



V Bruseli 30. 9. 2015  
COM(2015) 468 final

**OZNÁMENIE KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, RADE, EURÓPSKEMU  
HOSPODÁRSKEMU A SOCIÁLNEMU VÝBORU A VÝBORU REGIÓNOV**

**Akčný plán na vybudovanie únie kapitálových trhov**

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

## Obsah

|  |    |
|--|----|
| ÚVOD .....   | 3  |
| 1. CESTA K RASTU – FINANCOVANIE INOVÁCIE, NOVÝCH PODNIKOV<br>A NEKÓTOVANÝCH SPOLOČNOSTÍ .....            | 7  |
| 1.1. Financovanie fázy rozbehu.....  | 7  |
| 1.2. Fáza ranej expanzie .....   | 8  |
| 1.3. Podpora MSP, ktoré hľadajú financovanie .....   | 10 |
| 1.4. Fondy poskytovania úverov .....   | 11 |
| 1.5. Súkromné umiestňovanie .....  | 12 |
| 2. UĽAHČENIE VSTUPU SPOLOČNOSTÍ NA VEREJNÉ TRHY A MOŽNOSTÍ<br>SPOLOČNOSTÍ ZÍSKAVAŤ NA NICH KAPITÁL ..... | 13 |
| 3. DLHODOBÉ, INFRAŠTRUKTÚRNE A UDRŽATEĽNÉ INVESTÍCIE .....   | 16 |
| 3.1. Zlepšenie investičného prostredia prostredníctvom regulačného rámca.....                            | 16 |
| 3.2. Podpora dlhodobého financovania a financovania infraštruktúry.....                                  | 17 |
| 3.3. Využitie financií na zabezpečenie environmentálnej udržateľnosti.....                               | 18 |
| 3.4. Výzva na predloženie dôkazov v súvislosti s existujúcim regulačným<br>rámcom.....                   | 18 |
| 4. PODPORA RETAILOVÝCH A INŠTITUCIONÁLNYCH INVESTÍCIÍ.....   | 19 |
| 4.1. Retailoví investori .....   | 19 |
| 4.2. Inštitucionálni investori.....  | 21 |
| 5. MAXIMÁLNE VYUŽITIE BANKOVÝCH KAPACÍT NA PODPORU<br>ŠIRŠIEHO HOSPODÁRSTVA.....                         | 23 |
| 6. UĽAHČENIE CEZHraniČNÝCH INVESTÍCIÍ.....   | 25 |
| 6.1. Právna istota a trhová infraštruktúra pre cezhraničné investície.....                               | 25 |
| 6.2. Odstránenie vnútroštátnych prekážok cezhraničných investícií .....                                  | 26 |
| 6.3. Podpora finančnej stability a konvergencie dohľadu .....  | 28 |
| 6.4. Uľahčenie medzinárodných investícií.....  | 29 |
| 7. ĎALŠIE KROKY A MONITOROVANIE.....   | 30 |

## ÚVOD

Najvyššou prioritou Komisie je posilniť európske hospodárstvo a stimulovať investície na vytváranie pracovných miest. Investičný plán v objeme 315 mld. EUR, ktorý je necelý rok po nástupe Komisie do úradu plne funkčný, pomôže naštartovať tento proces. Na dlhodobé posilnenie investícií potrebujeme silnejšie kapitálové trhy. Poskytnú by nové zdroje financovania pre podniky, pomohli by zvýšiť možnosti sporiteľov a zvýšili by odolnosť hospodárstva. To je dôvod, prečo predseda Juncker za jednu zo svojich hlavných priorit určil potrebu vybudovať skutočný jednotný kapitálový trh – úniu kapitálových trhov pre všetkých 28 členských štátov.

Voľný tok kapitálu bol jedným zo základných princípov, na ktorých bola EÚ vybudovaná. Napriek pokroku, ktorý sa dosiahol v priebehu uplynulých 50 rokov, sú európske kapitálové trhy stále pomerne nedostatočne vyvinuté a roztrieštené. Európske hospodárstvo je rovnako veľké ako americké, ale akciové trhy v Európe predstavujú menej ako polovicu a trhy s dlhopismi menej ako tretinu veľkosti amerických trhov. Rozdiel medzi členskými štátmi je ešte výraznejší než medzi Európou a USA. Lepšie integrované kapitálové trhy prinesú zvýšenie efektívnosti a podporia schopnosť Európy financovať rast.

Únia kapitálových trhov posilní tretí pilier Investičného plánu pre Európu. Bude poskytovať výhody pre všetkých 28 členských štátov a zároveň bude oporou hospodárskej a menovej únie prostredníctvom podpory hospodárskej konvergencie a pomoci pri tlmení hospodárskych šokov v eurozóne, ako sa uvádza v správe piatich čelných predstaviteľov EÚ o dobudovaní hospodárskej a menovej únie.

Silnejšie kapitálové trhy budú dopĺňať bohatú európsku tradíciu bankových úverov a zároveň:

- **uvoľnia viac investícií z EÚ a zvyšku sveta:** únia kapitálových trhov pomôže mobilizovať kapitál v Európe a nasmerovať ho do všetkých podnikov vrátane MSP, do infraštruktúry a dlhodobých udržateľných projektov, ktoré ho potrebujú na to, aby sa mohli rozvíjať a vytvárať pracovné miesta. Bude poskytovať domácnostiam lepšie možnosti na splnenie dôchodkových cieľov,
- **lepšie prepoja financovanie s investičnými projektmi v celej EÚ:** členské štáty s malými trhmi a vysokým rastovým potenciálom môžu veľa získať lepším nasmerovaním kapitálu a investícií do ich projektov. Členské štáty s vyspelejšími kapitálovými trhmi budú môcť využívať väčšie cezhraničné možnosti investovania a sporenia,
- **zvýšia stabilitu finančného systému:** integrované finančné a kapitálové trhy môžu členskými štátom, najmä členom eurozóny, pomôcť spoločne čeliť šokom, ktoré ich zasiahnu. Sprístupnením širšej škály zdrojov financovania pomôžu pri rozdelení finančných rizík, čo znamená, že občania a podniky v EÚ budú v prípade recesie bankovníctva menej zraniteľné. Okrem toho rozvinutejšie akciové trhy na rozdiel od zvýšenej zadlženosti umožňujú väčšie investície v dlhodobom horizonte,
- **prehlbia finančnú integráciu a zlepšia hospodársku súťaž:** lepšie cezhraničné rozdelenie rizík, hlbšie a likvidnejšie silnejšie trhy a diverzifikovanejšie zdroje financovania prehlbia finančnú integráciu, znížia náklady a zvýšia konkurencieschopnosť Európy.

Jednoducho povedané, únia kapitálových trhov posilní prepojenie sporenia a rastu. Sporiteľom a investorom ponúkne viac možností a lepšie výnosy. Podnikom ponúkne viacero možností financovania v rôznych fázach ich vývoja.

## **Ako vieme, že sa to oplatiť?**

Možno uviesť niekoľko príkladov na ilustráciu potenciálnych prínosov. Malé a stredné podniky dostávajú v Európe v porovnaní s USA päťkrát menej finančných prostriedkov z kapitálových trhov. Keby boli naše trhy s rizikovým kapitálom rovnako rozvinuté, od roku 2009 do roku 2014 by na financovanie spoločností boli k dispozícii finančné prostriedky vo výške viac ako 90 miliárd EUR. Keby sa mohli bezpečne obnoviť predkrízové úrovne emisie sekuritizácií EÚ, banky by boli schopné poskytnúť dodatočný objem úverov pre súkromný sektor v objeme viac ako 100 miliárd EUR. Keby sa sekuritizácia MSP obnovila čo len na polovicu vrcholu počas krízy, mohla by priniesť dodatočné finančné prostriedky vo výške 20 miliárd EUR. Potreby investícií sú tiež veľké, odhaduje sa napríklad, že na prechod na nízkouhlíkové hospodárstvo bude EÚ potrebovať investície v objeme 200 miliárd EUR ročne<sup>1</sup>.

Únia kapitálových trhov by mala EÚ priblížiť k stavu, keď napríklad MSP môžu získavať finančné prostriedky rovnako ľahko ako veľké spoločnosti; v celej EÚ zavládne konvergencia nákladov na investovanie a prístupu k investičným produktom; získavanie finančných prostriedkov prostredníctvom kapitálových trhov bude čoraz jednoduchšie a vyhľadávanie finančných prostriedkov v inom členskom štáte nebude obmedzené zbytočnými právnymi prekážkami či prekážkami v oblasti dohľadu.

## **Akčný plán pre úniu kapitálových trhov**

Od otvorenia konzultácií vo februári Komisia dostala viac ako 700 odpovedí. Spätná väzba sa všeobecne vyznačovala vyjadrením podpory, pokiaľ ide o význam vybudovania únie kapitálových trhov a Európsky parlament<sup>2</sup> aj Rada<sup>3</sup> potvrdili silnú podporu prijatia postupného prístupu a uznali skutočnosť, že otázky identifikované v rámci našej konzultácie sú práve tie, na ktoré sa treba sústrediť.

Neexistuje také opatrenie, ktoré by samo stačilo na vytvorenie únie kapitálových trhov. Namiesto toho sa prijme rad krokov, ktorých spoločný vplyv bude významný. Komisia prijme opatrenia na odstránenie prekážok, ktoré stoja medzi peniazmi investorov a investičnými príležitosťami, a na prekonanie prekážok, ktoré bránia podnikom v kontakte s investormi. Zabezpečí sa, aby systém usmernenia týchto finančných prostriedkov bol čo najefektívnejší na vnútroštátnej, ako aj na cezhraničnej úrovni.

Keďže užšou integráciou kapitálových trhov a postupným odstránením zostávajúcich prekážok na vnútroštátnej úrovni by sa mohli vytvoriť nové riziká pre finančnú stabilitu, budeme podporovať opatrenia na zvýšenie konvergencie dohľadu, aby regulačné orgány pre kapitálové trhy konali jednotne, a posilíme dostupné nástroje na obozretné riadenie systémových rizík. Na základe spätnej väzby a našej vlastnej analýzy Komisia uskutoční opatrenia v týchto prioritných oblastiach:

## **Zabezpečenie väčších možností financovania pre európske podniky a MSP**

Prekážky, ktoré bránia európskym podnikom získavať financovanie na kapitálových trhoch, existujú na každej úrovni „eskalátora financovania“ a na verejných trhoch. Tieto prekážky obmedzujú menšie spoločnosti v získavaní kapitálového a dlhového financovania. Komisia:

<sup>1</sup> Posúdenie vplyvu do roku 2030 na základe modelu PRIMES.

<sup>2</sup> Uznesenie Európskeho parlamentu o vytváraní únie kapitálových trhov [2015/2634 (RSP)].

<sup>3</sup> [Záver Rady EÚ o únii kapitálových trhov z 19. júna.](#)

- zmodernizuje smernicu o prospekte, aby bolo pre podniky menej nákladné získavať finančné prostriedky verejne, preskúma regulačné prekážky brániace kótovaniu malých firiem na kapitálových a dlhopisových trhoch a podporí kótovanie malých firiem prostredníctvom európskych poradných štruktúr;
- začne realizáciu balíka opatrení na podporu kapitálového financovania a financovania rizikovým kapitálom v EÚ vrátane urýchľovania súkromných investícií s využitím zdrojov EÚ prostredníctvom celoeurópskych fondov fondov, regulačnej reformy a podpory najlepšej praxe v oblasti daňových stimulov;
- podporí inovačné formy financovania podnikov, napr. kolektívne financovanie, súkromné umiestňovanie a fondy poskytovania pôžičiek, a zároveň zabezpečí ochranu investorov a finančnú stabilitu, a
- preskúma možnosti vytvorenia celoeurópskeho prístupu k lepšiemu prepojeniu MSP s rôznymi zdrojmi financovania.

### **Zabezpečenie vhodného regulačného prostredia pre dlhodobé a udržateľné investície a financovanie infraštruktúry Európy**

Európa potrebuje významný objem nových dlhodobých udržateľných investícií na udržanie a zvyšovanie konkurencieschopnosti. Verejná podpora prostredníctvom opatrení, ako je napríklad Investičný plán pre Európu s prostriedkami vo výške 315 miliárd EUR, môže pomôcť, ale potrebné sú aj ďalšie opatrenia na odblokovanie súkromných investícií na dlhšie obdobie. Komisia:

- urýchlene vykoná revíziu kalibrácií smernice Solventnosť II, aby lepšie odrážali skutočné riziko infraštruktúrnych investícií, a následne prehodnotí ustanovenia nariadenia o kapitálových požiadavkách týkajúce sa expozícií bánk pri infraštruktúrnych investíciách, a
- posúdi úhrnný vplyv predchádzajúcich regulačných reforiem s cieľom zabezpečiť súdržnosť a konzistentnosť, ako súčasť iniciatívy Komisie v oblasti lepšej právnej regulácie, a nadviaže na prácu v oblasti zabezpečenia súdržnosti právnych predpisov EÚ o finančných službách, ktorá sa začala v Európskom parlamente v roku 2013.

### **Zvýšenie investícií a možností retailových a inštitucionálnych investorov**

Retailové úspory spravované priamo alebo nepriamo prostredníctvom správcov aktív, životných poisťovní a dôchodkových fondov, sú kľúčom k uvoľneniu kapitálových trhov. Z konzultácií vyplynulo, že v prípade retailových investorov môže sporenie pre budúcnosť, väčšia dôvera investorov, transparentnosť, istota a výber pomôcť realizovať správne investície. Európske odvetvie správy aktív vo všeobecnosti funguje dobre, je však potrebné vyvinúť viac úsilia na posilnenie cezhraničnej hospodárskej súťaže a režimu povolení v zahraničí (tzv. passporting). Komisia:

- preskúma možnosti zlepšenia výberu a súťaže v oblasti cezhraničných retailových finančných služieb a poistenia prostredníctvom zelenej knihy, ktorú zverejní neskôr v tomto roku; posúdi aj regulačný rámec pre retailové investície, s osobitným zameraním na zlepšenie transparentnosti, kvality a dostupnosti investičného poradenstva vzhľadom na zvýšené poskytovanie služieb online;

- preskúma možnosti rozšírenia výberu dôchodkového sporenia a vybudovania trhu EÚ pre osobné súkromné dôchodky, ktoré by si poskytovatelia dôchodkového zabezpečenia mohli zvoliť pri ponúkaní súkromných dôchodkov v celej EÚ, a
- vytvorí režim cezhraničného povolenia pre európske fondy, ktorým sa odstránia cezhraničné poplatky a prekážky, aby sa zlepšila hospodárska súťaž a výber, ktorý majú spotrebitelia k dispozícii.

