



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 18. 2. 2015
COM(2015) 63 final

ZELENÁ KNIHA

Vytváranie únie kapitálových trhov

{SWD(2015) 13 final}

Predslov

Prioritou Komisie, a teda aj prioritou Európy je rast a zamestnanosť. Na to, aby sa v Európe opäť obnovil rast, sa nám musí podariť uvoľniť investície a nasmerovať ich do európskych spoločností a infraštruktúry. Investičný balík vo výške 315 miliárd EUR pomôže naštartovať tento proces. Na posilnenie investícií v dlhodobom horizonte však musíme vytvoriť skutočný jednotný kapitálový trh – úniu kapitálových trhov pre všetkých 28 členských štátov.

V porovnaní s inými časťami sveta zostávajú európske podniky do veľkej miery závislé od bankového financovania a relatívne menej využívajú kapitálové trhy. Silnejšie kapitálové trhy by dopĺňali banky ako zdroj financovania, pričom by:

- uvoľnili viac investícií pre všetky spoločnosti, najmä MSP, a pre projekty infraštruktúry,
- prilákali viac investícií z ostatných častí sveta do EÚ a
- zvýšili stabilitu finančného systému vytvorením širšej škály zdrojov financovania.

Naša úloha spočíva v zásade v hľadaní spôsobov ako prepojiť investorov a sporiteľov s rastom. Úniu kapitálových trhov nemožno vytvoriť pomocou jediného samostatného opatrenia. Bude si to naopak vyžadovať celý rad opatrení, z ktorých niektoré budú samé o sebe skromné, ale ich kumulatívny účinok bude značný. Musíme identifikovať a odstrániť bariéry, ktoré stoja medzi peniazmi investorov a investičnými príležitosťami, a prekonať prekážky, ktoré bránia podnikom dostať sa k investorom. Musíme tiež dosiahnuť, aby náš systém toku týchto finančných prostriedkov – investičný reťazec – bol čo najefektívnejší, a to tak na vnútroštátnej, ako aj cezhraničnej úrovni.

Prečo sa toto úsilie vyplatí? Potenciálne prínosy ilustruje niekoľko príkladov. Z porovnania s USA vyplýva, že stredne veľké spoločnosti, ktoré sú v mnohých krajinách motorom rastu, tam získavajú päťkrát viac finančných prostriedkov z kapitálových trhov, než je tomu v EÚ. Ak by naše trhy s rizikovým kapitálom mali rovnakú hĺbku, na financovanie spoločností v rokoch 2008 až 2013 by boli k dispozícii finančné prostriedky vo výške 90 miliárd EUR. Ak by sme bezpečným spôsobom mohli sekuritizácie MSP vrátiť čo i len na polovicu úroveň z roku 2007, v porovnaní s dnešnou úrovňou by to mohlo zodpovedať dodatočným prostriedkom vo výške asi 20 miliárd EUR.

Je pravda, že o mnohých týchto otázkach sa diskutuje už roky (právne predpisy o platobnej neschopnosti a o cenných papieroch, zdaňovanie). Dnes je však potreba dosiahnuť pokrok naliehavejšia než kedykoľvek predtým. Aj keď pôjde o dlhodobý projekt, ktorý si bude vyžadovať nepretržité mnohoročné úsilie, mali by sme byť schopní dosiahnuť pokrok už v krátkodobom horizonte. A preto v nasledujúcich mesiacoch:

- vypracujeme návrhy na podporu vysokokvalitnej sekuritizácie a uvoľnenie bankových súvah v záujme poskytovania úverov,
- preskúmame smernicu o prospekte s cieľom uľahčiť podnikom – najmä tým menším – získavať finančné prostriedky a dostať sa k investorom v zahraničí,

- začneme pracovať na zlepšovaní dostupnosti úverových informácií o MSP, aby sa investorom uľahčilo do týchto podnikov investovať,
- budeme spolupracovať s príslušným odvetvím na zavedení celoeurópskeho režimu súkromného umiestňovania s cieľom podniknúť priame investície do menších podnikov a
- budeme podporovať využívanie nových európskych dlhodobých investičných fondov s cieľom nasmerovať investície do infraštruktúry a iných dlhodobých projektov.

Touto zelenou knihou sa začína trojmesačná konzultácia. Chceli by sme získať spätnú väzbu od poslancov parlamentov, členských štátov, ľudí, ktorí pracujú na kapitálových trhoch, a od všetkých skupín, ktorým záleží na zamestnanosti, raste a záujmoch európskych občanov. Takáto spätná väzba nám pomôže vypracovať akčný plán na polozenie základov plne funkčnej únie kapitálových trhov do roku 2019.

Cesta, po ktorej sa musíme vydať, je jasná: vybudovať jednotný kapitálový trh zdola nahor, pričom musíme identifikovať prekážky a odbúravať ich jednu po druhej, čo vytvorí dynamiku a pomôže podniknúť rast dôvery v investovanie do budúcnosti Európy. Voľný tok kapitálu je jedným zo základných princípov, na ktorých bola EÚ budovaná. Po viac ako päťdesiatich rokoch od podpísania Rímskej zmluvy využime túto príležitosť a premeňme víziu na skutočnosť.

Oddiel 1: Vytváranie únie kapitálových trhov

V Rímskej zmluve sa pred viac ako päťdesiatimi rokmi zakotvil voľný pohyb kapitálu. Ten je jednou zo základných slobôd Európskej únie a mal by byť stredobodom jednotného trhu. Napriek dosiahnutému pokroku zostávajú kapitálové trhy v súčasnosti fragmentované a obvykle sú budované na vnútroštátnej úrovni. Po období prehĺbovania integrácie finančných trhov v EÚ sa od vypuknutia krízy stupeň integrácie znižoval, pričom sa banky a investori stiahli na domáce trhy.

V porovnaní s inými jurisdikciami je v Európe financovanie založené na kapitálovom trhu pomerne slabo rozvinuté. Naše akciové trhy, trhy s dlhopismi a iné trhy zohrávajú pri financovaní rastu menej dôležitú úlohu a európske podniky sú stále do veľkej miery závislé od bánk, čo vedie k zraniteľnosti našich ekonomík v prípade zhoršenia podmienok poskytovania bankových úverov. Problémom je tiež nedostatočná dôvera investorov, pričom európske úspory možno nie sú vždy využívané tým najproduktívnejším spôsobom. Úroveň európskych investícií sa pohybujú hlboko pod svojimi bežnými hodnotami v minulosti a európske kapitálové trhy sú celosvetovo menej konkurencieschopné.

V záujme podpory udržateľného návratu k rastu a vytváraniu pracovných miest je potrebné – popri iných reformách podnikateľského prostredia –, aby kapitálové trhy zohrávali výraznejšiu úlohu pri nasmerovaní finančných prostriedkov do hospodárstva. V praxi to znamená zabezpečiť, aby sa identifikovali a odstránili prekážky pohybu kapitálu medzi investormi a tými, ktorí potrebujú financovanie, či už ide o prekážky v rámci členského štátu alebo cezhraničné prekážky.

Vytvorenie únie kapitálových trhov je kľúčovou iniciatívou v pracovnom programe Komisie. Takáto únia by zabezpečila väčšiu diverzifikáciu financovania hospodárstva a znížila by náklady na získavanie kapitálu, a to najmä pre MSP. Integrovanjšie kapitálové trhy, najmä v oblasti vlastného kapitálu, by posilnili kapacitu európskeho hospodárstva absorbovať výkyvy a umožnili by väčšie investície bez zvyšovania miery zadlženosti. Únia kapitálových trhov by mala zlepšiť tok kapitálu – prostredníctvom efektívnej trhovej infraštruktúry a sprostredkovateľov – od investorov k európskym investičným projektom, zlepšiť rozdelenie rizika a kapitálu v celej EÚ a v konečnom dôsledku zvýšiť odolnosť Európy voči budúcim výkyvom.

S cieľom maximalizovať prínosy kapitálových trhov a nebankových finančných inštitúcií pre širšie hospodárstvo sa preto Komisia zaviazala vybudovať do roku 2019 základy pre dobre regulovanú a integrovanú úniu kapitálových trhov, do ktorej budú patriť všetky členské štáty.

Únia kapitálových trhov by mala EÚ posunúť bližšie k situácii, v ktorej budú napríklad MSP môcť získať financovanie rovnako ľahko ako veľké podniky; náklady na investície a prístup k investičným produktom budú v celej EÚ konvergovať; získavanie financovania prostredníctvom kapitálových trhov sa stane čoraz jednoduchším a hľadaniu financovania v inom členskom štáte nebudú brániť zbytočné právne prekážky ani prekážky súvisiace s dohľadom. Tieto zmeny síce pomôžu znížiť závislosť od bankového financovania, avšak banky – ako veritelia pre významnú časť hospodárstva a sprostredkovatelia na kapitálových trhoch – budú zohrávať ústrednú úlohu aj v únii kapitálových trhov a naďalej budú kľúčovou zložkou európskeho hospodárstva.

Nie všetky tieto výzvy sú nové, ale nutnosť dosiahnuť rast v EÚ volá po bezodkladných riešeniach. To zároveň vytvára hybnú silu potrebnú na dosiahnutie pokroku. Účelom tejto

zelenej knihy je začať diskusiu na úrovni EÚ a na vnútroštátnej úrovni, za účasti spoluzákodarcov, iných inštitúcií EÚ, národných parlamentov a všetkých zainteresovaných strán, o možných krátkodobých a dlhodobých opatreniach na dosiahnutie týchto cieľov.

Únia kapitálových trhov bude odlišná od bankovej únie: prehĺbenie kapitálových trhov si vyžaduje kroky, ktoré sa budú líšiť od kľúčových prvkov bankovej únie. Zameranie bankovej únie na prerušenie prepojenia medzi zlyhaniami bánk a štátmi v eurozóne však vytvorí stabilnú platformu, ktorá bude oporou pre rozvoj únie kapitálových trhov vo všetkých členských štátoch EÚ. Podobne aj dobre integrované kapitálové trhy prispievajú k odolnosti hospodárskej a menovej únie.

Únia kapitálových trhov by mala byť založená na týchto kľúčových zásadách:

- mala by maximalizovať prínosy kapitálových trhov pre hospodárstvo, zamestnanosť a rast,
- mala by vytvoriť jednotný kapitálový trh pre všetkých 28 členských štátov prostredníctvom odstránenia prekážok cezhraničných investícií v rámci EÚ a podpory pevnejších väzieb s globálnymi kapitálovými trhmi,
- mala by byť postavená na pevných základoch finančnej stability a na jednotnom súbore pravidiel pre finančné služby, ktoré sa bude účinne a dôsledne presadzovať,
- mala by zabezpečiť účinnú úroveň ochrany spotrebiteľov a investorov a
- mala by pomôcť prilákať investície z celého sveta a zvýšiť konkurencieschopnosť EÚ.

1.1. Vytvorenie únie kapitálových trhov

Vytváranie únie kapitálových trhov je dlhodobý projekt. V súčasnej dobe sa už pracuje na vytvorení jednotného súboru pravidiel a realizuje sa veľké množstvo kľúčových reforiem¹. Prístup Komisie sa bude zakladať na posúdení hlavných priorít z hľadiska ich pravdepodobného dosahu a uskutočniteľnosti, pričom sa bude opierať o dôkladnú hospodársku analýzu, posúdenie vplyvu a konzultácie.

Na základe výstupov tejto konzultácie sa Komisia bude snažiť identifikovať kroky, ktoré sú potrebné na dosiahnutie týchto cieľov:

- zlepšenie **prístupu k financovaniu** pre všetky podniky v celej Európe (najmä MSP) a pre investičné projekty, napr. v oblasti infraštruktúry,
- **rozšírenie a diverzifikácia zdrojov financovania** od investorov v EÚ a na celom svete a
- vytvorenie **účinnějších a efektívnejších fungujúcich trhov**, ktoré budú za nižšie náklady spájať investorov s tými, ktorí potrebujú financovanie, v rámci členských štátov aj cezhranične.

