



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 27.3.2014
COM(2014) 168 final

SDĚLENÍ KOMISE RADĚ A EVROPSKÉMU PARLAMENTU

o dlouhodobém financování evropské ekonomiky

{SWD(2014) 105 final}

1. Úvod

1.1 Hospodářské souvislosti

Hospodářská a finanční krize ovlivnila schopnost finančního sektoru směřovat finanční prostředky do reálné ekonomiky, zejména na dlouhodobé investice. Silná závislost na bankovním zprostředkování ve spojení se snižováním páky ze strany bank a s nižší důvěrou investorů omezila financování pro všechna hospodářská odvětví. Unie jednala s odhodláním tyto tendence zvrátit a obnovit podmínky pro udržitelný růst a investice. Veřejné finance byly konsolidovány a byly zavedeny postupy pro lepší koordinaci rozpočtové a hospodářské politiky. ECB podnikla rozhodné kroky k obnovení důvěry v trhy a vytváření bankovní unie pomáhá snížit finanční roztržičnost a obnovit důvěru v eurozónu.

Využití těchto zlepšení vyžaduje dlouhodobé investice, které mohou podpořit inteligentní, udržitelný a inkluzivní růst. Aby bylo zajištěno udržení Evropy na cestě udržitelného růstu, bude mít zásadní význam schopnost finančního systému směřovat finanční prostředky na dlouhodobé investice.

1.2 Potřeba dlouhodobého financování

Dlouhodobé financování vykazuje určité klíčové znaky¹:

- financuje *produktivní* činnosti, které podporují růst snižováním nákladů, diverzifikací výrobních prostředků a vytvářením pracovních příležitostí inteligentním a udržitelným způsobem podporujícím začlenění;
- je *vytrvalé*, jelikož investoři berou v úvahu dlouhodobou výkonnost a rizika svých investic místo krátkodobých výkyvů ceny. Tato dlouhodobá perspektiva působí proticyklicky a podporuje finanční stabilitu;
- je *angažované*, jelikož investoři ve svých investičních strategiích přihlížejí k dlouhodobějším aspektům, jako jsou záležitosti v oblasti životního prostředí, v sociální oblasti a v oblasti řízení.

Infrastruktura a malé a střední podniky zásadním způsobem přispívají k udržitelnému růstu. Kvalitní infrastruktura zvyšuje produktivitu ostatních odvětví hospodářství, umožňuje růst a usnadňuje propojení vnitřního trhu. Investice potřebné pro dopravní, energetické a telekomunikační infrastrukturní síť celounijního významu se v období do roku 2020 odhadují na 1 bilion EUR². Významné investice budou zapotřebí rovněž v oblasti lidského kapitálu³, výzkumu a vývoje, nových technologií a inovací v rámci strategie Evropa 2020 a klimatického a energetického balíčku do roku 2030⁴.

Na malé a střední podniky připadají přibližně dvě třetiny pracovních míst a téměř 60 % přidané hodnoty v EU. Tyto podniky významně přispívají k růstu HDP, a to vzhledem ke svému celkovému významu a rovněž ke schopnosti inovovat, růst a vytvářet pracovní příležitosti.

¹ Pojmy, které OECD uvedla v dokumentu s názvem „Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies“, 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Nástroj pro propojení Evropy: 500 miliard EUR v oblasti dopravy, 200 miliard EUR v oblasti energetiky a 270 miliard EUR v oblasti rychlých širokopásmových sítí (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

³ Viz balíček iniciativ pro sociální investice, COM(2013) 83 ze dne 20.2.2013.

⁴ Sdělení o rámci politiky v oblasti klimatu a energetiky v období 2020–2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

Ovzduší nejistoty a neochoty podstupovat riziko, které vytvořila hospodářská a finanční krize, ovlivňuje poptávku po financování i jeho nabídku. Na straně poptávky to dokládá nižší poptávka ze strany malých a středních podniků, partnerství veřejného a soukromého sektoru a jiných investičních projektů, které vyžadují dlouhodobé financování, což vede k neoptimální úrovni dlouhodobých investic a financování. Na straně nabídky zvýšila krize neochotu podstupovat riziko mající za následek upřednostňování likvidity, což společně se snižováním páky ze strany bank ovlivnilo schopnost hospodářství samofinancovat se s dlouhou dobou splatnosti. Neoptimální úroveň dlouhodobého financování odráží rovněž selhání trhu a neefektivnost ve zprostředkovatelském řetězci⁵.

Řešení těchto problémů představuje pro Evropu prioritu. Schopnost hospodářství poskytovat dlouhodobé financování a posílit konkurenceschopnost evropského hospodářství a průmyslu závisí na jeho schopnosti směřovat úspory prostřednictvím otevřeného, bezpečného a konkurenceschopného finančního sektoru. Za tímto účelem je nezbytná právní jistota a důvěra investorů.

1.3 Zelená kniha a veřejné konzultace o dlouhodobém financování

Dne 25. března 2013 přijala Evropská komise zelenou knihu o dlouhodobém financování, která iniciovala rozsáhlou diskusi o různých faktorech, jež ovlivňují schopnost evropského hospodářství přilákat finanční prostředky, které jsou nezbytné k zachování a urychlení jeho oživení. Cílem dokumentu bylo přezkoumat, jak by bylo možno úspory vlád, podniků a domácností lépe nasměrovat na uspokojení potřeb dlouhodobého financování.

Konzultace k zelené knize byly zúčastněnými stranami přijaty velmi kladně a obdrženo bylo 292 odpovědí ze všech segmentů hospodářství⁶. Velká většina zúčastněných stran souhlasila s tím, že je nutné rozšířit zdroje dlouhodobého financování v Evropě, a současně uznala významnou úlohu, kterou budou hrát i nadále banky, zejména pro malé a střední podniky. Ačkoli bylo zdůrazněno, že je velmi důležité náležitě vymezené a stabilní regulační prostředí, mnoho zúčastněných stran požadovalo rovněž lepší nastavení reformy regulace, aby se zohlednily cíle dlouhodobého financování.

1.4 Jiné evropské a mezinárodní politické iniciativy

Diskuse o dlouhodobém financování se odrazila na evropské a mezinárodní úrovni. Hospodářský a finanční výbor zřídil odbornou skupinu na vysoké úrovni, která v prosinci 2013 zveřejnila svou zprávu⁷ zaměřenou na malé a střední podniky a infrastrukturu. Evropský parlament přijal dne 26. února 2014 usnesení⁸ o dlouhodobém financování evropského hospodářství. Toto usnesení zahrnuje mnoho otázek, jichž se týká toto sdělení.

Na mezinárodní úrovni schválila skupina G20 v září 2013 pracovní plán pro financování investic⁹ a zřídila pracovní skupinu, která se má blíže zabývat dlouhodobými financemi. OECD vyvinula zásady na vysoké úrovni určené institucionálním investorům podílejícím se na dlouhodobém financování¹⁰.