### **Posilnenie schopnosti bánk poskytovať úvery**

Banky budú ako veritelia významnej časti hospodárstva a sprostredkovatelia na kapitálových trhoch

zohrávať ústrednú úlohu v únii kapitálových trhov. Banky majú silné miestne väzby a znalosti: bankové úvery budú popri kapitálových trhoch naďalej hlavným zdrojom financovania pre mnohé podniky. Komisia:

- oživí jednoduché, transparentné a štandardizované druhy európskej sekuritizácie, aby sa uvoľnila kapacita v súvahách bánk a dlhodobým investorom poskytol prístup k investičným príležitostiam;
- preskúma možnosť, aby všetky členské štáty začali využívať miestne úverové družstvá, ktoré pôsobia mimo rozsahu pôsobnosti pravidiel EÚ týkajúcich sa kapitálových požiadaviek pre banky;
- posúdi, či a ako vybudovať celoeurópsky rámec pre kryté dlhopisy na základe dobre fungujúcich vnútroštátnych režimov a preskúma uskutočniteľnosť podobných nástrojov financovania pôžičiek MSP.

### **Odstránenie cezhraničných prekážok a rozvoj kapitálových trhov pre všetkých 28 členských štátov**

Napriek pokroku dosiahnutému v posledných desaťročiach vo vytváraní jednotného kapitálového trhu ešte stále existuje mnoho prekážok, ktoré stoja v ceste cezhraničným investíciám. Ide o škálu od prekážok, ktoré majú pôvod vo vnútroštátnych právnych predpisoch, napríklad v predpisoch o platobnej neschopnosti, daniach a cenných papieroch, až po prekážky, ktoré vyplývajú z rozdrobenej trhovej infraštruktúry. Preto budeme:

- viesť konzultácie o kľúčových prekážkach platobnej neschopnosti a predkladať legislatívnu iniciatívu týkajúcu sa platobnej neschopnosti podnikov, pričom sa zameriame na najvýznamnejšie prekážky voľného toku kapitálu a využijeme vnútroštátne režimy, ktoré fungujú dobre;
- riešiť neistotu v otázke vlastníctva cenných papierov a podporovať zlepšovanie mechanizmov zúčtovania a vyrovnania cezhraničných transakcií s cennými papiermi;
- podporovať rozvoj kapitálových trhov vo všetkých 28 členských štátoch, ako súčasť európskeho semestra, pričom sa členským štátom ponúkne cieľená podpora na posilnenie administratívnej kapacity prostredníctvom Služby Komisie na podporu štrukturálnych reforiem;

- spolupracovať s európskymi orgánmi dohľadu (ESA) na vypracovaní a realizácii stratégie na posilnenie konvergencie dohľadu a identifikovanie oblastí, v ktorých môže globálnejší prístup zlepšiť fungovanie jednotného kapitálového trhu;
- využívať nadchádzajúce preskúmanie Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) a medzinárodnú prácu v tejto oblasti s cieľom zabezpečiť, aby vnútroštátne a európske orgány makroprudenciálneho dohľadu mali nástroje primeranej reakcie na vývoj na kapitálových trhoch.

Týmto akčným plánom sa stanovujú kľúčové prvky na zavedenie dobre fungujúcej a integrovanej únie kapitálových trhov, zahŕňajúcej všetky členské štáty, do roku 2019. Ide o dlhodobý projekt, postupovať však budeme rýchlo. Komisia v roku 2017 posúdi výsledky a prehodnotí priority.

Smer, ktorým sa máme vybrať, je jasný: vybudovať jednotný kapitálový trh odspodu, identifikovať prekážky a postupne ich odbúrať, vyvinúť zmysel pre dynamiku a podnietiť narastajúcu dôveru v investovanie do budúcnosti Európy. Voľný tok kapitálu bol jedným zo základných princípov, na ktorých bola EÚ vybudovaná. Využime príležitosť a pokúsme sa po viac ako päťdesiatich rokoch od podpísania Rímskej zmluvy premeniť víziu na skutočnosť.

## **1. CESTA K RASTU – FINANCOVANIE INOVÁCIE, NOVÝCH PODNIKOV A NEKÓTOVANÝCH SPOLOČNOSTÍ**

Nové začínajúce spoločnosti sú rozhodujúce pre podporu rastu hospodárstva. V celej EÚ malé a stredné podniky (MSP) zamestnávajú 2 z každých 3 ľudí a produkujú 58 centov z každého eura pridanej hodnoty<sup>4</sup>. Podnikatelia so sľubnými podnikateľskými plánmi musia byť schopní zabezpečiť si financovanie, aby mohli realizovať svoje nápady. Úspešné firmy budú potrebovať prístup k financovaniu s atraktívnymi podmienkami, aby mohli financovať svoju expanziu. Možnosti financovania pre rastúce firmy, ktoré sa snažia získať vlastný kapitál alebo hľadajú iné formy úverov mimo bankového systému, sú však v Európe nedostatočne vyvinuté. Platí to najmä pre európske MSP, ktoré viac než 75 % externých financií získavajú formou bankových pôžičiek. Úspešná únia kapitálových trhov (CMU) by rozšírila škálu možností financovania, ktoré majú k dispozícii rastúce spoločnosti. Tieto príležitosti by mali existovať a mali by byť k dispozícii pre podnikateľov vo všetkých 28 členských štátoch EÚ, a to na všetkých úrovniach „eskalátora financovania“.

### **1.1. Financovanie fázy rozbehu**

Silné miestne siete a vzťahy, ktoré majú, umožňujú bankám poskytovať väčšinu vonkajšieho financovania pre európske MSP. V posledných rokoch sa okrem toho objavuje čoraz širšia škála možností nebankového financovania, ktoré spoločnostiam pomáhajú. Tieto možnosti siahajú od poskytovania úverov a darcovských platforiem, obchodovania s faktúrami medzi podnikmi, partnerského poskytovania úverov, až po investičné kolektívne financovanie či podporu od podnikateľských anjelov.

---

<sup>4</sup> Európska komisia (2014), Výročná správa o európskych MSP: Čiastočné a krehké oživenie, s. 24.

Napríklad kolektívne financovanie sa rýchlo rozvíja v niektorých členských štátoch. V súčasnosti existuje už vyše 500 platforiem, ktoré poskytujú celú škálu služieb v EÚ<sup>5</sup>. Vzhľadom na prevažne miestny rozmer týchto činností členské štáty, ktoré sú domovom väčšiny aktivít kolektívneho financovania, prijímajú kroky na objasnenie podmienok pre tento nový obchodný model. Platformy kolektívneho financovania založené na cenných papieroch môžu byť schválené podľa smernice o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID) a môžu využívať cezhraničné povolenie, ktorý im umožňuje vykonávať regulované služby a činnosti v celej EÚ<sup>6</sup>. V súčasnosti neexistuje rámec EÚ určený špecificky pre kolektívne financovanie založené na poskytovaní úverov. EÚ by mala nájsť správnu rovnováhu medzi cieľom ochrany investorov a cieľom ďalšieho rozširovania kolektívneho financovania. Predčasná regulácia by mohla brzdiť, a nie podporovať rast tohto rýchlo rastúceho a inovačného spôsobu financovania. Komisia zriadila fórum zainteresovaných strán v oblasti kolektívneho financovania na podporu rozvoja politiky v tejto oblasti a začala realizáciu štúdie zameranej na zber a analýzu údajov o trhoch s kolektívnym financovaním v rámci EÚ a na posúdenie vplyvu vnútroštátnych právnych predpisov. Komisia v nadväznosti na doterajšiu prácu<sup>7</sup> uverejní správu o vývoji európskeho kolektívneho financovania.

**Komisia posúdi vnútroštátne režimy a najlepšie postupy a bude monitorovať vývoj v sektore kolektívneho financovania. Na základe tohto hodnotenia si Komisia vyberie najlepšie prostriedok na umožnenie rozvoja tohto nového spôsobu financovania v celej Únii.**

Takzvaní podnikateľskí anjeli v úlohe investorov sú často skúsení podnikatelia ochotní ponúknuť začínajúcim podnikom finančnú a inú podporu. Predstavujú čoraz významnejší zdroj vlastného kapitálu v počiatocnom a ranom štádiu zakladania spoločností. Sumy, ktoré európski podnikateľskí anjeli investujú, sú stále nízke<sup>8</sup> – 357 miliónov EUR v roku 2013, z čoho viac ako polovica bola sústredená len v troch členských štátoch EÚ (Spojené kráľovstvo, Španielsko a Francúzsko)<sup>9</sup>. Európa potrebuje silnejšiu sieť podnikateľských anjelov, ktorí sú schopní pôsobiť v EÚ na cezhraničnej úrovni. Komisia bude aj naďalej podporovať vytváranie cezhraničných sietí a budovanie kapacít pre podnikateľských anjelov, s osobitným zameraním na strednú a východnú Európu, s cieľom rozvíjať cezhraničné platformy, spájať podnikateľských anjelov s inovačnými MSP a uľahčiť spolufinancovanie zodpovedajúcim podielom.

## 1.2. Fáza ranej expanzie

Rýchlo expandujúce firmy s vysokým rastovým potenciálom, no obmedzeným prevádzkovým kapitálom, môžu mať v kritických chvíľach expanzie likvidné medzery. Samotné

<sup>5</sup> Odhad na základe údajov z 22 členských štátov EÚ v roku 2014. Zdroj: Crowdsurfer Ltd a Ernst & Young LLP, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“ (Kolektívne financovanie: Štúdia o zmapovaní trhov a udalostí v EÚ), 2015.

<sup>6</sup> Ak platforma kolektívneho financovania má oprávnenie ako investičná spoločnosť a spĺňa príslušné požiadavky MiFID.

<sup>7</sup> Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, stanovisko a odporúčanie k investičnému kolektívnemu financovaniu, ESMA/2014/1378 a ESMA/1560, 18.12.2014; Stanovisko Európskeho orgánu pre bankovníctvo ku kolektívnemu financovaniu založenému na poskytovaní úverov, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

<sup>8</sup> Investície podnikateľských anjelov nie sú všetky priamo merateľné. Podľa niektorých odhadov by celkové investície podnikateľských anjelov mohli byť vyššie ako investície rizikového kapitálu v niektorých európskych krajinách s dobre rozvinutými anjelskými tržmi – pozri OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors (Financovanie rýchlo rastúcich firiem: úloha anjelských investorov).

<sup>9</sup> Zdroj: Štatistické kompendium EBAN 2014. Dostupné údaje sa týkajú 21 členských štátov.



kontokorentné alebo krátkodobé úvery často nestačia na uspokojenie týchto potrieb. Z reakcií v rámci konzultácie vyplynulo, že finančný systém EÚ najviac zaostáva vo fáze financovanie expanzie. Keďže tieto firmy majú potenciál, aby z nich v budúcnosti vyrástli veľkí zamestnávateľia, nevyužitá príležitosť pre spoločnosť EÚ môžu byť veľmi veľké<sup>10</sup>.

Rizikový kapitál zohráva kľúčovú úlohu pri podpore rastu a ponúka podnikateľom možnosť získať finančné prostriedky v Európe, ako aj zo zahraničia. Rizikový kapitál je zvyčajne dlhodobý (vlastný) kapitál poskytovaný prostredníctvom fondov, ktoré združujú záujmy investorov a diverzifikujú riziko. Fondy rizikového kapitálu sú však v EÚ stále pomerne malé. S objemom prostriedkov zhruba 60 miliónov EUR priemerný európsky fond rizikového kapitálu dosahuje len polovicu veľkosti priemerného fondu rizikového kapitálu v USA a asi 90 % investícií rizikového kapitálu v EÚ je sústredených iba v ôsmich členských štátoch<sup>11</sup>. Rozdelenie rizika vo verejnom sektore môže pomôcť zvýšiť mieru fondov rizikového kapitálu v Európe a vplyv tohto odvetvia vo všetkých 28 členských štátoch, a zároveň môže pôsobiť ako katalyzátor pre investície súkromného sektora, čím pomôže zvýšiť rozsah, diverzifikáciu a geografický dosah. Podpora fondov by mohla najmä pomôcť rozšíriť podiel súkromných investícií v oblasti rizikového kapitálu prilákaním inštitucionálnych investorov.

EÚ sa pokúsila vo svojich právnych predpisoch stanoviť regulačné podmienky pre úspešný sektor rizikového kapitálu EÚ. Najmä v nariadení o európskych fondoch rizikového kapitálu (EuVECA)<sup>12</sup> a nariadení o európskom fonde sociálneho podnikania (EuSEF)<sup>13</sup> sa určujú podmienky, podľa ktorých sa tieto fondy môžu ponúkať inštitucionálnym a majetným jednotlivcom v celej EÚ. Cezhraničné povolenia EuVECA a EuSEF sú však v súčasnosti dostupné len pre malých správcov fondov spravujúcich portfóliá aktív maximálne v objeme 500 mil. EUR. Zmeny týchto nariadení by mohli zvýšiť efektívnosť cezhraničných povolení, keby sa napríklad väčším správcom fondov dovolilo zakladať a ponúkať fondy EuVECA a EuSEF a keby sa znížil minimálny limit investícií s cieľom prilákať viac investorov a urýchliť cezhraničné obchodovanie a investície.

Na podporu kapitálového financovania sa môžu použiť aj daňové stimuly, najmä v prípade inovatívnych spoločností a začínajúcich podnikov<sup>14</sup>. Komisia sa bude zaoberať otázkou, ako možno vnútroštátnymi daňovými stimulmi pre rizikový kapitál a podnikateľských anjelov podporovať investície do MSP a začínajúcich podnikov a šíriť najlepšiu prax v členských štátoch.