¹ Napríklad právne predpisy týkajúce sa trhov s finančnými nástrojmi (MIFID II), zneužívania trhu (MAR/MAD), správcov alternatívnych investičných fondov (AIFMD), infraštruktúry európskych trhov (EMIR) a centrálnych depozitárov cenných papierov (CSDR).

Komisia vedie rozsiahlu konzultáciu o povahe týchto problémov, možných opatreniach a ich prioritizácii. Právne predpisy nemusia vždy predstavovať vhodnú politickú reakciu na tieto výzvy a v mnohých prípadoch bude musieť s riešeniami prísť trh. V iných oblastiach by mohli k najlepším výsledkom viesť nelegislatívne kroky a účinné presadzovanie právnych predpisov v oblasti hospodárskej súťaže a jednotného trhu. Komisia bude podporovať trhovo orientované riešenia, ak sa ich účinnosť bude zdať pravdepodobná, a regulačné zmeny podporí len v nevyhnutných prípadoch.

Tento dokument má nasledujúcu štruktúru: **Oddiel 2** opisuje, ako sú v súčasnosti štruktúrované európske kapitálové trhy a obsahuje predbežnú analýzu niektorých prekážok prehĺbenia a väčšej integrácie kapitálových trhov. Podrobnejšia analýza je dostupná v sprievodnom pracovnom dokumente útvarov Komisie. V **oddiele 3** sa vyzýva na predloženie názorov na politické priority, ktoré zamýšľame v krátkodobom horizonte presadiť a ktoré nadväzujú na oznámenie Komisie „*Investičný plán pre Európu*“². Zahŕňajú otázky, ako je vykonávanie nariadenia o európskych dlhodobých investičných fondoch (EDIF), vysokokvalitná sekuritizácia, úverové informácie o MSP, súkromné umiestňovanie a revízia smernice o prospekte. V **oddiele 4** sa vyzýva na predloženie názorov na prekážky, ktoré bránia prístupu k financovaniu, rozšíreniu zdrojov financovania a účinnejšiemu fungovaniu trhov a v prípade ktorých by sa mohlo na základe prijatej spätnej väzby napredovať. Medzi prekážky cezhraničných kapitálových tokov patrí aj obchodné a konkurzné právo a právo v oblasti cenných papierov a daní. Tu je potrebná ďalšia analýza a spätná väzba, aby bolo možné stanoviť rozsah problému v každej oblasti, ako aj vhodné riešenia a stupeň prioritizácie.

Únia kapitálových trhov by sa vďaka tomu, že ešte viac otvorí domáce trhy pre investorov, emitentov a sprostredkovateľov, podporí voľný tok kapitálu a výmenu najlepších postupov, mala vnímať aj ako prostriedok na podporu rozvoja trhov na vnútroštátnej úrovni. Vzhľadom na rôznu stupeň rozvoja kapitálových trhov v rámci EÚ a existenciu špecifických problémov v rôznych členských štátoch si politické reakcie môžu vyžadovať primerane prispôsobené opatrenia na vnútroštátnej úrovni, založené okrem iného na odporúčaniach Komisie pre jednotlivé krajiny v kontexte európskeho semestra. Komisia vyzýva členské štáty, aby viedli konzultácie o konkrétnych výzvach pre rozvoj svojich kapitálových trhov a aby svoje závery použili ako vstupy do diskusie.

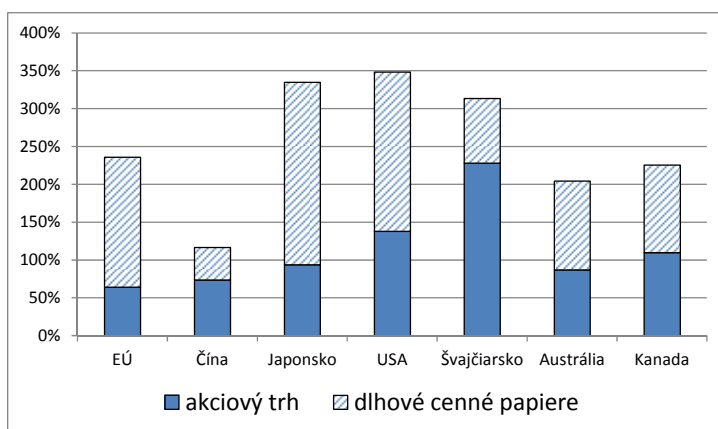
² COM(2014) 903 final, 26.11.2014.

Oddiel 2: Súčasný výzvy na európskych kapitálových trhoch

2.1. Súčasný stav kapitálových trhov v Európe

Okrem priamych bankových úverov sú kapitálové trhy hlavným mechanizmom, prostredníctvom ktorého sa môžu potenciálni investori spojiť s tými, ktorí hľadajú financovanie. Kapitálové trhy tak hospodárstvu poskytujú celý rad diverzifikovaných zdrojov financovania. Graf 1 znázorňuje zjednodušený pohľad na tok finančných prostriedkov v hospodárstve. Zatiaľ čo kapitálové trhy sú prevažne zamerané na priame financovanie, sú takisto úzko prepojené s finančnými sprostredkovateľmi, ktorí často posúvajú finančné prostriedky od sporiteľov k investorom.

Graf 1 Schematický pohľad na kapitálové trhy v širšom finančnom systéme

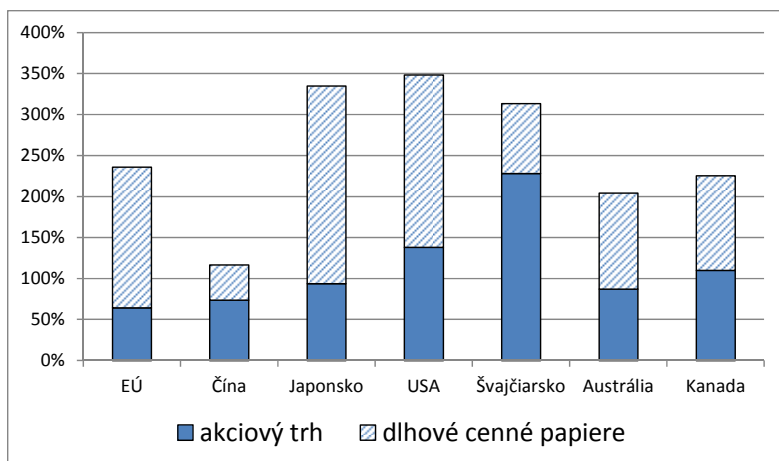


Kapitálové trhy v EÚ sa v posledných desaťročiach značne rozšírili. Napríklad celková kapitalizácia akciových trhov v EÚ dosiahla na konci roka 2013 výšku 8,4 bilióna EUR (približne 65 % HDP), v porovnaní s 1,3 bilióna EUR v roku 1992 (22 % HDP). Celková hodnota nesplatených dlhových cenných papierov presiahla v roku 2013 výšku 22,3 bilióna EUR (171 % HDP), v porovnaní so 4,7 bilióna EUR (74 % HDP) v roku 1992³.

Napriek tomu zostávajú tieto trhy v porovnaní s inými jurisdikciami aj naďalej nedostatočne rozvinuté. Verejné akciové trhy v USA majú takmer dvojnásobne väčší objem ako trhy v EÚ (v percentách HDP) a trhy vo Švajčiarsku sú väčšie triaplnásobne (graf 2).

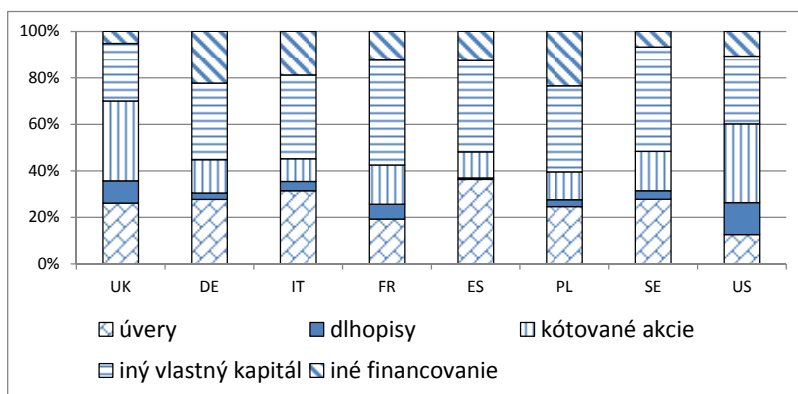
Graf 2: Kapitalizácia akciových trhov a dlhové cenné papiere (v % HDP)

³ Štatistický balík ECMI 2014.



Zdroj: Štatistický balík ECMI.

Graf 3: Modely financovania podnikov (v % z celkových záväzkov)



Zdroj: Eurostat, OECD. Poznámka: úvery zahŕňajú bankové úvery a medzipodnikové úvery.

Prístup na kapitálové trhy sa výrazne líši v závislosti od spoločnosti a tiež v jednotlivých členských štátoch EÚ. V EÚ došlo k výraznému zvýšeniu emisií podnikových dlhopisov zo strany nefinančných korporácií, čo čiastočne odráža priaznivé trhové prostredie pre emitentov dlhopisov v dôsledku nízkych úrokových sadzieb. Dlhopisy však emitovali najmä veľké podniky, a nie malé a stredné podniky (MSP). Emisie dlhopisov boli navyše sústredené

skôr na väčších trhoch, a nie na trhoch, kde sú problémy financovania spoločností najvýraznejšie.

Hoci v EÚ pred krízou došlo k väčšej integrácii kapitálových trhov z hľadiska cezhraničnej držby finančných nástrojov, kríza ukázala, že časť tejto integrácie bol stimulovaná dlhovými tokmi v bankovníctve pre veľkých klientov, ktoré boli pri výkyvoch náchylné na náhle zvraty. Akciové trhy v EÚ sa aj naďalej vyznačujú uprednostňovaním domácich trhov, čo znamená, že potenciálne riziká a výnosy neprekračujú hranice. Cezhraničná držba dlhových cenných papierov zostáva aj naďalej nižšia, ako by sa očakávalo na plne integrovanom trhu. Dokonca ani tie najlepšie fungujúce vnútroštátne trhy v EÚ nedosahujú kritickú veľkosť, čo vedie k menšej základni investorov a nižšiemu počtu finančných nástrojov, z ktorých si môžu vybrať.

2.2. Výzvy a príležitosti vytvárania únie kapitálových trhov

Existuje množstvo rozličných prekážok integrácie a rozvoja kapitálových trhov EÚ, ktoré vychádzajú z historických, kultúrnych, hospodárskych a právnych faktorov a sčasti sú hlboko zakorenené a len ťažko prekonateľné. Patrí medzi ne napríklad historické uprednostňovanie určitých typov financovania zo strany podnikov, charakteristiky dôchodkového zabezpečenia, uplatňovanie prudenciálnych právnych predpisov a administratívne prekážky, aspekty správy a riadenia spoločností a obchodného práva, chýbajúce údaje a prvky mnohých daňových systémov, ako aj neefektívne trhové štruktúry. Niektoré z týchto rozdielov sa zachovávajú aj na dobre integrovaných kapitálových trhoch. Na dosiahnutie výhod plne integrovaného jednotného kapitálového trhu je potrebné prekonať výzvy najmä v týchto troch kľúčových oblastiach.

