilí po mnoho let, nemělo by nám to zabránit v dosažení pokroku v raném stadiu. Proto v příštích měsících:

- vypracujeme návrhy na podnícení vysoce kvalitní sekuritizace a uvolnění bankovních rozvah v zájmu poskytování úvěrů,
- zrevidujeme směrnici o prospektu, aby se podnikům, zejména menším podnikům, usnadnilo získávání finančních prostředků a dosažení investorů přes hranice,

- začneme pracovat na zlepšování dostupnosti úvěrových informací o malých a středních podnicích, aby pro investory bylo snadnější do nich investovat,
- budeme spolupracovat s podniky z odvětví na zavedení evropského režimu soukromých investic za účelem povzbuzení přímých investic do menších podniků a
- podpoříme využívání nových evropských fondů dlouhodobých investic ke směřování investic do infrastruktury a dalších dlouhodobých projektů.

Touto zelenou knihou začíná tříměsíční konzultace. Chtěli bychom se seznámit se stanovisky členů parlamentů, členských států, těch, kdo pracují na kapitálových trzích, a všech skupin, kterým záleží na zaměstnanosti, růstu a zájmech evropských občanů. Zpětná vazba nám pomůže vypracovat akční plán na položení základů plně fungující unie kapitálových trhů do roku 2019.

Je jasné, kterým směrem se musíme vydat: budovat zdola nahoru jednotný kapitálový trh, přičemž musíme identifikovat a postupně odbourávat překážky, a tak vytvářet dynamiku a pomoci vyvolat rostoucí pocit důvěry v investice do budoucnosti Evropy. Volný pohyb kapitálu je jednou ze základních zásad, na nichž byla EU postavena. Více než padesát let po podpisu Římské smlouvy se musíme chopit této příležitosti k realizaci uvedené vize.

## **Oddíl 1: Vytváření unie kapitálových trhů**

Volný pohyb kapitálu byl zakotven v Římské smlouvě před více než padesáti lety. Je jednou ze základních svobod Evropské unie a měl by být středobodem jednotného trhu. Přes veškerý dosažený pokrok jsou dnes kapitálové trhy nadále roztržštěné a jsou obvykle organizovány podle jednotlivých států. Po období prohlubování integrace finančních trhů v EU se od krize stupeň integrace snížil, jelikož banky a investoři se stáhli na domácí trhy.

Ve srovnání s jinými jurisdikcemi je v Evropě financování založené na kapitálových trzích poměrně málo vyvinuté. Naše akciové, dluhopisové a jiné trhy hrají menší roli při financování růstu a evropské podniky zůstávají silně závislé na bankách, čímž činí hospodářství našich členských států zranitelnými, pokud se poskytování bankovních úvěrů zpřísní. Je rovněž nedostatečná důvěra investorů a evropské úspory možná nejsou vždy používány nejproduktivněji. Úroveň evropských investic jsou výrazně pod historickou normou a evropské kapitálové trhy jsou méně konkurenceschopné na celosvětové úrovni.

Aby se podpořil udržitelný návrat k růstu a tvorbě pracovních míst, je vedle dalších reforem podnikatelského prostředí třeba, aby kapitálové trhy hrály významnější úlohu při směřování financování do hospodářství. To v praxi znamená zajistit, aby byly identifikovány a odbourány překážky pohybu kapitálu mezi investory a těmi, kdo potřebují financování, ať už se jedná o překážky v rámci jednoho členského státu, nebo překážky přeshraniční.

Vytváření unie kapitálových trhů představuje klíčovou iniciativu v rámci pracovního programu Komise. Ta by zajistila větší diverzifikaci financování hospodářství a snížení nákladů na získávání kapitálu, zejména pro malé a střední podniky. Integrovanější kapitálové trhy, zejména pokud jde o nástroje vlastního kapitálu, by posílily schopnost evropského hospodářství absorbovat otřesy a umožnily větší investice, aniž by došlo ke zvýšení úrovně zadlužení. Unie kapitálových trhů by měla zlepšit tok kapitálu – efektivní tržní infrastrukturou a zprostředkovateli – od investorů do evropských investičních projektů, a tak zlepšit alokaci rizika a kapitálu v rámci celé EU a v konečném důsledku učinit Evropu odolnější vůči budoucím otřesům.

Komise se proto zavázala zavést do roku 2019 základní prvky dobře regulované a integrované unie kapitálových trhů, do které budou patřit všechny členské státy, aby se maximalizovaly přínosy kapitálových trhů i nebankovních finančních institucí pro širší hospodářství.

Unie kapitálových trhů by EU přiblížila k situaci, kdy například malé a střední podniky mohou získávat financování stejně snadno jako velké podniky; náklady na investice a přístup k investičním produktům se po celé EU sblíží; získávání financování prostřednictvím kapitálových trhů je stále jednodušší a ve shánění financování v jiném členském státě nebrání zbytečné právní překážky ani překážky v oblasti dohledu. I když tyto změny pomohou snížit závislost na financování prostřednictvím bank, banky budou jakožto poskytovatelé úvěrů pro významnou část hospodářství a zprostředkovatelé na kapitálových trzích hrát nadále ústřední úlohu v unii kapitálových trhů a budou nadále zásadní součástí evropského hospodářství.

Ne všechny tyto problémy jsou nové, ale vzhledem k potřebě růstu v EU je naléhavě nutné je vyřešit. Odtud rovněž vychází potřebná dynamika pro dosažení pokroku. Účelem této zelené knihy je zahájit na úrovni EU i na úrovni vnitrostátní debatu o možných krátkodobých a dlouhodobých opatřeních k dosažení těchto cílů, a to se zapojením zákonodárných orgánů, ostatních orgánů EU, vnitrostátních parlamentů i všech zainteresovaných stran.

Unie kapitálových trhů bude lišit od bankovní unie: prohloubení kapitálových trhů vyžaduje opatření, která se se budou lišit od klíčových prvků bankovní unie. Zaměření bankovní unie na zrušení vazby mezi selháními bank a státními dluhopisy v eurozóně však poslouží jako platforma stability pro podporu rozvoje unie kapitálových trhů ve všech členských státech EU. Stejně tak dobře integrované kapitálové trhy přispějí k odolnosti hospodářské a měnové unie.

Unie kapitálových trhů by měla být založena následujícími klíčovými zásadami:

- měla by maximalizovat přínosy kapitálových trhů pro hospodářství, zaměstnanost a růst,
- měla by vytvářet jednotný kapitálový trh pro všech 28 členských států, a to odstraněním překážek pro přeshraniční investice v rámci EU a podpořením většího propojení se světovými kapitálovými trhy,
- měla by být vystavena na pevných základech finanční stability s jednotným souborem pravidel pro finanční služby, která jsou účinně a konzistentně vynucována,
- měla by rovněž zajistit účinnou úroveň ochrany spotřebitelů a investorů a
- měla by pomoci přilákat investice z celého světa a zvýšit konkurenceschopnost EU.

### 1.1 Vytvoření unie kapitálových trhů

Vytvoření unie kapitálových trhů je dlouhodobý projekt. Již se pracuje na vytvoření jednotného souboru pravidel a realizuje se velké množství klíčových reforem<sup>1</sup>. Přístup Komise bude vycházet z posouzení hlavních priorit, a to z hlediska jejich pravděpodobného dopadu i proveditelnosti, a bude podpořen důkladnou ekonomickou analýzou, posouzením dopadu a konzultací.

Na základě výsledku této konzultace se Komise bude snažit určit kroky, které jsou nezbytné k dosažení těchto cílů:

- zlepšit **přístup** všech podniků v Evropě (a především malých a středních podniků) **k finančním prostředkům** a k investičním projektům, např. do infrastruktury,
- **navýšit a diverzifikovat zdroje financování** pocházející od investorů z EU a z celého světa a
- zajistit **účinnější a efektivnější fungování trhů** méně nákladným napojením investorů na subjekty, které potřebují financování, a to v rámci členských států i v přeshraničních případech.

Komise vede rozsáhlé konzultace o povaze těchto problémů, možných opatřeních a stanovení priorit. Právní předpisy nemusí být vždy vhodnou politickou reakcí na tyto výzvy a v mnoha případech bude na trhu, aby přišel s řešeními. V jiných oblastech lze nejlépe dosáhnout pokroku nelegislativními kroky a účinným vynucováním právních předpisů v oblasti

---

<sup>1</sup> Například právní předpisy týkající se trhů finančních nástrojů (MiFID II), zneužívání trhu (MAR/MAD), správců alternativních investičních fondů (AIFMD), infrastruktury evropských trhů (EMIR) a centrálních depozitářů cenných papírů (CSDR).

hospodářské soutěže a vnitřního trhu. Komise bude podporovat tržně orientovaná řešení, pokud se budou jevit jako účinná, a regulační změny pouze v nezbytných případech.

Tento dokument je členěn takto: **Oddíl 2** popisuje, jak jsou v současné době strukturovány evropské kapitálové trhy, a podává předběžnou analýzu některých překážek bránících prohloubení a větší integraci finančních trhů. Další analýzu podává doprovodný pracovní dokument útvarů Komise. **Oddíl 3** prosí o předložení stanovisek na rané politické priority, jež chceme prosazovat a které navazují na sdělení Komise „*Investiční plán pro Evropu*“<sup>2</sup>; to zahrnuje témata, jako jsou provádění nařízení o evropských dlouhodobých investičních fondech (EDIF), vysoce kvalitní sekuritizace, úvěrové informace o MSP, soukromé investice a revize směrnice o prospektu. V **oddíle 4** se prosí o stanoviska k otázce překážek v přístupu k financování, rozšíření zdrojů financování a jak dosáhnout toho, aby trhy fungovaly účinněji; zde lze na základě obdržené zpětné vazby postoupit s prací vpřed. Překážky pro přeshraniční toky kapitálu zahrnují otázky, jako jsou platební neschopnost, právo obchodních společností, daňové právo a právní předpisy upravující oblast cenných papírů, kde je třeba další analýzy a zpětná vazba je nezbytná ke zjištění rozsahu problému v každé oblasti, jakož i k hledání vhodných řešení a ke stupni stanovení priorit.

Jelikož unie kapitálových trhů povede k dalšímu otevírání vnitrostátních trhů pro investory, emitenty a zprostředkovatele, k podpoře volného toku kapitálu a sdílení osvědčených postupů, měla by být také považována za možnost, jak napomoci rozvoji trhů na vnitrostátní úrovni. Vzhledem k rozdílným úrovním rozvoje kapitálových trhů po celé EU a existenci zvláštních problémů v různých členských státech mohou politické reakce vyžadovat vhodně uzpůsobené akce na úrovni členských států, a to mimo jiné na základě doporučení Komise pro jednotlivé země v rámci evropského semestru. Komise vyzývá členské státy, aby prováděly konzultace o konkrétních problémech souvisejících s rozvojem jejich kapitálových trhů a aby závěry těchto konzultací přispěly do debaty.