**Doplnením financovania poskytovaného pre rizikový kapitál a MSP v rámci investičného plánu Komisia predloží komplexný balík opatrení na podporu rizikového kapitálu a financovania rizikovým kapitálom v EÚ. Bude zahŕňať zmenu právnych predpisov o EuVECA a EuSEF a návrhy na zriadenie niekoľkých celoeurópskych fondov rizikového kapitálu a fondov pre viaceré krajiny, podporovaných**

---

<sup>10</sup> Dôkazy z 15 krajín OECD za obdobie rokov 2001 až 2011 svedčia o tom, že mladé podniky zohrávajú pri tvorbe pracovných miest kľúčovú úlohu. Počet pracovných miest, ktoré vytvárajú mladé firmy, je sústavne vyšší ako počet pracovných miest, ktoré v dôsledku ich pôsobenia zanikajú. Konkrétne, mladé firmy do 50 zamestnancov predstavujú približne 11 % zamestnaností a vo všeobecnosti na ne pripadá viac ako 33 % celkovej tvorby pracovných miest v podnikateľskom sektore, pričom ich podiel na strate pracovných miest je približne 17 %. (Zdroj: OECD (2013), Prehľad výsledkov vedy, techniky a priemyslu).

<sup>11</sup> Zdroj: Európske združenie súkromného a rizikového kapitálu.

<sup>12</sup> Nariadenie (EÚ) č. 345/2013.

<sup>13</sup> Nariadenie (EÚ) č. 346/2013.

<sup>14</sup> Komisia v usmerneniach k štátnej pomoci pre rizikové financovanie objasňuje podmienky, na základe ktorých môžu členské štáty zriadiť systémy podporujúce rizikový kapitál, 2014/C 19/04.

**z rozpočtu EÚ na mobilizáciu súkromného kapitálu. Tento komplexný balík bude zahŕňať aj propagáciu najlepších postupov v oblasti daňových stimulov.**

Orgány verejnej správy môžu poskytnúť podporu aj finančným inštitúciám pri zriaďovaní fondov rastu podnikov s cieľom podporiť vlastný kapitál MSP. Výmena najlepšej praxe v oblasti vytvárania fondov rastu podnikov medzi členskými štátmi by rozšírila výhody týchto režimov na širšie spektrum MSP. Komisia bude spolupracovať s členskými štátmi a orgánmi prudenciálneho dohľadu na podpore rozvoja fondov rastu podnikov pod vedením odvetvia s cieľom podporiť vlastný kapitál MSP.

### **1.3. Podpora MSP, ktoré hľadajú financovanie**

Informačná priepasť medzi MSP a investormi môže byť prekážkou nebankového financovania. Najmä náklady na vyhľadávanie bránia potenciálnym investorom v identifikácii a posudzovaní atraktívnych spoločností, do ktorých by mohli investovať. Potrebne je na jednej strane zabezpečiť, aby malé firmy, ktoré potrebujú financovanie, lepšie poznali trhové možnosti financovania, ktoré majú k dispozícii, a na druhej strane viac zviditeľniť firmy pre potenciálnych miestnych a celoeurópskych investorov.

Prvým krokom je informovanie o dostupnosti trhových možností financovania pre MSP pomocou rôznych vládnych a trhových prostriedkov. Táto komunikácia by mohla začať tým, že banky pristúpia k poskytovaniu spätnej väzby pre MSP, pokiaľ ide o dôvody zamietnutia požadovaného úveru<sup>15</sup>, ktoré môžu v niektorých prípadoch súvisieť s existenciou vhodnejších alternatívnych možností financovania.

Podpora formou poradenstva je v niektorých členských štátoch čoraz ľahšie dostupná prostredníctvom viacerých súkromných a verejných systémov<sup>16</sup>. Komisia uľahčí výmenu najlepšej praxe, aby podporila dostupnosť účinných informačných zdrojov a pomoc určenú MSP, ktoré hľadajú trhové financovanie vo všetkých členských štátoch.

Táto miestna alebo vnútroštátna infraštruktúra komunikácie o nových príležitostiach financovania by mohla slúžiť ako stavebný prvok informačného systému, ktorý spája potenciálnych poskytovateľov externého financovania s MSP, ktoré hľadajú financovanie v celej Európe. Cezhraničnými väzbami by sa mohli prepojiť existujúce vnútroštátne systémy s cieľom spojiť investorov s MSP v celej Európe. Systém prepojenia vnútroštátnych štruktúr by zachoval miestne poznatky, ktoré sú v sektore MSP dôležité, a umožnil by MSP sprístupniť investorom na európskej úrovni súbor základných finančných a úverových údajov. Predpokladom na to, aby takýto systém poskytoval pridanú hodnotu, by bola dostatočná porovnateľnosť kľúčových údajov, aby potenciálni investori v celej EÚ mohli mať presný a spoľahlivý prehľad o finančnej situácii MSP. Účasť MSP na tomto systéme by bola dobrovoľná, rovnako ako aj poskytovanie akýchkoľvek informácií. Nedávne mapovanie<sup>17</sup> úverových informácií o MSP zo strany Komisie odhalilo vysokú mieru rozmanitosti v EÚ, pokiaľ ide o to, aké informácie sa vymieňajú, kto ich vymieňa, ako sa vymieňajú, a kto k nim má prístup. Štandardizáciu úverových údajov uľahčí nová databáza ECB pre podnikové úvery s názvom AnaCredit, ktorej online prevádzka začne v roku 2018.

<sup>15</sup> Ako sa stanovuje v článku 431 ods. 4 najnovšieho nariadenia o kapitálových požiadavkách.

<sup>16</sup> Príkladom sú Aktiespararna (Švédsko), Médiateur du Credit (Francúzsko), Better Business Finance (Spojené kráľovstvo), Investomierz (Poľsko), Industrie- und Handelskammern (Nemecko) a ďalšie systémy.

<sup>17</sup> Pozri správu o európskej finančnej stabilite a integrácii, apríl 2015, kapitola 7.

**Komisia predloží komplexnú stratégiu na prekonanie informačných prekážok, ktoré MSP a potenciálnym investorom bránia v identifikácii príležitostí na financovanie a investovanie, a to prostredníctvom:**

- spolupráce s Európskou bankovou federáciou a podnikateľskými organizáciami s cieľom vytvoriť štruktúru spätnej väzby od bánk, pokiaľ ide o zamietnuté žiadosti MSP o úver;
- spolupráce so sieťou Enterprise Europe Network na mapovaní existujúcich miestnych alebo vnútroštátnych podporných a poradenských kapacít v celej EÚ s cieľom propagovať najlepšie postupy pomoci MSP, ktoré by mohli využívať alternatívne možnosti financovania;
- preskúmania – vychádzajúc z práce ECB a práce v členských štátoch – možnosti vývoja alebo podpory celoeurópskych informačných systémov, ktoré prepájajú vnútroštátne systémy so zámerom spojiť MSP hľadajúce financovanie s poskytovateľmi finančných prostriedkov a podľa potreby prijať ďalšie opatrenia.

#### **1.4. Fondy poskytovania úverov**

Veľkí inštitucionálni investori alebo investičné fondy môžu investovať do úverov alebo priamo poskytovať úvery (niekedy v partnerstve s bankami) stredne veľkým firmám, a tak poskytovať spôsob ďalšej diverzifikácie sprostredkovania úverov a rozšíriť príležitosti financovania. Podľa niektorých odhadov tridsaťšesť alternatívnych veriteľov ku koncu roka 2014 dokončilo viac než 350 transakcií za obdobie niečo vyše dvoch rokov. Objem obchodov prostredníctvom fondov priameho poskytovania úverov sa v Európe od roku 2013 do roku 2014 zvýšil o 43 %. V súčasnosti existuje 40 aktívnych fondov priameho poskytovania úverov (v roku 2012 ich bolo zaznamenaných 18) a ďalších 81 nových fondov na trhu, ktoré sa snažia získať okolo 70 miliárd EUR<sup>18</sup>. V budúcnosti by mohli predstavovať potenciálne významný zdroj nebankových úverov.

EuVECA a európske dlhodobé investičné fondy (EDIF)<sup>19</sup> môžu poskytovať úvery v obmedzenom rozsahu. Niektoré členské štáty zaviedli do svojich vnútroštátnych právnych rámcov aj individualizované režimy s cieľom regulovať podmienky, za ktorých smú alternatívne investičné fondy poskytovať úvery. Výsledkom takejto situácie je to, že fondy pôsobiace na cezhraničnej úrovni musia dodržiavať rozdielne požiadavky kladené na ich činnosti poskytovania úverov. Objasnenie postavenia fondov poskytovania úverov v regulačnom rámci by mohlo uľahčiť cezhraničný rozvoj a zároveň zabezpečiť ich primeranú reguláciu z pohľadu ochrany investorov a finančnej stability.

**Komisia bude s členskými štátmi a európskymi orgánmi dohľadu spolupracovať na posúdení potreby koordinovaného prístupu k poskytovaniu úverov z fondov a opodstatnenia budúceho rámca EÚ.**

---

<sup>18</sup> Zdroj: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment* (Financovanie hospodárstva: Úloha alternatívnych správcov aktív v prostredí nebankových úverov), máj 2015.

<sup>19</sup> Nariadenie o európskych dlhodobých investičných fondoch, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

## 1.5. Súkromné umiestňovanie

Európske spoločnosti v čoraz väčšej miere vyjadrujú záujem používať trhy so „súkromným umiestňovaním“ na získavanie kapitálu (obvykle v objeme vyššom než 20 miliónov EUR) prostredníctvom emisie dlhových nástrojov určených inštitucionálnym alebo iným skúseným investorom. Vzhľadom na obmedzený počet a typ investorov tento spôsob financovania prináša so sebou menej zaťažujúce regulačné požiadavky<sup>20</sup>. Súkromné umiestňovanie emisií v Európe sa zvýšilo približne o 30 % v roku 2014 – z úrovne 13 miliárd EUR v roku 2013 na úroveň 17 miliárd EUR v roku 2014<sup>21</sup>. Ešte väčší objem finančných prostriedkov však získali európske spoločnosti súkromným umiestňovaním na trhoch v USA. Európske súkromné umiestňovanie je takisto obmedzené na malý počet krajín. Keď sa zohľadnia všetky spomenuté fakty, z týchto úvah vyplýva, že existuje potenciál na ďalší rozvoj tohto spôsobu financovania v Európe. Komisia už skôr identifikovala obmedzené štandardizované postupy a dokumentáciu ako prekážky ďalšieho rozvoja. Preto Komisia v plnej miere podporuje prácu ICMA<sup>22</sup> a nemeckého režimu vlastných zmeniek, tzv. *Schuldscheine*,<sup>23</sup> v týchto otázkach a bude sa snažiť využívať najlepšie postupy a šíriť ich v celej EÚ prostredníctvom vhodných iniciatív.

---

<sup>20</sup> 52 % obchodov súkromného umiestňovania okrem obchodov na nemeckom trhu s vlastnými zmenkami (*Schuldscheine*) uzatvorili kótované spoločnosti. Zdroj: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

<sup>21</sup> Zdroj: S&P.

<sup>22</sup> Vo februári 2015 uverejnilo Medzinárodné združenie kapitálových trhov (ICMA) Celoeurópsku príručku súkromného umiestňovania pre podniky. Táto príručka propaguje používanie štandardizovanej dokumentácie, ktorú vypracovalo združenie Loan Market Association (Združenie trhu s úvermi) podliehajúce anglickému právu spolu s pracovnou skupinou pre „Euro PP“, ktorá podlieha francúzskemu právu. Táto iniciatíva sa zameriava výlučne na podnikové dlhové nástroje.

<sup>23</sup> Napríklad nemecké poisťovacie odvetvie vyvinulo jednoduchý režim uznaný spolkovým úradom BaFin, ktorý umožňuje poisťovateľom ľahko vypočítať vopred vymedzený súbor finančných ukazovateľov na posúdenie úverovej bonity, ako aj posúdiť súlad s kapitálovými požiadavkami, ktoré sa vzťahujú na investície v oblasti súkromného umiestňovania.

## 2. ULAHČENIE VSTUPU SPOLOČNOSTÍ NA VEREJNÉ TRHY A MOŽNOSTÍ SPOLOČNOSTÍ ZÍSKAVAŤ NA NICH KAPITÁL

Verejné ponuky dlhových nástrojov alebo nástroje vlastného kapitálu predstavujú hlavný spôsob financovania pre stredne veľké a veľké spoločnosti, ktoré sa snažia získať viac ako 50 miliónov EUR. Ponúkajú prístup k najväčšej skupine poskytovateľov financovania a zároveň držiteľom súkromného kapitálu a podnikateľským anjelom poskytujú príležitosť na vystúpenie z investície. Verejné trhy majú zásadný význam pre transformáciu stredných podnikov s vysokým rastom na etablovaných svetových hráčov. Napríklad spoločnosti kótované na burze AIM<sup>24</sup> dosiahli rast obratu v priemere 37 % a nárast zamestnanosti o 20 % v roku nasledujúcom po prvotnej verejnej ponuke (IPO)<sup>25</sup>. Efektívne verejné trhy sú preto veľmi dôležitým ohnivkom v reťazci financovania.

Aj keď európske verejné kapitálové a dlhové trhy v posledných desaťročiach prešli značným vývojom, ešte stále zaostávajú za ostatnými vyspelými ekonomikami. Okrem toho sledujeme v jednotlivých členských štátoch EÚ veľmi odlišné situácie. Táto skutočnosť čiastočne odráža rôznu veľkosť a rozdielne finančné potreby spoločností, ako aj preferencie, pokiaľ ide o zachovanie rodinného vlastníctva a kontroly spoločností<sup>26</sup>. Počas konzultácií týkajúcich sa únie kapitálových trhov sa však výrazne prejavili rozsiahle obavy, že regulačné prostredie EÚ možno dostatočne nepodnecuje ďalší rozvoj týchto spôsobov financovania. Napríklad v nedávnej správe pracovnej skupiny pre IPO v EÚ sa náklady na samotné poplatky za kótovanie pri prvej verejnej ponuke akcií s veľkosťou obchodu do 6 miliónov EUR odhadovali na 10 – 15 % hodnoty obchodu. Na porovnanie, v prípade väčších obchodov (50 – 100 miliónov EUR) predstavujú tieto poplatky približne 5 – 8 %<sup>27</sup>. Mnohé MSP v súčasnosti zastávajú názor, že tieto prvé (a priebežné) náklady prevažujú nad výhodami premeny na verejne obchodovateľnú spoločnosť<sup>28</sup>. Zníženie vstupných nákladov by mohlo umožniť vyššiemu počtu spoločností získať kapitál na verejných trhoch<sup>29</sup>.