⁵ Pokud jde o podrobné vysvětlení, viz pracovní dokument útvarů Komise připojený k zelené knize o dlouhodobém financování: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

⁶ Podrobné shrnutí odpovědí a rovněž odpovědi bez důvěrných údajů jsou k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

⁸ [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175\(INI\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175(INI)&l=en).

⁹ Viz <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>.

¹⁰ Viz <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>.

V tomto kontextu a v návaznosti na konzultace k zelené knize předkládá toto sdělení řadu konkrétních opatření. Rozvoj a diverzifikace způsobu financování dlouhodobých investic představuje složitý úkol, který má několik rovin bez jedné zásadní akce nebo „záračného řešení“, nýbrž s celou škálou reakcí a iniciativ. Opatření navrhovaná v tomto sdělení se zaměřují na i) uvolnění soukromých zdrojů dlouhodobého financování, ii) lepší využívání veřejných financí, iii) rozvoj kapitálových trhů, iv) zlepšení přístupu malých a středních podniků k financování, v) přilákání soukromých financí do infrastruktury a vi) zlepšení celkového prostředí pro udržitelné finance.

Společně s tímto sdělením Komise předkládá rovněž:

- návrh na revizi směrnice o institucích zaměstnaneckého penzijního pojištění (IORP) s cílem podpořit další rozvoj zaměstnaneckého penzijního pojištění, důležité kategorie dlouhodobého institucionálního investora v EU;
- sdělení o skupinovém financování („crowdfunding“), rostoucím zdroji financování pro malé a střední podniky.

2. UVOLNĚNÍ SOUKROMÝCH ZDROJŮ DLOUHODOBÉHO FINANCOVÁNÍ

Zásadní význam má podpora odpovědného poskytování bankovních úvěrů a posílení nebankovních zdrojů financování, jako jsou institucionální investoři, včetně pojišťoven, penzijních fondů, tradičních nebo alternativních investičních fondů, státních fondů nebo nadací: zatímco banky budou i nadále hrát významnou úlohu, diverzifikace financování je důležitá v krátkodobém horizontu k zlepšení dostupnosti financování i v dlouhodobém horizontu s cílem pomoci evropskému hospodářství lépe přestát budoucí krizi.

Banky

Podle nařízení o kapitálových požadavcích (CRR) a směrnice o kapitálových požadavcích (CRD IV)¹¹, jež jsou použitelné od ledna 2014, musí banky držet vyšší úroveň kapitálu, což zvyšuje jejich schopnost absorbovat případné ztráty. Přiměřenost požadavků nařízení CRR s ohledem na dlouhodobé financování posoudí Komise ve dvou fázích, v roce 2014 a 2015.

Na banky se budou vztahovat rovněž nové požadavky týkající se řízení likvidity, jež jim umožní absorbovat nenadálé likviditní šoky. Ačkoli by to mělo vzbuzovat větší důvěru ve finanční systém, tvrdí se, že zpřísněná pravidla týkající se likvidity mohou mít dopad na schopnost bank poskytovat úvěry s dlouhou dobou splatnosti. Zavedení ukazatele krytí likvidity (LCR, ukazatel likvidity v horizontu jednoho měsíce) v Evropě a stávající mezinárodní diskuse o definici ukazatele čistého stabilního financování (NSFR, ukazatel likvidity v horizontu jednoho roku) musí nalézt správnou rovnováhu mezi zvýšením odolnosti bankovního sektoru vůči likviditním šokům a zabráněním nadměrnému omezení transformace splatnosti, které by odrazovalo od dlouhodobého financování¹². V nařízení CRR je stanoveno postupné zavádění ukazatele LCR a současně se předpokládá dlouhé období sledování před předložením případného legislativního návrhu týkajícího se ukazatele NSFR.

Zásadním prvkem obnovení důvěry ve finanční sektor a snížení stávající roztržičnosti trhu, která nepříznivě ovlivňuje zejména financování malých a středních podniků, jsou reformy

¹¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES.

¹² Srov. 100. bod odůvodnění nařízení č. 575/2013.

bankovníctví, a zejména bankovní unie. Jakmile budou tyto reformy dokončeny, dlužníci a investoři budou mít prospěch z většího, hlubšího, lépe regulovaného a kontrolovaného trhu.

Důležitý je rovněž nedávný návrh týkající se strukturální reformy evropského bankovníctví¹³, jelikož usiluje o zajištění hlavních finančních činností, jako je poskytování úvěrů ekonomice, a to oddělením těchto činností od rizikových obchodních činností. To by rovněž omezilo stávající křížové subvencování obchodních činností vklady, a zvýšilo tudíž pobídky pro banky, aby poskytovaly úvěry reálné ekonomice.

Opatření

- Komise vypracuje zprávy o přiměřenosti požadavků nařízení CRR ve vztahu k dlouhodobému financování, a to v roce 2014¹⁴ a 2015¹⁵.
- Při přípravě aktu v přenesené pravomoci týkajícího se ukazatele LCR¹⁶ (který se očekává v prvním pololetí roku 2014) a konečném nastavení ukazatele NSFR¹⁷ přihlédně Komise co nejvíce k potřebě nepatříčně neomezit dlouhodobé financování poskytované bankami. Mimoto je třeba plně využít výhodu plynoucí z období monitorování stanoveného v nařízení CRR s cílem korigovat a odstranit možné nezamýšlené dopady nových pravidel týkajících se likvidity na dlouhodobé investice.

Pojišťovny

Institucionální investoři jako pojišťovny jsou vhodnými poskytovateli dlouhodobého financování. Ačkoli investice institucionálních investorů do méně likvidních aktiv, jako je infrastruktura, jsou omezené, hledání vyšších výnosů v prostředí s nízkými úrokovými sazbami zvyšuje jejich ochotu do těchto aktiv investovat.

Režim Solventnost II¹⁸, který bude použitelný ode dne 1. ledna 2016, zruší určité překážky investic, zejména u méně likvidních tříd aktiv, jež v současnosti v členských státech existují. Pojistitelé budou moci investovat do jakéhokoli druhu aktiv s výhradou zásady obezřetného jednání, přičemž by měli být schopni rizika spojená s těmito aktivy „řádně určit, měřit, sledovat, řídit, kontrolovat a podávat o nich zprávy“¹⁹.

Tvrdí se, že posílení kapitálových požadavků s cílem zachytit všechna vyčíslitelná rizika, včetně tržního rizika (jež nebylo v předchozím právním režimu Solventnost I bráno v potaz), může ovlivnit investiční chování a dlouhodobý výhled pojistitelů coby institucionálních investorů²⁰. Z tohoto důvodu Komise v září 2012 požádala Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA), aby přezkoumal, zda nastavení a forma kapitálových požadavků vyžadují úpravu, aniž by byla ohrožena účinnost režimu z hlediska obezřetnosti, zejména u investic do infrastruktury, malých a středních podniků a sociálních podniků (včetně sekuritizace dluhu za tímto účelem). Analýza orgánu EIOPA byla

¹³ COM(2014) 43.

