

V Bruselu dne 9.4.2013  
COM(2013) 150 final/2

Corrigendum:

Correction de la fonte d'un paragraphe (après le cadre contenant les questions 6, 7, 8 et 9).  
Concerne toutes les langues.

## **ZELENÁ KNIHA**

### **DLOUHODOBÉ FINANCOVÁNÍ EVROPSKÉ EKONOMIKY**

(Text s významem pro EHP)

{SWD(2013) 76 final}

## 1. ÚVOD

Evropa v současnosti čelí naléhavé výzvě, kterou je vrátit Evropskou unii zpět na cestu inteligentního a udržitelného růstu podporujícího začlenění a vytvářejícího pracovní místa, a sice tím, že bude stavět na svých konkurenčních výhodách a zvyšovat tak svou konkurenceschopnost na světovém trhu.

Aby tento svůj úkol Evropa splnila, bude se muset vypořádat s potřebou rozsáhlých a dlouhodobých investic v souladu s prioritami strategie Evropa 2020<sup>1</sup>, aktualizací průmyslové politiky z roku 2012<sup>2</sup>, iniciativou Unie inovací<sup>3</sup> a nástrojem pro propojení Evropy<sup>4</sup>. Dlouhodobé investice vytvářejí dlouhodobý kapitál, který zahrnuje hmotná aktiva (jako jsou energetická, dopravní a komunikační infrastruktura, průmyslová a obslužná zařízení, bytová výstavba a technologie v oblasti změny klimatu a ekologických inovací) a nehmotná aktiva (jako je vzdělávání a výzkum a vývoj), která podporují inovace a konkurenceschopnost. Mnohé z těchto investic jsou přínosem i pro širší veřejnost, neboť podporují základní služby a zlepšují životní úroveň a tím generují větší návratnost pro společnost jako celek. Jejich dopad může začít být vidět i v krátkodobém horizontu. Umožňují podnikům a vládám vyrábět více s použitím menšího množství zdrojů, reagují na nové hospodářské, sociální<sup>5</sup> a environmentální výzvy, usnadňují přechod k udržitelnějšímu hospodářství a zvyšují výrobní a průmyslový potenciál ekonomiky. Nutnost udržitelného růstu potvrzují i trendy v oblasti změny klimatu a vyčerpávání přírodních zdrojů, jež volají po dalších dlouhodobých investicích do nízkouhlíkové energie, energetické účinnosti a účinného využívání zdrojů v souladu s politickým cílem snížit změnu klimatu pod dva stupně a oddělit ekonomický růst od využívání přírodních zdrojů.

Aby byly vlády a podniky všech velikostí schopny tyto dlouhodobé investice financovat, potřebují přístup k předvídatelným dlouhodobým zdrojům financování. Schopnost ekonomiky zajistit, aby bylo takové dlouhodobé financování dostupné, závisí na schopnosti finančního systému prostřednictvím otevřených a konkurenceschopných trhů efektivně a účinně směřovat úspory vlád, podniků a domácností ke správným příjemcům a účelům. To lze provést pomocí různých zprostředkovatelů (např. bank, pojišťoven a penzijních fondů) a přímého přístupu na kapitálové trhy. Tato zelená kniha se věnuje tomu, jak tento proces funguje. Předpokladem pro poskytování dlouhodobého financování s přiměřenými náklady je, že ekonomika vytváří a přitahuje úspory. Vládní politiky k tomu mohou přispět vytvářením silné fiskální politiky, účinných daňových systémů a příznivého podnikatelského prostředí, které zvyšují atraktivitu ekonomiky pro investory, včetně těch zahraničních.

Správné pochopení procesu dlouhodobého financování je pro strukturální ekonomickou reformu a návrat k dlouhodobému hospodářskému růstu zásadní. Dlouhodobé financování je potřeba i v průběhu celého životního cyklu podniku, pomáhá při jeho založení, umožňuje mu růst a poté tento růst udržet. Dlouhodobé financování napomáhá v podniku během jeho životního cyklu uskutečňování nutných změn. To vyžaduje znalost a dostupnost různých finančních nástrojů a postupů. Dlouhodobé financování přispívá rovněž k financování vývozu

---

<sup>1</sup> Viz [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_cs.htm).