---

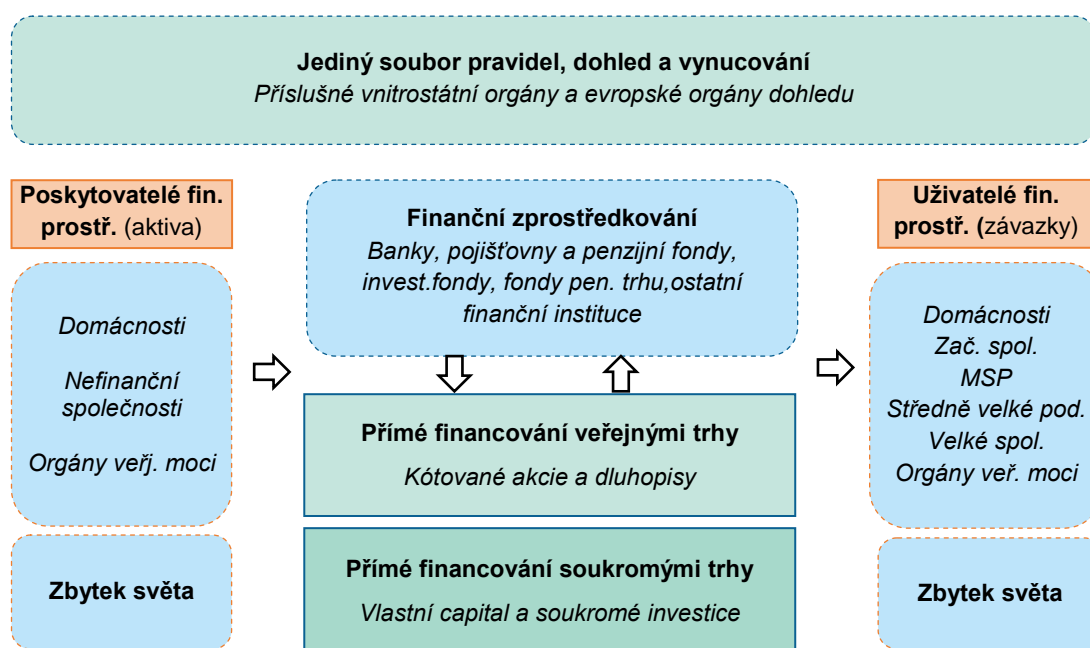
<sup>2</sup> COM(2014) 903 final, 26.11.2014.

## Oddíl 2: Momentální výzvy na evropských kapitálových trzích

### 2.1 Současný stav kapitálových trhů v Evropě

Mimo přímých bankovních úvěrů jsou kapitálové trhy hlavním mechanismem, jehož prostřednictvím se potenciální investoři mohou setkat s těmi, kdo shánějí financování, a poskytují hospodářství řadu diverzifikovaných zdrojů financování. Graf 1 znázorňuje zjednodušené schéma toků finančních prostředků v nějakém hospodářství. Zatímco kapitálové trhy jsou zaměřeny převážně na přímé financování, jsou také úzce propojeny s finančními zprostředkovateli, kteří často směřují finanční prostředky od střadatelů k investorům.

**Graf 1: Stylizované schéma kapitálových trhů v širším finančním systému**

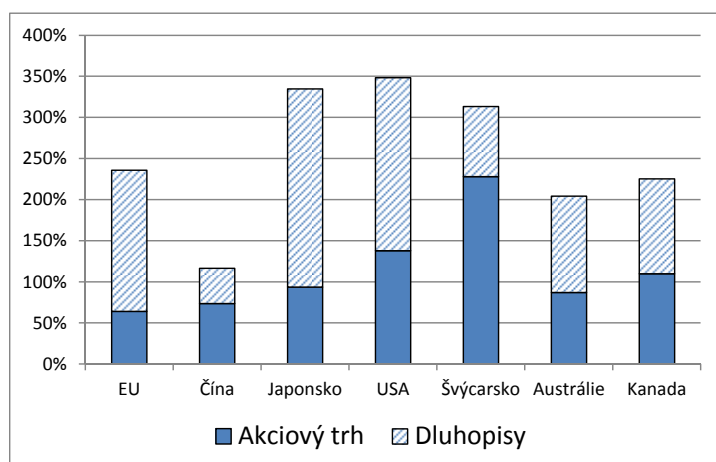


Kapitálové trhy v EU v posledních desetiletích expandovaly. Například celková kapitalizace trhů akcií v EU ke konci roku 2013 činila přibližně 8,4 bilionu EUR (přibližně 65 % HDP) oproti 1,3 bilionu EUR v roce 1992 (22 % HDP). Celková hodnota nesplacených dluhopisů v roce 2013 překročila 22,3 bilionu EUR (171 % HDP), zatímco v roce 1992 činila 4.7 bilionu EUR (74 % HDP)<sup>3</sup>.

Ve srovnání s jinými jurisdikcemi jsou trhy nicméně nadále nedostatečně vyvinuté. Trhy s veřejnými kapitálovými podíly v USA jsou téměř dvojnásobně velké než tyto trhy v EU (jako procentní podíl HDP) a ve Švýcarsku jsou větší třiapůlkrát (graf 2).

<sup>3</sup> Statistický balíček ECMI 2014.

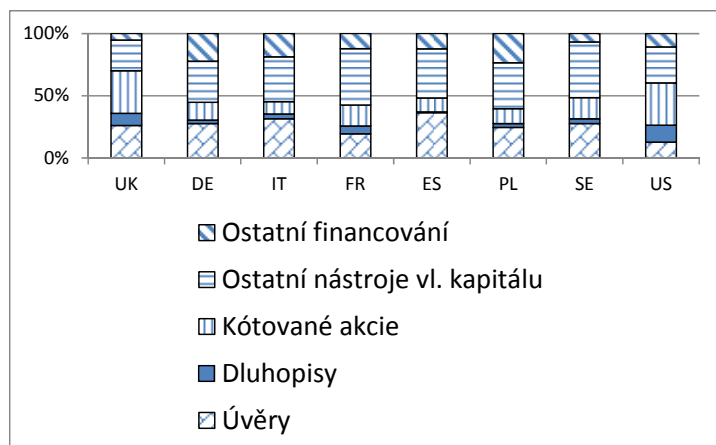
**Graf 2: Kapitalizace trhů akcií a dluhové cenné papíry (% HDP)**



Trhy se soukromým kapitálem v USA jsou rovněž přibližně dvojnásobně větší než tyto trhy v EU, zatímco trhy se soukromými investicemi do dluhopisů jsou v USA větší až trojnásobně. Zároveň existují veliké rozdíly ve vývoji kapitálových trhů v jednotlivých členských státech EU. Např. domácí kapitalizace trhů akcií překročila ve Spojeném království 121 % HDP, zatímco činí méně než 10 % v Lotyšsku, na Kypru a v Litvě.

Zdroj: Statistický balíček ECMI.

**Graf 3: Struktura financování podniků (v % celkových závazků)**



Evropa tradičně více spoléhá na bankovní financování, přičemž poskytování bankovních úvěrů hraje mnohem větší úlohu při financování podnikového sektoru než emitování dluhových cenných papírů na trhu (graf 3). Souhrnně tato větší závislost na bankovních úvěrech činí evropské hospodářství, zejména malé a střední podniky, zranitelnější, pokud se poskytování bankovních úvěrů zpříšňuje, jako tomu bylo v průběhu finanční krize.

Zdroj: Eurostat, OECD. Pozn.: Úvěry zahrnují bankovní úvěry i vnitropodnikové úvěry.

Přístup na kapitálové trhy se značně liší podle podniků i podle členských států EU. V EU došlo ke značnému nárůstu emitování podnikových dluhopisů nefinančními podniky, což částečně odráží příznivé tržní prostředí pro emitenty dluhopisů v důsledku nízkých úrokových měr. Dluhopisy však emitovaly převážně velké podniky, a nikoli malé a střední podniky (MSP). Emise dluhopisů se rovněž soustřeďují na větších trzích, a nikoli na trzích, kde byly problémy s financováním společností nejzávažnější.

Ačkoli kapitálové trhy v EU se před krizí více zintegrovaly, pokud jde o přeshraniční držby finančních nástrojů, krize odhalila, že část této integrace byla stimulována velkoobchodními bankovními toky vycházejícími z dluhů, jež jsou v situaci otřesů náchylné



k náhlým zvrátům. Akciové trhy v EU se nadále vyznačují upřednostňováním domácích trhů, což znamená, že potenciální rizika a výnosy nejsou sdíleny přeshraničně. Přeshraniční držby dluhových cenných papírů zůstávají také nižší, než bychom očekávali v případě plně integrovaného trhu. Ani nejvýkonnější vnitrostátní trhy v EU nemají kritickou velikost, což vede k menší investorské základně a k menší možnosti výběru z dostupných finančních nástrojů.

## 2.2 Výzvy a příležitosti vytváření unie kapitálových trhů

Integraci a rozvoji kapitálových trhů v EU brání řada rozličných překážek, jež pramení v historických, kulturních, hospodářských a právních faktorech a v některých případech jsou hluboko zakořeněné a obtížně se překonávají. Patří mezi ně například historické obchodní preference podnikatelské sféry pro určité způsoby financování, znaky režimu penzijního pojištění, uplatňování obezřetnostních právních a správních překážek, aspekty řízení podniků a práva obchodních společností, mezery v údajích a rysy mnoha daňových systémů, jakož i neefektivní tržní struktury. Některé z těchto rozdílů přetrvávají i v dobře integrovaných kapitálových trzích. Aby se z plně integrovaného jednotného kapitálového trhu dosáhlo co největšího užítku, je zapotřebí překonat problémy zejména v těchto třech klíčových oblastech:

Zprvce na straně poptávky je důležitou prioritou **zlepšení přístupu k financování, včetně přístupu k rizikovému kapitálu, zejména pro malé a střední podniky (například inovativní začínající podniky a začínající podniky s vysokým růstovým potenciálem)**. Úspěch bude v průběhu času záviset na překonání problémů s informacemi, roztržitostí klíčových tržních segmentů a na snížení nákladů na přístup na kapitálové trhy. Mimo to existují specifické překážky pro financování dlouhodobých projektů, včetně investic do infrastruktury.