Po prvé, na strane dopytu je dôležitou prioritou **zlepšenie prístupu k financovaniu, vrátane prístupu k rizikovému kapitálu, a to najmä pre MSP (napríklad pre inovačné MSP a rýchlo rastúce začínajúce podniky)**. Úspech bude závisieť od toho, či sa podarí prekonať problémy súvisiace s informáciami, fragmentáciu kľúčových segmentov trhu a znížiť náklady na prístup na kapitálové trhy. Okrem toho existujú osobitné prekážky financovania dlhodobých projektov vrátane investícií do infraštruktúry.

Po druhé, na strane ponuky bude vývoj kapitálových trhov v EÚ závisieť od toku finančných prostriedkov do nástrojov kapitálového trhu. **Posilnenie toku inštitucionálnych a retailových investícií** na kapitálové trhy by podporilo diverzifikáciu zdrojov financovania. Rastúce zamestnanecké a súkromné dôchodkové zabezpečenie v Európe by mohlo viesť k zvýšenému toku finančných prostriedkov do rozmanitejšej škály investičných potrieb prostredníctvom nástrojov kapitálového trhu a uľahčiť tak prechod na trhové financovanie. Posilnenie dôvery retailových investorov v kapitálové trhy a vo finančných sprostredkovateľov by mohlo zvýšiť tok úspor domácností, dnes uchovávaných prevažne vo forme vlastníctva nehnuteľnosti a bankových vkladov, do nástrojov kapitálového trhu. Takéto zvýšenie globálnej konkurencieschopnosti a atraktivity európskych kapitálových trhov by takisto mohlo posilniť tok investícií.

Po tretie, na dosiahnutie väčších, integrovanejších a prehľadnejších kapitálových trhov bude potrebné prekonať prekážky, ktoré fragmentujú trhy a brzdia rozvoj špecifických segmentov trhu. Ak by sa **zlepšila efektívnosť trhov**, EÚ by mohla využívať výhody plynúce z veľkosti a hĺbky trhu. Tie zahŕňajú väčšiu hospodársku súťaž, väčší výber a nižšie náklady pre investorov, ako aj efektívnejšie rozloženie a lepšie rozdelenie rizika. Integrovanejšie kapitálové trhy, najmä v oblasti vlastného kapitálu, by posilnili kapacitu európskeho

hospodárstva absorbovať výkyvy a umožnili by väčšie investície bez zvyšovania miery zadlženosti. Dobre fungujúce kapitálové trhy zlepšia rozdelenie kapitálu v hospodárstve a uľahčia podnikateľské činnosti, podstupovanie rizika a investície do infraštruktúry a nových technológií.

Oddiel 3: Priority pre včasné opatrenia

Komisia identifikovala niekoľko oblastí, v ktorých sa všeobecne uznáva, že je potrebné dosiahnuť pokrok, a ktoré majú potenciál na to, aby priniesli rýchle výsledky. V tomto oddiele sa uvádzajú tieto možnosti a zároveň sa v ňom zainteresované strany vyzývajú, aby poskytli svoje názory na konkrétne prvky v každej oblasti.

3.1. Odstraňovanie prekážok prístupu na kapitálové trhy

Prospekt je podrobný dokument, v ktorom sa uvádzajú informácie o spoločnosti a o podmienkach a rizikách investície. Pre spoločnosti, ktoré sa snažia získať financovanie, predstavuje prospekt vstupnú bránu na kapitálové trhy a väčšina spoločností, ktoré chcú emitovať dlhopisy alebo akcie, ho musí predložiť. Je veľmi dôležité, aby prospekt nepôsobil ako zbytočná prekážka v prístupe na kapitálové trhy. Komisia preskúma **súčasný režim prospektu prostredníctvom osobitnej verejnej konzultácie**, ktorú otvára súbežne s touto zelenou knihou, s cieľom uľahčiť podnikom (vrátane MSP) získať kapitál v celej EÚ⁴ a podporiť rastové trhy MSP. Toto preskúmanie sa zameria na to, v ktorých prípadoch sa prospekt vyžaduje, ako aj na zefektívnenie schvaľovacieho procesu a zjednodušenie informácií obsiahnutých v prospektoch.

3.2. Rozšírenie základne investorov pre MSP

Pre MSP sa prístup k financovaniu počas krízy zhoršil viac než pre veľké spoločnosti. Informácie o MSP sú zvyčajne obmedzené a obvykle nimi disponujú banky, a tak majú niektoré MSP ťažkosti dostať sa k širšej investorskej základni nebankových investorov, ktorá by mohla zodpovedať ich potrebám financovania. Zlepšenie úverových informácií by pomohlo vybudovať **efektívny a udržateľný kapitálový trh pre MSP**. Vytvorenie spoločného minimálneho súboru porovnateľných údajov pre poskytovanie úverových informácií a hodnotenia by mohlo pomôcť MSP prilákať financovanie. Štandardizované informácie o kvalite úverov by okrem toho mohli pomôcť pri rozvoji finančných nástrojov na refinancovanie úverov MSP, akým je napríklad sekuritizácia MSP.

Pracovať sa začalo na bodovom hodnotení kreditného rizika, pričom táto iniciatíva získala širokú podporu členských štátov. Bodové hodnotenie kreditného rizika poskytuje investorom a veriteľom informácie o úverovej bonite MSP. V Európe však približne 25 % všetkých spoločností a asi 75 % spoločností riadených vlastníkom nemá takéto bodové hodnotenie. Možné opatrenia v tejto oblasti by mohli pomôcť inováčnym a rýchlo rastúcim začínajúcim podnikom diverzifikovať svoje financovanie. Ako prvý krok Komisia plánuje usporiadať v roku 2015 semináre o úverových informáciách o MSP s cieľom napredovať v tomto úsilí.

3.3. Vytvorenie udržateľnej sekuritizácie

Sekuritizácia je proces, v rámci ktorého sa aktíva, ako napríklad hypotéky, zhromaždia do nástroja, do ktorého môžu investori investovať. Môže byť silným mechanizmom na presun rizika a zvýšenie kapacity bánk poskytovať úvery. Napriek nízkej miere stratovosti európskych sekuritizácií zostáva táto oblasť od začiatku krízy naďalej oslabená. Emitované sekuritizácie predstavovali v roku 2014 v Európe asi 216 miliárd EUR, pričom v roku 2007 to

⁴ Súčasť programu REFIT (Program regulačnej vhodnosti a efektívnosti).

bolo 594 miliárd EUR⁵. Udržateľný **vysokokvalitný sekuritizovaný trh** EÚ, ktorý by sa opieral o jednoduché, transparentné a štandardizované sekuritizačné nástroje, by mohol prepojiť banky a kapitálové trhy.

Po nedávnom uverejnení delegovaných aktov týkajúcich sa Solventnosti II a ukazovateľa krytia likvidity sa už začalo pracovať aj na zabezpečení komplexného a konzistentného obozretného prístupu k jednoduchej, transparentnej a štandardizovanej sekuritizácii. Okrem týchto iniciatív sa rovnako aj centrálné banky, regulačné orgány, ako aj zástupcovia vnútroštátnych orgánov a súkromného sektora vyslovili za komplexnejší prístup k obnoveniu sekuritizácie v EÚ.

Celoeurópska iniciatíva by investorom musela poskytnúť vysoké štandardy, právnu istotu a porovnateľnosť všetkých sekuritizačných nástrojov. Takýmto rámcom by sa mala zvýšiť transparentnosť, konzistentnosť a dostupnosť kľúčových informácií, najmä v oblasti úverov pre MSP, a podporiť rast sekundárnych trhov v záujme ľahšej emisie aj investícií. **Komisia bude súbežne so zelenou knihou viesť konzultácie o konkrétnych opatreniach na dosiahnutie týchto cieľov.**

3.4. Posilnenie dlhodobých investícií

Po tom, ako úrovne investícií v EÚ dosiahli v roku 2007 svoj vrchol, významne poklesli a pohybujú sa naďalej pod svojimi bežnými hodnotami z minulosti. Európska komisia už predstavila investičný plán, ktorý v najbližších troch rokoch vďaka zriadeniu nového Európskeho fondu pre strategické investície (EFSI)⁶ zmobilizuje verejné a súkromné investície v hospodárstve EÚ vo výške najmenej 315 miliárd EUR. Uverejnila takisto oznámenie o dlhodobom financovaní európskeho hospodárstva, v ktorom uvádza celý rad opatrení na podporu investícií. Nedávno dokončený regulačný rámec pre európske dlhodobé investičné fondy (EDIF) umožní investorom dlhodobo investovať peniaze do spoločností a infraštruktúrnych projektov. Tieto fondy by mali byť obzvlášť zaujímavé pre takých investorov, ako sú poisťovne a dôchodkové fondy, ktorí potrebujú stabilné príjmové toky alebo dlhodobý rast kapitálu.

Názory na to, akú ďalšiu úlohu by mohla zohrávať Komisia a členské štáty pri podpore využívania európskych dlhodobých investičných fondov, sú vítané, a to vrátane prípadného rozšírenia výhod, ktoré existujú v súčasnosti vo vnútroštátnych režimoch, aj na tieto fondy.

3.5. Rozvoj európskych trhov súkromného umiestňovania

Jedným zo spôsobov, ako môžu podniky získať finančné prostriedky, je súkromné umiestňovanie – spoločnosť predloží ponuku cenných papierov jednému investorovi alebo malej skupine investorov, a nie na verejných trhoch. Súkromné umiestňovanie môže pre firmy predstavovať nákladovo efektívnejší spôsob získavania finančných prostriedkov a môže **zvýšiť dostupnosť financovania** pre stredné až veľké spoločnosti a potenciálne aj pre infraštruktúrne projekty.

⁵ SIFMA/AFME, tabuľky údajov o európskom štruktúrovanom financovaní (4. štvrťrok 2014).

⁶ Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o Európskom fonde pre strategické investície a o zmene nariadení (EÚ) č. 1291/2013 a (EÚ) č. 1316/2013, COM(2015) 10.

Stredne veľké európske spoločnosti už roky využívajú trh súkromného umiestňovania v USA, pričom v roku 2013 takto získali 15,3 miliardy USD⁷. Od vypuknutia finančnej krízy sa obľúbenosť súkromného umiestňovania v Európe zvýšila a v niektorých členských štátoch vznikli takéto trhy. Konkrétne nemecké a francúzske vnútroštátne trhy súkromného umiestňovania poskytli v roku 2013 dlhové financovanie vo výške 15 miliárd EUR. Rozvoju celoeurópskych trhov bránia okrem iného rozdielne vnútroštátne právne predpisy o platobnej neschopnosti, nedostatok štandardizovaných postupov a chýbajúca dokumentácia a informácie o úverovej bonite emitentov.

Ako prvý krok k vytvoreniu európskych trhov súkromného umiestňovania vypracovalo konzorcium priemyselných združení príručku o spoločných trhových postupoch, zásadách a štandardizovanej dokumentácii pre súkromné umiestňovanie, ktorá je zlučiteľná s rôznorodosťou právnych rámcov. Táto príručka bola nedávno uverejnená a čoskoro by mali nasledovať prvé emisie. Komisia víta tento trhom vedený prístup, ktorý by v krátkodobom horizonte mohol prispieť k vytvoreniu európskeho trhu súkromného umiestňovania.

Otázky

- 1) *Na aké ďalšie oblasti by sme sa mali – popri piatich prioritných oblastiach identifikovaných pre krátkodobé opatrenia – prednostne zameriavať?*
- 2) *Aké ďalšie kroky v oblasti dostupnosti a štandardizovania **úverových informácií o MSP** by mohli pomôcť prehĺbiť trh s financovaním pre MSP a začínajúce podniky a rozšíriť základňu investorov?*
- 3) *Akým spôsobom možno podporiť **európske dlhodobé investičné fondy (EDIF)**, aby sa podnietilo ich využívanie?*
- 4) *Mala by EÚ prijať nejaké opatrenia na podporu rozvoja trhov **súkromného umiestňovania**, okrem podpory trhom vedeného úsilia o dohodnuté spoločné štandardy?*

⁷ Pozri správu ICMA, 3. štvrťrok 2014.