<sup>2</sup> Viz <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:CS:PDF>.

<sup>3</sup> Viz <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:CS:PDF>.

<sup>4</sup> Viz [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef\\_brochure.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf).

<sup>5</sup> Sdělení Komise „Za sociální investice pro růst a soudržnost“ (COM(2013) 83) zdůrazňuje, že členské státy musí více využívat inovativní přístupy k financování v sociální oblasti, včetně využívání účasti soukromého sektoru.

a tím i k větší mezinárodní konkurenceschopnosti. Význam dlouhodobého financování pro vytváření růstu a pracovních míst uznala na mezinárodní úrovni i skupina zemí G20<sup>6</sup>.

Finanční krize se dotkla schopnosti evropského finančního sektoru směřovat úspory k uspokojení potřeb dlouhodobých investic. Finanční krize a stávající špatná makroekonomická situace však především daly vzniknout ovzduší nejistoty a averze k rizikům, zvláště v členských státech, které čelí finančnímu tlaku, a v malých a středních podnicích. Krize poškodila schopnost bank poskytovat úvěry s dlouhou dobou splatnosti, neboť potřebují snižovat páku a napravit excesy z minulosti. Zároveň měla krize negativní dopad na důvěru vypůjčovatelů a institucionálních investorů a na jejich ochotu riskovat.

Jedno z hlavních ponaučení z krize je, že pro obnovení finanční stability a důvěry v trhy je nezbytná přiměřená regulace a dohled nad finančním sektorem. V rámci širší politické odezvy by se mělo zaručit, aby detailní nastavení nového právního a dohledového rámce umožňovala finančnímu sektoru co nejúčinněji podporovat reálnou ekonomiku, aniž by byla ohrožena finanční stabilita.

Mimo rámec finanční krize se nabízí důležitá otázka, zda historicky silná závislost Evropy na bankovním zprostředkování financování dlouhodobých investic ustoupí různorodějšímu systému s výrazně vyšším podílem přímého financování z kapitálových trhů a větším zapojením institucionálních investorů a alternativních finančních trhů. Není pochyb o tom, že banky budou díky svým schopnostem v oblasti řízení rizik a znalostem místních podniků a svým vztahům s nimi ve směřování dlouhodobých investic i nadále důležitými hráči. Avšak není jisté, zda se obchodní banky vrátí ke své předchozí praxi a budou držet dlouhodobá aktiva se stejnou dobou splatnosti jako dříve.

Méně významná role bank v poskytování dlouhodobých úvěrů otevírá nové potřeby i příležitosti pro ostatní finanční instituce a tržní zprostředkování s cílem nasměrovat financování do dlouhodobých investic. Schopnost institucionálních investorů a trhů tuto mezeru zaplnit však závisí na splnění několika podmínek. Kromě správného nastavení obezřetnostního právního rámce podle mnohých způsobují dodatečné náklady a nepřiměřené pobídky také účetní zásady, oceňování a chování správců aktiv. Navíc evropské trhy s dluhopisy podniků a akciové a sekuritizační trhy zůstávají ve srovnání s jinými ekonomikami poměrně nerozvinuté a nebankovní financování pro malé a střední podniky z velké části nedostupné.

Zajištění účinných a efektivních cest pro zprostředkování dlouhodobého financování představuje složitý úkol, který má několik rovin. Účelem této zelené knihy je zahájit širokou diskuzi o tom, jak zvýšit nabídku dlouhodobého financování a zlepšit a diverzifikovat systém finančního zprostředkování dlouhodobých investic v Evropě. Jak naznačují otázky přednesené v rámci konzultačního procesu, v diskuzi by se měla zohlednit také specifika jednotlivých hráčů finančního trhu a řešit otázky týkající se souboru různorodých podmínek, které by tyto změny umožnily. Odpovědi na otázky vznesené v konzultačním procesu pomohou Komisi při dalším posuzování překážek dlouhodobého financování, jehož cílem bude stanovit možná politická opatření k jejich odstranění. Případná následná opatření by mohla mít několik podob: v některých oblastech by mohla být potřeba nová či upravená podoba regulace, zatímco v jiných by úloha EU mohla spočívat v podporování lepší koordinace a osvědčených postupů, případně ve specifických následných krocích podnikaných s jednotlivými členskými státy v rámci evropského semestru. K této zelené knize je připojen pracovní dokument útvarů Komise, který se podrobně věnuje výchozí analýze.