¹⁴ Článek 505: Komise podá do 31. prosince 2014 Evropskému parlamentu a Radě zprávu „o přiměřenosti požadavků tohoto nařízení s ohledem na potřebu zajistit odpovídající úroveň financování pro všechny formy dlouhodobého financování hospodářství, včetně rozhodujících infrastrukturních projektů v Unii v oblasti dopravy, energetiky a komunikací“.

¹⁵ Článek 516: Do 31. prosince 2015 podá Komise zprávu o dopadu tohoto nařízení na vznik pobídek k dlouhodobým investicím do infrastruktury podporující růst.

¹⁶ Článek 460 nařízení CRR.

¹⁷ Čl. 510 odst. 3 nařízení CRR.

¹⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES ze dne 25. listopadu 2009 o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solventnost II).

¹⁹ Článek 132 směrnice Solventnost II.

²⁰ Kapitálové požadavky jsou pouze jedním faktorem ovlivňujícím investiční rozhodnutí spolu s daňovými režimy, účetními pravidly nebo nedostatečnými zkušenostmi pojistitelů s méně likvidními aktivy.

předložena v prosinci 2013²¹. V této analýze jsou doporučena kritéria pro stanovení kvalitní sekuritizace a je navrženo příznivější zacházení s těmito nástroji prostřednictvím snížení příslušných zátěžových faktorů²². To je důležitý krok v rámci širšího programu podpory udržitelných sekuritizačních trhů (viz oddíl 4 týkající se sekuritizace). Komise vezme nejnovější zprávu orgánu EIOPA v úvahu při vypracovávání příslušných aktů v přenesené pravomoci týkajících se režimu Solventnost II, včetně možných úprav zacházení s jinými třídami aktiv než se sekuritizací (infrastruktura, malé a střední podniky a sociální podniky), jak je stanoveno v původním pověření orgánu EIOPA.

Směrnice Omnibus II²³ zavede do režimu Solventnost II opatření, která mají výslovně posílit stávající pobídky k sladění dlouhodobých závazků s dlouhodobými aktivy a k držení těchto aktiv do doby splatnosti. Seznam aktiv způsobilých pro použití kongruenční prémie se rozšířil tak, aby zahrnoval klíčové dlouhodobé investice, jako jsou dluhopisy na infrastrukturní projekty.

Opatření

- Nejpozději v září 2014 hodlá Komise přijmout akt v přenesené pravomoci týkající se režimu Solventnost II, včetně řady pobídek k podpoře dlouhodobého investování ze strany pojistitelů.

Penzijní fondy

Penzijní fondy jsou institucionálními investory s dlouhodobými závazky. Jako takové jsou schopny být „vytrvalými“ investory. Komise vítá, že se penzijní fondy v rostoucí míře zaměřují na alternativní investice, jako je soukromý vlastní kapitál a infrastruktura, s cílem diverzifikovat portfolia a zajistit vyšší výnosy²⁴. Návrh IORP 2, který byl dnes přijat, by mohl přispět k dlouhodobějším investicím zaměstnaneckých penzijních fondů, neboť omezuje možnosti členských států zavést omezení na určité druhy dlouhodobých investic.

Kromě zaměstnaneckých penzijních fondů mohou dlouhodobé investice podpořit rovněž osobní penzijní produkty. V listopadu 2012 Komise vyzvala orgán EIOPA, aby vypracoval technická doporučení k rozvoji celounijního rámce pro činnosti a dohled v oblasti osobních penzijních produktů²⁵. To bude představovat příležitost k uvolnění většího objemu úspor na financování dlouhodobých investic, což posílí přiměřenost důchodových příjmů i hospodářský růst. Orgán EIOPA byl požádán, aby uvažil nejméně dva přístupy: i) vypracování společných pravidel, která umožní přeshraniční činnost systémů osobního

²¹ Viz https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.

²² Na rozdíl od bankovního sektoru závisí kapitálové požadavky na rizikovém profilu každého pojistitele a jsou mnohem nižší než zátěžové faktory, jelikož výpočet není založen čistě na faktorech. Kapitálové požadavky odpovídají potenciálním ztrátám pojistitelů v situaci obtížných podmínek na trhu, a to po zohlednění řady zmírňujících faktorů, které jsou specifické pro každého pojistitele (snížení budoucích bonusů pro pojistníky, odložené slevy na dani, zajištění, diverzifikace s jinými zdroji rizik atd.). Na základě nejnovějších celoevropských studií o kvantitativních dopadech Komise odhaduje, že kapitálové požadavky k tržnímu riziku u typického pojistitele poskytujícího životní pojištění s dlouhodobými závazky jsou dva- až třikrát nižší než zátěžové faktory u jednotlivých druhů investic.

²³ Směrnice navržena v roce 2011 (KOM(2011) 8) za účelem přizpůsobení režimu Solventnost II novému rámci pro provedení opatření, která zavedla Lisabonská smlouva, a zřízení orgánu EIOPA.

²⁴ Podíl jejich aktiv přidělených na tyto investice je však i nadále omezený, zejména v případě infrastruktury. Nedávný průzkum OECD u 86 velkých penzijních fondů a veřejných penzijních rezervních fondů (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) například zjistil, že pouze 1 % jejich aktiv bylo vloženo do investic nekotovaných společností do infrastruktury a 12–15 % bylo vloženo do jiných alternativních investic (zbývající část aktiv byla investována do pevného výnosu, hotovosti a kotovaných akcií).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf.

penzijního pojištění, nebo ii) rozvoj 29. režimu, kdy pravidla EU nenahrazují vnitrostátní pravidla, nýbrž představují jejich alternativu. Orgán EIOPA předložil předběžnou zprávu o osobních penzijních produktech v únoru 2014.

Opatření

- Ve druhém pololetí roku 2014 předloží útvary Komise orgánu EIOPA komplexní žádost o doporučení s cílem vytvořit jednotný trh pro osobní penzijní produkty, a případně tak uvolnit větší objem úspor v oblasti osobního penzijního pojištění na dlouhodobé financování.

Soukromé spořicí účty

Zelená kniha získala podporu některých zúčastněných stran, pokud jde o přezkoumání možností zvýšení přeshraničních toků úspor, včetně zavedením spořicího účtu EU, který poskytne standardizovaný rámec s cílem podnítit střadatele, aby přispívali k dlouhodobému financování. V tomto procesu by byly nejprve posouzeny modely jednotlivých členských států a uváženy aspekty, jako je výše odměny, státní ochrana vkladů, doplňkovost se stávajícími vnitrostátními systémy, shromažďování finančních prostředků a kritéria pro poskytování úvěrů.

Opatření

- Do konce roku 2014 provedou útvary Komise studii týkající se možného selhání trhu a jiných nedostatků, pokud jde o přeshraniční toky úspor, včetně přehledu vnitrostátních modelů spořicího účtu a posouzení možnosti zavedení spořicího účtu EU.