Oddiel 4: Opatrenia na rozvoj a integráciu kapitálových trhov

Na dosiahnutie výhod plne integrovaného jednotného kapitálového trhu je potrebné prekonať výzvy najmä v týchto troch kľúčových oblastiach:

- zlepšenie **prístupu k financovaniu** pre všetky podniky v celej Európe (najmä MSP) a pre investičné projekty, napr. v oblasti infraštruktúry,
- **rozšírenie a diverzifikácia zdrojov financovania** od investorov v EÚ a na celom svete a
- vytvorenie **efektívnejšie fungujúcich trhov**, ktoré by účinnejšie a menej nákladne spájali investorov s tými, ktorí potrebujú financovanie, v rámci členských štátov aj cezhranične.

4.1. Zlepšenie prístupu k financovaniu

V konečnom dôsledku budú dobre fungujúce akciové a dlhopisové trhy vzhľadom na ich veľkosť a význam kľúčové pri vytváraní efektívnej únie kapitálových trhov a zaistení čo najširšieho prístupu k financovaniu. Existujú však značné prekážky voľného toku financií, a to najmä v prípade malých alebo stredných podnikov a dlhodobých projektov, napríklad projektov infraštruktúry. MSP aj dlhodobé projekty sú pritom rozhodujúce pre zvyšovanie výrobnnej kapacity a hospodárskeho rastu. Tieto problémy s financovaním sú obzvlášť výrazné v členských štátoch, ktoré kríza postihla najzávažnejšie.

MSP sú tradične závislé predovšetkým na bankovom financovaní. Rozhodovanie bank o poskytovaní úverov bolo počas krízy nevyhnutne selektívnejšie, a to tak z dôvodu obmedzení vyplývajúcich zo súvah samotných bánk, ako aj pre rastúcu pravdepodobnosť platobnej neschopnosti dlžníkov. V prípade MSP môžu síce kapitálové trhy dobre dopĺňať bankové úvery, avšak pre rozmanitosť týchto podnikov a nedostatočné úverové informácie je často poskytovanie úverov na základe vzťahu vhodnejšou formou.

Alternatívne zdroje financovania však môžu zohrávať – najmä pre **začínajúce podniky a malé, ale rýchlo rastúce firmy v inovačných odvetviach** – významnú úlohu. Tieto firmy majú zvyčajne spočiatku nízke úrovne peňažných tokov a sú závislé od vonkajšieho financovania, aby mohli rásť. Bankové financovanie a iné nástroje financovania, ako napríklad lízing a faktoring, sú často pre spoločnosti so značnými nehmotnými aktívami ťažko prístupné alebo nedostatočné, keďže tieto aktíva nemožno veľmi použiť pri získavaní bankových úverov ako kolaterál.

Prístup na verejné kapitálové trhy nie je nákladný len pre MSP, ale aj pre **stredne veľké podniky**, v prípade ktorých je možno ešte pravdepodobnejšie než v prípade MSP, že budú na získavanie finančných prostriedkov využívať verejné trhy. Emisie akcií a upisovanie dlhu sa vyznačujú značnými fixnými nákladmi spojenými s požiadavkami náležitej starostlivosti (*due diligence*) a s regulačnými požiadavkami. Medzi ne patria náklady na sprístupnenie informácií požadovaných investormi alebo regulačnými orgánmi, na splnenie požiadaviek týkajúcich sa správy a riadenia spoločnosti a na objednanie externých ratingov. Okrem toho môže byť v obchodnom záujme spoločností, ktoré sú v počiatočnej fáze rozvoja, neprístupňovať podrobné informácie o ich podnikateľskom pláne. Môžu sa zdráhať odovzdať kontrolu alebo znášať väčšie externé preverovanie. Tieto faktory často bránia

malým a stredným podnikom v prístupe na verejné akciové trhy a na trhy s dlhopismi a vedú ich najmä k využívaniu súkromných trhov, ktoré sú vo všeobecnosti menej štandardizované, komplexnejšie a často nákladnejšie.

Veľké podniky majú vo všeobecnosti dostatočnú veľkosť na to, aby mohli znášať fixné náklady využívania kapitálových trhov a aby jednotlivé emisie boli dostatočne veľké na upútanie pozornosti upisovateľov, investorov a analytikov. Avšak hoci sa emisie podnikových dlhopisov v posledných rokoch výrazne zvýšili a tým sa čiastočne vyvážil pokles bankových úverov, emisie kótovaných akcií zostali v Európe na nízkej úrovni. Účinnejšie a efektívnejšie trhy môžu pomôcť znížiť náklady na prístup na uvedené trhy a znamenali by tak prínos pre všetky podniky.

A napokon na zachovanie svojej konkurencieschopnosti potrebuje EÚ značný objem **nových investícií do infraštruktúry**. Tok finančných prostriedkov do takýchto projektov je však limitovaný krátkodobým zmýšľaním, regulačnými prekážkami a inými faktormi. Mnohé projekty infraštruktúry navyše obsahujú prvky verejných statkov, z čoho vyplýva, že výlučne súkromné financovanie nemusí byť vhodné na dosiahnutie optimálnej výšky investícií. Európsky fond pre strategické investície (EFSI) významne pomôže zvýšiť investície do projektov infraštruktúry⁸. Komisia však víta názory aj na iné prostriedky na dosiahnutie tohto cieľa.

Riešenie problémov súvisiacich s informáciami

Väčšina MSP v Európe sa obracia len na banky, ak chcú získať financovanie. Hoci sa takmer 13 % týchto žiadostí zamieta, je to často tým, že tieto podniky nemajú bankami požadovaný rizikový profil, aj keď sú životaschopné. Banky síce niekedy odkazujú MSP na alternatívnych poskytovateľov finančných prostriedkov, avšak nie vždy to funguje: niekedy nie sú ani banky, ani MSP dostatočne informované o existencii alternatívnych možností. Banky by sa mali nabádať k tomu, aby poskytovali lepšiu spätnú väzbu tým MSP, ktorých žiadosti o úver boli zamietnuté, a aby zvyšovali informovanosť o alternatívnych možnostiach financovania pre takéto MSP.

Medzinárodné štandardy finančného výkazníctva (IFRS) zohrávajú kľúčovú úlohu pri presadzovaní jednotného jazyka v oblasti účtovníctva v EÚ, čo veľkým kótovaným spoločnostiam v EÚ uľahčuje prístup na globálne kapitálové trhy. Ak by však povinnosť plnohodnotne uplatňovať IFRS bola povinná pre menšie spoločnosti, najmä pre tie, ktoré chcú získať prístup na špecializované miesta obchodovania, znamenalo by to pre ne dodatočné náklady. Z hľadiska transparentnosti a porovnateľnosti by vytvorenie zjednodušeného, spoločného a kvalitného účtovného štandardu prispôbeného spoločnostiam kótovaným na určitých miestach obchodovania⁹ mohlo predstavovať krok vpred. Ak by sa takýto štandard uplatňoval primerane, mohol by pomôcť spoločnostiam, ktoré sa snažia získať cezhraničných investorov, byť pre nich atraktívnejšími. Tento štandard by sa mohol stať súčasťou rastových trhov MSP a mohol by byť k dispozícii na širšie použitie.

Transparentnejšie projekty infraštruktúry alebo databázy projektov by mohli zvýšiť atraktivnosť týchto projektov pre súkromných investorov a zároveň pomôcť regulačným

⁸ V kontexte investícií do infraštruktúry môžu hrať významnú úlohu aj európske štrukturálne a investičné fondy (EŠIF), ak budú splnené príslušné kritériá oprávnenosti.

⁹ Ako napr. mnohostranné obchodné systémy.

orgánom prijať lepšie prispôsobený prudenciálny režim pre investície do infraštruktúry. V správe pracovnej skupiny pre investície z decembra 2014 sa navrhovalo vytvorenie ústrednej webovej stránky na úrovni EÚ, ktorá by obsahovala odkazy na projekty alebo na databázy projektov členských štátov a informácie o projektoch EÚ (napr. v rámci Nástroja na prepájanie Európy a európskych štrukturálnych a investičných fondov). Komisia nadviazala na túto správu pracovnej skupiny pre investície a navrhla vytvorenie Európskej databázy investičných projektov, ktorej cieľom je uľahčiť investorom prístup k informáciám o investičných príležitostiach v celej EÚ a maximalizovať účasť investorov na financovaní¹⁰. Súčasťou tejto iniciatívy bude zriadenie špecializovanej webovej stránky a spoločné štandardy na predkladanie informácií. Pri vytváraní takejto databázy projektov sa nadviaže na prácu, ktorá sa už v niektorých členských štátoch začala.

Štandardizácia ako mechanizmus na stimulovanie trhov

Hoci má štandardizácia svoje nedostatky, niektoré trhy možno stimulovať spoločným súborom trhových pravidiel, transparentnosťou, pokiaľ ide o vlastnosti produktu, a konzistentným dohľadom a presadzovaním. Určitá miera štandardizácie môže prilákať viac investorov, prehľbiť trh a zvýšiť likviditu. Je tomu tak najmä v prípade menších členských štátov, ktorých trhy obmedzené len na domáce zdroje kapitálu nemôžu dosiahnuť minimálny rozsah potrebný na to, aby boli efektívne. Tam, kde spoločné štandardy nie sú potrebné alebo je ťažké ich dosiahnuť, by sa politické úsilie namiesto toho mohlo zamerať na zavádzanie najlepších postupov naprieč EÚ v záujme podpory rozvoja určitých finančných nástrojov.

Rozvoj lepšie **integrovaného európskeho trhu s krytými dlhopismi** by mohol prispieť k nákladovo efektívnemu financovaniu bánk a poskytnúť investorom širší rozsah investičných príležitostí. Úspešnosť krytých dlhopisov ako nástrojov financovania úzko súvisí s vytvorením osobitných vnútroštátnych právnych rámcov. Komisia bude v roku 2015 viesť konzultácie o prínosoch a potenciálnej podobe rámca EÚ pre kryté dlhopisy a predstaví možnosti politiky na dosiahnutie väčšej integrácie trhov s krytými dlhopismi. Vychádzať bude pritom zo skúseností získaných z dobre fungujúcich vnútroštátnych rámcov. Komisia sa bude zaoberať aj tým, či by sa investorom malo poskytnúť viac informácií o podkladovom kolateráli krytých dlhopisov a ďalších štruktúrovaných dlhových cenných papierov, podobne ako je to v prípade požiadaviek na sprístupnenie úverových informácií o štruktúrovaných finančných nástrojoch.

Napriek tomu, že emisie **podnikových dlhopisov** v poslednom období vzrástli, táto oblasť je charakteristická nízkou štandardizáciou a transparentnosťou cien. Hoci sa v niektorých členských štátoch v posledných rokoch objavili nové elektronické platformy na obchodovanie s dlhopismi zamerané na retailových investorov, nedostatočná štandardizácia môže brániť rozvoju miest obchodovania s dlhopismi a likvidného sekundárneho trhu. Väčšia štandardizácia emisií podnikových dlhopisov by mohla prispieť k vytvoreniu likvidnejšieho sekundárneho trhu s podnikovými dlhopismi. Komisia by uvítala názory na to, či by sa mala bližšie preskúmať možnosť vytvorenia štandardizovaného trhu s podnikovými dlhopismi a či by ho bolo možné najlepšie dosiahnuť pomocou iniciatívy vedenej trhom alebo regulačnými zásahmi.