Zadruhé na straně nabídky bude rozvoj kapitálových trhů v EU záviset na toku finančních prostředků do nástrojů kapitálového trhu. **Posílení toku institucionálních a retailových investic** do kapitálových trhů podpoří diverzifikaci zdrojů financování. Rostoucí zaměstnanecké a soukromé důchodové zabezpečení v Evropě by mohlo vést k tomu, že přes nástroje kapitálového trhu budou toky finančních prostředků ve zvýšené míře proudit do širší škály oblastí, v nichž existuje potřeba investic, čímž se usnadní posun k tržnímu financování. Posílení důvěry retailových investorů v kapitálové trhy a finanční zprostředkovatele by mohlo zvýšit tok úspor domácností (dnes uložených převážně ve vlastnictví domu nebo bytu a bankovních vkladech) do nástrojů kapitálového trhu. Takovéto zvýšení celosvětové konkurenceschopnosti a přitažlivost evropských kapitálových trhů by mohlo rovněž zvýšit tok investic.

Zatřetí bude dosažení větších, integrovanějších a hlubších kapitálových trhů záviset na překonání překážek, které tříští trhy a brzdí rozvoj specifických tržních segmentů. **Zlepšení efektivnosti trhů** by EU umožnilo dosáhnout přínosů z větší velikosti a hloubky trhu. K těmto přínosům patří větší konkurence, větší výběr a nižší náklady pro investory, jakož i efektivnější rozložení rizika a lepší sdílení rizika. Integrovanější kapitálové trhy, zejména pokud jde o nástroje vlastního kapitálu, by posílily schopnost evropského hospodářství absorbovat otřesy a umožnily větší investice, aniž by došlo ke zvýšení úrovně zadlužení. Dobře fungující kapitálové trhy zlepšují rozložení kapitálu v evropské ekonomice tím, že usnadní podnikatelskou iniciativu, ochotu k riziku a investice do infrastruktury, nových technologií.

### Oddíl 3: Priority pro včasnou akci

Komise označila řadu oblastí, v nichž je třeba, jak se obecně uznává, dosáhnout pokroku a které mají potenciál přinést brzké přínosy. Tento oddíl popisuje tyto možnosti a vyzývá zúčastněné strany ke sdělení stanovisek ohledně konkrétních prvků každé oblasti.

#### 3.1 Odstraňování překážek v přístupu na kapitálové trhy

Prospekt je podrobný dokument, v němž jsou uvedeny informace o obchodní společnosti a podmínky a rizika investice. Je vstupní branou na kapitálové trhy pro podniky shánějící financování; většina podniků, které chtějí emitovat dluhopisy nebo akcie, musí prospekt předložit. Zásadní význam má to, aby nepůsobil jako zbytečná překážka v přístupu na kapitálové trhy. Komise **zreviduje stávající režim v oblasti prospektů, a to v rámci specifické veřejné konzultace** zahájené souběžně s touto zelenou knihou; cílem je zjednodušit pro obchodní společnosti (včetně MSP) získávání kapitálu po celé EU<sup>4</sup> a podpořit nastartování trhů pro růst MSP. Revize se bude zabývat tím, v jakých případech je nutný prospekt, možnostmi zjednodušení schvalovacího procesu a zjednodušením informací obsažených v prospektu.

#### 3.2 Rozšíření investorské základny pro malé a střední podniky

U malých a středních podniků se během krize přístup k finančním prostředkům zhoršil více než u větších společností. Informace o malých a středních podnicích bývají zpravidla omezené a v držení bank, takže některé malé a střední podniky se horko těžko dostávají k širší základně nebankovních investorů, která by vyhovovala jejich potřebám financování. Zlepšení úvěrových informací by mohlo pomoci vytvořit **efektivní a udržitelný kapitálový trh pro MSP**. Vypracování společného minimálního souboru porovnatelných informací o solventnosti zákazníků a úvěrových hodnocení by mohlo pomoci přilákat k MSP financování. Standardizované informace o kvalitě úvěrů by nadto mohly pomoci při rozvoji finančních nástrojů na refinancování úvěrů MSP, např. sekuritizace MSP.

Byly zahájeny práce na úvěrovém ohodnocení a dostalo se jim široké podpory od členských států. Úvěrové ohodnocení (*credit scoring*) poskytuje investorům a poskytovatelům úvěrů informace o úvěruschopnosti MSP. V Evropě však přibližně 25 % všech společností a 75 % společností řízených vlastníkem nemá úvěrové ohodnocení. Možné opatření v této oblasti by mohlo přispět k diverzifikaci financování inovativních začínajících podniků a začínajících podniků s vysokým růstovým potenciálem. Jako první krok a v zájmu postrčení této práce vpřed Komise plánuje uspořádat v roce 2015 pracovní semináře týkající se úvěrových informací o MSP.

#### 3.3 Vytváření udržitelné sekuritizace

Sekuritizace, tedy postup, kterým se aktiva jako pohledávky z hypoték seskupí do cenných papírů, jež jsou připraveny k investicím investorů, může poskytnout účinný mechanismus pro přenášení rizik a zvýšit schopnost bank poskytovat úvěry. Od krize však tato činnost zůstává oslabena, navzdory nízké ztrátovosti v evropských sekuritizacích. Objem emitovaných sekuritizací činil v roce 2014 v Evropě přibližně 216 miliard EUR, zatímco v roce 2007 činil

---

<sup>4</sup> Součást programu REFIT (Program pro účelnost a účinnost právních předpisů – *Regulatory Fitness and Performance Programme*).

594 miliard EUR.<sup>5</sup> Na úrovni EU by udržitelný **trh s vysoce kvalitními sekuritizacemi** vycházející z jednoduchých, transparentních a standardizovaných nástrojů sekuritizace mohl propojit banky a kapitálové trhy.

Nedávným zveřejněním aktů v přenesené pravomoci o solventnosti (Solventnost II) a o ukazateli krytí likvidity již začala práce na zajištění komplexního a jednotného obezřetnostního přístupu k jednoduché, transparentní a standardizované sekuritizaci. Vedle těchto iniciativ se centrální banky, regulační orgány, vnitrostátní orgány a zástupci soukromého sektoru přimlouvali za ucelenější koncepci nového nastartování sekuritizace v EU.

Pro investory by iniciativa na úrovni celé EU musela zajistit vysoké standardy, právní jistotu i porovnatelnost mezi jednotlivými nástroji sekuritizace. Tento rámec by měl zvýšit transparentnost, jednotnost a dostupnost klíčových informací, zejména v oblasti úvěrů pro MSP, a podpořit rozvoj sekundárních trhů pro usnadnění emitování i investic. **Komise bude konzultovat konkrétní opatření ke splnění těchto cílů souběžně s touto zelenou knihou.**

### 3.4 Stimulace dlouhodobých investic

Úrovně investic v EU výrazně poklesly ze svého vrcholu z roku 2007 a zůstávají pod svou historickou normou. Evropská komise již ohlásila investiční plán, který zmobilizuje veřejné i soukromé investice do hospodářství v objemu minimálně 315 miliard EUR během příštích tří let, a to zřízením nového Evropského fondu pro strategické investice (EFSD)<sup>6</sup> a zveřejnila sdělení o dlouhodobém financování evropského hospodářství, kterým se stanoví široká škála opatření ke stimulaci investic. Nedávno dokončený regulační rámec pro evropské dlouhodobé investiční fondy (EDIF) umožní investorům dlouhodobě ukládat peníze do obchodních společností a infrastrukturních projektů. EDIF by měly být přitažlivé obzvláště pro investory, jako jsou pojišťovny nebo penzijní fondy, které potřebují stabilní přítoky příjmu nebo dlouhodobý růst kapitálu.

**Jsou vítány názory na to, jakou další úlohu by mohly Komise a členské státy hrát při podpoře využívání EDIF,** včetně možného rozšíření výhod, které se v současné době těší vnitrostátní režimy, na EDIF.

### 3.5 Rozvoj evropských trhů soukromých investic

Jedním ze způsobů, jak mohou podniky získávat finanční prostředky, je prostřednictvím soukromých investic, kdy společnost učiní nabídku cenných papírů jednotlivci nebo malé skupině investorů jinde než na veřejných trzích. Soukromé investice mohou podnikům přinést nákladově efektivnější způsob získávání finančních prostředků a **rozšířit dostupnost financování** pro střední až velké společnosti a případně infrastrukturní projekty.

Středně velké evropské společnosti mají přístup na trh se soukromými investicemi v USA po mnoho let, v roce 2013 tak získaly 15,3 miliard USD.<sup>7</sup> Od vypuknutí finanční krize se popularita soukromých investic v Evropě rychle zvýšila a v některých členských státech se vyvinuly trhy soukromého investování. Konkrétně německé a francouzské domácí trhy soukromého investování poskytly v roce 2013 ve výpůjčkách přibližně 15 miliard EUR.

<sup>5</sup> SIFMA/AFME, tabulky evropských strukturovaných finančních údajů (4. čtvrtletí 2014).

<sup>6</sup> Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o Evropském fondu pro strategické investice a o změně nařízení (EU) č. 1291/2013 a (EU) č. 1316/2013 (COM(2015)10).

<sup>7</sup> Viz zpráva ICMA za třetí čtvrtletí roku 2014.

Rozvoji celoevropských trhů brání rozdíly ve vnitrostátních právních předpisech týkajících se platební neschopnosti, nedostatek standardizovaných postupů, dokumentace a informací o úvěruschopnosti emitentů.

Jako první krok k vytvoření evropských trhů soukromého investování vytvořilo konsorcium orgánů z odvětví příručku společných tržních postupů, zásad a standardizované dokumentace pro soukromé investice, jež jsou slučitelné s rozmanitostí právních rámců. Tato příručka byla nedávno zveřejněna a brzy by měly následovat první emise. Komise vítá tento tržní přístup, který by v krátkodobém horizontu mohl pomoci usnadnit vytvoření evropského trhu soukromého investování.

### **Otázky**

- 1) Jaké další oblasti by měly být chápány jako prioritní vedle pěti prioritních oblastí určených pro krátkodobé opatření?*
- 2) Jaké další kroky v oblasti dostupnosti a standardizace **úvěrových informací o malých a středních podnicích** by mohly přispět k prohloubení trhu pro financování MSP a začínajících podniků a rozšířit investorskou základnu?*
- 3) Jak lze podpořit **EDIF**, aby se stimulovalo jejich využívání?*
- 4) Je třeba nějakých opatření EU na podporu rozvoje trhů **soukromého investování** vedle podpory úsilí o odsouhlasení společných standardů (vycházejícího z trhu)?*

## Oddíl 4: Opatření k rozvoji a integraci kapitálových trhů

Aby se z plně integrovaného jednotného kapitálového trhu dosáhlo co největšího užitku, je zapotřebí překonat problémy zejména v těchto třech klíčových oblastech:

- zlepšit **přístup** všech podniků v Evropě (a především malých a středních podniků) **k finančním prostředkům** a k investičním projektům, např. do infrastruktury,
- **navýšit a diverzifikovat zdroje financování** pocházející od investorů z EU a z celého světa a
- zajistit **efektivnější fungování trhů** účinnějším a méně nákladným napojením investorů na subjekty, které potřebují financování, a to v rámci členských států i v přeshraničních případech.