3. LEPŠÍ VYUŽÍVÁNÍ VEŘEJNÝCH FINANČÍ

Veřejný sektor zásadním způsobem přispívá k tvorbě hrubého kapitálu ve formě hmotných a nehmotných investic. Je zapotřebí úsilí k zajištění transparentnějšího a účinnějšího využívání veřejných finančních prostředků s cílem maximalizovat návratnost veřejných investic, jejich příspěvek k růstu a jejich schopnost zvýšit soukromé investice. Komise bude prostřednictvím evropského semestru nadále sledovat fiskální politiky EU-28, včetně kvality veřejných výdajů a dodržování postupu při nadměrném schodku. Mimoto je zapotřebí široké zaměření, v jehož rámci se bude věnovat pozornost rovněž činnostem vnitrostátních podpůrných bank a exportních úvěrových agentur.

Vnitrostátní podpůrné banky

Důležitou úlohu při urychlování dlouhodobého financování hrají vnitrostátní a regionální podpůrné banky spolu s EIB/EIF a jinými mezinárodními rozvojovými bankami, jako je EBRD. V posledních letech tyto banky zvýšily svou činnost a snaží se nahradit klesající bilanční sumy komerčních věřitelů. Vzhledem k stabilizaci ekonomické situace a omezené schopnosti těchto institucí poskytovat úvěry je nutné zaměřit se na selhání trhu a na operace s přidanou hodnotou. Během konzultací se požadovalo více společných iniciativ EU na vnitrostátní nebo mezinárodní úrovni a zjednodušení postupů, co se týká podpory spolupráce a součinnosti mezi rozpočtem EU a EIB/EIF, mezinárodními rozvojovými bankami a vnitrostátními podpůrnými bankami, většího zapojení vnitrostátních podpůrných bank do politik EU a jejich přístupu k finančním prostředkům EU. Politiky zahrnují externalitu v oblasti životního prostředí a klimatu, inovace a rozvoj sociálního a lidského kapitálu. Za důležitou se mimoto považovala otázka koordinace mezinárodních bank a vnitrostátních podpůrných bank s cílem optimalizovat součinnost a doplňkovost a zamezit překrývání úsilí a dvojímu financování.

Opatření

- V roce 2014 vydá Komise sdělení o podpůrných bankách, které bude obsahovat pokyny týkající se obecných zásad, řízení a transparentnosti jako hlavních faktorů k zajištění důvěry investorů a příznivých finančních podmínek, aspektů dohledu a regulace a úlohy vnitrostátních podpůrných bank při spoluinvestování a poskytování finančních prostředků z rozpočtu EU na podporu priorit evropské politiky do roku 2020 a posléze.
- Komise bude podporovat a sledovat spolupráci vnitrostátních podpůrných bank s EIB/EIF a případně jinými mezinárodními rozvojovými bankami, jak požadovala Evropská rada na zasedání v červnu 2013 a jak se vyžadovalo ve zprávě pro zasedání Rady v prosinci 2013.

Exportní úvěrové agentury

Exportní úvěrové agentury jsou s ohledem na dlouhodobé financování jak investory, tak i ručiteli / pojistiteli rizik. Jako takové by mohly hrát důležitou úlohu při podpoře přeshraničních investic v EU a rovněž podpoře vývozu kapitálových statků mimo EU. To je oblast, v níž má napětí s ohledem na riziko nesplacení státních dluhopisů bezprostřední dopad na dlouhodobé financování, zejména v případě dlouhodobých záruk.

Opatření

- Útvary Komise zveřejní zprávu o prosazování lepší koordinace a spolupráce mezi stávajícími vnitrostátními režimy vývozních úvěrů.

4. ROZVOJ EVROPSKÝCH KAPITÁLOVÝCH TRHŮ

V Evropě je zapotřebí politické úsilí o diverzifikaci nástrojů financování. Evropské kapitálové trhy jsou v průměru relativně nerozvinuté a v současnosti nejsou schopny nahradit nedostatek finančních prostředků způsobený snižováním páky ze strany bank. Vhodné finanční nástroje jsou nezbytné rovněž k tomu, aby finanční trhy mohly hrát aktivní a efektivní úlohu při směřování finančních prostředků na dlouhodobé investice. To zahrnuje inovativní finanční nástroje spojené s klíčovými výzvami souvisejícími s udržitelným růstem v Evropě, jako jsou dluhopisy na infrastrukturu, na iniciativy v oblasti ochrany klimatu a na projekty se sociálním dopadem (*viz oddíl 6*).

Akciové trhy a trhy s podnikovými dluhopisy

Financování prostřednictvím kapitálového trhu od začátku krize značně utrpělo, klesající tendence však existuje od 90. let minulého století. Počet primárních veřejných nabídek akcií v Evropě a USA se oproti počtům z období před rokem 1999 snížil přibližně pětikrát²⁶. Studie provedené v USA rovněž ukazují, že se doba do uvedení na veřejný trh zdvojnásobila, a to ze 4,8 roku počátkem 80. let minulého století na více než 9 let od roku 2007²⁷. I s přihlédnutím k cyklické povaze primárních veřejných nabídek akcií jsou tyto tendence znepokojivé, zejména co se týká tvorby pracovních míst, jelikož stejné studie z USA ukazují, že 92 % růstu společnosti lze připsat jejímu uvedení na veřejný trh. Vítanou iniciativu představuje zřízení

²⁶ Primární veřejné nabídky akcií se v případě Spojeného království, Německa, Francie, Itálie a Španělska snížily z přibližně 350 ročně v období mezi roky 1996 až 2000 na přibližně 70 ročně v období 2008–2012 (*viz pracovní dokument OECD „Making Stock Markets Work to Support Economic Growth“* http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Podobný pokles byl zaznamenán v USA, a to z 500 primárních veřejných nabídek akcií před rokem 1999 na přibližně 100 po roce 1999 (*viz* <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

²⁷ Viz <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>.

pracovní skupiny pro primární veřejné nabídky akcií, kterou založilo několik asociací na trhu²⁸ a která se bude těmito záležitostmi zabývat.

Emise podnikových dluhopisů využívají velké společnosti s ratingem, přičemž dluhopisy jsou vydávány s vysokými nominálními hodnotami a kupují je finanční instituce. Tento trh v posledních letech roste. Tyto nástroje však obvykle nejsou dostupné pro malé a střední podniky / společnosti se střední kapitalizací, ačkoli v minulých letech byla vytvořena řada trhů rovněž pro retailové dluhopisy, a to v Německu (BondM od roku 2010), Spojeném království (ORB od roku 2010), Francii (IBO od roku 2012) a Itálii (ExtraMOT PRO od roku 2013).

Navzdory těmto vnitrostátním iniciativám zůstávají evropské kapitálové trhy pro dluhopisy i akcie roztržité, nepřitažlivé pro malé a střední podniky a společnosti se střední kapitalizací, s nízkou úrovní přeshraničních investic do jiných cenných papírů než prvotřídních akcií. Přetrvávají významné překážky, jako jsou rozdílné právní předpisy o cenných papírech a úpadku.