Ďalšou vznikajúcou investičnou kategóriou, ktorá má potenciál zabezpečiť ďalší prístup k financiám, sú **investície v environmentálnej a sociálnej oblasti a v oblasti správy a**

¹⁰ Pozri COM(2015) 10 final, článok 9.

riadenia spoločnosti, ako napr. zelené dlhopisy. Výnosy zo zelených dlhopisov smerujú do projektov a aktivít, ktorými sa podporujú ciele v oblasti klímy alebo iné ciele súvisiace s environmentálnou udržateľnosťou. Rýchlemu rastu tohto trhu v súčasnosti pomáha proces štandardizácie vedený trhom, v rámci ktorého sa zohľadňujú kritériá pre výber zelených dlhopisov, ktoré okrem iných aktérov vypracovala Svetová banka, Európska investičná banka a Európska banka pre obnovu a rozvoj. Účastníci trhu v súčasnosti vypracúvajú nezáväzné usmernenia, známe ako „zásady pre zelené dlhopisy“ (*Green Bond Principles*), v ktorých sa bude odporúčať transparentnosť a presadzovať integrita pri vytváraní trhu so zelenými dlhopismi, a to tým, že sa v nich objasní prístup k emitovaniu zelených dlhopisov.

Umožnenie rozvoja alternatívnych spôsobov financovania

Napriek tomu, že online charakter mechanizmov ako je partnerské poskytovanie úverov (*peer to peer lending*) a kolektívne financovanie naznačuje veľký potenciál podieľať sa na financovaní hospodárstva aj cez hranice členských štátov, len málo dôkazov svedčí o takejto cezhraničnej alebo celoeurópskej činnosti. V nadväznosti na oznámenie o kolektívnom financovaní¹¹ Komisia zhromažďuje informácie o prístupoch odvetvia k sprístupňovaniu informácií a o prístupoch členských štátov k regulácii. Predbežné výsledky naznačujú, že jednotlivé vnútroštátne prístupy v týchto oblastiach možno podporujú kolektívne financovanie na lokálnej úrovni, avšak nemusia byť vždy navzájom zlučiteľné v cezhraničnom kontexte.

Otázky

5) Aké ďalšie opatrenia by mohli pomôcť zlepšiť prístup k financovaniu a nasmerovať finančné prostriedky smerom k tým, ktorí ich potrebujú?

6) Mali by sa prijať opatrenia na podporu väčšej likvidity na trhoch s podnikovými dlhopismi, ako napríklad štandardizácia? Ak áno, aké opatrenia sú potrebné? Môže ich dosiahnuť samotný trh alebo si vyžadujú regulačné opatrenia?

7) Má EÚ prijať nejaké opatrenia – okrem podporovania trhu pri tvorbe usmernení –, aby uľahčila rozvoj štandardizovaných, transparentných a zodpovedných investícií v environmentálnej a sociálnej oblasti a v oblasti správy a riadenia spoločností, vrátane zelených dlhopisov?

8) Má význam vypracovať spoločný účtovný štandard na úrovni EÚ pre malé a stredné podniky kótované v mnohostranných obchodných systémoch? Mal by sa takýto štandard stať súčasťou rastových trhov MSP? Ak áno, za akých podmienok?

9) Existujú prekážky pre vytvorenie náležite regulovaného kolektívneho financovania alebo partnerských platforiem (*peer to peer platforms*), a to aj na cezhraničnom základe? Ak áno, ako by sa k nim malo pristupovať?

4.2. Rozvoj a diverzifikácia ponuky financovania

¹¹ COM(2014) 172.

Veľkosť kapitálových trhov v konečnom dôsledku závisí od toku úspor do nástrojov kapitálového trhu. Aby teda kapitálové trhy mohli prosperovať, potrebujú **prilákať inštitucionálnych, retailových a medzinárodných investorov**.

Podpora inštitucionálnych investícií

Dôležitosť dlhodobých inštitucionálnych investorov na kapitálových trhoch výrazne narastá. Regulačné prekážky a iné faktory však môžu obmedzovať tok dlhodobých inštitucionálnych investícií do dlhodobých projektov, vrátane investícií do infraštruktúry.

Európske odvetvie správy aktív spravuje aktíva vo výške viac ako 17 biliónov EUR a zohráva tak kľúčovú úlohu pri smerovaní peňazí investorov do hospodárstva. Tento úspech je z veľkej časti priamym dôsledkom európskych rámcov pre investičné fondy. Rámec PKIPCP (podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov)¹² pre podielové fondy je uznávaným medzinárodným štandardom. Smernicou o správcoch alternatívnych investičných fondov (AIFMD)¹³ sa zas vytvoril rámec, v ktorom môžu európski správcovia alternatívnych investičných fondov pôsobiť.

Regulačné náklady na zriadenie fondov, na získanie povolenia správcu a na cezhraničný predaj fondov sa v súčasnosti v jednotlivých členských štátoch líšia. Ak by klesli náklady na zriadenie fondov a na cezhraničné uvádzanie na trh vo všeobecnosti, prekážky vstupu na trh by sa znížili a viedlo by to k väčšej hospodárskej súťaži. Okrem vstupu nových účastníkov je tiež dôležité, aby fondy mohli rásť a využívať úspory z rozsahu. Komisia by privítala názory na to, aké ďalšie politické opatrenia by mohli podnieť inštitucionálnych investorov, aby získavali a investovali väčšie sumy a smerovali ich do širšej škály aktív, ako sú napríklad dlhodobé projekty, začínajúce podniky a MSP.

Sektory **dôchodkového zabezpečenia a poisťovníctva** takisto disponujú značnými aktívami vo výške približne 12 biliónov EUR, ktoré môžu pomôcť pri financovaní investícií. Nový prudenciálny režim, ktorý sa bude na **poisťovateľov** vzťahovať od 1. januára 2016 (Solventnosť II¹⁴), umožní spoločnostiam viac investovať do dlhodobých aktív tým, že sa odstráni vnútroštátne obmedzenia týkajúce sa zloženia ich portfólia aktív¹⁵. Komisia okrem toho zaistila, aby štandardný vzorec na výpočet kapitálových požiadaviek poisťovateľov netvoril prekážky pre dlhodobé investície a spáročanie dlhodobých záväzkov s dlhodobými aktívami¹⁶. Aj keď bolo toto úsilie dobre prijaté, v súvislosti s kalibráciou kapitálových požiadaviek poisťovateľov a bánk niektoré hlasy volali po osobitnej úprave pre investície do infraštruktúry. Ďalšie úsilie je potrebné na identifikovanie nízkorizikových dlhových a/alebo kapitálových investícií do infraštruktúry s vyhlídkou na možné prehodnotenie prudenciálnych pravidiel a vytvorenie podtried infraštruktúry.

Kapitálové systémy **dôchodkového zabezpečenia** zohrávajú v niektorých členských štátoch čoraz významnejšiu úlohu. Takéto systémy, riadené obozretne a s prihliadnutím na ich spoločenskú funkciu, môžu prispieť k udržateľnosti a primeranosti dôchodkových systémov a

¹² Smernica 2014/91/EÚ.

¹³ Smernica 2011/61/EÚ, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadenia (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010.

¹⁴ Smernica 2009/138/ES.

¹⁵ Oblasť prudenciálnej regulácie bánk je osobitne upravená delegovaným aktom Komisie o ukazovateli krytia likvidity, ktorým sa vytvárajú posilnené stimuly pre investície do infraštruktúry a MSP. Tie by mali uľahčiť investície do MSP.

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm.

ich význam ako investorov v európskom hospodárstve neustále rastie. Nové pravidlá týkajúce sa dôchodkového poistenia zamestnancov, ktoré sú v súčasnosti predmetom diskusie, by mohli odstrániť prekážky brániace tomu, aby dôchodkové systémy viac investovali do dlhodobých aktív. Kompatibilita vnútroštátnych systémov by sa okrem toho mohla zvýšiť pomocou výmeny najlepších postupov.

Pokiaľ ide o osobné dôchodky, ich poskytovatelia podliehajú viacerým rozličným právnym predpisom EÚ. To vyvoláva otázku, či by zavedenie štandardizovaného produktu (napríklad prostredníctvom celoeurópskeho alebo „29.“ režimu), ktorým by sa odstránili prekážky cezhraničného prístupu, mohlo potenciálne posilniť jednotný trh v oblasti osobného dôchodkového zabezpečenia. Pri akýchkoľvek zmenách by bolo potrebné zabezpečiť účinný stupeň ochrany spotrebiteľa a zároveň zlepšiť pokrytie a využívanie tohto dôchodkového zabezpečenia a zaistiť primeranú bezpečnosť úspor.

Súkromný a rizikový kapitál, ako alternatívna forma financovania k tradičným bankovým úverom alebo emisiám dlhopisov či akcií, zohrávajú v európskom hospodárstve dôležitú úlohu. Trhy s rizikovým kapitálom však často nemajú dostatočný rozsah. To platí nielen pre burzy cenných papierov špecializované na financovanie rýchlo rastúcich firiem, ale aj pre investície rizikového kapitálu v počiatočnej alebo rozvojovej fáze nových podnikov alebo do spoločností v oblasti špičkových technológií. Existujú tiež veľké rozdiely v rozvoji trhov s rizikovým kapitálom medzi členskými štátmi: asi 90 % všetkých správcov fondov rizikového kapitálu je sústredených vo ôsmich členských štátoch¹⁷.

V niektorých členských štátoch majú fondy rizikového kapitálu ťažkosti dosiahnuť rozsah, ktorý potrebujú na rozloženie svojho portfóliového rizika. Medzi hlavné príčiny tejto situácie patrí, ako sa zdá, chýbajúca kultúra kapitálového investovania, nedostatok informácií, fragmentovaný trh a vysoké náklady.

V snahe podporiť poskytovanie rizikového kapitálu vo forme kapitálovej účasti alebo úverov za určitých podmienok začínajúcim a sociálnym podnikom vydala EÚ v roku 2013 nariadenia o EuVECA (o európskych fondoch rizikového kapitálu)¹⁸ a o EuSEF (o európskych fondoch sociálneho podnikania)¹⁹. Ich doterajšie výsledky sú povzbudivé, avšak existuje priestor na ďalší rast. Je pravdepodobné, že širšiemu využívaniu týchto fondov bráni celá škála prekážok. Konkrétne bola vznesená námietka, že správcovia, ktorých portfólio presahuje 500 miliónov EUR, nemôžu požiadať o zriadenie a vykonávanie činnosti takéhoto fondu a ani používať tieto označenia na uvádzanie fondov na trh v EÚ. Rozšírením škály účastníkov trhu by sa potenciálne mohol počet dostupných fondov EuVECA a EuSEF zvýšiť.

Verejné financovanie tu môže takisto zohrávať významnú úlohu; vo viacerých členských štátoch významne financujú rizikový kapitál regionálne orgány. Finančným nástrojom EÚ – ako je rámcový program pre konkurencieschopnosť a inovácie (CIP), európske štrukturálne a investičné fondy (ESIF)²⁰ a kapitálové financovanie podporené programami štrukturálnych fondov – sa darilo mobilizovať rizikový kapitál pre MSP. Program EÚ pre konkurencieschopnosť MSP (COSME)²¹ a program Horizont 2020 na tieto úspechy nadviažu.

¹⁷ Spojené kráľovstvo, Nemecko, Švédsko, Dánsko, Fínsko, Holandsko, Francúzsko a Španielsko.

¹⁸ Nariadenie (EÚ) č. 345/2013.

¹⁹ Nariadenie (EÚ) č. 346/2013.

²⁰ Nariadenie (EÚ) č. 1303/2013.

²¹ Nariadenie (EÚ) č. 1287/2013.