---

<sup>6</sup> Viz <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>.

## 2. POSKYTOVÁNÍ DLOUHODOBÉHO FINANCOVÁNÍ A CHARAKTERISTIKA DLOUHODOBÝCH INVESTIC

Schopnost ekonomiky poskytovat financování pro dlouhodobé investice závisí na její schopnosti vytvářet úspory a přilákat a udržet přímé zahraniční investice.

Zdroje dlouhodobého financování mohou pocházet od různých poskytovatelů, včetně vlád, podniků a domácností. Vlády a podniky přitom vytvářejí rovněž poptávku po dlouhodobém financování. V Evropě se poměr investic i úspor k HDP pohybuje v obou případech kolem 20 %, což je ve srovnání s jinými regiony příznivé. Za tímto celkovým obrazem se však skrývá skutečnost, že soukromé investice byly v roce 2011 hluboko pod úrovní roku 2007 a že tento propad byl čtyřikrát větší než u reálného HDP ve stejném období<sup>7</sup>. Jak investoři, tak střadatelé zažívají v současnosti v důsledku špatné makroekonomické situace a výhledu značnou nejistotu, neochotu podstupovat riziko a ztrátu důvěry. To může mít dlouhodobé následky v podobě vzniku trvalejších překážek pro poskytování dlouhodobého financování a ovlivnění poptávky:

- **Vlády:** Veřejné zdroje pocházející z výběru daní a veřejného dluhu hrají ve financování dlouhodobých investic klíčovou úlohu díky pozitivním externalitám často spojeným s vládními investicemi a jejich návazností na soukromé investice. Jelikož vlády budou mít v poskytování veřejných statků a veřejné infrastruktury vždy hlavní roli, je dlouhodobou výzvou efektivnější vynakládání prostředků založené na systematictější analýze nákladů a přínosů a na pečlivém výběru projektů. Kromě toho se veřejné zdroje ve formě grantů či úvěrů využívají k podpoře dlouhodobého investování v soukromém sektoru v oblastech, kde je vlivem selhání trhu úroveň soukromého financování či investic nedostatečná. V těchto oblastech by veřejné zdroje neměly soukromé financování nahradit, mohou však posloužit jako jeho katalyzátor a přispět k řízení souvisejících rizik.
- **Podniky:** Podniky financují investice buď z vlastních zdrojů, nebo přístupem do finančního systému. Příjmy podniků ovlivnila slabá poptávka a nejistota na trhu. Zároveň podnikové investice byly ještě slabší, což v některých členských státech vedlo k navýšení vlastních úspor, zvláště u velkých podniků – odhaduje se, že hotovostní a obdobné pozice velkých společností narostly mezi roky 2009 a 2011 o čtyři procentní body<sup>8</sup>. Řada malých a středních podniků však také trpí trvalým nedostatkem likvidity.
- **Domácnosti:** Domácnosti představují hlavní zdroj finančních prostředků k financování investic. Jejich nejoblíbenějším nástrojem je nicméně krátkodobé spoření. Například v období 2000–2010 domácnosti snížily podíl svých kapitálových investic na finančních aktivech o osm procentních bodů<sup>9</sup>. Obecně domácnosti dávají přednost likviditě a snadnému vyplacení. Preferují stabilitu a velmi rozšířená je nyní neochota riskovat. Je proto potřeba mobilizovat dlouhodobé spoření. a
- **Externí zdroje financování:** Dalším tradičně důležitým zdrojem financování dlouhodobých projektů zůstávají přímé zahraniční investice. Navzdory krizi

<sup>7</sup> Viz McKinsey Global Institute (2012).