### 4.1 Zlepšit přístup k finančním prostředkům

Dobré fungování trhů s akciemi a dluhopisy, má vzhledem k jejich velikosti a důležitosti zásadní význam pro zajištění efektivní unie kapitálových trhů a co největšího přístupu k finančním prostředkům. V toku finančních prostředků však dochází ke značným obtížím, a to zejména v případě menších a středně velkých společností a v případě dlouhodobějších projektů, jakými jsou projekty do infrastruktury. Oba tyto případy mají zásadní význam pro zvyšování výrobní kapacity a hospodářského růstu. Tyto problémy s financováním se projevují hlavně v členských státech, které byly nejvíce zasaženy krizí.

**Malé a střední podniky** jsou historicky primárně závislé na bankovním financování. V průběhu krize se rozhodování bank o poskytnutí úvěrů stalo selektivnější, a to kvůli omezením souvisejícím s vlastní rozvahou bank i kvůli nárůstu rizika, že dlužníci nebudou schopni plnit své závazky. I když kapitálové trhy mohou v případě malých a středních podniků doplňovat úlohu bankovních úvěrů, jejich rozmanitost a omezená možnost získat úvěrové informace jsou často vhodnější pro poskytování úvěrů na základě vztahů.

Alternativní zdroje financování však mohou hrát významnou úlohu, zejména pokud jde o **začínající podniky a malé, ale rychle rostoucí společnosti v inovativních odvětvích**. Pro tyto společnosti je typické, že mají nejprve nízké peněžní toky a růst jejich podnikání závisí na vnějším financování. Přístup k bankovnímu financování a i k dalším nástrojům financování, jako je např. leasing nebo factoring, je často obtížný, nebo tyto nástroje financování nejsou v případě společností se značným nehmotným majetkem, který nelze využít jako zajištění pro účely bankovního úvěru, dostatečné.

Přístup na veřejné kapitálové trhy je nákladný nejen pro malé a střední podniky, ale i pro společnosti střední velikosti, u nichž je oproti MSP větší pravděpodobnost, že veřejné trhy využijí k získání finančních prostředků. Emise akcií a upisování dluhových cenných papírů charakterizují značné fixní náklady související s náležitou péčí a regulačními požadavky. Mezi tyto náklady patří náklady na zveřejnění informací vyžadovaných investory nebo regulátory, náklady na splnění dalších regulačních požadavků souvisejících s obchodními společnostmi a náklady na zadání externího ratingu. Společnosti, které jsou v počáteční fázi své existence, mohou mít obchodní zájem na tom, aby nezveřejňovaly podrobné informace ohledně svého obchodního plánu. Tyto společnosti mohou být zdrženlivé k tomu, aby se vzdaly kontroly nebo aby se vystavily většímu externímu zkoumání. Tyto faktory většinou

zamezí přístupu malých a středně velkých společností na veřejné trhy s akciemi nebo dluhopisy a směřují je především na soukromé trhy s dluhopisy a akciemi, které jsou v obecném měřítku méně standardizované, složitější a častěji i nákladnější.

**Velké obchodní společnosti** jsou většinou dostatečně velké na to, aby si uhlídaly fixní náklady související se vstupem na kapitálové trhy, a jsou dostatečně velké na to, aby byla každá jednotlivá emise cenných papírů tak značná, že přitáhne pozornost upisovatelů, investorů a analytiků. I když v poslední době došlo k velkému nárůstu emisí korporátních dluhopisů, což částečně kompenzuje snižování objemu bankovních úvěrů, míra emisí kótovaných akcií však zůstává v Evropě nízká. Efektivnější a účinnější trhy mohou napomoci při snižování nákladů potřebných na vstup na tyto trhy a byly by přínosem pro všechny obchodní společnosti.

Aby EU zachovala svou konkurenceschopnost, vyžaduje rovněž značný objem **investic do nové infrastruktury**. Tok peněžních prostředků do těchto projektů je však omezen krátkodobou orientací investorů, regulačními překážkami i jinými faktory. Řada projektů v oblasti infrastruktury rovněž vykazuje charakteristiky veřejných statků, což naznačuje, že financování výlučně ze soukromých zdrojů nemusí být vhodné k dosažení optimální úrovně investic. I když EFSI významně přispěje k posilování investic do projektů infrastruktury<sup>8</sup>, Komise uvítá názory ohledně jiných způsobů, jak tohoto cíle dosáhnout.

#### *Řešení problémů v oblasti informací*

Většina malých a středních podniků v Evropě kontaktuje banky pouze tehdy, když potřebují finanční prostředky. Téměř 13 % z těchto žádostí je zamítnuto, často protože nesplňují rizikové profily požadované bankami, a to i v případě, že jsou životaschopné. Ačkoli banky někdy odkazují malé a střední podniky na alternativní poskytovatele finančních prostředků, ne vždy to funguje: někdy o existenci těchto alternativ nevědí ani banky, ani malé a střední podniky. Banky by mohly být podporovány v tom, aby malým a středním podnikům, jejichž žádosti zamítly, poskytly lepší zpětnou vazbu a aby zvyšovaly povědomí o alternativních možnostech financování pro tyto malé a střední podniky.

Při prosazování jednotného účetního jazyka v EU měly velký význam mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS), které velkým kótovaným společnostem v EU usnadňují přístup na globální kapitálové trhy. Uplatnění veškerých standardů IFRS na menší společnosti, a zejména na ty, které usilují o přístup do vymezených obchodních systémů, by však bylo zdrojem dodatečných nákladů. Rozvoj zjednodušených, společných a vysoce kvalitních účetních standardů vypracovaných na míru společnostem kótovaným na některých obchodních systémech<sup>9</sup> by mohl být krokem kupředu, co se týče transparentnosti a srovnatelnosti. Proporcionální uplatňování těchto standardů by mohlo ve vztahu k investorům tyto společnosti usilující o přeshraniční investice více zatraktivnit. Tento standardní postup by se mohl stát charakteristickým rysem trhů pro růst malých a středních podniků a být k dispozici k širšímu využití.

**Transparentnost projektů nebo seznamů projektů v oblasti infrastruktury** by mohla zvýšit jejich atraktivitu pro soukromé investice a mohla by regulátorům napomoci při

---

<sup>8</sup> V souvislosti s investicemi do infrastruktury mohou významnou úlohu hrát také evropské strukturální a investiční fondy (ESIF), a to za předpokladu, že jsou splněna všechna kritéria způsobilosti.

<sup>9</sup> Jako je např. mnohostranný obchodní systém (MOS).

přijímání obezřetnostního režimu více uzpůsobeného pro účely investic do infrastruktury. Zpráva pracovní skupiny pro investice z prosince 2014 navrhla vytvoření centrální internetové stránky na úrovni EU, která by poskytovala odkazy na projekty / seznamy projektů členských států a obsahovala by informace o projektech EU (např. o projektech v rámci Nástroje pro propojení Evropy a evropských strukturálních a investičních fondů). Komise na základě zprávy pracovní skupiny pro investice navrhla vytvoření evropského seznamu investičních projektů, aby investorům usnadnila přístup k informacím o investičních příležitostech v rámci EU a aby maximalizovala účast investorů na financování<sup>10</sup>. Tato opatření bude doplňovat i vytvoření vyhrazených internetových stránek a společných standardů pro předkládání informací. Vytvoření tohoto seznamu projektů bude navazovat na činnost, která již byla v některých členských státech zahájena.

### *Standardizace jako nástroj k nastartování trhů*

Ačkoli standardizace má určité nevýhody, některé trhy lze nastartovat pomocí společného souboru tržních pravidel, transparentnosti ohledně vlastností produktů a systematického dohledu a vymáhání práva. Určitá míra standardizace může přilákat více investorů a zvětšit hloubku a likviditu trhu. Jedná se zejména o menší členské státy, jejichž trhy nemohou v případě omezení na domácí zdroje kapitálu dosáhnout minimální účinné velikosti. V případech, kdy společné standardy nejsou zapotřebí nebo kdy je jejich dosažení obtížné, lze nasměrovat politické úsilí k zavedení osvědčených postupů v celé EU, aby se podpořil rozvoj některých finančních nástrojů.

Rozvoj **integrovanějšího evropského trhu s krytými dluhopisy** by mohl přispět k nákladové efektivitě bankovního financování a poskytnout investorům větší škálu investičních příležitostí. Úspěch krytých dluhopisů jakožto nástrojů financování úzce souvisí s rozvojem účelových vnitrostátních právních rámců. Komise povede v roce 2015 konzultace o výsledcích a budoucí podobě rámce EU pro kryté dluhopisy a na základě zkušeností získaných z dobře fungujících vnitrostátních rámců představí možnosti politiky směřující k dosažení větší integrace na trzích s krytými dluhopisy. Komise rovněž zhodnotí to, zda by investoři měli být více informováni o zajištění těchto krytých dluhopisů a o dalších strukturovaných dluhových nástrojích, podobně jako tomu je u požadavků na uveřejňování informací týkajících se strukturovaných finančních nástrojů.

I když emise **korporátních dluhopisů** v současné době vykazují růst, je pro ně charakteristická nízká úroveň standardizace a cenové transparentnosti. I když v posledních letech vznikaly v některých členských státech elektronické platformy pro obchodování s dluhopisy, jež byly zaměřeny na retailové investory, nedostatek standardizace může brzdit rozvoj systémů obchodování s dluhopisy a likvidního sekundárního trhu. Větší standardizace emisí korporátních dluhových nástrojů by mohla umožnit rozvoj sekundárního trhu s korporátními dluhopisy s větší likviditou. Komise by uvítala názory ohledně toho, zda by se měla více prozkoumat možnost rozvoje standardizovanějšího trhu s korporátními dluhovými nástroji a zda toho lze dosáhnout na základě iniciativy vedené účastníky na trhu nebo regulatorním zásahem.

Další novou investiční kategorií s potenciálem poskytnout větší přístup k finančním prostředkům představují **investice do životního prostředí, sociálních záležitostí a správy a řízení společností**, jako jsou např. tzv. zelené dluhopisy. Výnosy ze zelených dluhopisů jdou

---

<sup>10</sup> Viz COM(2015) 10 final, článek 9.

na projekty a činnosti, které podporují ochranu klimatu nebo jiné účely související s environmentální udržitelností. Rychlý růst tohoto trhu doprovází proces standardizace, který vychází od účastníků na trhu a zohledňuje kritéria výběru zelených dluhopisů vytvořená mj. Světovou bankou, Evropskou investiční bankou a Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj. Účastníci na trhu v současné době vypracovávají dobrovolné pokyny, označované jako „Zásady zelených dluhopisů“, které doporučují transparentnost a prosazují integritu při rozvoji trhu se zelenými dluhopisy tím, že vyjasňují přístup k emisím těchto dluhopisů.