V júli 2014 sa okrem toho upravili pravidlá štátnej pomoci s cieľom v prípade potreby umožniť väčšiu mieru štátnej intervencie pri rozvoji trhu rizikového financovania a zlepšiť prístup pre MSP a malé alebo inovačné podniky so strednou trhovou kapitalizáciou²². Otázkou je, ako zvýšiť rozsah fondov rizikového kapitálu a akým spôsobom by verejné a súkromné finančné prostriedky mohli k tomu spoločne prispieť.

Nedostatočné možnosti vystúpenia pre investorov môžu tiež predstavovať prekážku pre rozvoj financovania rizikového kapitálu. Komisia by rada získala názory nato, či je možné prijať opatrenia na zlepšenie prostredia pre podnikateľských anjelov²³, rizikový kapitál a prvotné verejné ponuky cenných papierov, aby sa investorom poskytli lepšie stratégie vystúpenia a aby sa posilnila ponuka rizikového kapitálu pre začínajúce podniky.

Banky, ako emitenti, investori a sprostredkovatelia, budú zrejme aj naďalej kľúčovými aktérmi a účastníkmi kapitálových trhov a vzhľadom na svoju funkciu v oblasti financovania a poskytovania informácií budú aj naďalej zohrávať hlavnú úlohu pri sprostredkovaní úverov. Zároveň sa však objavujú nové technológie a obchodné modely, ako napr. partnerské poskytovanie úverov (*peer to peer lending*) či iné typy nebankových priamych úverov, ktoré sú zamerané na poskytovanie financovania pre MSP a začínajúce podniky. Komisia uvíta názory na to, či existujú významné prekážky vstupu na trh, pokiaľ ide o poskytovanie a rast týchto služieb popri bankových úveroch.

Otázky

10) Aké politické opatrenia by mohli podnietiť inštitucionálnych investorov, aby získavali a investovali väčšie sumy a smerovali ich do širšej škály aktív, a to najmä do dlhodobých projektov, MSP a do inovačných a rýchlo rastúcich začínajúcich podnikov?

11) Aké kroky by sa mohli prijať na zníženie nákladov správcov fondov na zriadenie fondov a ich uvádzanie na trh v celej EÚ? Aké prekážky bránia fondom, aby využívali úspory z rozsahu?

12) Mala by sa práca na osobitnej úprave pre investície do infraštruktúry zamerať na určité jasne identifikovateľné podtriedy aktív? Ak áno, ktoré z nich by mala Komisia vnímať ako prioritu pri budúcich revíziách prudenciálnych predpisov, ako je CRD IV/CRR a Solventnosť II?

13) Posilnil by sa jednotný trh v oblasti dôchodkového zabezpečenia, ak by sa zaviedol štandardizovaný produkt alebo ak by sa odstránili existujúce prekážky cezhraničného prístupu?

14) Mohli by zmeny nariadení o európskych fondoch rizikového kapitálu (EuVECA) a o európskych fondoch sociálneho podnikania (EuSEF) uľahčiť väčším správcom fondov EÚ spravovať tieto typy fondov? Aké ďalšie zmeny by sa mali prípadne urobiť, aby sa počet týchto typov fondov zvýšil?

²² Ú. v. EÚ C 19, 22.1.2014, s. 4.

²³ Podnikateľskí anjeli sú individuálni investori, zvyčajne s podnikateľskými skúsenosťami, ktorí poskytujú kapitál pre začínajúce podniky.

15) Akým spôsobom môže EÚ ďalej rozvíjať súkromný a rizikový kapitál ako alternatívny zdroj financovania pre hospodárstvo? Aké konkrétne opatrenia by mohli zvýšiť rozsah fondov rizikového kapitálu a zlepšiť možnosti vystúpenia pre investorov rizikového kapitálu?

16) Existujú prekážky zvýšenia bankového aj nebankového bezpečného priameho poskytovania úverov podnikom, ktoré potrebujú financovanie?

Podpora retailových investícií

Ochota retailových investorov investovať priamo do kapitálových trhov je v celej EÚ vo všeobecnosti nízka, pričom tu prevládajú kolektívne inštitucionálne investície. Európske domácnosti však majú na bankových účtoch uložené značné úspory, ktoré by sa v niektorých prípadoch mohli využiť produktívnejším spôsobom. Klesajúce úrokové sadzby vkladov by mohli byť podnetom pre domácnosti, aby presunuli väčšiu časť svojho finančného majetku z bánk do trhových cenných papierov.

Produkty podielových fondov, ako sú PKIPCP (podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov), sú obľúbenými nástrojmi retailových investorov na investovanie na kapitálových trhoch. Napriek tomu zostáva miera priamej účasti retailových klientov na PKIPCP stále pomerne nízka: v roku 2013 bol podiel súkromných domácností na vlastníctve investičných fondov v eurozóne iba 26 %²⁴. Komisiu by zaujímali názory na spôsoby, ako by bolo možné zvýšiť cezhraničnú účasť retailových klientov na PKIPCP, aby sa tak zabezpečil širší výber produktov investičných fondov a posilnená hospodárska súťaž.

Investovanie na kapitálových trhoch bude pre retailových investorov príťažlivé iba vtedy, ak budú mať dôveru v tieto trhy, ako aj vo finančných sprostredkovateľov, ktorí na nich pôsobia, a ak budú presvedčení, že môžu dosiahnuť lepšie výnosy zo svojich úspor bezpečným spôsobom. Obnovenie dôvery investorov je pre finančný sektor kľúčovou úlohou a výzvou. Posilnenie finančnej gramotnosti by takisto umožnilo spotrebiteľom, aby si účinnejšie a ľahšie vybrali finančné produkty a porovnávali ich. Existuje celý rad vnútroštátnych programov na zlepšenie finančnej gramotnosti a vzdelania, ako aj projekt EÚ s názvom „Consumer Classroom“ (škola spotrebiteľov). V niektorých prípadoch by mohli byť užitočné aj štandardizovanejšie a jednoduchšie finančné produkty, ktoré sú dostupné v niektorých členských štátoch.

Regulácia a dohľad môžu pomôcť pri budovaní dôvery investorov. Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) a Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA) dostali prostredníctvom smernice MIFID II²⁵ a iných predpisov posilnené právomoci na ochranu investorov. Ako uvádza Komisia vo svojom nedávnom hodnotení európskych orgánov dohľadu (ESA)²⁶, ich mandát v oblasti ochrany spotrebiteľov/investorov by sa mohol objasniť a prípadne posilniť.

²⁴ Fact Book 2014, Európska asociácia fondov a správcovských spoločností.

²⁵ Smernica 2014/65/EÚ, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ.

²⁶ COM(2014) 509.

Posilnenie cezhraničnej hospodárskej súťaže v oblasti retailových finančných služieb by mohlo priniesť väčší výber, nižšie ceny a lepšie služby. Finančné služby poskytované prostredníctvom elektronických a mobilných nástrojov by mohli v tejto súvislosti pomôcť za predpokladu, že bude možné rozptýliť obavy týkajúce sa ochrany proti podvodom, hackerstvu a praniu špinavých peňazí, pričom sa zachová jednoduchosť používania pre zákazníkov. Komisia začne prípravné práce s cieľom preskúmať, ako môže jednotný trh v oblasti retailových finančných služieb priniesť viac výhod pre spotrebiteľov.

Otázky

17) Ako možno zvýšiť cezhraničnú účasť retailových klientov na PKIPCP?

18) Ako môžu európske orgány dohľadu ďalej prispieť k zabezpečeniu ochrany spotrebiteľov a investorov?

19) Aké politické opatrenia by mohli zvýšiť retailové investície? Čo iné by sa mohlo urobiť na posilnenie postavenia občanov EÚ a na ich ochranu pri prístupe na kapitálové trhy?

20) Existujú na vnútroštátnej úrovni najlepšie postupy pre rozvoj jednoduchých a transparentných investičných produktov pre spotrebiteľov, o ktoré sa možno podeliť?

Prilákание medzinárodných investícií

Na prilákание zahraničných investícií musia byť európske kapitálové trhy otvorené, celosvetovo konkurencieschopné, dobre regulované a integrované, čo predpokladá udržiavanie vysokých štandardov EÚ, ktoré zaisťujú integritu trhu, finančnú stabilitu a ochranu investorov. Vzhľadom na globálny charakter kapitálových trhov je dôležité, aby sa pri vytváraní únie kapitálových trhov zohľadnili širšie globálne súvislosti.

Pokrizové zníženie tokov hrubého kapitálu síce postihlo všetky regióny, avšak EÚ (a najmä eurozóna) utrpela najväčší pokles prílevov a odlevov hrubého kapitálu vyjadrený ako percento HDP. Všetky zložky prílevov hrubého kapitálu (portfóliové investície, priame zahraničné investície a pohľadávky sprostredkované bankami) boli v roku 2013 oproti roku 2007 nižšie.

Podľa Medzinárodného menového fondu (MMF) dosahoval celkový stav cezhraničných portfóliových investícií na konci roku 2013 výšku 25 biliónov EUR. Celkový stav portfóliových investícií uskutočnených cezhranične medzi členskými štátmi EÚ dosiahol výšku 9,6 bilióna EUR, pričom portfóliové investície pochádzajúce z krajín mimo EÚ predstavovali 5 biliónov EUR. Ešte stále teda existuje široký priestor na prilákание dodatočných kapitálových a dlhových investícií z tretích krajín.

Medzinárodná obchodná a investičná politika EÚ²⁷ zohráva dôležitú úlohu pri podpore medzinárodného investovania. Medzinárodné obchodné a investičné dohody liberalizujú pohyb kapitálu, regulujú prístup na trh a investície, vrátane poskytovania finančných služieb, a môžu pomôcť dosiahnuť primeranú úroveň ochrany investorov v Európe, ako aj rovnaké

²⁷ COM(2010) 343.

podmienky v celej EÚ²⁸. Komisia sa okrem toho podieľa na medzinárodnej práci v oblasti voľného pohybu kapitálu, okrem iného napríklad aj na kódexoch OECD na liberalizáciu pohybu kapitálu.

Malo by sa podporiť priame uvádzanie na trh investičných fondov EÚ a iných investičných nástrojov v tretích krajinách. To by sa mohlo dosiahnuť znížením prekážok prístupu na trhy tretích krajín pre finančné inštitúcie a služby EÚ, a to prípadne aj otvorením trhov pre cezhraničnú správu aktív v budúcich obchodných dohodách.

Vzhľadom na tieto trendy sa Komisia zaujíma o názory týkajúce sa opatrení, ktoré by sa mohli prijať na zvýšenie príťažlivosti trhov EÚ pre medzinárodných investorov.

Otázky

21) *Existujú dodatočné opatrenia v oblasti regulácie finančných služieb, ktoré by sa mohli prijať s cieľom zabezpečiť, aby EÚ bola medzinárodne konkurencieschopným a atraktívnym miestom na investovanie?*

22) *Aké opatrenia možno prijať na uľahčenie prístupu podnikov EÚ k investorom a na kapitálové trhy v tretích krajinách?*

4.3. Zvýšená efektívnosť trhu – sprostredkovatelia, infraštruktúra a širší právny rámec

Jednotný súbor pravidiel, presadzovanie a hospodárska súťaž

Vytvorenie jednotného súboru pravidiel v posledných rokoch predstavuje významný krok k harmonizovanejšiemu regulačnému rámcu pre kapitálové trhy, na ktorých sa podniky môžu cezhranične zapájať do hospodárskej súťaže za rovnakých podmienok. Úspech jednotného súboru pravidiel závisí aj od účinného vykonávania a konzistentného presadzovania týchto pravidiel. Stále existujú niektoré kľúčové právne predpisy EÚ, ktoré členským štátom umožňujú pridávanie dodatočných povinností (tzv. *gold plating*), a vyskytli sa aj problémy spojené s rozdielnym výkladom pravidiel. Komisia spoločne s členskými štátmi a európskymi orgánmi dohľadu pracuje na tom, aby zaistila správnu implementáciu a presadzovanie finančných právnych predpisov EÚ v praxi.