Bránou na verejné trhy pre podniky, ktoré sa snažia získať finančné prostriedky, je prospekt. Prospekty sú dokumenty, ktoré sa vyžadujú z právneho hľadiska a ktoré obsahujú všetky informácie o spoločnosti, ktoré investori potrebujú na to, aby sa mohli informovane rozhodnúť, či budú alebo nebudú investovať. Požiadavky na prospekty boli harmonizované, aby sa umožnilo porovnanie investičných príležitostí v celej EÚ. Ich vypracovanie je však nákladné a zložité najmä pre MSP a zvyčajne majú až stovky strán. Pre investorov môžu byť zložité a príliš podrobné, pričom je ťažké rozpoznať v nich informácie, ktoré sú pre investície rozhodujúce.

---

<sup>24</sup> Špecializovaný nástroj mnohostranného obchodného systému (MTF) Londýnskej burzy cenných papierov pre MSP.

<sup>25</sup> *Improving the market performance of business information regarding SMEs* (Zlepšenie trhovej výkonnosti ekonomických informácií týkajúcich sa MSP), konzorcium ECSIP 2013.

<sup>26</sup> V roku 2009 predstavovali rodinné podniky viac než 60 % všetkých európskych spoločností. Zdroj: Európska komisia, Záverečná správa skupiny expertov – prehľad otázok týkajúcich sa rodinných podnikov: Výskum, siete, politické opatrenia a existujúce štúdie.

<sup>27</sup> Správa o IPO v EÚ, ktorú vydala pracovná skupina pre IPO v EÚ (európski emitenti, EVCA a FESE), 23. marca 2015.

<sup>28</sup> Demarignyho správa, *EU-listing Small Business Act* (Kótovanie v EÚ a iniciatíva „Small Business ACT“), marec 2010.

<sup>29</sup> Nedávna štúdia spoločnosti Oxera ukazuje, že priemerné náklady investorov hľadajúcich informácie o investíciách v USA predstavujú 58 USD, zatiaľ čo v EÚ až 430 EUR.

**Komisia zmodernizuje smernicu o prospekte<sup>30</sup>. Jej súčasťou bude aktualizácia podmienok, za akých je prospekt potrebný, zefektívnenie vyžadovaných informácií a schvaľovacieho procesu, ako aj vytvorenie režimu pre MSP, ktorý bude skutočne primeraný na vypracovanie prospektu a na prístup na kapitálové trhy. Komisia tiež preskúma možnosti podpory MSP pri procese kótovania prostredníctvom európskych poradných štruktúr, napríklad Európskeho centra investičného poradenstva.**

Okrem prospektu existujú pri verejnom získavaní kapitálu aj mnohé ďalšie problémy. Rastové trhy MSP zavedené smernicou MiFID II, budú od roku 2017 novým spoločnostiam poskytovať základ pre prípravu na prípadné kótovanie na väčšej burze. Vytvorenie tohto špecializovaného trhu môže byť obzvlášť dôležité pre rozvoj miestnych trhov alebo nových emitentov. Aby sa v plnej miere využili výhody týchto špecializovaných platforiem pre úniu kapitálových trhov, Komisia uplatňovaním smernice MiFID II zabezpečí, aby sa požiadavkami, ktoré sa na ne vzťahujú, zaistila správna rovnováha medzi poskytovaním dostatočnej ochrany investorov a potrebou vyhnúť sa zbytočnému administratívne zaťažiu.

Pre investorov môže byť prístup k rýchlo rastúcim MSP na verejných burzách lákavý vzhľadom na potenciálne výnosy a diverzifikačné prínosy. Odradiť ich však môžu slabšie informačné zdroje a nižšia likvidita<sup>31</sup>. Odpovede počas konzultácie poukázali na nedostatok prieskumu MSP analytikmi investorov<sup>32</sup> a dodatočné požiadavky na podávanie správ, ako na dve hlavné výzvy, ktorým čelia MSP, ktoré sa pokúšajú kótovať svoje akcie na verejných burzách. Mnohé MSP oprávnené obchodovať v mnohostranných obchodných systémoch (MTF) vykazujú finančné informácie len na základe vnútroštátnych účtovných štandardov, ktoré z dôvodu nedostatku porovnateľnosti nemusia byť dostatočné na uspokojenie potrieb medzinárodných investorov. Komisia ďalej v spolupráci s Radou pre medzinárodné účtovné štandardy (IASB) preskúma možnosť vypracovať dobrovoľné individualizované účtovné riešenie, ktoré by sa mohlo použiť v prípade spoločností oprávnených obchodovať na rastových trhoch MSP.

**Komisia preskúma regulačné prekážky brániace malým podnikom získať oprávnenie obchodovať na verejných trhoch a bude úzko spolupracovať s novými rastovými trhmi MSP podľa ustanovení smernice MiFID II s cieľom zabezpečiť, aby regulačné prostredie týchto inkubačných trhov spĺňalo svoj účel.**

Pre väčšie podniky sú podnikové dlhopisy kľúčovým mechanizmom získavania dlhového financovania vo väčšom rozsahu. Celkové emisie podnikových dlhopisov denominovaných v eurách nefinančnými spoločnosťami sa aj vďaka historicky nízkym úrokovým mieram v rokoch 2008 až 2014 takmer zdvojnásobil a dosiahol úroveň 340 miliárd EUR<sup>33</sup>.

Napriek rekordnej primárnej emisii niektorí účastníci trhu vyjadrili obavy v súvislosti s obmedzenou likviditou na sekundárnych trhoch, ktorá sťažuje vstup do týchto nástrojov

---

<sup>30</sup> Ako súčasť programu Komisie REFIT zameraného na zjednodušenie a zníženie regulačnej záťaže.

<sup>31</sup> Pozri štúdiu Komisie: [http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item\\_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs](http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs)

<sup>32</sup> Napríklad v odpovedi APG v rámci konzultácie zaznelo, že 50 % MSP kótovaných na burze Euronext v Amsterdame, Bruseli, Paríži a Lisabone nevyužíva žiadny finančný výskum a 16 % má len jedného analytika, ktorý ich pokrýva.

<sup>33</sup> Zdroj: Bloomberg.

a výstup z nich. Obmedzená likvidita by sa mohla premietnuť do vyšších prémieí za nelikviditu a vyšších nákladov na prijaté úvery a pôžičky. Ak by sa mali úverové podmienky zhoršiť, pre niektoré spoločnosti by sa mohlo rýchlo sťažiť získanie prístupu na trhy s dlhopismi.

**Komisia prehodnotí fungovanie trhov EÚ s podnikovými dlhopismi so zameraním na možnosti zlepšenia trhovej likvidity, potenciálny vplyv regulačných reforiem, vývoj trhu a na dobrovoľnú štandardizáciu ponukovej dokumentácie.**

Vytvorenie konsolidovaného informačného systému pre akcie od roku 2017 a pre finančné nástroje podobné akciám od roku 2018 v súlade s požiadavkou uvedenou v smernici MiFID II uľahčí regulačným orgánom a účastníkom trhu vytvoriť si lepší prehľad o trhu, čo by malo prispieť k zvýšeniu atraktívnosti kapitálových trhov EÚ ako investičnej destinácie. Komisia bude naďalej monitorovať vývoj v tejto oblasti.

Rozdiely v zdaňovaní rôznych finančných nástrojov môžu brániť efektívnemu financovaniu z kapitálových trhov. Preferenčné zdaňovanie dlhových nástrojov vyplývajúce z možnosti odpočítať úrokové platby je na úkor ostatných finančných nástrojov, najmä vlastného kapitálu. Riešenie tejto predpojatosti z hľadiska daní by podnietilo väčší objem kapitálových investícií a vytvorilo by silnejšiu základňu vlastného kapitálu v spoločnostiach. Okrem toho existujú zrejmé výhody z hľadiska finančnej stability, keďže spoločnosti so silnejšou kapitálovou základňou by boli v prípade šokov menej zraniteľné. Platí to najmä pre banky.

**Ako súčasť rozsiahlejšej práce na spoločnom konsolidovanom základe dane z príjmov právnických osôb (CCCTB), ktorej výsledkom bude aj príprava nového návrhu v roku 2016, Komisia preskúma spôsoby riešenia predpojatosti týkajúcej sa rozdielneho prístupu k dlhu a ku kapitálu.**

### 3. DLHODOBÉ, INFRAŠTRUKTÚRNE A UDRŽATEĽNÉ INVESTÍCIE

Európa potrebuje významné nové dlhodobé a udržateľné investície, aby si zachovala a rozšírila konkurencieschopnosť a zabezpečila prechod na nízkouhlíkové hospodárstvo efektívne využívajúce zdroje. Únia kapitálových trhov podporí investorov v prijímaní informovaných investičných rozhodnutí a monitorovaní príslušných rizík.

#### 3.1. Zlepšenie investičného prostredia prostredníctvom regulačného rámca

Regulačný rámec je významný faktor ovplyvňujúci rozhodovanie investorov, a to najmä pri rozhodnutiach v prospech dlhodobých investícií. Veľkí inštitucionálni investori sú prirodzenými poskytovateľmi takýchto finančných prostriedkov. Poistovne, dôchodkové fondy a novovytvorené dlhové fondy môžu využívať stabilné toky príjmov z infraštruktúrneho dlhu, ktoré zodpovedajú dlhodobým záväzkom. Niektoré banky sú spolu s národnými podpornými bankami aj aktívnymi účastníkmi financovania infraštruktúry.

Až donedávna obmedzovala cezhraničné investície do infraštruktúry absencia nástrojov získavania kapitálu a investovania. Nedávno prijatým nariadením o Európskom dlhodobom investičnom fonde (EDIF), ktoré sa začne uplatňovať od decembra 2015, sa vytvára nový cezhraničný nástroj na financovanie takýchto dlhodobých projektov (napríklad energetických, dopravných a komunikačných infraštruktúr; priemyselných a servisných zariadení, ako aj bývania). Nariadenie o EDIF spája výhody cezhraničného povolenia s možnosťou získavania dlhodobého kapitálu od menších investorov (miestne, obecné, podnikové dôchodkové plány atď.) vrátane retailových investorov<sup>34</sup>. Toto nariadenie prinesie správcom aktív novú príležitosť poskytnúť investorom prístup k oveľa širšej škále aktív vrátane infraštruktúry, než by inak bolo možné na základe dosiaľ existujúceho regulačného rámca. Vnútroštátne podmienky zdanenia budú dôležité pre zavádzanie európskych dlhodobých investičných fondov a Komisia nalieha na členské štáty, aby im poskytli rovnaké podmienky zdanenia ako podobným vnútroštátnym režimom.

Kritický regulačný problém sa týka absencie jasného a vhodne kalibrovaného výpočtu regulačného kapitálu, ktorý by mali držať inštitucionálni investori v pomere k investíciám do infraštruktúry. Komisia navrhne definíciu infraštruktúrnych investícií, ktoré ponúkajú predvídateľné dlhodobé peňažné toky, a ktorých riziká môžu poisťovatelia riadne identifikovať, riadiť a monitorovať. Táto spoločná definícia umožní, aby sa infraštruktúra považovala za osobitnú triedu aktív, a v opodstatnených prípadoch umožní aj úpravy regulačného rámca.

Banky tiež naďalej zohrávajú dôležitú úlohu pri poskytovaní alebo zabezpečovaní úverov na infraštruktúrne projekty. V júli 2015 Komisia uverejnila konzultačný dokument týkajúci sa potenciálneho vplyvu nariadenia o kapitálových požiadavkách (CRR)<sup>35</sup> a smernice o kapitálových požiadavkách (CRD IV)<sup>36</sup> na poskytovanie bankových úverov do hospodárstva, ktorý obsahuje preskúmanie kapitálových požiadaviek bánk na dlhodobé

<sup>34</sup> Správcovia s oprávnením na základe smernice AIFMD a so sídlom v EÚ môžu prevádzkovať tieto fondy na investovanie do dlhodobých, nelikvidných alebo ťažko predajných aktív, ako sú napríklad projekty v oblasti infraštruktúry a MSP, ktoré potrebujú stabilné financovanie počas niekoľkých rokov. Pri týchto aktívach sa následne očakáva pravdepodobná platba „prémie za nelikviditu“, teda vyššie alebo stabilnejšie výnosy, ktoré vynahradia skutočnosť, že investori nemôžu svoje finančné prostriedky získať pred vopred stanoveným dátumom.

<sup>35</sup> Nariadenie (EÚ) č. 575/2013.

<sup>36</sup> Smernica 2013/36/EÚ.



financovanie a financovanie infraštruktúry. Cieľom je lepšie pochopiť dosah nových pravidiel týkajúcich sa kapitálových požiadaviek na dostupnosť financovania pre infraštruktúru a iné investície, ktoré podporujú udržateľný dlhodobý rast.

**S cieľom uľahčiť financovanie infraštruktúry a udržateľné dlhodobé investície v Európe Komisia v smernici Solventnosť II predkladá revidované kalibrácie so zámerom zabezpečiť, aby sa na poisťovne vzťahoval regulačný prístup, ktorý lepšie odzrkadľuje riziko infraštruktúrnych investícií a investícií z EDIF. Komisia dokončí revíziu nariadenia CRR a vo vhodných prípadoch vykoná zmeny infraštruktúrnych kalibrácií.**

### **3.2. Podpora dlhodobého financovania a financovania infraštruktúry**

Rozsah krízy a charakter oživenia zanechali v hospodárstve EÚ veľkú priepasť v oblasti investícií do infraštruktúry. Európska investičná banka (EIB) odhaduje, že celkové kumulatívne potreby investícií do infraštruktúry v EÚ by na obdobie do roku 2020 mohli dosiahnuť úroveň až 2 bilióny EUR<sup>37</sup>.