#### *Umožnění rozvoje alternativních prostředků financování*

Ačkoli se tyto mechanismy, jako je vzájemné financování (tzv. *peer-to-peer*) a skupinové financování (tzv. *crowdfunding*), vyskytují online, což by naznačovalo, že mají velký potenciál podílet se na přeshraničním financování ekonomiky, existuje jen málo důkazů o přeshraniční nebo celoevropské aktivitě. Komise v návaznosti na své sdělení o skupinovém financování<sup>11</sup> shromažďuje informace o přístupu jednotlivých odvětví ke zveřejňování informací a o přístupu jednotlivých členských států k regulaci. Z předběžných výsledků vyplývá, že rozmanité národní přístupy v těchto oblastech mohou podporovat činnost skupinového financování lokálně, ale nemusejí být nezbytně slučitelné navzájem nebo v přeshraničním kontextu.

#### *Otázky*

5) *Jaká další opatření by mohla napomoci zvýšit přístup k financování a nasměrovat prostředky těm, kteří je potřebují?*

6) *Měla by být přijata opatření k prosazování větší likvidity na trzích s korporátními dluhopisy, např. standardizace? Pokud ano, jaká opatření jsou zapotřebí a mohou je provést sami účastníci na trhu, nebo je zapotřebí regulační opatření?*

7) *Je zapotřebí nějaké opatření na úrovni EU (jiné než je podpora rozvoje vlastních pokynů účastníků trhu), aby se usnadnil rozvoj standardizovaných, transparentních a odpovědných investic v oblasti životního prostředí, sociálních věcí a správy a řízení společností, včetně zelených dluhopisů?*

8) *Je přínosné vytvořit na úrovni EU společné standardy účetnictví pro malé a středně velké společnosti kótované na MOS? Měl by se takový standard stát charakteristickým rysem trhů pro růst malých a středních podniků? Pokud ano, za jakých podmínek?*

9) *Existují překážky omezující rozvoj řádně regulovaných platforem skupinového nebo vzájemného financování, a to včetně překážek přeshraničního charakteru? Pokud ano, jak by měly být odstraněny?*

#### **4.2 Rozvoj a diverzifikace zdrojů financování**

<sup>11</sup> COM(2014) 172.



Velikost kapitálových trhů v konečném důsledku závisí na toku úspor do nástrojů kapitálového trhu. Aby tedy kapitálové trhy prosperovaly, musí **přilákat institucionální, retailové a mezinárodní investory**.

#### *Posilování institucionálních investic*

Úloha dlouhodobých institucionálních investorů na kapitálových trzích se značně posiluje. Regulační překážky a jiné faktory však mohou omezit tok dlouhodobých institucionálních investic do dlouhodobých projektů, a to včetně investic do infrastruktury.

**Evropské odvětví správy aktiv** spravující aktiva v hodnotě více než 17 bilionů EUR hraje zásadní úlohu při směřování peněz investorů do hospodářství. Velký podíl na tomto úspěchu mají přímo evropské rámce investičních fondů. Rámec SKIPCP (subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů)<sup>12</sup> pro vzájemné fondy je uznaným mezinárodním standardem, zatímco směrnice o správcích alternativních investičních fondů<sup>13</sup> vytvořila rámec pro fungování správců alternativních investičních fondů.

Regulační náklady související se založením fondu, zahájením činnosti správce, jemuž bylo uděleno povolení, a s přeshraničním prodejem fondů se v současné době mohou v členských státech lišit. Celkové snižování nákladů na založení fondů a přeshraniční marketing by částečně eliminovalo překážky vstupu na trh a přineslo by více konkurence. Kromě získání nových účastníků vstupujících na trh je rovněž důležité, aby fondy mohly růst a využívat úspor z rozsahu. Komise by uvítala názory ohledně toho, jaká další opatření politiky by mohla podnítit institucionální investory, aby zvyšovali investované částky a aby investovali do širší škály aktiv, jako jsou např. dlouhodobé projekty, zahájení činnosti a malé a střední podniky.

Odvětví **důchodů a pojištění** rovněž disponuje značnými aktivy v přibližné výši 12 bilionů EUR, která mohou napomoci financování investic. Nový obezřetnostní režim, který se od 1. ledna 2016 uplatní na **pojistitele**, tzv. Solventnost II<sup>14</sup>, umožní společnostem více investovat do dlouhodobých aktiv tím, že odstraňuje vnitrostátní omezení týkající se složení portfolia aktiv.<sup>15</sup> Komise navíc zajistila, aby standardní vzorec pro výpočet kapitálového požadavku pojistitele nepředstavoval překážku pro dlouhodobé investice a aby závazky s dlouhou dobou splatnosti odpovídaly dlouhodobým aktivům<sup>16</sup>. Ačkoli pojistitelé toto úsilí uvítali, někteří z nich požadovali na míru uzpůsobené zacházení s investicemi do infrastruktury, a to pokud jde o vyvážení kapitálových požadavků pojistitelů a bank. K identifikaci dluhových a/nebo kapitálových investic do infrastruktury s nižším rizikem je zapotřebí další úsilí, a to s ohledem na případnou revizi pravidel obezřetnosti a vytvoření podtříd infrastruktury.

V některých členských státech hrají čím dál významnější úlohu režimy **poskytování důchodů** založené na kapitálu. Tyto režimy, jsou-li řádně spravovány způsobem, který odráží jejich společenskou funkci, mohou přispívat k udržitelnosti a přiměřenosti důchodového systému a přivádějí do evropské ekonomiky investory s rostoucím významem. Nová pravidla o zaměstnaneckém penzijním pojištění, která jsou v současné době projednávána, by mohla

<sup>12</sup> Směrnice 2014/91/EU.

<sup>13</sup> Směrnice 2011/61/EU, kterou se mění směrnice 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.

<sup>14</sup> Směrnice 2009/138/ES.

<sup>15</sup> Akt Komise v přenesené pravomoci o ukazateli krytí likvidity (LCR) upravuje samostatně pro oblast obezřetnostní regulace bank zvýšené pobídky týkající se investic do infrastruktury a do malých a středních podniků, které by usnadnily investice do těchto podniků.

<sup>16</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-578\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm)

odstranit překážky, které důchodovým systémům zabraňují více investovat do dlouhodobých aktiv. Výměna osvědčených postupů by navíc mohla zvýšit slučitelnost národních systémů.

Pokud jde o osobní penzijní pojištění, na poskytovatele se vztahuje řada různých předpisů EU. Vyvolává to otázku, zda by zavedení standardizovaného produktu, např. celoevropského nebo „29.“ systému, který by odstraňoval překážky přeshraničního přístupu, mohlo případně posílit jednotný trh s osobním penzijním pojištěním. Jakékoli změny by musely zajistit efektivní úroveň ochrany spotřebitele a zároveň zlepšit pokrytí a nabídnout dostatečnou bezpečnost úspor.

Alternativní formu financování, existující vedle tradičních bankovních úvěrů nebo emisí dluhopisů nebo akcií, představuje v evropské ekonomice **soukromý a rizikový kapitál**, který hraje významnou úlohu. Trhy s rizikovým kapitálem však mohou mít často jen omezený rozsah. Nejde jen o burzy cenných papírů specializované na financování rychle rostoucích podniků, ale rovněž o investice rizikového kapitálu do zahájení činnosti nebo rozvoje nových společností nebo do společností v oblasti špičkových technologií. Mezi členskými státy rovněž existují rozdíly týkající se rozvoje trhů s rizikovým kapitálem. Přibližně 90 % správců fondů rizikového kapitálu se soustředí v osmi členských státech.<sup>17</sup>

Fondy rizikového kapitálu mají v některých členských státech problémy, aby dosáhly velikosti potřebné k rozložení rizik spojených s portfoliem. Mezi hlavní důvody této situace zřejmě patří neexistence kultury kapitálových investic, nedostatek informací, roztržitost trhu a vysoké náklady.

EU se snaží podporovat poskytování rizikového kapitálu ve formě majetkové účasti nebo úvěrů, který je za určitých podmínek určen na zahájení podnikání nebo na sociální podnikatelskou činnost, a v roce 2013 proto přijala nařízení o evropských fondech rizikového kapitálu (EuVECA)<sup>18</sup> a nařízení o evropských fondech sociálního podnikání (EuSEF)<sup>19</sup>. Dosavadní výsledky jsou povzbuzující, ale stále je prostor pro další růst. Širší využití bude pravděpodobně omezovat řada překážek. Konkrétní obava, která byla vyslovena, souvisí s tím, že správci, jejichž portfolio překročí 500 milionů EUR, nemohou žádat o zřízení a vedení takového fondu, ani tato označení nemohou využít při uvádění fondů na trh v EU. Rozšíření počtu účastníků na trhu by případně mohlo vést ke zvýšení aktuálního počtu fondů EuVECA a EuSEF.

Vzhledem k tomu, že v několika členských státech jsou významnými investory do rizikového kapitálu regionální orgány, svoji úlohu hraje i financování z veřejných zdrojů. Při aktivaci rizikového kapitálu pro účely malých a středních podniků byly velmi úspěšné finanční nástroje EU, jako např. rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace (CIP), evropské strukturální a investiční fondy (ESIF)<sup>20</sup> a financování založené na kapitálu, které je podporováno z programů v rámci strukturálních fondů. Na výše uvedené naváží program EU zaměřený na konkurenceschopnost malých a středních podniků (COSME)<sup>21</sup> a program Horizont 2020. V červenci 2014 se navíc změnila pravidla státní podpory, aby v případě potřeby umožnily větší státní zásah do rozvoje trhu v oblasti rizikového financování a zlepšily

---

<sup>17</sup> Spojené království, Německo, Švédsko, Dánsko, Finsko, Nizozemsko, Francie a Španělsko.

<sup>18</sup> Nařízení (EU) č. 345/2013.

<sup>19</sup> Nařízení (EU) č. 346/2013.

<sup>20</sup> Nařízení (EU) č. 1303/2013.

<sup>21</sup> Nařízení (EU) č. 1287/2013.

přístup malých a středních podniků a malých nebo inovativních společností se střední tržní kapitalizací na trh.<sup>22</sup> Problém spočívá v tom, jak zvýšit objem fondů rizikového kapitálu a jak by tomuto cíli mohlo přispět společné financování z veřejných i soukromých zdrojů.