Opatření

- Akt Komise v přenesené pravomoci stanovený ve směrnici o trzích finančních nástrojů (MiFID 2)²⁹ zajistí, aby požadavky vztahující se na trhy pro růst malých a středních podniků omezily na minimum administrativní zátěž emitentů na těchto trzích, přičemž současně zachovaly vysokou úroveň ochrany investorů. Tyto požadavky zahrnují minimální podíl emitentů z řad malých a středních podniků na těchto trzích, náležitá kritéria pro přijetí k obchodování, informace určené investorům a účetní výkaznictví.
- Útvary Komise provedou studii týkající se toho, zda jsou po zlepšení zajištěném směrnicí MiFID 2 u nekapitálových cenných papírů nezbytná další opatření, aby bylo možné vytvořit likvidní a transparentní sekundární trh pro obchodování s podnikovými dluhopisy v EU.
- Do konce roku 2015 posoudí Komise důsledky a dopady pravidel směrnice o prospektu³⁰. To bude zahrnovat zejména posouzení přiměřenosti režimu zveřejňování vztahujícího se na emitenty z řad malých a středních podniků a na společnosti s nižší tržní kapitalizací.
- Komise přezkoumá, zda by bylo možné vzhledem k zavedení rámce MiFID 2 rozšířit pravidla způsobilosti pro investice subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) na cenné papíry kotované na trzích pro růst malých a středních podniků, které vykazují určité znaky likvidity. Otázka, zda by měly mít rovněž evropské fondy dlouhodobých investic (ELTIF) možnost investovat do kotovaných malých a středních podniků, představuje záležitost, jež je v současnosti projednávána v rámci návrhu Komise týkajícího se evropských fondů

²⁸ Federace evropských burz cenných papírů (FESE), organizace European Issuers a Evropská asociace soukromého a rizikového kapitálu (EVCA). Viz <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

²⁹ Podle článku 35 směrnice Evropského parlamentu a Rady o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice 2004/39/ES (MiFID 2) v konečném kompromisním znění.

³⁰ Článek 4 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

dlouhodobých investic³¹. Návrh Komise již zahrnuje nekotované malé a střední podniky v rámci tříd aktiv, které budou způsobilé pro investice těchto fondů.

Sekuritizace

Sekuritizační transakce umožňují bankám refinancovat úvěry seskupením aktiv a jejich přeměnou na cenné papíry, které jsou přitažlivé pro institucionální investory. Z hlediska bank tyto transakce uvolňují kapitálové zdroje, zvyšují schopnost bank rozšířit úvěrovou činnost a financovat hospodářský růst. Institucionálním investorům nabízejí tyto cenné papíry (v případě dostatečné velikosti) možnost likvidních investic do tříd aktiv, do nichž neinvestují přímo, jako jsou malé a střední podniky nebo hypoteční úvěry.

V minulosti nebyly některé modely sekuritizace náležitě regulovány. Nedostatky těchto modelů byly včas zjištěny a v následné finanční reformě EU byly odstraněny. Od roku 2011 jsou v bankovním sektoru EU zavedeny požadavky na ponechání si rizika („spoluúčast“), které se rozšířily na všechna finanční odvětví. Povinnosti týkající se zveřejňování informací byly posíleny, aby mohli investoři náležitě porozumět nástrojům, do nichž investují.

Orgány provádějí mnoho konkrétních akcí s cílem zajistit standardizovanější a transparentnější sekuritizační transakce, a tím zvýšit důvěru investorů³². Orgány a agentury EU musí zvýšit svou spolupráci a rozvíjet součinnost, pokud jde například o standardizaci šablon pro podávání zpráv. K těmto cílům přispívají rovněž iniciativy vedené odvětvím, jako je uplatňování označování.

Navzdory těmto opatřením nebylo dosud zaznamenáno významné oživení tohoto trhu. Důvodem je do značné míry stigma, jež je dosud spojováno s těmito transakcemi a jejich regulačním ošetřením. Mnoho zúčastněných stran požadovalo rozlišování sekuritizovaných produktů pro účely obezřetnostního dohledu s cílem podpořit rozvoj udržitelných sekuritizačních trhů. Technická zpráva orgánu EIOPA pro režim Solventnost II a návrh Komise o strukturální reformě bankovníctví zavádějí rozlišení „vysoce“ kvalitních sekuritizovaných produktů.

Opatření

- Komise se bude zabývat rozlišením „vysoce“ kvalitních sekuritizovaných produktů k zajištění soudržnosti mezi finančními odvětvími a přezkoumání možného preferenčního regulačního zacházení, které je slučitelné s obezřetnostními zásadami. Komise uvaží zavedení tohoto přístupu v příslušných právních předpisech EU pro všechna finanční odvětví. Komise vezme zejména v úvahu možné budoucí zvýšení likvidity řady sekuritizovaných produktů po další diferenciaci a standardizaci.
- Komise bude spolupracovat s tvůrci mezinárodních norem, zejména Basilejským výborem a Mezinárodní organizací komisí pro cenné papíry (IOSCO), za účelem vypracování a zavedení celosvětových norem, zejména pokud jde o pravidla týkající se ponechání si rizika, norem kvality a transparentnosti k zajištění souladu a zamezení regulatorní arbitráži.

Kryté dluhopisy

Kryté dluhopisy představují běžný způsob využití kapitálových trhů k financování zajištěnému kvalitními aktivy. Zatímco investorům tyto nástroje přinášejí bezpečnost

³¹ Viz například návrh zprávy zpravodajky Evropského parlamentu Kratsa-Tsagaropoulou o návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských fondech dlouhodobých investic.

³² K hlavním iniciativám patří právní ustanovení v nařízení o ratingových agenturách, které vyžaduje, aby Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA) zřídil veřejnou internetovou stránku (CRA3, článek 8b), a centrální evropský datový sklad podporovaný ECB.

a likviditu v porovnání s prioritními nezajištěnými cennými papíry, emitentům poskytují výhody, jako je nákladově efektivní financování a diverzifikace financování. Ačkoli se na kryté dluhopisy vztahují různá pravidla EU, v současnosti neexistuje jednotný, harmonizovaný rámec. Některé členské státy nemají zavedeny zvláštní právní předpisy. K určitému sblížení však došlo po vypracování kritérií způsobilosti pro požadavky na preferenční kapitál v bankovním sektoru v obecně uznávané tržní normě³³.

Opatření

- Do konce roku 2014³⁴ přezkoumá Komise zacházení s krytými dluhopisy v nařízení CRR s cílem vytvořit základ pro integrovaný evropský trh s krytými dluhopisy. Přezkum posoudí úvěrovou kvalitu, způsobilý kolaterál a transparentnost. Mohl by prozkoumat rovněž posílení dohledu, vymahatelnost přednostních práv a aspekty oddělení majetku v případě úpadku.
- S přihlédnutím k zjištění výše popsaného přezkumu zahájí útvary Komise studii týkající se přínosů zavedení rámce EU pro kryté dluhopisy.