Inštitucionálni a iní súkromní investori môžu byť dôležitým zdrojom financovania investícií do infraštruktúry, keďže tieto investície môžu ponúknuť stabilné výnosy a pomerne dlhú históriu kreditnej kvality<sup>38</sup>. Existujú náznaky, že títo investori prejavujú čoraz väčší záujem investovať do projektov infraštruktúry. Pre väčšinu ambiciózných, dlhodobých a transformačných projektov je na spustenie procesu často potrebná verejná intervencia<sup>39</sup>.

V rámci investičného plánu sa z Európskeho fondu pre strategické investície (EFSI) zmobilizuje 315 mld. EUR vo forme nových, dodatočných investícií v EÚ v období od roku 2015 do roku 2017, z ktorých 240 miliárd EUR bude smerovať do projektov infraštruktúry a inovácie. Európsky portál investičných projektov umožní navrhovateľom projektov usadeným v EÚ kontaktovať sa s potenciálnymi investormi a predstavovať im svoje investičné projekty a nápady a Európske centrum investičného poradenstva (EIAH) bude ponúkať jednotný vstupný bod pre usmernenia a poradenstvo na podporu investícií do infraštruktúry v EÚ.

Nový Európsky fond pre strategické investície (EFSI), podľa možnosti spolu s európskymi štruktúrnymi a investičnými fondmi (EŠIF), ponúka rôzne možnosti financovania a zdieľania rizík prostredníctvom využívania inovatívnych finančných nástrojov, ako sú investičné platformy alebo fondy. Využívanie štruktúr investičných fondov, prípadne aj vo forme európskych dlhodobých investičných fondov (EDIF), ktoré dokážu získať kapitál od retailových investorov, alebo využívanie investičných platforiem na základe EFSI, môže prispieť k zlúčeniu verejných a súkromných zdrojov a viesť k lepším vyhlídkam pomeru medzi rizikami a návratnosťou.

---

<sup>37</sup> Pozri pracovný dokument EIB, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe* (Súkromné financovanie a investovanie do infraštruktúry v Európe), strana 11.

<sup>38</sup> Z globálnej štúdie miery zlyhania a miery návratnosti od roku 1983 do roku 2012, ktorú vypracovala spoločnosť Moody's, vyplýva, že desaťročná kumulatívna miera zlyhania v sektore infraštruktúry predstavuje 6,6 %. Táto úroveň je nižšia ako bankové úvery na projektové financovanie. Miera návratnosti nesplácaných pôžičiek na infraštruktúru je okrem toho takisto vysoká (až do 80 %).

<sup>39</sup> Napríklad v roku 2013 celkové verejné investície do infraštruktúry v EÚ-28 predstavovali 450 miliárd EUR. Z tejto sumy 90 % tvorili verejné investície a približne 10 % súkromné investície (vrátane verejno-súkromných partnerstiev), pracovný dokument EIB 2013/02, strana 7.

Pokiaľ ide o EFSI, Komisia a Európska investičná banka (EIB) poskytnú usmernenia, aké požiadavky musia štruktúry spolufinancovania splniť, aby mohli získať oprávnenie na podporu z fondu. Okrem toho bude v rámci poradenského centra EIAH dostupná technická pomoc pre investorov, ktorí chcú preskúmať využívanie takýchto štruktúr. Okrem toho je Komisia pripravená spolupracovať so súkromnými investormi so zámerom podporiť spoločné využívanie súkromných zdrojov a zdrojov EÚ s cieľom zvýšiť financovanie infraštruktúrnych investícií a udržateľného rastu.

### **3.3. Využitie financií na zabezpečenie environmentálnej udržateľnosti**

Efektívne finančné trhy môžu pomôcť investorom prijímať informované rozhodnutia, ako aj analyzovať a oceniť dlhodobé riziká a príležitosti vyplývajúce z prechodu na udržateľné hospodárstvo priaznivé pre klímu. Tento posun v oblasti investícií môže prispieť k dosiahnutiu politických cieľov v oblasti klímy a energie do roku 2030 a k splneniu záväzkov EÚ týkajúcich sa cieľov trvalo udržateľného rozvoja. Najmä nedávny vznik environmentálnych, sociálnych a správnych dlhopisov (ESG) môže pomôcť nasmerovať kapitál do udržateľných investícií: v roku 2014 bol zaznamenaný exponenciálny rast emisie zelených dlhopisov – v hodnote 35 miliárd EUR v porovnaní s 8 miliardami EUR v roku 2013 a menej ako 1 miliardou EUR v roku 2012. Rýchlemu rastu tohto trhu pomáha normalizácia poháňaná trhovými silami, ktorá zohľadňuje kritériá výberu projektov vypracované medzinárodnými finančnými inštitúciami, napríklad Svetovou bankou, EIB a Európskou bankou pre obnovu a rozvoj (EBOR). Účastníci trhu takisto vypracúvajú dobrovoľné usmernenia známe ako „zásady zelených dlhopisov“ s cieľom podporiť transparentnosť a integritu rozvoja trhu so zelenými dlhopismi a objasniť podmienky, na základe ktorých sa emitované dlhopisy kvalifikujú ako „zelené dlhopisy“. Komisia bude pokračovať v posudzovaní a podpore tohto a ďalšieho vývoja v oblasti environmentálnych, sociálnych a správnych (ESG) investícií, bude sledovať potrebu štandardov EÚ pre zelené dlhopisy, aby pomohla investorom využívať dlhodobu udržateľnejší prístup k investičným rozhodnutiam.

### **3.4. Výzva na predloženie dôkazov v súvislosti s existujúcim regulačným rámcom**

EÚ v rámci medzinárodného konsenzu podnikla základné kroky s cieľom obnoviť finančnú stabilitu a dôveru verejnosti vo finančný systém. Je dôležité, aby právne predpisy EÚ zabezpečili správnu rovnováhu medzi znižovaním rizika a stimuláciou rastu a nevytvárali nové prekážky, ktoré neboli cieľom tohto procesu. V tejto súvislosti Komisia súbežne s týmto akčným plánom začína komplexné preskúmanie kumulatívneho vplyvu a súdržnosti finančnej legislatívy prijatej v reakcii na finančnú krízu. Účelom tohto preskúmania je posúdiť celkovú súdržnosť existujúceho rámca. Vzhľadom na rôzne právne predpisy prijaté v posledných rokoch a početné interakcie medzi nimi existuje riziko, že ich spoločný vplyv môže mať neplánované dôsledky, ktoré jednotlivé sektorové preskúmania možno nedokážu zachytiť. Regulačná konzistentnosť, súdržnosť a istota sú kľúčovými faktormi rozhodovacieho procesu investorov. Ak budú predložené jasné dôkazy opodstatňujúce špecifické a ciele zmeny, mohlo by to prispieť k zlepšeniu prostredia pre investorov a k dosiahnutiu cieľov únie kapitálových trhov.

**Vychádzajúc z práce Európskeho parlamentu a medzinárodných orgánov, napríklad Rady pre finančnú stabilitu a Bazilejského výboru pre bankový dohľad, Komisia dnes zverejňuje výzvu na predloženie dôkazov s cieľom vyhodnotiť vzájomné pôsobenie medzi pravidlami a kumulatívny vplyv finančnej reformy na investičné prostredie.**

## 4. PODPORA RETAILOVÝCH A INŠTITUCIONÁLNYCH INVESTÍCIÍ

Cieľom únie kapitálových trhov je zabezpečiť lepšie využívanie európskych úspor, zlepšiť efektívnosť vyváženia medzi sporiteľmi a dlžníkmi a zvýšiť ekonomickú výkonnosť hospodárstva EÚ<sup>40</sup>. Väčšia dôvera a istota môže investorom pomôcť prijímať správne investičné rozhodnutia. Všeobecne sa akceptuje, že v dôsledku zvyšujúcej sa priemernej dĺžky života a demografických zmien musia retailoví investori na uspokojenie svojich potrieb spojených s odchodom do dôchodku zvýšiť svoje úspory. Mnohí inštitucionálni investori pôsobiaci v prostredí s nízkymi úrokovými sadzbami však zároveň nenachádzajú dostatočné investície, ktoré by im priniesli výnosy potrebné na splnenie ich záväzkov.

### 4.1. Retailoví investori

Retailoví investori v Európe majú dnes značné úspory na bankových účtoch, ale do kapitálových trhov sa priamo zapájajú menej než v minulosti. Priame vlastníctvo akcií európskych domácností kleslo z 28 % v roku 1975 na 10 – 11 % od roku 2007<sup>41</sup> a podiel retailových investorov zo všetkých akcionárov nedosahuje ani polovicu úrovne zo sedemdesiatych rokov 20. storočia. Odstránenie prekážok brániacich sporeniu retailových investorov prostredníctvom kapitálových trhov si vyžaduje konkurenčné finančné trhy, ktoré ponúkajú dostatočný výber, aby si klienti mohli produkty porovnať a nájsť najvhodnejšie produkty sporenia za konkurenčné ceny. Komisia so zámerom ďalej podporovať transparentnosť retailových produktov požiada európske orgány dohľadu (ESA) o aktivitu v oblasti transparentnosti dlhodobých retailových a dôchodkových produktov a analýzu skutočnej čistej výkonnosti a poplatkov podľa článku 9 nariadenia o ESA.

**Do konca roka 2015 Komisia uverejní zelenú knihu o retailových finančných službách a poistení, v ktorej sa pokúsi zhromaždiť názory na možnosti rozšírenia výberu, hospodárskej súťaže a cezhraničného poskytovania retailových finančných produktov, ako aj na vplyv digitalizácie na retailové finančné služby.**

Ako príležitostní nákupcovia investičných produktov retailoví investori nemôžu jednoducho získať príslušné znalosti alebo skúsenosti z fungovania kapitálových trhov<sup>42</sup>. Hoci obnovenie dôvery retailových investorov v kapitálové trhy je primárne zodpovednosťou finančného odvetvia, regulácia a dohľad môžu pomôcť vytvoriť „pravidlá hry“.

Lepšie informácie a poradenstvo sú základnými predpokladmi motivácie retailových investorov na návrat k trhovému financovaniu. Prvým krokom je transparentnosť. Mal by sa porovnateľným a transparentným spôsobom poskytovať prístup k zmysluplným a kvalitným informáciám o všetkých investičných produktoch vrátane informácií o kľúčových charakteristikách produktov (napríklad o nákladoch, možných výnosoch a rizikách). EÚ dosiahla v posledných rokoch významný pokrok v zlepšovaní požiadaviek zverejňovania informácií vo všetkých sektoroch. Nové požiadavky zverejňovania informácií boli zavedené

---

<sup>40</sup> Napríklad: pozri správu Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* (Skutočná finančná kríza: prečo finančné sprostredkovanie zlyháva); Správa pracovnej skupiny pre IPO, *Rebuilding IPOs in Europe* (Obnova IPO v Európe), 23. marca 2015.

<sup>41</sup> OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012* (Kto vlastní európske hospodárstvo? Vývoj vlastníctva kótovaných spoločností EÚ v rokoch 1970 až 2012).

<sup>42</sup> V roku 2013 iba 35 % retailových investorov dôverovalo poskytovateľom investičných služieb, pokiaľ ide o dodržiavanie pravidiel ochrany spotrebiteľa. Európska komisia (2013), Monitorovací prieskum trhu, 2010 – 2013.

prostredníctvom rôznych legislatívnych opatrení<sup>43</sup>. Niektoré podrobné vykonávacie predpisy sa ešte stále pripravujú a v nadchádzajúcich rokoch postupne nadobudnú účinnosť. S cieľom zabezpečiť, aby nedávne legislatívne reformy plnili svoje ciele, by komplexné posúdenie efektívnosti tohto nového prostredia zverejňovania informácií mohlo pomôcť zabezpečiť konzistentnosť, odhaliť možné medzery alebo zbytočnú duplicitu, a v prípade potreby slúžiť ako základ pre zefektívnenie požiadaviek.

Aby sa lepšie mobilizovali úspory získané prostredníctvom kapitálových trhov, retailoví investori by zároveň mali mať jednoduchý prístup k širokej škále vhodných a nákladovo efektívnych investičných produktov, ako aj k cenovo dostupnému a nezávislému poradenstvu. V niektorých odpovediach v rámci konzultácie respondenti zdôraznili, že pre vysoké sprostredkovateľské a distribučné poplatky retailoví investori v súčasnosti získavajú obmedzené odmeny za to, že sa vystavujú vyšším rizikám spojeným s trhovými investíciami. Právne predpisy v smernici MiFID II, smernici o štrukturalizovaných retailových investičných produktoch a investičných produktoch založených na poistení (PRIIP) a smernici o distribúcii poistenia (IDD) prinášajú dôležité zmeny pravidiel upravujúcich investičné poradenstvo a zverejňovanie informácií o produktoch. Prechod na online distribúciu investičných produktov a príchod nových finančno-technických riešení predstavujú príležitosť na ďalší rozvoj poradenských služieb a online distribučných platforiem založených na „otvorenom prístupe“. Bude dôležité zabezpečiť, aby tieto zmeny sprevádzalo kritické posúdenie investičných riešení a výsledkov ponúkaných retailovým investorom.

**Komisia uskutoční komplexné posúdenie európskych trhov s retailovými investičnými produktmi vrátane distribučných kanálov a investičného poradenstva, pri ktorom využije poznatky expertov. Na základe tohto posúdenia sa určia spôsoby zlepšenia politického rámca a sprostredkovateľských kanálov, aby retailoví investori mohli mať prístup k vhodným produktom za nákladovo efektívnych a spravodlivých podmienok. Preskúma sa aj to, ako by sa mal rámec politiky rozvinúť tak, aby sa využili nové možnosti, ktoré ponúkajú online služby a finančno-technické služby.**

Európske domácnosti čelia mnohým výzvam, ako si efektívne ušetriť na primeraný dôchodok<sup>44</sup> v kontexte čoraz vyššej dlhovekosti, fiškálnych tlakov na úrovni jednotlivých štátov a pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb. Na tento účel Komisia podporuje rozvoj kolektívnych a individuálnych dôchodkových plánov na doplnenie verejných dôchodkových systémov.