Překážkou rozvoje financování pomocí rizikového kapitálu může být také nedostatek příležitostí k tomu, aby investoři mohli od investic odstoupit. Komisi zajímá, zda lze přijmout opatření směřující k vytvoření lepšího prostředí pro tzv. *business angels*<sup>23</sup>, rizikový kapitál a primární veřejné nabídky akcií, aby se investorům nabídly lepší strategie pro odstoupení od investic a posílil se tok rizikového kapitálu směrem k podnikům zahajujícím svou činnost.

Je pravděpodobné, že klíčovými hráči a účastníky na kapitálových trzích zůstanou banky, jakožto emitenti, investoři a zprostředkovatelé, a že budou i nadále hrát zásadní úlohu při zprostředkování úvěrů, a to díky jejich úkolům v oblasti financování a poskytování informací. Zároveň vznikají nové technologie a podnikatelské modely, jako např. vzájemné financování nebo jiné druhy nebankovního přímého poskytování finančních prostředků, které hodlají nabídnout financování malým a středním podnikům a začínajícím společnostem. Komise vítá názory ohledně toho, zda existují významné překážky vstupu na trh v souvislosti s poskytováním a nárůstem objemu těchto služeb nabízených vedle bankovních úvěrů.

#### *Otázky*

*10) Jaká opatření politiky by mohla podnítit institucionální investory, aby zvyšovali investované částky a aby investovali do širší škály aktiv, jako jsou např. dlouhodobé projekty, malé a střední podniky a zahájení činnosti rychle rostoucích společností?*

*11) Jaké kroky lze přijmout ke snížení nákladů, které správci fondů vynakládají v souvislosti se zakládáním fondů a s jejich uváděním na trh v rámci EU? Jaké jsou překážky bránící tomu, aby fondy využily úspory z rozsahu?*

*12) Měla by se činnost věnovaná uzpůsobenímu zacházení s investicemi do infrastruktury zaměřit na některé jasně identifikované podtřídy aktiv? Pokud ano, které z těchto aktiv by měla Komise upřednostnit v budoucích revizích obezřetnostních pravidel, jako jsou např. směrnice a nařízení o kapitálových požadavcích a Solventnost II?*

*13) Posílilo by zavedení standardizovaného produktu nebo odstranění stávajících překážek omezujících přeshraniční přístup na trh jednotný trh s penzijním pojištěním?*

*14) Usnadnily by změny nařízení EuVECA a EuSEF větším správcům fondů z EU vedení těchto druhů fondů? Jaké další případné změny by se měly provést, aby se zvýšil počet těchto druhů fondů?*

*15) Jak může EU dále rozvíjet soukromý a rizikový kapitál jakožto alternativní zdroj financování ekonomiky? Jaká opatření mohou především posílit objem fondů rizikového kapitálu a zlepšit možnosti investorů do rizikového kapitálu pro odstoupení od investic?*

<sup>22</sup> 2014/C 19/04.

<sup>23</sup> *Business angels* jsou jednotliví investoři, kteří mají většinou zkušenosti z podnikání a poskytují kapitál na zahájení činnosti.

16) Brání něco tomu, aby společnosti, které potřebují finanční prostředky, získaly bezpečně více prostředků z bankovního i nebankovního přímého financování?

### *Posilování retailových investic*

Chuť retailových investorů investovat přímo do kapitálových trhů je v EU poměrně omezená. Tyto investice jsou většinou nasměrovány prostřednictvím kolektivních institucionálních investic. Evropské domácnosti však mají na bankovních účtech značné úspory, které by se v některých případech mohly využít k větší produktivitě. Snižování úrokových sazeb z vkladů může domácnostem poskytnout určité pobídky k tomu, aby přesunuly větší část svého finančního jmění z bank na trh s cennými papíry.

Produkty vzájemných fondů, jako jsou např. SKIPCP, jsou populárními nástroji pro investice retailových investorů na kapitálových trzích. I přes tuto skutečnost je míra přímé retailové účasti na SKIPCP poměrně nízká, např. soukromé domácnosti představovaly v roce 2013 pouze 26 % majetkové účasti na investičních fondech v eurozóně<sup>24</sup>. Aby se zajistila větší možnost výběru mezi produkty investičních fondů a zvýšila se konkurence, Komise zajímají názory ohledně způsobů, jak by bylo možné zvýšit přeshraniční retailovou účast na SKIPCP.

Investice do kapitálových trhů přitáhnou retailové investory jen tehdy, pokud těmto trhům i finančním zprostředkovatelům, kteří na nich působí, důvěřují a pokud se domnívají, že mohou bezpečně zajistit lepší výnosy ze svých úspor. Obnova důvěry investorů je pro finanční sektor hlavní odpovědností a výzvou. Zlepšování finanční gramotnosti by spotřebitelům rovněž umožnilo efektivnější a snazší výběr finančních produktů a srovnání produktů. Za účelem zlepšení finanční gramotnosti a vzdělávání v této oblasti byla zavedena celá řada národních programů, jakož i projekt EU „Spotřebitel ve školní lavici“ (*Consumer Classroom*). V některých případech mohou být také užitečné standardizovanější nebo jednodušší finanční produkty, jež jsou k dispozici v některých členských státech.

K budování důvěry investorů mohou napomoci regulace a dohled. Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA) a Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) získaly větší pravomoci v oblasti ochrany investorů, a to díky směrnici o trzích finančních nástrojů (MIFID II)<sup>25</sup> a dalších právních předpisů. Jak vyplývá z nedávného přezkumu Komise, který se týkal činnosti evropských orgánů dohledu (ESA)<sup>26</sup>, mandáty těchto orgánů v oblasti ochrany spotřebitelů/investorů by mohly být vyjasněny a v případě potřeby i posíleny.

**Posílení přeshraniční konkurence v oblasti retailových finančních služeb** by mohla přinést větší možnost výběru, nižší ceny a lepší služby. V tomto směru mají jistý potenciál i finanční služby poskytované elektronickými a mobilními nástroji za předpokladu, že lze reagovat na obavy související s ochranou proti podvodům, hackerům a praní peněz a zároveň spotřebitelům zachovat jejich snadné užívání. Komise v rámci přípravných prací prověří, jak může jednotný trh v oblasti retailových finančních služeb poskytnout spotřebitelům větší výhody.

<sup>24</sup> *Fact Book* 2014, Evropská asociace fondů a asset managementu.

<sup>25</sup> Směrnice 2014/65/EU, kterou se mění směrnice 2002/92/ES a směrnice 2011/61/EU.

<sup>26</sup> COM(2014) 509.

## *Otázky*

*17) Jak lze zvýšit přeshraniční retailovou účast na SKIPCP?*

*18) Jak se mohou evropské orgány dohledu více podílet na zajištění ochrany spotřebitelů a investorů?*

*19) Jaká opatření politiky mohou zvýšit retailové investice? Co lze ještě vykonat, aby občané EU mohli vstupovat na kapitálové trhy a byli na nich chráněni?*

*20) Existují vnitrostátní osvědčené postupy pro rozvoj jednoduchých a transparentních investičních produktů určených pro spotřebitele, které by bylo možné sdílet?*

## ***Přilákání mezinárodních investic***

Evropské kapitálové trhy musí být otevřené a globálně konkurenceschopné, dobře regulované a integrované, aby přilákaly zahraniční investice, což vyžaduje dodržování vysokých standardů EU, které zajistí integritu trhu, finanční stabilitu a ochranu investorů. S ohledem na globální povahu kapitálových trhů je důležité, aby došlo k rozvoji unie kapitálových trhů, která zohlední širší globální souvislosti.

I když omezení toků hrubého kapitálu v důsledku krize zasáhlo všechny oblasti světa, EU (a zejména eurozóna) vykázala nejvýznamnější snížení objemu přílivu a odlivu hrubého kapitálu (vyjádřeného jako procentní podíl HDP). Všechny složky přílivu hrubého kapitálu (portfoliové investice, přímé zahraniční investice a úvěry zprostředkované bankami) byly v roce 2013 nižší než v roce 2007.

Podle údajů Mezinárodního měnového fondu (MMF) činila na konci roku 2013 celková výše přeshraničních portfoliových investic 25 bilionů EUR. Celková výše přeshraničních portfoliových investic mezi členskými státy EU dosáhla 9,6 bilionu EUR a portfoliové investice přicházející ze zemí mimo EU dosáhly výše 5 bilionů EUR. Je zde proto ještě velký prostor pro přilákání dodatečných kapitálových a dluhových investic ze třetích zemí.

Mezinárodní obchodní a investiční politika EU<sup>27</sup> hraje významnou úlohu při podpoře mezinárodních investic. Mezinárodní dohody o obchodu a investicích liberalizují pohyb kapitálu, regulují přístup na trh a investice na něm, včetně poskytování finančních služeb, a mohou napomoci zajištění vhodné úrovně ochrany investorů v Evropě i rovných podmínek v rámci celé EU<sup>28</sup>. Komise se navíc podílí na mezinárodní činnosti v oblasti volného pohybu kapitálu, např. na Kodexech liberalizace pohybu kapitálu Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD).

---

<sup>27</sup> COM(2010) 343.

<sup>28</sup> EU rovněž usiluje o to, aby ve svých dohodách o obchodu a investicích zakotvila dostatečné záruky týkající se náležité ochrany v některých oblastech (např. bezpečnost, zdraví, ochrana životního prostředí a kulturní rozmanitost).

Měl by se zjednodušit přímý marketing investičních fondů EU a dalších investičních nástrojů ve třetích zemích. Tohoto zjednodušení by se mohlo dosáhnout snížením překážek vstupu finančních institucí a služeb z EU na trhy v třetích zemích, včetně případného otevření trhů pro přeshraniční správu aktiv v rámci budoucích dohod o obchodu.

Komisi s ohledem na tyto trendy zajímají názory ohledně opatření, která by mohla být přijata za účelem zvýšení atraktivity trhů EU pro mezinárodní investory.

#### *Otázky*

21) *Existují v oblasti regulace finančních služeb dodatečná opatření, která by se mohla přijmout k tomu, aby se zajistila mezinárodní konkurenceschopnost EU a její atraktivita pro investice?*

22) *Jaká opatření lze přijmout za účelem usnadnění přístupu společností z EU k investorům z třetích zemí a na kapitálové trhy v těchto zemích?*

### **4.3 Posílení efektivity trhu – zprostředkovatelé, infrastruktury a širší právní rámec**

#### *Jednotný soubor pravidel, vymáhání a hospodářská soutěž*

Vypracování jednotného souboru pravidel, k němuž došlo v posledních letech, představovalo zásadní krok kupředu v úsilí o dosažení harmonizovaného regulatorního rámce pro kapitálové trhy, na nichž mohou společnosti soutěžit za stejných podmínek v přeshraničním rozsahu. Úspěch jednotného souboru pravidel rovněž závisí na efektivním uplatňování pravidel a na jejich systematickém dodržování. Existují však některé klíčové předpisy EU, které umožňují doplnění dalších požadavků (tzv. *gold-plating* v členských státech), a vyskytly se i problémy rozdílných výkladů některých pravidel. Komise ve spolupráci s členskými státy a evropskými orgány dohledu usiluje o to, aby zajistila, že jsou právní předpisy EU v oblasti financí řádně uplatňovány a dodržovány v praxi.