Hospodárska súťaž je kľúčová na to, aby spotrebitelia mohli získať najlepšie produkty a služby za primerané ceny a aby investičné toky smerovali tam, kde budú najproduktívnejšie využité. Prekážky vstupu konkurentov na trh by sa mali odstrániť, ak je to možné, a takisto je potrebné zaistiť prístup k infraštruktúre finančných trhov. V záujme podpory efektívnejších a dobre fungujúcich kapitálových trhov Komisia v posledných rokoch riešila viacero prípadov, pri ktorých využívala svoje právomoci v oblasti hospodárskej súťaže. Komisia bude aj naďalej zabezpečovať dôsledné uplatňovanie práva v oblasti hospodárskej súťaže, aby zabránila obmedzeniam alebo narušeniam hospodárskej súťaže, ktoré negatívne ovplyvňujú vznik integrovaných a dobre fungujúcich kapitálových trhov.

²⁸ Okrem toho sa EÚ vo svojich obchodných a investičných dohodách snaží zaistiť vhodné záruky na zabezpečenie primeranej ochrany v oblastiach ako je bezpečnosť, zdravie, ochrana životného prostredia alebo kultúrna rozmanitosť.

Na to, aby sa odstránili neodôvodnené prekážky investičných tokov v rámci EÚ, je potrebné presadzovať zásadu voľného pohybu kapitálu. Neodôvodnenú prekážku voľného pohybu kapitálu by v niektorých prípadoch mohli predstavovať napríklad požiadavky hostiteľských členských štátov voči účastníkom trhu, ktorým ich domovský členský štát udelil európske povolenie na uvádzanie na trh. Stabilnejší, transparentnejší a predvídateľnejší rámec pre investorov by mohol prispieť k budovaniu dôvery a zvýšiť príťažlivosť jednotného trhu ako miesta na dlhodobé investície.

Konvergencia v oblasti dohľadu

Aj keď boli regulačné rámce pre kapitálové trhy do veľkej miery harmonizované, úspech reforiem závisí aj od ich implementácie a od dôsledného presadzovania pravidiel. Európske orgány dohľadu zohrávajú pri podporovaní konvergenzie kľúčovú úlohu. Komisia nedávno uverejnila správu o fungovaní európskych orgánov dohľadu a európskeho systému finančného dohľadu (ESFS)²⁹, v ktorej identifikovala oblasti s potenciálom na zlepšenie v krátkodobom a strednodobom horizonte. Komisia bude aj naďalej skúmať spôsob fungovania a činnosť európskych orgánov dohľadu, ako aj ich riadenie a financovanie.

Európske orgány dohľadu zohrávajú dôležitú úlohu pri ďalšej podpore väčšej konvergenzie v oblasti dohľadu, pričom sa väčší dôraz kladie na využívanie partnerského preskúmania a primeraných následných opatrení. Využívanie urovnávania sporov v prípadoch, keď je to potrebné, a vyšetrovacie právomoci vo vzťahu k údajným porušeniam práva EÚ by mohli napomôcť konzistentnej implementácii a uplatňovaniu právnych predpisov EÚ na celom jednotnom trhu.

V tejto súvislosti by sa mala dôkladnejšie zväziť úloha európskych orgánov dohľadu. Vzhľadom na to, že vnútroštátne režimy dohľadu môžu viesť k rôznym úrovniam ochrany investorov, prekážkam pre cezhraničné operácie a môžu pôsobiť odrádzajúco pre spoločnosti, ktoré chcú získať financovanie v iných členských štátoch, pre európske orgány dohľadu tu možno vzniká ďalšia úloha pri zvyšovaní konvergenzie.

Údaje a ohlasovanie

Rozvoj spoločných údajov a ohlasovania v rámci celej EÚ by mohlo prispieť k podpore užšej integrácie kapitálového trhu. V prípade akciových trhov je napríklad mimoriadne dôležitý „konsolidovaný informačný systém“, aby sa zabezpečila kvalita, dostupnosť a včasnosť informácií po uskutočnení obchodu. Ak by sa trhom vedené snahy ukázali ako nedostatočné na to, aby vznikol konsolidovaný informačný systém, ktorý by bol pre účastníkov trhu na primeranom komerčnom základe ľahko prístupný a použiteľný, bude možno potrebné zväziť iné riešenia, medzi ktoré môže patriť aj poverenie, aby konsolidovaný informačný systém prevádzkoval komerčný subjekt. Aj Komisia sa bude usilovať o to, aby nič nebránilo šíreniu konsolidovaných informácií za komerčne prijateľných podmienok.

Účastníkom trhu by mohli pomôcť aj efektívnejšie prístupy k ohlasovaniu údajov o dohľade a trhu, ktoré by zahŕňali vnútroštátne orgány alebo Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA), napríklad pokiaľ ide o spoločné IT riešenia určitých ohlasovacích požiadaviek. Boli

²⁹ COM(2014) 509.

by vítané názory na to, či je potrebné ďalej pracovať na zlepšovaní údajov a ohlasovania v EÚ, a prípadne akým spôsobom.

Infraštruktúra trhu a právne predpisy v oblasti cenných papierov

Infraštruktúra trhu a právne predpisy v oblasti cenných papierov – t. j. „potrubie“, ktorým pretekajú investície, a predpisy, ktoré túto oblasť upravujú – sú kľúčovými faktormi pre efektívne a jednoduché investovanie. V súčasnosti sa zavádza regulačný rámec pre trhové infraštruktúry, ktorého súčasťou sú právne predpisy na zabezpečenie odolnosti centrálnych protistrán a centrálnych depozitárov cenných papierov, ako aj projekt Target2Securities (T2S) prevádzkovaný zo strany Eurosystemu. Ako uvádza Komisia vo svojom pracovnom programe, jej úmyslom je predložiť legislatívny návrh na vytvorenie európskeho rámca pre ozdravenie a riešenie krízových situácií systémovo dôležitých finančných inštitúcií, akými sú napríklad centrálna protistrana. Existujú však určité aspekty týkajúce sa trhových infraštruktúr podporujúcich obchodovanie, v ktorých môže existovať priestor na ďalšie zlepšenia.

Kolaterál je kľúčovou súčasťou finančného systému, keďže tvorí základ mnohých transakcií na trhu a poskytuje bezpečnostnú sieť pre prípad, že by došlo k problémom. Voľný tok kolaterálu po celej EÚ je v súčasnosti obmedzený, čo bráni trhom aby mohli fungovať efektívne. Od začiatku finančnej krízy sa dopyt po kolateráli zvýšil, a to v dôsledku dopytu po zabezpečenejšom financovaní, ako aj nových regulačných požiadaviek, ako je nariadenie o infraštruktúre európskych trhov (EMIR)³⁰ a nariadenie o kapitálových požiadavkách³¹. S rastúcim dopytom po kolateráli existuje riziko, že sa budú tie isté cenné papiere využívať opakovane na zabezpečenie viacerých transakcií, ako tomu bolo pred krízou. Na tejto problematike sa v súčasnosti pracuje na medzinárodnej úrovni. Uvítajú sa názory na to, či by sa malo pracovať na uľahčení primerane regulovaného toku kolaterálu po celej EÚ.

Okrem toho, aj keď sa dosiahol značný pokrok pri harmonizácii predpisov potrebných na transparentnosť a integritu trhov s cennými papiermi, **právne predpisy týkajúce sa práv investorov k cenným papierom sa v jednotlivých členských štátoch líšia**. V dôsledku toho majú investori ťažkosti pri posudzovaní rizika kapitálových investícií v rôznych členských štátoch. O tejto problematike sa začalo diskutovať už pred viac ako desiatimi rokmi, t. j. v čase druhej Giovanininiho správy v roku 2003. Táto otázka je však zložitá, pretože zasahuje do majetkového, zmluvného, obchodného a konkurzného práva a týka sa aj právnych predpisov o držbe cenných papierov a kolízie právnych poriadkov. Oponenti zastávajú názor, že harmonizácia a jednotná definícia cenných papierov na úrovni EÚ nie sú potrebné. Okrem toho sa tvrdí, že zavedením systému Target2Securities v polovici roka 2015 sa odstráni právne a operačné riziká, ktoré sú spojené s prevodom a držbou cenných papierov v rôznych jurisdikciách, znížia sa náklady a mohli by sa zvýšiť cezhraničné investície. Vzhľadom na tieto obmedzenia by boli vítané názory na to, či sú uskutočniteľné alebo žiaduce nejaké ciele zmeny právnych predpisov o vlastníctve cenných papierov, ktoré by mohli podstatným spôsobom prispieť k vytvoreniu integrovanejších kapitálových trhov v EÚ.

Ďalším dôležitým aspektom pri rozvoji celoeurópskeho trhu pre sekuritizácie a dohody o finančnom kolateráli, ako aj pre iné činnosti, ako je napríklad faktoring, je dosiahnutie väčšej právnej istoty v prípade cezhraničného prevodu pohľadávok a poradie priorit týchto

³⁰ Nariadenie (EÚ) č. 648/2012.

³¹ Nariadenie (EÚ) č. 575/2013, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012.

prevodov, najmä v prípadoch ako je platobná neschopnosť. V roku 2015 Komisia uverejní správu, v ktorej identifikuje príslušné problémy a možné riešenia.

Banky zohrávajú kľúčovú úlohu nielen pri poskytovaní úverov, ale aj ako sprostredkovatelia na kapitálovom trhu, a to najmä poskytovaním likvidity prostredníctvom tvorby trhu. Niektoré výskumy naznačujú, že v niektorých segmentoch trhu likvidita klesá, avšak naznačujú aj to, že likvidita mohla byť na začiatku krízy cenovo podhodnotená. Pokles likvidity niektorí pripisujú nevyhnutnej náprave na trhu, ako aj poklesu dôvery trhu v reakcii na krízu, pričom iní v ňom vidia dôsledok globálnych pokrízových regulačných opatrení. Komisia sa zaujíma o názory na to, ako dosiahnuť cenovo výhodnejšie a odolnejšie podmienky likvidity, a najmä, či by mohli byť prijaté opatrenia na podporu likvidity v zraniteľných segmentoch a či existujú prekážky vstupu pre nových účastníkov trhu, ktorí by mohli byť dôležití pri prepájaní kupujúcich s predávajúcimi.

Právo obchodných spoločností, správa a riadenie spoločností, platobná neschopnosť a zdaňovanie

Právne predpisy EÚ v oblasti správy a riadenia spoločností síce existujú (napr. predpisy o vyhlásení o správe a riadení³² a o cezhraničnom výkone práv akcionárov³³), avšak táto oblasť často zostáva doménou vnútroštátnych právnych predpisov a noriem. V nadväznosti na finančnú krízu sa prostredníctvom dvoch konzultácií³⁴ vykonalo preskúmanie rámca EÚ pre správu a riadenie spoločností. Cieľom revízie smernice o právach akcionárov, ktorá práve prebieha, je podnietiť inštitucionálnych investorov a správcov aktív, aby spoločnostiam poskytovali viac dlhodobého kapitálu.

Ochrana **práv menšinových akcionárov zlepšuje správu a riadenie spoločností a ich atraktivnosť pre zahraničných investorov**, keďže tí často môžu byť menšinovými investormi. Ďalším aspektom dobrej správy a riadenia spoločností je efektívnosť ich správnych rád, pokiaľ ide o kontrolu manažérov spoločností. Správne rady spoločností chránia záujmy investorov, takže efektívne a dobre fungujúce správne rady spoločností sú tiež kľúčové pre prilákanie investícií.