Finančný systém EÚ musí podporovať ľudí pri zabezpečení vlastných osobných dôchodkových úspor. Táto podpora môže mať formu politických opatrení zameraných na odstraňovanie prekážok a stimulovanie rozvoja individuálnych dôchodkových plánov („tretí pilier“) v Európe.

V súčasnosti neexistuje efektívny jednotný trh s osobnými dôchodkami „tretieho piliera“. Rôznorodé pravidlá na úrovni EÚ a vnútroštátnej úrovni stoja v ceste plnému rozvoju

---

<sup>43</sup> Smernica 2014/91/EÚ; nariadenie (EÚ) č. 1286/2014; smernica 2014/65/EÚ; smernica o distribúcii poistenia (IDD), 10747/15; smernica 2009/138/ES a návrh nariadenia Komisie o oznamovaní a transparentnosti transakcií spočívajúcich vo financovaní cenných papierov (SFTR), COM(2014) 40 final.

<sup>44</sup> Správa o primeranosti dôchodkov v roku 2015: primeranosť súčasných a budúcich príjmov v starobe v EÚ, v stave prípravy.

veľkého a konkurenčného trhu s osobnými dôchodkami<sup>45</sup>. Fragmentácia trhu bráni poskytovateľom osobného dôchodkového poistenia v maximalizácii úspor z rozsahu, diverzifikácii rizík a inovácii, čím sa znižuje výber a zvyšujú náklady sporiteľov na dôchodok. Voliteľný európsky osobný dôchodok by mohol poskytnúť regulačný vzor založený na primeranej úrovni ochrany spotrebiteľa a poskytovateľa dôchodkového zabezpečenia by sa mohli preň rozhodnúť v rámci svojej ponuky produktov v celej EÚ. Väčší európsky trh s dôchodkami „tretieho piliera“ by zároveň podporil ponuku finančných prostriedkov pre inštitucionálnych investorov a investície do reálnej ekonomiky.

**Komisia posúdi možnosti politického rámca pre vytvorenie úspešného európskeho trhu s jednoduchými, efektívnymi a konkurencieschopnými osobnými dôchodkami, a určí, či sú na podporu tohto trhu potrebné právne predpisy EÚ.**

#### **4.2. Inštitucionálni investori**

Inštitucionálni investori, najmä životné poisťovne a dôchodkové fondy, sú prirodzenými dlhodobými investormi. V posledných rokoch však obmedzujú investície do dlhodobých projektov a spoločností. Podiel akcií, ktoré vlastní poisťovatelia a dôchodkové fondy, klesol z úrovne viac ako 25 % kapitalizácie európskych akciových trhov v roku 1992 na úroveň 8 % na konci roku 2012<sup>46</sup>. V súčasnosti zvyčajne držia veľkú časť svojho portfólia v relatívne úzkej škále aktív. EÚ by mala podporovať inštitucionálnych investorov, aby mohli podnikáť s dlhodobými aktívami a MSP, a aby zároveň dokázali zachovať zdravé a obozretné riadenie aktív a pasív.

Prudenciálna regulácia prostredníctvom kalibrácie kapitálových požiadaviek ovplyvňuje chuť inštitucionálnych investorov investovať do určitých aktív. Pre produkty týkajúce sa infraštruktúry a EDIF (pozri kapitolu 3) a pre jednoduché a transparentné sekuritizačné produkty (pozri kapitolu 5) Komisia zavedie kalibrácie citlivejšie na riziká. Okrem týchto opatrení sa v rámci konzultačnej spätnej väzby zdôrazňovala skutočnosť, že prudenciálny prístup k súkromnému kapitálu a súkromne umiestňovaným dlhovým nástrojom v smernici Solventnosť II predstavuje prekážku pre investície do týchto tried aktív.

**Komisia posúdi opodstatnenosť zmien a ak sa potvrdí, pripraví zmeny, ktoré by mohla predložiť v súvislosti s revíziou smernice Solventnosť II.**

Investičné fondy zvýšili svoj podiel vlastníctva na akciových trhoch EÚ z úrovne menej ako 10 % v rokoch 1990 až 2000 na 21 % v roku 2012. V posledných rokoch sa z nich zároveň stávajú čoraz významnejší držiteľia podnikových dlhopisov. Tieto fondy patria medzi najaktívnejších cezhraničných investorov, ale fragmentácia trhu je v európskom sektore správy aktív stále rozšírená. Mnohí konzultační respondenti tvrdili, že cezhraničnú činnosť týchto fondov obmedzuje niekoľko faktorov vrátane diskriminačného zdaňovania, rozdielných vnútroštátnych požiadaviek na uvádzanie fondov na trh a poplatkov za cezhraničné oznámenia. Odstránenie neodôvodnených prekážok by motivovalo správcov

---

<sup>45</sup> Prehľad o súčasnom trhovom a regulačnom rámci poskytuje konzultačný dokument orgánu EIOPA o vytvorení štandardizovaného celoeurópskeho produktu osobného dôchodkového zabezpečenia z 3. júla 2015.

<sup>46</sup> Zdroj: Záverečná správa: *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012* (Kto vlastní európske hospodárstvo? Vývoj vlastníctva kótovaných spoločností EÚ v rokoch 1970 až 2012), Observatoire de l'épargne Européenne a Insead OEE Data Services, august 2013.

fondov, aby zvýšili aktivity cezhraničného uvádzania fondov na trh, a znížilo by náklady investorov.

**Komisia zhromaždí dôkazy hlavných prekážok cezhraničnej distribúcie investičných fondov. Medzi takéto prekážky by patrili najmä neprimerané požiadavky týkajúce sa uvádzania na trh, poplatky a iné administratívne opatrenia ukladané hostiteľskými krajinami, ako aj daňové prostredie. Na základe poskytnutých dôkazov sa Komisia bude usilovať odstrániť hlavné prekážky – v prípade potreby aj pomocou legislatívnych prostriedkov.**

## 5. MAXIMÁLNE VYUŽITIE BANKOVÝCH KAPACÍT NA PODPORU ŠIRŠIEHO HOSPODÁRSTVA

Banky budú ako veritelia významnej časti hospodárstva a sprostredkovatelia na kapitálových trhoch zohrávať dôležitú úlohu v únii kapitálových trhov a v širšom európskom hospodárstve. Banky majú silné miestne väzby a poznatky, čo znamená, že pre mnohé malé podniky budú bankové úvery aj naďalej významným zdrojom financovania. Pre ostatné podniky bude prístup k bankovému financovaniu aj naďalej dôležitý ako súčasť diverzifikácie ich možností financovania. Komisia preto súbežne s prácou na únii kapitálových trhov skúma aj reguláciu bánk s cieľom zabezpečiť optimálnu rovnováhu medzi riadením rizík a stimuláciou rastu<sup>47</sup>.

Z pohľadu menších spoločností sú silné lokálne siete dôležité pre podporu rastu. V niektorých členských štátoch fungujú úverové družstvá, v rámci ktorých sa môžu napríklad MSP navzájom financovať na neziskovom základe. Môžu zároveň uľahčiť výmenu know-how medzi členmi. Uplatňovanie komplikovanej a komplexnej bankovej regulácie môže niekedy predstavovať neprímeranú prekážku pre úverové družstvá a iné neziskové družstvá slúžiace MSP. Môže to platiť najmä v prípade, keď sú malé a zamerané hlavne na získavanie finančných prostriedkov od členov a ich prerozdelenie medzi členmi, takže riziká pre širší finančný systém zostávajú obmedzené.

**V niektorých členských štátoch sú už úverové družstvá vyňaté z regulačného rámca smernice o kapitálových požiadavkách. Na zabezpečenie rovnakých podmienok je potrebné, aby všetky členské štáty mali možnosť využívať úverové družstvá, ktoré podliehajú vnútroštátnym regulačným zárukám úmerným rizikám, ktoré v súvislosti s nimi vznikajú. Komisia preto preskúma možnosť, aby všetky členské štáty mohli povoliť úverové družstvá pôsobiace mimo rámca EÚ o kapitálových požiadavkách pre banky.**

Sekuritizácia môže zvýšiť dostupnosť úverov a znížiť náklady financovania. Sekuritizácia môže ako nástroj financovania prispieť k dobre diverzifikovanej základni financovania. Môže tiež slúžiť ako dôležitý nástroj na presun rizika na účely zvýšenia kapitálovej efektívnosti a rozdelenia rizika podľa dopytu.

Sekuritizačné trhy EÚ zostávajú po kríze výrazne oslabené, poškodené obavami okolo sekuritizačného procesu a súvisiacich rizík. Hoci sa tieto nedostatky prejavili predovšetkým prostredníctvom sekuritizácií na základe úverov poskytovaných dlžníkom s nízkou kreditnou kvalitou v USA<sup>48</sup>, následná reakcia v podobe regulačnej reformy sa týkala všetkých sekuritizácií. Cieľom nie je zrušiť reformy EÚ, ktorými sa riešia riziká spojené s veľmi zložitými a neprehľadnými sekuritizáciami. Dôležité je oživiť sekuritizáciu tak, aby mohla plniť úlohu efektívneho spôsobu financovania pre širšie hospodárstvo a mechanizmu diverzifikácie rizík. Komisia už v rámci investičného plánu poskytuje finančnú podporu na sekuritizačné operácie. Nové legislatívne návrhy, ktoré boli dnes prijaté, zjdu ešte ďalej. Budú sa v nich lepšie rozlišovať jednoduché, transparentné a štandardizované produkty s cieľom podporiť dôveru investorov a znížiť zaťaženie spojené s náležitou starostlivosťou. Vychádzajúc z odporúčaní EBA Komisia navrhne aj vhodnejšie prudenciálne požiadavky na investície bánk a poisťovateľov do jednoduchých, transparentných a štandardizovaných produktov. Tento balík opatrení by mal pomôcť uvoľniť kapacitu súvah bánk, zvýšiť ich

<sup>47</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf)

<sup>48</sup> V čase najväčšej krízy najhoršie sekuritizačné produkty EÚ s ratingom AAA zlyhali v 0,1 % prípadov. Na porovnanie, v USA zlyhalo 16 % ekvivalentných produktov. Rizikovejšie sekuritizácie EÚ (s ratingom BBB) mali tiež veľmi dobré výsledky, keď v čase vrcholnej krízy najhoršie triedy zlyhali v 0,2 % prípadov. Miera zlyhania cenných papierov s ratingom BBB v USA dosiahla oproti tomu až 62 %. Zdroj: EBA.

schopnosť poskytovať úvery širšiemu hospodárstvu a prispieť k vybudovaniu dlhodobejšej investorskej základne.

**Komisia dnes uverejňuje návrh rámca EÚ pre jednoduchú, transparentnú a štandardizovanú sekuritizáciu spolu s novými prudenciálnymi kalibráciami pre banky v CRR. Rovnocenné kalibrácie pre poisťovateľov prostredníctvom zmeny delegovaného aktu smernice Solventnosť II s cieľom zahrnúť doň kritériá jednoduchej, transparentnej a štandardizovanej sekuritizácie budú nasledovať hneď po prijatí rámca pre jednoduchú, transparentnú a štandardizovanú sekuritizáciu.**

V niektorých členských štátoch sú ďalším obzvlášť významným nástrojom financovania kryté dlhopisy. Trh s krytými dlhopismi je však v súčasnosti fragmentovaný štátnymi hranicami. Rozdielnosť právnych rámcov a postupov dohľadu členských štátov, ktoré uzákonili špecializované zákony o krytých dlhopisoch, obmedzuje možnosti trhovej štandardizácie postupov upisovania a zverejňovania informácií. Môže to viesť k prekážkam trhovej hĺbky, likvidity a prístupu investorov, najmä na cezhraničnej úrovni. Rámec EÚ pre integrovanejší trh s krytými dlhopismi by mohol pomôcť znížiť náklady bánk emitujúcich kryté dlhopisy na financovanie, najmä v niektorých členských štátoch.

**Komisia dnes uverejňuje konzultáciu k rozvoju celoeurópskeho rámca pre kryté dlhopisy na základe vnútroštátnych režimov, ktoré fungujú dobre, tak, aby nedošlo k ich narušeniu a na základe kvalitných štandardov a najlepších trhových postupov. Cieľom konzultácie je okrem toho pokúsiť sa získať názory na využitie podobných štruktúr na podporu úverov pre MSP.**



## 6. ULAHČENIE CEZHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ

Napriek pokroku dosiahnutému v posledných desaťročiach vo vytváraní jednotného kapitálového trhu ešte stále existuje mnoho dlhodobých a hlboko zakorenených prekážok, ktoré stoja v ceste cezhraničným investíciám. Ide o škálu od prekážok, ktoré majú pôvod vo vnútroštátnych právnych predpisoch, napríklad v predpisoch o platobnej neschopnosti, kolateráloch a cenných papieroch, až po prekážky týkajúce sa trhovej infraštruktúry, daňové prekážky a zmeny regulačného prostredia, ktoré narušujú predvídateľnosť pravidiel pre priame investície. Cezhraničné zdieľanie rizík v EÚ od začiatku krízy oslablo a investície prichádzajúce spoza hraníc EÚ v rovnakom období takisto klesli.

Odstránenie niektorých dlhodobých prekážok, ktoré odrádzajú investorov od diverzifikácie ich geografických portfólií, by prinieslo značné výhody pre subjekty špecializované na získavanie kapitálu, investorov a celé hospodárstvo EÚ. Lepšie integrované kapitálové trhy EÚ by tiež zvýšili atraktivnosť členských štátov EÚ ako investičných destinácií investorov z tretích krajín.