Soukromé investice

Soukromé investice mohou představovat alternativu bankovních úvěrů a veřejných emisí podnikových dluhopisů a potenciálně rozšířit dostupnost financování pro střední až velké nekotované společnosti a případně infrastrukturní projekty. Stávající regulační rámec soukromé investice umožňuje a některé členské státy již tyto trhy rozvinuly (např. trh „Schuldschein“ v Německu a „Euro PP“ ve Francii). U tohoto nástroje financování existuje rostoucí nabídka a poptávka, jak dokládá růst existujících trhů v EU a počet evropských emitentů s přístupem na trh se soukromými investicemi v USA³⁵.

Tento způsob investování se však zatím neprosadil v širším evropském měřítku. K důvodům patří nedostatek standardizované dokumentace a informací o úvěruschopnosti emitentů a nedostatečná likvidita na sekundárním trhu. Jelikož pro investory do těchto produktů jsou obzvláště důležité informace o návratnosti, byly jako překážky rozvoje širšího přeshraničního trhu se soukromými investicemi uváděny rovněž rozdíly v evropských právních předpisech o úpadku.

Opatření

- Útvary Komise provedou do konce roku 2014 studii s cílem zmapovat trhy se soukromými investicemi v Evropě v porovnání s jinými oblastmi/postupy, analyzovat hlavní faktory úspěchu a vypracovat politická doporučení, jak by bylo možno tento úspěch v EU zopakovat širěji. Posouzena budou rovněž potenciální rizika, jelikož trhy se soukromými investicemi jsou z podstaty věci méně transparentní než veřejné kapitálové trhy a jsou velmi nelikvidní. Studie bude vycházet z veřejných konzultací a posouzení dopadů, které byly provedeny v letech 2007–2008³⁶.

5. ZLEPŠENÍ PŘÍSTUPU MALÝCH A STŘEDNÍCH PODNIKŮ K FINANCOVÁNÍ

³³ Ustanovení obsažená ve směrnici o kapitálových požadavcích CRD z roku 2006 a nyní v nařízení CRR již vedla k významné harmonizaci, pokud jde o škálu způsobilých aktiv pro centrální banky. Co se týká transparentnosti, nařízení CRR již stanovilo minimální normu.

³⁴ Viz článek 503 nařízení CRR.

³⁵ V roce 2012 využilo 36 evropských společností (z toho 11 menších společností s příjmy nižšími než 500 milionů USD) trh se soukromými investicemi v USA s částkou ve výši téměř 20 miliard USD. Viz <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>.

³⁶ Viz http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

Obzvláštní závislost malých a středních podniků na bankovním financování znamená, že během krize byly nejvíce postiženy právě tyto podniky. Tyto podniky dosud pokládají za problematické získat úvěry, zejména v periferních ekonomikách, a to částečně kvůli roztržitosti bankovního sektoru³⁷.

Hlavní otázkou při financování malých a středních podniků je usnadnění přechodu z počáteční fáze malého nebo středního podniku ke společnosti se střední kapitalizací, tj. přechod přes tzv. „financování růstu“. S tím, jak postupují životním cyklem, využívají malé a střední podniky kombinaci zdrojů financování, včetně bankovních úvěrů a vnějších investic do jejich vlastního kapitálu prostřednictvím „business angels“, rizikového kapitálu, fondů soukromého kapitálu a kapitálových trhů. Malé a střední podniky často považují za problematický přechod od jedné kombinace zdrojů financování k jiné. Mezi jednotlivými fázemi růstu společnosti čelí „mezeře ve financování“ a „mezeře ve vzdělání“. Toto se objevuje především v počáteční fázi a ve fázi růstu, částečně kvůli omezenému financování rizikového kapitálu v Evropě.

V roce 2011 přijala Komise akční plán pro financování malých a středních podniků. Mnoho opatření již bylo provedeno, včetně regulačních opatření, finančních programů a usnadňujících iniciativ. Přehled provádění akčního plánu je uveden v pracovním dokumentu útvarů Komise, který je připojen k tomuto sdělení. Některá z těchto opatření dosud probíhají, například iniciativy, které mají odstranit mezery ve vzdělání a informacích u malých a středních podniků prostřednictvím Enterprise Europe Network. Budoucí síť, která začne fungovat v roce 2015³⁸, bude malým a středním podnikům poskytovat rozsáhlejší poradenství a pomoc s ohledem na přístup k financování a bude úzce spolupracovat s ostatními místními poskytovateli služeb, jako jsou finanční zprostředkovatelé a účetní. Na vnitrostátní úrovni byly vyvinuty rovněž různé poradenské programy, většinou s cílem připravit malé a střední podniky na vstup na kapitálové trhy (např. program ELITE, který vypracovala Borsa Italiana)³⁹.

Problémem, který je často uváděn jako překážka, jež malé a střední podniky činí tradičně závislejšími na financování místními bankami, je nedostatek přiměřených, srovnatelných, spolehlivých a snadno dostupných úvěrových informací o malých a středních podnicích. V listopadu 2013 uspořádala Komise workshop se širokou škálou zúčastněných stran s cílem projednat soukromé a veřejné vnitrostátní postupy a nové iniciativy za účelem nalezení způsobu, jak informace o malých a středních podnicích zlepšit. Workshop potvrdil, že v EU existují jednoznačné překážky přístupu investorů a poskytovatelů financí ke spolehlivým, dostupným a srovnatelným informacím o malých a středních podnicích. Tyto překážky jsou částečně způsobeny velkými rozdíly mezi členskými státy, pokud jde o míru veřejných informací a jejich zveřejňování, především kvůli podobě vnitrostátních právních rámců.

Opatření

- Útvary Komise v roce 2014 zmapují právní předpisy a postupy EU a jednotlivých členských států, které ovlivňují dostupnost úvěrových informací o malých a středních

³⁷ Viz průzkum ECB o přístupu malých a středních podniků k financování v eurozóně, duben 2013 až září 2013 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Částku v plné výši obdrželo pouze 33 % malých a středních podniků, které požádaly o úvěr v Řecku, a pouze 50 % ve Španělsku a Itálii (v porovnání s průměrně 65 % v eurozóně a 87 % v Německu). Některé údaje se však pomalu zlepšují: 60 % malých a středních podniků v Irsku uvádí plný úspěch při získávání úvěru v porovnání s 30 % v předchozích šesti měsících, přičemž ve Španělsku se tento poměr rovněž zvýšil ze 40 % na 50 %.

³⁸ Viz nedávná výzva Komise k předkládání návrhů (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_cs.htm).

³⁹ Viz <http://elite.borsaitaliana.it/en>.

podnicích, s cílem uvážít možné přístupy EU k odvětví úvěrového hodnocení a posoudit možnost harmonizace / zlepšení srovnatelnosti údajů o malých a středních podnicích v EU.