Napriek tomu, že existuje niekoľko predpisov o práve obchodných spoločností³⁵, podniky stále čelia vážnym prekážkam, ktoré im bránia v **cezhraničnej mobilite a reštrukturalizáciách**. Ďalšie reformy práva obchodných spoločností by mohli pomôcť pri prekonávaní prekážok cezhraničného usadzovania a činností spoločností.

Rozdielne vnútroštátne **kolízne normy** týkajúce sa vnútorného fungovania spoločnosti môžu spôsobiť právnu neistotu, pretože môžu viesť k situácii, keď je spoločnosť predmetom právnych predpisov rôznych členských štátov súčasne, napríklad v prípadoch, ak je spoločnosť registrovaná v jednom členskom štáte, ale vykonáva svoju činnosť prevažne z iného členského štátu.

Hoci za posledných 30 rokov diskusia týkajúca sa harmonizácie hmotnoprávných **predpisov o platobnej neschopnosti** vzhľadom na ich zložitosť viazla, značný pokrok sa dosiahol v oblasti kolíznych noriem pre cezhraničné konkurzné konanie³⁶. Vnútroštátne rámce

³² Smernica 2006/46/ES.

³³ Smernica 2007/36/ES.

³⁴ KOM(2010) 284 a KOM(2011) 164.

³⁵ Napríklad nariadenie Rady 2157/2001 a smernica 2005/56/ES.

³⁶ Nariadenie č. 1346/2000 o konkurznom konaní sa v roku 2015 nahradí lepším právnym nástrojom.

v oblasti platobnej neschopnosti sa však stále rozchádzajú, pokiaľ ide o ich základné prvky a ich účinnosť³⁷. Zníženie týchto rozdielov by mohlo znížiť neistotu pre investorov, ktorí musia posudzovať riziká vo viacerých členských štátoch, a tým prispieť k vzniku celoeurópskych akciových trhov a trhov s dlhopismi. Chýbajúce či neadekvátne predpisy umožňujúce včasnú reštrukturalizáciu dlhu v mnohých členských štátoch, neexistencia ustanovení o „druhej šanci“ a príliš dlhé a nákladné formálne konkurzné konanie navyše môžu viesť k nízkej miere uspokojenia pohľadávok veriteľov a odradiť investorov. S cieľom dosiahnuť pokrok v oblasti platobnej neschopnosti Komisia prijala odporúčanie týkajúce sa nového prístupu k neúspechu v podnikaní a platobnej neschopnosti³⁸, v ktorom členské štáty vyzývajú, aby zaviedli postupy včasnej reštrukturalizácie a ustanovenia týkajúce sa „druhej šance“. V odporúčaní sa členské štáty vyzývajú k tomu, aby zväzili uplatňovanie uvedených zásad aj na spotrebiteľov s ohľadom na ich nadmernú zadlženosť a platobnú neschopnosť. Hodnotenie tohto odporúčania je naplánované na rok 2015.

Rozdiely v **daňových režimoch** jednotlivých členských štátov môžu brániť rozvoju jednotného kapitálového trhu. Môžu napríklad vytvárať prekážky pre také cezhraničné investície, ako sú dôchodky a životné poistenie. V nadväznosti na bielu knihu o dôchodkoch³⁹ Komisia vypracovala štúdiu o diskriminačných pravidlách týkajúcich sa dôchodkového kapitálu a kapitálu životného poistenia, príspevkov a vyplácania. Komisia prijme potrebné opatrenia, ak sa zistia akékoľvek diskriminačné pravidlá a v neskoršej fáze akékoľvek diskriminačné daňové predpisy pre cezhraničné investície životných poisťovní a dôchodkových fondov do nehnuteľností. Pokračuje aj práca na **zjednodušovaní postupov úľavy na zrážkovej dani súvisiacich s činnosťami po uskutočnení obchodu**.

Okrem rozdielov v zdaňovaní rôznych účastníkov trhu v jednotlivých členských štátoch existujú aj rozdiely v zdaňovaní rôznych druhov financovania, ktoré môžu viesť k narušeniam trhu. Rozdiely v zdaňovaní dlhového a kapitálového financovania môžu napríklad spôsobovať to, že spoločnosti vo zvýšenej miere vyžívajú dlhové a bankové financovanie. Rozdiely medzi členskými štátmi, pokiaľ ide o definíciu dlhu a vlastného kapitálu a zodpovedajúce zdaňovanie, a to aj v súvislosti s nástrojmi regulátorného kapitálu, môžu okrem toho narušiť rovnaké podmienky, fragmentovať trhy a vytvárať príležitosti na presun ziskov.

A napokon, získavanie finančných prostriedkov je mimoriadne obtiažne pre začínajúce podniky, keďže tie nemajú kolaterál a preukázateľné výsledky, ktoré by poskytovateľom financovania mohli poskytnúť istotu. Práve v prípade začínajúcich podnikov je však pravdepodobnejšie, že prinesú inovácie, ktorými môžu ohroziť trhovú pozíciu veľkých etablovaných podnikov. V nedávnej štúdií, ktorá vznikla na objednávku Európskej komisie⁴⁰, sa dospelo k záveru, že zameranie **daňových stimulov na výdavky v oblasti výskumu a vývoja** v mladých inovačných podnikoch je účinná prax.

Technológie

³⁷ Pracovný dokument útvarov Komisie, SWD(2014) 61 final.

³⁸ Odporúčanie Komisie C(2014) 1500.

³⁹ Biela kniha „Program pre primerané, bezpečné a udržateľné dôchodky“ bola prijatá 16. februára 2012 a nadväzovala na konzultáciu v rámci zelenej knihy z roku 2010. V bielej knihe sa sumarizujú výzvy týkajúce sa primeranosti a udržateľnosti dôchodkových systémov a predstavuje sa celá škála politických opatrení na úrovni EÚ.

⁴⁰ CPB (2014), „Study on R&D tax incentives“ (Štúdiá o daňových stimuloch v oblasti výskumu a vývoja), Taxation papers, č. 52.

Dôležitou hnacou silou integrácie kapitálových trhov je rýchly vývoj nových technológií, ktoré prispeli napríklad k rozvoju elektronických obchodných platforiem, vysokofrekvenčného obchodovania a tzv. „FinTech“ spoločností. „FinTech“ možno definovať ako kombináciu inovačných finančných služieb a dostupnosti kapitálu prostredníctvom využívania nových (digitálnych) technológií, ako je napríklad kolektívne financovanie. Z jednej nedávnej správy vyplýva, že od roku 2008 sa celkové investície do FinTech podnikov strojnásobili a v roku 2013 tak dosiahli takmer 3 miliardy USD. Tento trend by mal pokračovať, pričom celosvetové investície by do roku 2018 mali dosiahnuť až 8 miliárd USD⁴¹.

Európske a vnútroštátne právo obchodných spoločností nedržalo s týmto vývojom technológií krok – napríklad sa v ňom nedostatočne **zohľadňujú výhody digitalizácie**. Výmeny informácií medzi spoločnosťami, akcionármi a verejnými orgánmi prebiehajú často stále v papierovej forme. V mnohých spoločnostiach napríklad akcionári stále nemôžu hlasovať elektronicky a neexistuje žiadna celoeurópska online registrácia spoločností. Využívanie moderných technológií v týchto oblastiach by mohlo nielen pomôcť znížiť náklady a záťaž, ale aj zabezpečiť efektívnejšiu komunikáciu, a to najmä v cezhraničnom kontexte.

Otázky

23) *Existujú mechanizmy na zlepšenie fungovania a efektívnosti trhov, okrem mechanizmov zahrnutých v tomto dokumente, najmä v oblastiach fungovania a likvidity akciového trhu a trhu s dlhopismi?*

24) *Existujú podľa vášho názoru oblasti, v ktorých je jednotný súbor pravidiel stále nedostatočne rozvinutý?*

25) *Myslíte si, že právomoci európskych orgánov dohľadu na zabezpečenie dôsledného dohľadu sú dostatočné? Aké dodatočné opatrenia týkajúce sa dohľadu na úrovni EÚ by mohli významne prispieť k rozvoju únie kapitálových trhov?*

26) *Existujú, s prihliadnutím na skúsenosti z minulosti, ciele zmeny pravidiel vlastníctva cenných papierov, ktoré by mohli prispieť k integrovanejším kapitálovým trhom v rámci EÚ?*

27) *Aké opatrenia by sa mohli prijať na zlepšenie cezhraničného toku kolaterálu? Malo by sa pracovať na zlepšení právnej vymožitelnosti kolaterálu a mechanizmov konečného čistého zúčtovania v cezhraničnom kontexte?*

28) *Aké sú hlavné prekážky integrovaných kapitálových trhov vyplývajúce z práva obchodných spoločností vrátane správy a riadenia spoločností? Existujú ciele opatrenia, ktoré by mohli prispieť k prekonaniu týchto prekážok?*

29) *Aké konkrétne aspekty právnych predpisov o platobnej neschopnosti by bolo nutné zosúladiť, aby sa podporil vznik celoeurópskeho kapitálového trhu?*

30) *Ktoré prekážky v oblasti zdaňovania by sa mali riešiť prednostne s cieľom prispieť k integrovanejším kapitálovým trhom v rámci EÚ a k odolnejšej štruktúre financovania na úrovni spoločnosti, a prostredníctvom ktorých nástrojov?*

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

31) Ako môže EÚ čo najlepšie podporiť trh, aby rozvíjal nové technológie a obchodné modely v prospech integrovaných a efektívnych kapitálových trhov?

32) Existujú iné otázky, ktoré nie sú uvedené v tejto zelenej knihe a ktoré si podľa vášho názoru vyžadujú opatrenia na dosiahnutie únie kapitálových trhov? Ak áno, o aké otázky ide a akú podobu by mohli mať takéto opatrenia?

ODDIEL 5: ĎALŠIE KROKY

Na základe výsledkov tejto konzultácie Komisia zváži potrebné prioritné opatrenia, aby do roku 2019 položila základy integrovanej, dobre regulovanej, transparentnej a likvidnej únie kapitálových trhov všetkých 28 členských štátov. Činnosť EÚ by okrem podpory trhom vedených iniciatív všade tam, kde je to možné, mohla mať formu nelegislatívnych opatrení, právnych predpisov, opatrení na presadzovanie hospodárskej súťaže a konaní o porušení povinnosti, ako aj odporúčaní pre jednotlivé členské štáty v kontexte európskeho semestra. Členské štáty sa vyzývajú, aby zvážili, či existujú prekážky tvorené vnútroštátnymi právnymi predpismi a postupmi, a ako ich najlepšie prekonať.

Zainteresované strany sa vyzývajú, aby do 13. mája 2015 zaslali svoje odpovede na otázky položené v tejto zelenej knihe, a to prostredníctvom **online dotazníka**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

V priebehu konzultácie bude Európska komisia:

- spolupracovať s Európskym parlamentom s cieľom získať priamu spätnú väzbu od jeho poslancov,
- vyzve členské štáty, aby usporiadali konzultácie a podujatia so zapojením verejnosti a poslancov národných parlamentov s cieľom podporiť diskusiu o únii kapitálových trhov na vnútroštátnej úrovni a
- transparentným a vyváženým spôsobom zorganizuje workshopy, aby sa mohla radiť s expertmi, ktorí majú konkrétne technické znalosti (napríklad s akademickými pracovníkmi a účastníkmi trhu), a získať informovaný názor na konkrétne otázky.

V lete roku 2015 Komisia zorganizuje konferenciu, ktorou konzultáciu ukončí. Neskôr v roku 2015 uverejní akčný plán o únii kapitálových trhov.