Při zajišťování toho, aby spotřebitelé získali nejlepší produkty a služby za odpovídající ceny a aby byly toky investic nasměrovány na využití s co největší produktivitou, hraje klíčovou úlohu hospodářská soutěž. Tam, kde je to možné, by se měly odstranit překážky vstupu soutěžitelů na trh, a je zapotřebí zajistit přístup k infrastruktuře finančního trhu. Komise v posledních letech řešila několik případů, v nichž využila své pravomoci v oblasti hospodářské soutěže, aby podpořila efektivnější a dobře fungující kapitálové trhy. Komise bude i nadále zajišťovat důsledné uplatňování právních předpisů v oblasti hospodářské soutěže, aby zamezila omezením nebo narušením hospodářské soutěže, která by měla dopad na rozvoj integrovaných a dobře fungujících kapitálových trhů.

Rovněž by měla být dodržována zásada volného pohybu kapitálu, aby se odstraňovaly neodůvodněné překážky investičních toků v rámci EU. Například požadavky uložené hostitelskými členskými státy soutěžitelům s evropským průkazem opravňujícím k nabízení vydaným v jejich domovském členském státě by v některých případech mohly vyvolat neodůvodněnou překážku volného pohybu kapitálu. Stabilnější, transparentní a předvídatelný rámec pro investory by mohl přispět k budování důvěry a zvyšování atraktivity jednotného trhu jako místa pro dlouhodobé investice.

### *Sbližování v oblasti dohledu*

Ačkoli jsou regulatorní rámce pro kapitálové trhy z velké části harmonizovány, úspěch reformy rovněž závisí na uplatňování a systematickém dodržování pravidel. Při podpoře sbližování hrají klíčovou úlohu evropské orgány dohledu. Komise v nedávné době zveřejnila zprávu o činnosti evropských orgánů dohledu a Evropského systému dohledu nad finančním trhem (ESFS)<sup>29</sup>, která identifikovala řadu oblastí, v nichž by v krátkodobém a střednědobém horizontu mohlo být dosaženo zlepšení. Komise bude i nadále přezkoumávat fungování a činnost evropských orgánů dohledu, jakož i jejich řízení a financování.

Evropské orgány dohledu mají významnou úlohu, neboť nadále posilují větší sbližování v oblasti dohledu, zvyšují zaměření na vzájemné hodnocení a jeho využití a využití vhodných navazujících opatření. Využívání smírného řešení sporů v případech, kde je ho zapotřebí, a vyšetřovací pravomoci ve vztahu k údajnému porušení práva EU by navíc mohly usnadnit systematické provádění a uplatňování práva EU na celém jednotném trhu.

Další úvahy by se měly věnovat úloze, kterou v tomto kontextu mají evropské orgány dohledu. Pokud v důsledku vnitrostátních režimů dohledu mohou vznikat různé úrovně ochrany investorů, překážky přeshraničního fungování a může docházet k odrazení společností hledajících financování v jiných členských státech, evropské orgány dohledu mohou mít další úkoly v oblasti většího sbližování.

### *Údaje a jejich předkládání*

Rozvoj společných údajů a poskytování zpráv v rámci EU může napomoci při podpoře užší integrace kapitálového trhu. Například na trzích s akciemi jsou „konsolidované obchodní informace“ zásadní k zajištění kvality, dostupnosti a včasnosti informací o uskutečněném obchodu. Jestliže se prokáže, že úsilí vycházející z trhu není dostatečné k poskytnutí konsolidovaných obchodních informací, které jsou na přiměřeném obchodním základě snadno přístupné a využitelné všemi účastníky na trhu, může být zapotřebí zvážit jiná řešení, včetně toho, že se poskytováním konsolidovaných obchodních informací pověří podnikatelský subjekt. Komise se rovněž bude snažit zajistit, aby šíření konsolidovaných obchodních informací za obchodně přiměřených podmínek probíhalo nerušeně.

Akteři na trhu by mohli rovněž využít účinnější přístupy k dohledu a podávání zpráv o trhu zahrnující vnitrostátní orgány nebo evropské orgány dohledu, např. ve vztahu ke společným přístupům v oblasti IT pro účely některých požadavků na poskytování informací. Komise by uvítala stanoviska ohledně toho, zda je v tomto směru zapotřebí podniknout další kroky a případně jaké, aby se v EU zlepšilo poskytování údajů a podávání zpráv.

### *Tržní infrastruktura a právo cenných papírů*

Tržní infrastruktura a právo cenných papírů udávající směr pro investice a právní předpisy, podle nichž je s nimi nakládáno, jsou klíčovými faktory určujícími účinnost a složitost poskytnutí investice. V současné době je zaváděn právní rámec použitelný na tržní infrastrukturu, který obsahuje právní předpisy zajišťující robustnost ústředních protistran a centrální depozitář cenných papírů, a projekt Target2Securities probíhající v rámci Eurosystemu. Jak Komise oznámila ve svém pracovním programu, hodlá předložit legislativní návrh na vytvoření evropského rámce pro ozdravné postupy a řešení problémů systémově

---

<sup>29</sup> COM(2014) 509.

relevantních finančních institucí, jakými jsou např. ústřední protistrany. Existují však některé aspekty související s tržními infrastrukturami na podporu obchodu, které mohou mít potenciál pro další zlepšení.

**Zajištění** je zásadní součástí finančního systému, neboť doprovází celou řadu transakcí na trhu a v případě problému poskytuje záchrannou síť. Plynulost nástrojů zajištění v EU je v současné době omezena, což zabraňuje účinnému fungování trhů. Od počátku finanční krize se poptávka po zajištění zvýšila, a to na základě poptávky trhu po bezpečnějších finančních prostředcích i na základě nových požadavků právní úpravy stanovených např. v nařízení o infrastruktuře evropských trhů (EMIR)<sup>30</sup> a z nařízení o kapitálových požadavcích (CRR).<sup>31</sup> Vzhledem ke zvyšující se poptávce po zajištění hrozí nebezpečí, že se tytéž cenné papíry znovu použijí na podporu více transakcí, k čemuž docházelo před krizí; tyto záležitosti jsou řešeny opatřeními na mezinárodní úrovni. Komise by uvítala stanoviska ohledně toho, zda by se měly podniknout kroky ke zjednodušení řádně regulovaného toku nástrojů zajištění v rámci EU.

I když bylo dosaženo značného pokroku v harmonizaci pravidel potřebných pro transparentnost a integritu trhů s cennými papíry, také **právní předpisy týkající se práv investorů v oblasti cenných papírů se velmi liší podle jednotlivých členských států**. V důsledku toho investoři obtížně posuzují investice do rizikového kapitálu v různých členských státech. Diskuse na toto téma probíhají již více než desetiletí a byly zahájeny v návaznosti na druhou Giovanininiho zprávu z roku 2003. Tato záležitost je však složitá a týká se práva v oblasti vlastnictví, smluv, obchodních společností a platební neschopnosti, jakož i právních předpisů v oblasti držení cenných papírů a kolize norem. Podle protichůdných názorů by nebyla nutná harmonizace na úrovni EU a jednotná definice cenných papírů v EU. Navíc se argumentuje tím, že zahájení systému Target2Securities v polovině roku 2015 odstraní právní a provozní rizika související s převodem a držením cenných papírů napříč jurisdikcemi, sníží náklady a mohlo by zvýšit přeshraniční investice. Komise by s ohledem na tato omezení uvítala stanoviska ohledně toho, zda jsou proveditelné a žádoucí jakékoli uvedené změny právních předpisů o pravidlech vlastnictví cenných papírů, které by mohly materiálně přispět k větší integraci kapitálových trhů v rámci EU.

Dalším důležitým aspektem rozvoje celoevropského trhu s cennými papíry a dohodami o finančním zajištění a rovněž i jiných aktivit, jako je např. faktoring, je dosažení větší právní jistoty v případech přeshraničního převodu nároků a pořadí těchto převodů, a zejména v takových případech, jakým je platební neschopnost. V průběhu roku 2015 zveřejní Komise zprávu vymezující problémy a možná řešení.

Banky nehrají klíčovou úlohu jen v případě poskytování úvěrů, ale také při zprostředkování obchodů na kapitálovém trhu, zejména tím, že v rámci tvorby trhu poskytují likviditu. Z některých výzkumů vyplývají náznaky snižování likvidity na některých segmentech trhu, ale i to, že před začátkem krize mohla být hodnota likvidity velmi nízká. Někteří vidí jako důvod snižování likvidity nezbytnou korekci na trhu, jakož i snižování důvěry v trh v důsledku krize, a jiní jako tento důvod uvádějí globální regulační opatření vyvolaná krizí. Komisi by zajímaly názory na to, jak dosáhnout solidnějších podmínek likvidity za lepší cenu, a zejména, zda by mohla být přijata opatření na podporu likvidity ve zranitelných segmentech trhu a zda existují

---

<sup>30</sup> Nařízení (EU) č. 648/2012.

<sup>31</sup> Nařízení (EU) č. 575/2013, kterým se mění nařízení (EU) č. 648/2012.



překážky vstupu nových účastníků na trh, kteří by mohli představovat vhodné nakupující a prodávající.

*Právo obchodních společností, správa a řízení společností, platební neschopnost a zdanění*

V oblasti **správy a řízení společností** existují právní předpisy EU (např. předpisy o výkazech o správě a řízení společnosti<sup>32</sup>, o přeshraničním výkonu práv akcionářů<sup>33</sup>), ale na správu a řízení společností se většinou i nadále uplatňují vnitrostátní právo a standardy. Po skončení finanční krize byl prostřednictvím dvou konzultací proveden přezkum rámce EU pro správu a řízení společností.<sup>34</sup> Cílem přezkumu směrnice o právech akcionářů, který právě probíhá, je podpořit institucionální investory a správce aktiv, aby společnostem poskytovali dlouhodobější kapitál.

Ochrana **práv menšinových akcionářů zdokonaluje správu a řízení společností a atraktivitu společností pro zahraniční investory**, protože tito investoři jsou často menšinovými akcionáři. Jiným aspektem řádné správy a řádného řízení společnosti je efektivita činnosti správních rad společnosti při kontrole manažerů této společnosti. Vzhledem k tomu, že správní rady společností chrání zájmy investorů, je také efektivní a dobře fungující správní rada společnosti klíčem k přilákání investic.