### 6.1. Právna istota a trhová infraštruktúra pre cezhraničné investície

Účinné a bezpečné post-transakčné infraštruktúry sú kľúčovými prvkami dobre fungujúcich kapitálových trhov. V konzultačných odpovediach sa často objavovala obava, že v súčasnosti nie je možné s právnou istotou určiť vlastníctvo cenných papierov, keď sa emitent cenných papierov a investor nachádzajú v iných členských štátoch a/alebo finančné inštitúcie držia cenné papiere v rôznych členských štátoch. Tieto situácie sú čoraz bežnejšie. Mnohí respondenti zelenej knihy sa dožadujú ustanovení, ktorými by sa objasnilo, ktoré vnútroštátne právo sa uplatňuje na tú–ktorú cezhraničnú transakciu s cennými papiermi. Komisia preto plánuje v tejto oblasti posilniť a rozšíriť existujúce pravidlá. Modernizácia právnych predpisov je ešte dôležitejšia vzhľadom na očakávaný nárast cezhraničných transakcií s cennými papiermi stimulovaných spustením systému Target2-Securities (T2S).

Okrem toho rozdielne vnútroštátne prístupy k účinkom prevodu pohľadávok<sup>49</sup> na tretie osoby komplikuje používanie týchto nástrojov ako cezhraničného kolaterálu a investorom sťažuje oceňovanie rizika dlhových investícií. Táto právna neistota marí hospodársky významné finančné operácie, ako sú sekuritizácie, ktoré si vyžadujú spoľahlivé riadenie kolaterálu,

**Komisia vykoná včasnú cieleňú prácu so zámerom vyriešiť neistotu okolo vlastníctva cenných papierov. Komisia na základe ďalšej konzultácie a posúdenia vplyvu navrhne aj jednotné pravidlá, podľa ktorých sa s právnou istotou bude určovať, ktoré vnútroštátne právo sa uplatní na účinky prevodu pohľadávok na tretie osoby.**

V uplynulých rokoch právne predpisy EÚ, napríklad nariadenie o infraštruktúre európskych trhov (EMIR)<sup>50</sup>, nariadenie o centrálnych depozitároch cenných papierov (CSDR)<sup>51</sup> a MiFID II, odstránili mnohé prekážky cezhraničného zúčtovania a vyrovnania transakcií s cennými papiermi. Keďže však mnohé ustanovenia ešte len majú nadobudnúť účinnosť a nedávno bola zriadená jednotná platforma vyrovnania T2S, post-transakčná infraštruktúra prechádza významnými zmenami. Tieto zmeny podnecujú reštrukturalizáciu post-transakčnej infraštruktúry a zároveň podporujú inovatívne trhové postupy, najmä v oblasti riadenia kolaterálu. Trhy sa musia monitorovať s cieľom zabezpečiť, aby právne predpisy držali krok

<sup>49</sup> Ak pôvodný veriteľ prevedie pohľadávku na niekoho iného.

<sup>50</sup> Nariadenie (EÚ) č. 648/2012.

<sup>51</sup> Nariadenie (EÚ) č. 909/2014.

s týmito meniacami sa postupmi, a aby súčasne zabezpečovali, že sa neoslabí bezpečnosť a efektívnosť post-transakčného systému.

Napriek tomuto pokroku stále existujú prekážky efektívneho cezhraničného zúčtovania a vyrovnania vrátane tých, ktoré boli identifikované v Giovanniniho správe<sup>52</sup> pred vyše desaťročím. Mnohé z týchto prekážok majú pôvod v rozdielnych vnútroštátnych právnych predpisoch o majetku a platobnej neschopnosti, ako aj vo vnútroštátnych právnych predpisoch týkajúcich sa systémov držby cenných papierov, ktoré sa výrazne líšia z hľadiska právnej povahy aktív. Tieto rozdiely môžu viesť k neistote, pokiaľ ide o to, kto cenný papier vlastní v prípade zlyhania, a či práva majú prednosť v prípade platobnej neschopnosti. Neistota v týchto základných otázkach však predstavuje významné právne riziká, napríklad v súvislosti s vymáhateľnosťou kolaterálu, a môže ohroziť odolnosť cezhraničného zúčtovania a tokov kolaterálov.

**Komisia s cieľom podporiť efektívnejšie a odolnejšie post-transakčné systémy a trhy s kolaterálmi uskutoční rozsiahlejšie preskúmanie pokroku v odstraňovaní Giovanniniho prekážok cezhraničného zúčtovania a vyrovnania na základe vykonávania najnovších právnych predpisov a vývoja trhovej infraštruktúry.**

## **6.2. Odstránenie vnútroštátnych prekážok cezhraničných investícií**

Konzistentnosť uplatňovania, vykonávania a presadzovania právneho rámca a rámca dohľadu má kľúčový význam pre voľný pohyb kapitálu a vytvorenie rovnakých podmienok pre všetkých. Teraz, keď je zavedený značný počet finančných ustanovení EÚ, ktoré majú uľahčiť cezhraničné investície, sa dôraz musí presunúť na efektívne vykonávanie a presadzovanie. Prekážky môžu mať pôvod vo vnútroštátnych právnych predpisoch alebo v administratívnej praxi. Niektoré sa týkajú vnútroštátneho „pozlacovania“ minimálnych pravidiel EÚ, zatiaľ čo iné môžu vyplývať z rozdielneho uplatňovania pravidiel EÚ. Iné prekážky vyplývajú z vnútroštátnych opatrení prijatých v oblastiach, kde neexistujú právne predpisy EÚ alebo zodpovednosť zostáva na vnútroštátnej úrovni.

Pokiaľ ide o prekážky, na ktoré nie sú zamerané iné opatrenia vrátane konvergenie dohľadu, Komisia sa v spolupráci s členskými štátmi pokúsi identifikovať a odstrániť ich v rámci prístupu založeného na spolupráci. Komisia:

- vytvorí sieť 28 národných kontaktných miest a zapojí sa do dvojstranných rozhovorov o potenciáli na vykonanie vnútroštátnych opatrení s cieľom odstrániť prekážky;
- vypracuje najlepšiu prax, prehľady výsledkov, odporúčania a usmernenia založené na práci v rámci siete.

**Komisia v spolupráci s členskými štátmi preskúma a pousiluje sa vyriešiť neopodstatnené vnútroštátne prekážky voľného pohybu kapitálu, ktoré vyplývajú okrem iného z nedostatočného vykonávania alebo nedostatočnej konvergenie vo výklade jednotného súboru pravidiel a z vnútroštátnych právnych predpisov, ktoré bránia vybudovaniu dobre fungujúcej únie kapitálových trhov, a do konca roka 2016 uverejní správu.**

Konvergenca konkurzného a reštrukturalizačného konania by cezhraničným investorom poskytovala väčšiu právnu istotu a podnecovala by včasnú reštrukturalizáciu životaschopných

---

<sup>52</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)

spoločností vo finančných ťažkostiach. Konzultační respondenti sa vo všeobecnosti zhodli, že neefektívnosť a rozdielnosť právnych predpisov o platobnej neschopnosti sťažujú investorom posúdenie úverového rizika, najmä pokiaľ ide o cezhraničné investície.

Správa Svetovej banky o podnikaní (Doing Business report) z roku 2015 obsahuje rebríček, v ktorom sú krajiny zoradené podľa účinnosti ich rámcov pre platobnú neschopnosť na základe stupnice od 0 do 16. Jednoduchý priemer EÚ je 11,6, čo znamená výsledok o 5 % nižší ako priemer krajín OECD s vysokými príjmami (12,2). Niektoré členské štáty dosiahli menej ako 8 bodov.

V roku 2014 Komisia uverejnila odporúčanie<sup>53</sup> týkajúce sa nového prístupu k neúspechu v podnikaní a platobnej neschopnosti, v ktorom nabáda členské štáty, aby zaviedli postupy včasnej reštrukturalizácie a ponúkli podnikateľom „druhú šancu“. V odporúčaní sa stanovujú spoločné zásady pre vnútroštátne konkurzné konania týkajúce sa podnikov v ťažkostiach, ako aj opatrenia zamerané na skrátenie konaní a zníženie nákladov MSP na ne (napr. využívanie štandardných formulárov, používanie diaľkových komunikačných prostriedkov). Hoci je zrejmé, že odporúčanie poskytuje užitočné zameranie členským štátom, ktoré realizujú reformy v oblasti platobnej neschopnosti, z posúdenia vykonaného Komisiou vyplýva, že sa implementuje len čiastočne, a to aj v tých členských štátoch, ktoré už začali realizovať reformy<sup>54</sup>.

**Komisia navrhne legislatívnu iniciatívu týkajúcu sa platobnej neschopnosti vrátane včasnej reštrukturalizácie a druhej šance, vychádzajúc zo skúseností získaných na základe odporúčania. Pomocou iniciatívy sa bude usilovať riešiť najdôležitejšie prekážky voľného pohybu kapitálu, pričom bude vychádzať z dobre fungujúcich vnútroštátnych režimov.**

Aj daň predstavuje veľmi významnú súčasť rozhodovania o cezhraničných investíciách. Dve konkrétne daňové prekážky cezhraničných investícií boli identifikované ako obzvlášť relevantné v kontexte únie kapitálových trhov. Po prvé, mnohí investori zdôraznili, že sú v súčasnosti pri cezhraničnom investovaní znevýhodnení, pretože okrem vnútroštátnej dane sa uplatňujú aj miestne zrážkové dane, pri ktorých nie je takmer žiadna možnosť vrátenia. Problém vyplýva z rozdielných vnútroštátnych prístupov pri uplatňovaní zrážkovej dane a zložitosti postupov pri nárokaní oslobodenia od týchto daní. Potenciálne diskriminačné zdaňovanie dôchodkových fondov a životných poisťovní je tiež prekážkou cezhraničných investícií.

**Komisia chce motivovať členské štáty, aby prijali systémy zníženia zrážkovej dane v štáte pôvodu a vytvorili rýchle a štandardizované postupy vrátenia daní, a preto bude šíriť najlepšiu prax a spolu s členskými štátmi vypracuje kódex správania pre zásady úľavy na zrážkovej dani. Komisia vypracuje aj štúdiu o diskriminačných daňových prekážkach cezhraničných investícií životných poisťovní a dôchodkových fondov a podľa potreby začne konania vo veci porušenia predpisov.**

V súčasnosti existuje približne 200 bilaterálnych investičných zmlúv medzi členskými štátmi („bilaterálne investičné zmluvy v rámci EÚ“), v ktorých sa stanovujú rôzne normy prístupu k cezhraničným investíciám na jednotnom trhu, a ktoré nie sú zlučiteľné s právom EÚ.

<sup>53</sup> C(2014) 1500 final, 12. 3. 2014.

<sup>54</sup> Hodnotenie implementácie odporúčania týkajúceho sa nového prístupu k neúspechu v podnikaní a platobnej neschopnosti ([http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm))

Komisia proti týmto bilaterálnym investičným zmluvám v rámci EÚ nedávno podnikla právne kroky. Komisia bude spolupracovať s členskými štátmi s cieľom preskúmať, či sú potrebné dodatočné opatrenia na ďalšie posilnenie záruk pre cezhraničných investorov, ktorými by sa zvýšila atraktivita jednotného trhu ako investičnej destinácie.

### **6.3. Podpora finančnej stability a konvergenie dohľadu**

Únia kapitálových trhov podporovaním rozmanitejších spôsobov financovania pomôže zvýšiť odolnosť finančného systému EÚ<sup>55</sup>. Zároveň je potrebné obozretne pristupovať k novým rizikám pre finančnú stabilitu, ktoré sa objavujú na kapitálových trhoch. V posledných rokoch EÚ zaviedla súbor reforiem na zabezpečenie väčšej transparentnosti, lepšej regulácie a spoľahlivosti kapitálových trhov vrátane znižovania rizík na trhoch s derivátmi prostredníctvom nariadenia EMIR, zavedením bezpečnejších a transparentnejších pravidiel obchodovania v smernici MiFID a zabezpečením regulácie všetkých správcov alternatívnych fondov v EÚ smernicou AIFMD. Ďalšie reformy sa začali prostredníctvom nariadenia o transparentnosti transakcií spočívajúcich vo financovaní cenných papierov (SFTR)<sup>56</sup>, návrhu týkajúceho sa fondov peňažného trhu a pripravovaného legislatívneho návrhu, ktorý sa týka ozdravenia a riešenia krízových situácií centrálnych protistrán (CCP). Rada pre finančnú stabilitu si ako prioritu určila úsilie pochopiť a riešiť nedostatky, ktoré súvisia so subjektmi vykonávajúcimi činnosti podobné činnostiam bánk na kapitálových trhoch. Zabezpečenie globálneho regulačného prístupu k potenciálnym novým systémovým rizikám podporí finančnú stabilitu a uľahčí cezhraničné investície.

**Komisia bude spolupracovať s Radou pre finančnú stabilitu (FSB) a európskymi orgánmi dohľadu (ESA), spolu s Európskym výborom pre systémové riziká (ESRB) s cieľom posúdiť možné riziká pre finančnú stabilitu, ktoré vyplývajú z trhového financovania. Vykoná sa ďalšia analytická práca, napríklad s cieľom lepšie pochopiť problémy trhovej likvidity a prepojenosti v rámci finančného systému, a s cieľom posúdiť potrebu prípravy dodatočných makroprudenciálnych nástrojov. Komisia vykoná všetky potrebné zmeny makroprudenciálneho rámca v kontexte nadchádzajúcej revízie ESRB.**

Pokiaľ ide o dohľad, spätná väzba ku konzultácii bola pozitívna v súvislosti s architektúrou, ktorú EÚ zaviedla po finančnej kríze v roku 2011. Hoci sa dosiahol pokrok vo vytváraní európskeho systému finančného dohľadu a zaviedol sa jednotný súbor pravidiel, konzultační respondenti zdôraznili aj význam zabezpečenia konvergenie dohľadu a konzistentného vykonávania a uplatňovania právnych predpisov EÚ o finančných službách – čo je otázka, na ktorú upozorňuje aj správa piatich čelných predstaviteľov EÚ o dobudovaní európskej hospodárskej a menovej únie.