- Útvary Komise oživí dialog mezi bankami a malými a středními podniky s cílem zlepšit finanční gramotnost malých a středních podniků, zejména na základě zpětné vazby bank o žádostech o úvěr. Útvary Komise také posoudí osvědčené postupy, jak malým a středním podnikům pomoci při vstupu na kapitálové trhy.

6. PŘILÁKÁNÍ SOUKROMÝCH FINANČÍ DO INFRASTRUKTURY K PROVEDENÍ STRATEGIE EVROPA 2020

Investice do infrastruktury byly původně zaměřeny většinou na velké kapitálové projekty, jako jsou silniční a železniční sítě, energetická vedení a přenosové soustavy a vnitrostátní telekomunikační vedení. Nový přístup, který byl v rámci Nástroje pro propojení Evropy a evropských strukturálních a investičních fondů (ESIF) zachován, klade důraz na udržitelnost, energetickou účinnost, inovace, interoperabilitu a propojení v multimodální evropské infrastruktuře. To znamená přechod na železniční dopravu a inteligentní řízení provozu v odvětví dopravy a na nízkouhlíkovou výrobu elektrické energie a energetickou náročnost budov a propojení v odvětví energetiky a IKT.

Iniciativu EU pro projektové dluhopisy⁴⁰ mnoho zúčastněných stran vyzdvihlo jako pozitivní příklad přilákání soukromého kapitálu do infrastrukturních projektů: útvary Komise posuzují řadu zlepšení iniciativy projektových dluhopisů a možné rozšíření řešení v podobě projektových dluhopisů na jiná odvětví infrastruktury, včetně udržitelné dopravy, výroby energie z obnovitelných zdrojů a inteligentních sítí. Zejména by mohly být prozkoumány praktické aspekty možných příspěvků z fondů ESIF v souladu s příslušnými předpisy.

V této souvislosti bude Komise veřejné zadavatele z celé EU vybízet, aby při provádění infrastrukturních projektů uvážili účast soukromého sektoru, je-li to ekonomicky výhodné; bude orgány vybízet rovněž k provádění analýzy celého životního cyklu a efektivnosti vynaložených prostředků a podporovat nabídky založené na širší škále možností financování, zcela v souladu s nedávnými změnami směrnic o zadávání veřejných zakázek. Rovněž zlepšení dostupnosti transparentních informací a údajů o nových projektech partnerství veřejného a soukromého sektoru by mohlo k evropským projektům přilákat institucionální investory.

Navzdory významu investic do infrastruktury existuje velmi málo konzistentních celoevropských údajů o výkonnosti úvěrů na infrastrukturu. Nedostatek údajů vyzdvihl orgán EIOPA ve své zprávě pro Komisi z prosince 2013 jako překážku, která znemožňuje provedení potřebné analýzy, aby bylo možno doporučit u infrastruktury nižší nastavení kapitálových požadavků.

Infrastruktura je rozsáhlá, a vzorky jsou proto menší než u obvyklých úvěrů pro podniky. Údaje představují často informace pro vnitřní potřebu bank a poskytovatelů vlastního kapitálu a vztahují se na ně přísná ustanovení o důvěrnosti. Zpřístupnění těchto údajů širšímu trhu by nejenže rozšířilo základnu institucionálních investorů, nýbrž by regulačním orgánům pomohlo přezkoumat přínosy specifického obezřetnostního režimu u investic do infrastruktury.

Opatření

⁴⁰ Iniciativa projektových dluhopisů je nástroj pro sdílení rizik, který vytvořila Komise a EIB s cílem umožnit projektovým společnostem vydávat projektové dluhopisy, které jsou přitažlivé pro investory na kapitálových trzích s dluhovými nástroji v odvětvích transevropských dopravních sítí (TEN-T), transevropských energetických sítí (TEN-E) a telekomunikačních a širokopásmových sítí.

- V roce 2014 posoudí útvary Komise možnost dobrovolného zpřístupnění (pokud možno prostřednictvím jednoho portálu) existujících informací o plánech a projektech vnitrostátních, regionálních a obecních orgánů týkajících se investic do infrastruktury.
- V roce 2014 vyhodnotí útvary Komise proveditelnost a praktická opatření týkající se sběru a případně zpřístupnění zevrubných a standardizovaných statistických údajů o úvěrech na infrastrukturu prostřednictvím jednotného místa přístupu. Tento proces by podpořil práci již vykonanou v rámci Rady pro finanční stabilitu a v kontextu G-20 a mohla by se ho zúčastnit EIB, EBRD, vnitrostátní podpůrné banky a institucionální investoři.

7. ZLEPŠENÍ ŠIRŠÍHO RÁMCE PRO UDRŽITELNÉ FINANCE

Schopnost hospodářství směřovat finanční prostředky na dlouhodobé financování závisí rovněž na řadě průřezových faktorů, včetně správy a řízení společností, účetnictví a daňového a právního prostředí. Celkové podnikatelské a regulační prostředí je důležité pro vnitrostátní i přeshraniční investice.

Správa a řízení společností

Důležitou úlohu v dlouhodobém financování může hrát způsob, jakým jsou aktiva spravována, pokud jde o sladění pobídek určených pro institucionální investory, správce aktiv a společnosti k upřednostňování dlouhodobých strategií a o zmírnění problémů týkajících se krátkodobé orientace, spekulací a zprostředkovatelských vztahů.

Mnoho zúčastněných stran a rovněž vysoký počet empirických studií a zpráv vyzdvihuje možné přínosy finanční účasti zaměstnanců a vlastnictví zaměstnaneckých akcií z hlediska vyšší produktivity a konkurenceschopnosti na straně jedné a motivace a udržení zaměstnanců na straně druhé. Tyto programy rovněž zajišťují dlouhodobě orientované a angažované akcionáře.

Existují přesvědčivé důkazy o významu záležitostí v oblasti životního prostředí, v sociální oblasti a v oblasti správy a řízení pro dlouhodoběji udržitelnou výkonnost společností a investory zajímající se o tyto otázky. Komise již připravila řadu iniciativ k zvýšení transparentnosti společností, například návrh týkající se podávání zpráv o nefinančních informacích⁴¹. Pouze malý počet investorů však bere záležitosti v oblasti životního prostředí, v sociální oblasti a v oblasti správy a řízení v úvahu při vytváření portfolií a někteří investoři se dokonce domnívají, že by začlenění těchto faktorů bylo v rozporu s jejich fiduciární povinností maximalizovat výnosy pro příjemce.