I když právo obchodních společností upravuje několik směrnic<sup>35</sup>, podnikatelé se stále musí vypořádat s řadou překážek v oblasti jejich **přeshraniční mobility a restrukturalizace**. Při překonávání překážek omezujících přeshraniční usazování a fungování společností mohou napomoci další reformy práva obchodních společností.

Různá vnitrostátní **pravidla pro případ kolize norem** týkající se interního fungování společnosti mohou vyvolat právní nejistotu, protože mohou vést k situaci, kdy se na danou společnost vztahují zároveň právní předpisy různých členských států, např. v případech, kdy je společnost založena v jednom členském státě, ale svou činnost vykonává především v jiném členském státě.

I když je diskuse ohledně harmonizace hmotněprávních **předpisů v oblasti platební neschopnosti** za posledních přibližně 30 let vzhledem ke složitosti problematiky velmi pomalá, v oblasti kolizních norem upravujících přeshraniční insolvenční řízení bylo dosaženo značného pokroku.<sup>36</sup> Vnitrostátní rámce úpravy platební neschopnosti se stále velmi liší, a to pokud jde o jejich základní rysy i jejich účinnost.<sup>37</sup> Snižování těchto rozdílů by mohlo přispět k vzniku celoevropských trhů s akciemi i dluhopisy, čímž by se snížila nejistota investorů, kteří musejí posuzovat rizika v několika členských státech. Neexistence nebo nevhodnost pravidel, která by v řadě členských států umožňovala včasnou restrukturalizaci dluhu, neexistence úpravy „druhé šance“ a nadměrná délka a nákladnost formálního insolvenčního řízení mohou navíc vést k tomu, že věřitelé získají zpět jen malou část svých prostředků, což může investory odradit. Za účelem dosažení pokroku v oblasti platební neschopnosti přijala Komise doporučení o novém přístupu k neúspěchu v podnikání a k platební neschopnosti<sup>38</sup>, v němž naléhavě žádá členské státy, aby zavedly postupy pro včasnou restrukturalizaci dluhu a

<sup>32</sup> Směrnice 2006/46/ES.

<sup>33</sup> Směrnice 2007/36/ES.

<sup>34</sup> KOM(2010) 284 a KOM(2011) 164.

<sup>35</sup> Například nařízení Rady (ES) č. 2157/2001 a směrnice 2005/56/ES.

<sup>36</sup> V roce 2015 nahradí nařízení (ES) č. 1346/2000 o úpadkovém řízení zdokonalený právní nástroj.

<sup>37</sup> Pracovní dokument útvarů Komise SWD(2014) 61 final.

<sup>38</sup> Doporučení Komise C(2014) 1500.

úpravu „druhé šance“. Doporučení rovněž vyzývá členské státy, aby zvážily uplatňování těchto zásad na případ nadměrného zadlužení spotřebitelů a na jejich úpadek. Hodnocení tohoto doporučení se plánuje na rok 2015.

Rozdíly v **daňových režimech** jednotlivých členských států mohou narušit rozvoj jednotného kapitálového trhu. Mohou například vytvořit překážky omezující přeshraniční investice, např. penzijní nebo životní pojištění. V rámci opatření navazujících na bílou knihu o důchodech<sup>39</sup> Komise provedla studii o diskriminačních pravidlech týkajících se kapitálu, příspěvků a výplat pojistného v rámci penzijního a životního pojištění. Komise přijme nezbytná opatření, jestliže nalezne diskriminační předpisy anebo pokud později zjistí, že pojišťovny a penzijní fondy v oblasti nemovitostí uplatňují diskriminační daňová pravidla na přeshraniční investice. Rovněž pokračuje úsilí na **zjednodušení postupů při poskytování úlevy ze srážkové daně v souvislosti s poobchodními operacemi**.

Vedle rozdílného daňového zacházení s jednotlivými účastníky trhu v rámci členských států existují i rozdíly v daňovém zacházení s jednotlivými druhy financování, které mohou vyvolat narušení trhu. Například rozdíly v daňovém zacházení dluhového nebo kapitálového financování mohou zvýšit závislost společností na dluhovém a bankovním financování. Navíc rozdíly mezi jednotlivými členskými státy týkající se definice dluhu nebo akcií a jejich odpovídajícího daňového zacházení, včetně nástrojů regulatorního kapitálu, mohou narušit rovné podmínky, způsobit fragmentaci trhu a vytvořit příležitosti pro přesouvání zisku.

Získání finančních prostředků je v neposlední řadě zvláště obtížné u společností zahajujících činnost, protože nemají k dispozici zajištění a prokazatelnou historii transakcí, které mohou poskytovatelům financování nabídnout dostatečnou jistotu. U společností zahajujících svou činnost však existuje větší pravděpodobnost, že přijdou s inovacemi, které mohou znesnadnit tržní postavení velkých zavedených podniků. Nedávná studie, jejíž vypracování si zadala Evropská komise,<sup>40</sup> dospěla k závěru, že účinnou praxí je zaměřit se na **daňové pobídky určené pro výdaje na výzkum a vývoj** v nových inovativních společnostech.

### *Technologie*

Důležitým hybatelem integrace kapitálových trhů je rychlý rozvoj nových technologií, které se např. promítly do rozvoje elektronických obchodních platforem, vysokofrekvenčního obchodování a tzv. společností „FinTech“. „FinTech“ lze definovat jako kombinaci inovativních finančních služeb a dostupnosti kapitálu s využitím nových (digitálních) technologií, jako je např. skupinové financování. Jak vyplývá z nedávné zprávy, od roku 2008 se investice do systémů FinTech ztrojnásobily na téměř 3 miliardy USD v roce 2013. Tento trend má pokračovat a očekávané globální investice by měly do roku 2018 dosáhnout výše 8 miliard USD.<sup>41</sup>

Evropské a vnitrostátní právo obchodních společností neudrželo krok s tempem technologického rozvoje, neboť např. nedostatečně **integruje přínosy digitalizace**. Výměny informací mezi společnostmi, akcionáři a veřejnými orgány probíhají nadále často v papírové formě. Např. v řadě společností akcionáři stále nemohou hlasovat elektronicky a neexistuje celoevropská elektronická registrace obchodních společností. Použití moderních technologií v

<sup>39</sup> Bílá kniha – „Agenda pro přiměřené, udržitelné a spolehlivé důchody“, byla schválena dne 16. února 2012 a vycházela z konzultací ohledně zelené knihy z roku 2010. Bílá kniha uvádí přehled problémů týkajících se přiměřenosti a udržitelnosti důchodových systémů a předkládá celou řadu politických opatření na úrovni EU.

<sup>40</sup> CPB (2014), „Studie o daňových pobídkách v oblasti výzkumu a vývoje“, *Taxation papers* č. 52.

<sup>41</sup> <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

těchto oblastech by mohlo napomoci snížit náklady a zátěž a zároveň by mohlo zajistit efektivnější komunikaci, zejména v přeshraničních souvislostech.

*Otázky:*

*23) Existují mechanismy, jak zlepšit fungování a efektivitu trhů, které nejsou uvedeny v této knize, zejména v oblasti fungování a likvidity trhů s akcemi a dluhopisy?*

*24) Existují podle vašeho názoru oblasti, které nejsou v jednotném souboru pravidel dostatečně pokryty?*

*25) Máte za to, že jsou pravomoci evropských orgánů dohledu dostatečné k zajištění systematického dohledu? Jaká další opatření týkající se dohledu na úrovni EU by materiálně přispěla k rozvoji unie kapitálových trhů?*

*26) Existují plánované změny v oblasti pravidel pro vlastnictví cenných papírů, které by mohly s ohledem na získané zkušenosti přispět k větší integraci kapitálových trhů v rámci EU?*

*27) Jaká opatření by mohla být přijata ke zlepšení přeshraničních toků nástrojů zajištění? Je zapotřebí přijmout opatření ke zlepšení přeshraniční právní vymahatelnosti zajištění a přeshraničního uzavírání dohod o závěrečném započtení?*

*28) Jaké jsou hlavní překážky, které pro integrované kapitálové trhy vyplývají z práva obchodních společností, a to včetně správy a řízení společností? Existují cílená opatření, jež by napomohla tyto překážky odstranit?*

*29) Jaké specifické aspekty insolvenčního práva by bylo zapotřebí harmonizovat za účelem podpory vzniku celoevropského kapitálového trhu?*

*30) Jaké překážky existují v oblasti zdanění, které by se měly prioritně přezkoumat, aby se v rámci EU přispělo ke vzniku integrovanějších kapitálových trhů a robustnějším strukturám financování na úrovni obchodních společností? Jaké jsou k tomu zapotřebí nástroje?*

*31) Jak může EU nejlépe podporovat to, aby trh rozvíjel nové technologie a podnikatelské modely, které by byly přínosem pro integrované a efektivní kapitálové trhy?*

*32) Existují ještě další záležitosti, které nejsou uvedeny v této zelené knize a vyžadují podle vašeho názoru přijetí opatření tak, aby se dosáhlo vzniku unie kapitálových trhů? Pokud ano, o jaké záležitosti se jedná a jaká opatření vyžadují?*

## ODDÍL 5: DALŠÍ KROKY

Komise na základě výsledků této konzultace zváží prioritní opatření potřebná k tomu, aby byly do roku 2019 položeny základní stavební kameny integrované, řádně regulované, transparentní a likvidní unie kapitálových trhů pro všech 28 členských států. Opatření EU by vedle podpory případných iniciativ vycházejících od účastníků na trhu mohla mít formu nelegislativních opatření, právních předpisů, opatření souvisejících s dodržováním pravidel hospodářské soutěže nebo s jejich případným porušením, jakož i formu doporučení určených jednotlivým členským státům v rámci evropského semestru. Komise vyzývá členské státy, aby zvážily, zda existují překážky vyvolané vnitrostátními právními předpisy nebo ustálenou praxí a jak je nejlépe odstranit.

Zúčastněné strany se vyzývají, aby do 13. května 2015 zaslaly své odpovědi na otázky uvedené v této zelené knize prostřednictvím **elektronického dotazníku**:

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm) Evropská komise v průběhu konzultací:

- zapojí do této diskuse Evropský parlament, aby získala přímou zpětnou vazbu od jeho poslanců,
- vyzve členské státy k tomu, aby zorganizovaly konzultace a setkání s veřejností a poslanci vnitrostátních parlamentů za účelem podpory diskuse o unii kapitálových trhů na vnitrostátní úrovni a
- transparentním a vyváženým způsobem zorganizuje pracovní semináře za účelem konzultací s odborníky se specifickou technickou specializací (např. akademickými pracovníky, účastníky na trhu), aby získala informovaný pohled na specifické záležitosti.

V létě 2015 Komise zorganizuje konferenci, na níž tuto konzultaci uzavře. Akční plán o unii kapitálových trhů bude zveřejněn v druhé polovině roku 2015.