Právne predpisy o kapitálových trhoch prijaté v posledných rokoch poverujú európske orgány dohľadu dôležitými úlohami vo viacerých oblastiach. Konzultačná spätná väzba obsahovala výzvu, aby orgán ESMA plnil silnejšiu úlohu najmä pri posilňovaní konvergenie dohľadu v rámci regulácie kapitálového trhu a správ o trhu, a aby zabezpečil konzistentné uplatňovanie

<sup>55</sup> Prejav pána v. Constância, viceprezidenta ECB.

<sup>56</sup> Ako sa uvádza v nariadení o transparentnosti transakcií spočívajúcich vo financovaní cenných papierov (SFTR), v nadväznosti na výsledky práce relevantných medzinárodných fór a s pomocou ESMA, EBA a ESRB Komisia v roku 2017 predloží Európskemu parlamentu a Rade správu o pokroku v rámci medzinárodného úsilia o zmiernenie rizík súvisiacich s transakciami financovania prostredníctvom cenných papierov vrátane odporúčaní FSB pre zrážky pri transakciách financovania prostredníctvom cenných papierov, ktorých zúčtovanie neprebíha centrálné, a ich vhodnosti pre európske trhy.

jednotného súboru pravidiel v celej EÚ. Úsilie posledných rokov vypracovať jednotný súbor pravidiel pre kapitálové trhy by mal viesť k lepšej integrácii a účinnosti kapitálových trhov. Hlbšiu finančnú integráciu bude musieť sprevádzať zvýšené zameranie ESMA na dosiahnutie konvergencie výsledkov dohľadu v celej EÚ vrátane oblasti účtovníctva, aby sa zabezpečilo dobré fungovanie jednotného trhu. Orgán ESMA by sa mohol viac zamerať na identifikáciu, podporu a propagáciu najlepšej praxe s cieľom zabezpečiť efektívnosť postupov dohľadu členských štátov a porovnateľné výsledky v celej EÚ. V tejto súvislosti by mal orgán ESMA systematickejšie a účinnejšie využívať nástroje, ktoré má, najmä tematické partnerské preskúmania a partnerské preskúmania krajín.

**Komisia bude spolupracovať s ESMA na príprave a implementácii stratégie posilnenia konvergencie dohľadu a identifikácie oblastí, v ktorých integrovanejší prístup môže zlepšiť fungovanie jednotného kapitálového trhu. Komisia bude takisto spolupracovať s orgánom ESMA na zvýšení efektívnosti rozhodovacích procesov na základe tematických partnerských preskúmaní a partnerských preskúmaní krajín. Komisia v roku 2016 uverejní bielu knihu o správe a financovaní európskych orgánov dohľadu.**

**Únia kapitálových trhov je klasickým projektom jednotného trhu v prospech všetkých 28 členských štátov. Komisia s cieľom pomôcť kapitálovým trhom naplno rozvinúť ich potenciál prostredníctvom Služby Komisie na podporu štrukturálnych reforiem vypracuje stratégiu poskytovania technickej pomoci členským štátom v prípade, že bude potrebné posilniť osobitné kapacity vnútroštátnych kapitálových trhov.**

#### **6.4. Uľahčenie medzinárodných investícií**

Kapitálové trhy EÚ budú prosperovať, len ak budú otvorené a konkurencieschopné na celosvetovej úrovni, a schopné prilákať dodatočné kapitálové a dlhové investície medzinárodných investorov. Únia kapitálových trhov pomôže zvýšiť atraktivnosť kapitálových trhov EÚ pre medzinárodných investorov odstránením právnych a administratívnych nákladov na cezhraničné operácie a posilnením konvergencie výsledkov dohľadu v Európe. Vzhľadom na globálny charakter kapitálových trhov musí únia kapitálových trhov zohľadňovať širší celosvetový kontext a zabezpečiť, aby európske kapitálové trhy boli aj naďalej neoddeliteľnou súčasťou medzinárodného finančného systému. Komisia bude s členskými štátmi EÚ a tretími krajinami naďalej úzko spolupracovať na medzinárodných fórach, ako sú FSB a IOSCO, s cieľom vypracovať konvergenčné reakčné politické opatrenia na podporu rozvoja globálnych kapitálových trhov. Komisia sa bude okrem toho usilovať vytvoriť rámce pre regulačnú spoluprácu v oblasti finančných služieb s kľúčovými tretími krajinami so zámerom posilniť integráciu kapitálových trhov.

Politika EÚ v oblasti medzinárodného obchodu a investícií zohráva dôležitú úlohu pri podpore medzinárodných investícií. Medzinárodné dohody o obchode a investíciách liberalizujú pohyb kapitálu, regulujú prístup na trh a investície, a to aj v prípade poskytovania finančných služieb, a môžu pomôcť dosiahnuť primeranú úroveň ochrany a rovnaké podmienky pre investorov. Komisia bude aj naďalej prispievať k medzinárodnej spolupráci v oblasti voľného pohybu kapitálu, a to aj v rámci kódexu OECD pre liberalizáciu kapitálových pohybov.

## 7. ĎALŠIE KROKY A MONITOROVANIE

V tomto akčnom pláne sa stanovujú prioritné opatrenia potrebné na podporu investícií vo všetkých členských štátoch a v celej EÚ a na lepšie prepojenie úspor a rastu. Súčasťou prípravy navrhovaných opatrení bude náležitá konzultácia a posúdenie vplyvu rôznych možností dosiahnutia určených cieľov.

Úspešné prijatie a implementácia týchto opatrení si bude vyžadovať vytrvalé spoločné úsilie. Toto je projekt pre všetkých 28 členských štátov a Komisia bude s nimi a s Európskym parlamentom úzko spolupracovať na tom, aby sa dosiahol pokrok v realizácii týchto návrhov.

Komisia dnes s úmyslom vytvoriť prvotnú dynamiku oznamuje konkrétne návrhy a ohlasuje, že čoskoro budú nasledovať ďalšie. Prvými opatreniami sú komplexný balík v oblasti sekuritizácie s aktualizovanými kalibráciami pre nariadenie o kapitálových požiadavkách (CRR), vymedzenie infraštruktúry a revidované kalibrácie pre smernicu Solventnosť II, ako aj návrh na revíziu smernice o prospekte. V ostatných oblastiach môžu byť potrebné ďalšie konzultácie so zainteresovanými stranami. Komisia zároveň zabezpečí rokovania s členskými štátmi v oblastiach ako dane a platobná neschopnosť, aby sa vytvorili predpoklady pre dosiahnutie pokroku v strednodobom až dlhodobom horizonte.

Úspešnosť únie kapitálových trhov bude závisieť aj od účastníkov trhu. Finanční sprostredkovatelia si musia plniť úlohu pri obnovovaní dôvery klientov a budovaní dôvery v kapitálové trhy v Európe. Tento akčný plán zahŕňa trhové iniciatívy a Komisia nalieha na príslušné strany, aby pokrok v týchto oblastiach považovali za prioritný.

Komisia navyše bude pokračovať v identifikácii hlavných nedostatkov a prekážok hlbších kapitálových trhov v Európe a hľadať najlepšie spôsoby, ako ich prekonať, pričom sa bude naďalej silne orientovať na ochranu investorov a dohľad nad trhom.

Okrem výročných správ Komisia pripraví v roku 2017 komplexné hodnotenie, ktoré bude základom rozhodovania o prípadných dodatočných opatreniach, ktoré môžu byť potrebné.

Komisia bude pravidelne informovať Európsky parlament a členské štáty o pokroku.

## Príloha 1: Zoznam opatrení a orientačný harmonogram

| <b>Financovanie inovácie, nových podnikov a nekótovaných spoločností</b>                         |  |                  |
|--|--|------------------|
| <b>Podpora rizikového kapitálu a kapitálového financovania</b>                                   | Návrh celoeurópskych fondov fondov rizikového kapitálu a fondov pre viaceré krajiny  | 2. štvrťrok 2016 |
|  | Revidovať právne predpisy o EuVECA a EuSEF   | 3. štvrťrok 2016 |
|  | Štúdia o daňových stimuloch pre rizikový kapitál a podnikateľských anjelov   | 2017             |
| <b>Prekonať informačné prekážky investícií MSP</b>   | Posilniť spätnú väzbu bánk, ktorá sa týka zamietnutia žiadostí MSP o úver  | 2. štvrťrok 2016 |
|  | Zmapovať existujúce miestne alebo vnútroštátne podporné a poradenské kapacity v celej EÚ s cieľom propagovať najlepšie   | 2017             |
|  | Preskúmať, ako možno vyvinúť alebo podporiť celoeurópske informačné systémy  | 2017             |
| <b>Podporiť inovatívne formy financovania podnikov</b>   | Správa o kolektívnom financovaní   | 1. štvrťrok 2016 |
|  | Vypracovať koordinovaný prístup k poskytovaniu úverov z fondov a posúdiť opodstatnenie budúceho rámca EÚ   | 4. štvrťrok 2016 |
| <b>Uľahčiť vstup spoločností na verejné trhy a možnosti spoločností získavať na nich kapitál</b> |  |                  |
| <b>Posilniť prístup na verejné trhy</b>  | Návrh na modernizáciu smernice o prospekte   | 4. štvrťrok 2017 |
|  | Preskúmať regulačné prekážky brániace MSP v získaní oprávnenia obchodovať na verejných trhoch a rastových trhoch MSP   | 2017             |
|  | Preskúmať trhy EÚ s podnikovými dlhopismi so zameraním na možnosti zlepšenia trhovej likvidity   | 2017             |
| <b>Podporiť kapitálové financovanie</b>  | Riešiť predpojatost' týkajúcu sa rozdielneho prístupu k dlhu a ku kapitálu ako súčasť legislatívneho návrhu týkajúceho sa spoločného konsolidovaného základu dane z príjmov právnických osôb | 4. štvrťrok 2016 |
| <b>Dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície</b>   |  |                  |
| <b>Podporiť investície do infraštruktúry</b>   | Upraviť kalibrácie smernice Solventnosť II pre investície poisťovateľov do infraštruktúry a európskych dlhodobých investičných fondov  | 3. štvrťrok 2015 |
|  | Prehodnotiť nariadenie CRR z hľadiska bánk a vo vhodných prípadoch vykonať zmeny infraštruktúrnych kalibrácií  | Prebieha         |
| <b>Zabezpečiť konzistentnosť pravidiel EÚ v oblasti finančných služieb</b>                       | Výzva na predloženie dôkazov o kumulatívnom vplyve finančnej reformy   | 3. štvrťrok 2015 |
| <b>Podpora retailových a inštitucionálnych investícií</b>  |  |                  |
| <b>Zlepšiť výber a hospodársku súťaž v retailovom podnikaní</b>                                  | Zelená kniha o retailových finančných službách a poistení  | 4. štvrťrok 2015 |

|   |  |                  |
|---|--|------------------|
| <b>Pomôcť retailovým investorom získať výhodnejšiu dohodu</b>                   | Posúdenie trhov EÚ s retailovými investičnými produktmi  | 2018             |
| <b>Podporiť dôchodkové sporenie</b>   | Posúdenie možností politického rámca pre vytvorenie európskych osobných dôchodkov  | 4. štvrťrok 2016 |
| <b>Rozšíriť príležitosti pre inštitucionálnych investorov a správcov fondov</b> | Posúdenie prudenciálneho prístupu k súkromnému kapitálu a súkromne umiestňovaným dlhovým nástrojom v smernici Solventnosť II       | 2018             |
|   | Konzultácia k hlavným prekážkam cezhraničnej distribúcie investičných fondov   | 2. štvrťrok 2016 |
| <b>Maximálne využitie bankových kapacít na podporu širšieho hospodárstva</b>    |  |                  |
| <b>Posilniť miestne siete financovania</b>                                      | Preskúmať možnosť, aby všetky členské štáty mohli povoliť úverové družstvá mimo pravidiel EÚ o kapitálových požiadavkách pre banky | Prebieha         |
| <b>Vybudovať sekuritizačné trhy EÚ</b>  | Návrh rámca pre jednoduché, transparentné a štandardizované sekuritizácie (STS) a revízia kapitálových kalibrácií pre banky        | 3. štvrťrok 2015 |
| <b>Podpora poskytovania bankových úverov širšiemu hospodárstvu</b>              | Konzultácia týkajúca sa rámca EÚ pre kryté dlhopisy a podobné štruktúry na pôžičky pre MSP   | 3. štvrťrok 2015 |
| <b>Uľahčenie cezhraničných investícií</b>                                       |  |                  |
| <b>Odstrániť vnútroštátne prekážky cezhraničných investícií</b>                 | Správa o vnútroštátnych prekážkach voľného pohybu kapitálu   | 4. štvrťrok 2016 |
| <b>Zlepšiť trhovú infraštruktúru pre cezhraničné investovanie</b>               | Cielené opatrenia v oblasti pravidiel vlastníctva cenných papierov a účinkov prevodu pohľadávok na tretie osoby                    | 2017             |
|   | Preskúmať pokrok v odstraňovaní Giovanniniho prekážok  | 2017             |
| <b>Posilniť konvergenciu konkurzného konania</b>                                | Legislatívna iniciatíva týkajúca sa platobnej neschopnosti podnikov so zameraním na najvýznamnejšie prekážky voľného toku kapitálu | 4. štvrťrok 2016 |
| <b>Odstrániť cezhraničné daňové prekážky</b>                                    | Najlepšia prax a kódex správania pre postupy úľavy na zrážkovej dani v štáte pôvodu  | 2017             |
|   | Štúdia o diskriminačných daňových prekážkach cezhraničných investícií dôchodkových fondov a životných poisťovní                    | 2017             |
| <b>Posilniť konvergenciu</b>  | Stratégia konvergenzie dohľadu na zlepšenie fungovania jednotného kapitálového trhu  | Prebieha         |



|   |   |                                      |
|---|---|--------------------------------------|
| <b>dohľadu a budovanie kapacít na kapitálovom trhu</b>        | Biela kniha o financovaní a správe ESA,<br>Vypracovať stratégiu poskytovania technickej pomoci členským štátom na podporu kapacity kapitálových trhov | 2. štvrťrok 2016<br>3. štvrťrok 2016 |
| <b>Posilniť kapacity s cieľom zachovať finančnú stabilitu</b> | Revízia rámca EÚ pre makroprudenciálny dohľad   | 2017                                 |