Opatření

- Komise zváží předložení návrhu na revizi směrnice o právech akcionářů s cílem lépe sladit dlouhodobé zájmy institucionálních investorů, správců aktiv a společností.
- Na základě pilotního projektu Evropského parlamentu „Podpora zaměstnaneckého vlastnictví a účasti zaměstnanců“ posoudí Komise v roce 2014 vlastnictví zaměstnaneckých akcií v EU s cílem určit problémy při přeshraničním uplatňování programů finanční účasti zaměstnanců a vlastnictví zaměstnaneckých akcií a vypracovat možná opatření EU na podporu finanční účasti zaměstnanců, a zejména vlastnictví zaměstnaneckých akcií.
- Komise zváží vydání doporučení s cílem zvýšit kvalitu zpráv o řízení a správě společností, zprávu o pobídkách pro institucionální investory a správce aktiv k lepšímu zohledňování informací o životním prostředí (např. uhlíkové stopy a

⁴¹ COM(2013) 207.

rizicích v oblasti klimatu), o sociální oblasti a o řízení a správě v jejich investičních rozhodnutích a studii týkající se fiduciárních povinností a udržitelnosti.

Účetní standardy

Zelená kniha zkoumala otázku zajištění rovnováhy mezi přesností informací pro investory a dostatečnou motivací pro držbu a správu dlouhodobých investic. V této souvislosti kritizovala řada zúčastněných stran účtování v reálných hodnotách vzhledem k zavedení nestability trhu do finančních výkazů, a tudíž zvýhodnění krátkodobého chování. Mnoho respondentů se vyjádřilo k významu koncepčního rámce rady IASB pro zajištění toho, aby byly budoucí účetní standardy vypracovávány způsobem, který nepoškozuje dlouhodobé investice. Respondenti poukázali rovněž na probíhající práci IASB na přezkumu účtování o finančních nástrojích (IFRS 9).

V současnosti je posuzováno nařízení o mezinárodních účetních standardech (IAS) z roku 2002, včetně s ohledem na to, zda jsou kritéria pro schválení stanovená v roce 2002 dosud vhodná a dostatečně spolehlivá pro současnou Evropu i do budoucna⁴².

V tomto ohledu hrají důležitou úlohu účetní pravidla uplatňovaná u malých a středních podniků. Mnoho zúčastněných stran požadovalo pro kotované malé a střední podniky zjednodušenou verzi úplného souboru standardů IFRS, které jsou použitelné na všechny kotované společnosti, přičemž současně uznalo, že k zachování důvěry investorů jsou zapotřebí důkladné standardy⁴³. Pro přeshraniční skupiny by mohl být mimoto užitečný úplný samostatný účetní rámec pro malé a střední podniky. V současnosti se na nekotované malé a střední podniky vztahují vnitrostátní účetní pravidla založená na nedávno revidované účetní směrnici EU, která stanoví společné základní zásady, jež musí členské státy uplatňovat při navrhování svých vnitrostátních účetních rámců pro malé a střední podniky (*viz pracovní dokument útvarů Komise*).

Opatření

- Při schvalování revidovaného standardu IFRS 9 Komise uváží, zda je použití reálné hodnoty v tomto standardu vhodné, zejména s ohledem na obchodní modely dlouhodobého investování.
- Komise vyzve radu IASB, aby náležitě uvážila dopad svých rozhodnutí na investiční horizont investorů, a to jak u konkrétních příslušných projektů, tak při vypracovávání koncepčního rámce, a věnovala zvláštní pozornost opětovnému zavedení pojmu obezřetnost.
- Při hodnocení nařízení o IAS útvary Komise v průběhu roku 2014 přezkoumají spolu se zúčastněnými stranami vhodnost kritérií pro schválení, a to s přihlédnutím k potřebám dlouhodobého financování v Evropě.
- V roce 2014 zahájí útvary Komise konzultace s cílem přezkoumat i) opodstatněnost zjednodušeného účetního standardu pro konsolidované účetní závěrky kotovaných malých a středních podniků a ii) vhodnost úplného samostatného účetního standardu pro nekotované malé a střední podniky, který doplňuje účetní směrnici.

⁴² Viz zpráva Philippa Maystadta s názvem „Should IFRS Standards be More European?“, http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁴³ Rada pro mezinárodní účetní standardy (IASB) vypracovala soubor zjednodušených standardů, tzv. IFRS pro malé a střední podniky. Ty jsou však určeny pro nekotované společnosti.

Daňové a právní prostředí

Velká většina systémů daně z příjmu právnických osob v Evropě (a na mezinárodní úrovni) zvýhodňuje financování dluhem oproti vlastnímu kapitálu tím, že umožňuje odpočet nákladů na úroky, zatímco s ohledem na náklady vzniklé při získávání vlastního kapitálu obdobné zacházení neexistuje. Toto daňové zvýhodnění dluhového financování může společnosti vybízet k větším dluhům a může penalizovat inovativní společnosti a začínající podniky financované prostřednictvím vlastního kapitálu. Tato otázka vyvolala během veřejných konzultací značný zájem.

Co se týká právního prostředí pro dlouhodobé financování, rozdíly mezi úpadkovým právem v jednotlivých členských státech a nepružnost těchto právních předpisů znamenají vysoké náklady pro investory, nízké výnosy pro věřitele a problémy pro podniky s přeshraničními činnostmi nebo vlastnictvím v EU. Tato neefektivnost má nepříznivý dopad na dostupnost finančních prostředků a rovněž schopnost podniků zavést se a růst, se zvláštním dopadem na malé a střední podniky. Mimoto existují právní překážky, pokud jde o převedení pohledávek, v právní terminologii známé jako postoupení pohledávek, které je zahrnuto v mnoha přeshraničních finančních transakcích, jako je sekuritizace a faktoring. Neexistence jednoznačné regulace na úrovni EU⁴⁴ vytváří v případě přeshraničního postupování pohledávek právní nejistotu.

Opatření

- Komise se bude prostřednictvím doporučení pro jednotlivé země v procesu evropského semestru nadále snažit podnítit investice do vlastního kapitálu, a to především v členských státech s vysokou mírou zvýhodnění dluhu v rámci zdanění právnických osob.
- Jak je stanoveno v doporučení z března 2014⁴⁵ o osvědčených postupech, které mají umožnit včasnou restrukturalizaci životaschopných podniků a dát úpadcům druhou šanci, Komise přezkoumá provádění doporučení a posoudí případná dodatečná opatření.
- V roce 2014 zveřejní útvary Komise zprávu o právu rozhodném pro aspekty postupování pohledávek související se třetími stranami.

8. ZÁVĚR

Pro inteligentní, udržitelný a inkluzivní růst v Evropě je nezbytná podpora dlouhodobého financování. Toto sdělení uvádí širokou škálu iniciativ v různých oblastech. Některé z nich souvisejí se stávajícími právními předpisy, zatímco jiné mají spíše průzkumnou povahu. Všechny tyto iniciativy mají zajistit, aby finanční systém zdroje lépe směřoval na dlouhodobé investice.

Komise se zavazuje k provedení tohoto akčního plánu. Za tímto účelem se bude podle potřeby a rovněž pravidelně scházet se všemi příslušnými zúčastněnými stranami. Komise členské státy a Evropský parlament vyzývá, aby podpořily iniciativy uvedené v tomto sdělení.

⁴⁴ Nařízení č. 593/2008 o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy (Řím I) v současnosti tuto záležitost výslovně neupravuje.

⁴⁵ C(2014) 1500.