<sup>8</sup> Výsledky průzkumu o změnách stavu peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů ve 170 velkých evropských nefinančních společnostech hodnocených agenturou Fitch.

<sup>9</sup> Viz McKinsey Global Institute (2011).

zaznamenal příliv přímých zahraničních investic do EU v roce 2011 po prudkém poklesu v předchozích letech oživení. Příliv přímých zahraničních investic do EU dosáhl v roce 2011 částky 242 miliard EUR, což je oproti úrovni roku 2010 nárůst o 13 %. Mezi jednotlivými zeměmi EU existují značné rozdíly.

Perspektiva dlouhodobého růstu závisí v každé ekonomice mimo jiné na schopnosti finančního sektoru směřovat výše uvedené zdroje úspor do **produktivních investic**. Tato zelená kniha se zabývá dlouhodobými investicemi ve smyslu vytváření dlouhodobých hmotných a nehmotných aktiv. Zaměřuje se tedy na produktivní kapitál (na rozdíl od finančního kapitálu), podobný pojetí národních účtů, ve kterých se investice uvádí jako tvorba hrubého fixního kapitálu. Tvorba produktivního kapitálu byla během finanční krize tvrdě zasažena a výše investic je v mnoha zemích EU stále pod úrovní před nástupem krize. Investice do hmotného a nehmotného výrobního kapitálu mají zásadní význam pro otočení kurzu hospodářství EU a budou základem jakékoli strategie dlouhodobého růstu.

Důraz je kladen na kapitálové statky s dlouhou dobou odepisování (např. hospodářské a sociální infrastruktury, budovy, výzkum a vývoj, vzdělávání a inovace), a to nikoliv proto, že jsou pro růst důležitější než kapitálové statky s kratší dobou odepisování (např. počítače, mobilní telefony a vozidla), ale spíše proto, že objemy investic do kapitálových statků s krátkou dobou odepisování jsou silně procyklické. Tyto objemy jsou v současné době kvůli špatnému makroekonomickému výhledu v Evropě malé, očekává se ale, že jakmile se ekonomika vzpamatuje, opět porostou. Totéž platí i pro ostatní náklady výrobních podniků, jako jsou osobní náklady (na zaměstnance) a nákup vstupů pro mezispotřebu.

Situace je zcela odlišná u dlouhodobých kapitálových statků, které charakterizuje dlouhá doba investice nebo výstavby a k nimž je třeba **dlouhodobé financování**, neboť finanční toky přinášející návratnost investice začínají proudit až po uplynutí značné doby. Jelikož významnou část dlouhodobého produktivního kapitálu tvoří veřejná infrastruktura, hrál tento druh kapitálu tradičně roli stabilizátora ekonomiky – což se odvíjí od schopnosti vlád poskytovat veřejné investice jinak než cyklicky, a od toho, zda má finanční sektor při poskytování investičních prostředků přiměřenou jistotu, že, jakmile uplyne období výstavby, bude ekonomika v plném rozmachu.

Pro dlouhodobé financování neexistuje jedna jediná, všeobecně uznávaná definice. Obecně lze dlouhodobé financování považovat za proces, jehož prostřednictvím finanční systém poskytuje finanční prostředky na úhradu investic pokrývajících dlouhý časový úsek. Tato definice vychází z řady prvků, jež jsou s dlouhodobým financováním spojeny<sup>10</sup>. Úžeji vymezuje dlouhodobé financování mezinárodní projekt na téma dlouhodobých investic, který probíhá pod záštitou skupiny G20 a který se zaměřuje na financování s dobou splatnosti delší pěti let, včetně zdrojů financování, které nemají zvláštní dobu splatnosti (např. akcie).

Otázky:

*1) Souhlasíte s výše uvedenou analýzou, pokud jde o nabídku a charakter dlouhodobého financování?*

<sup>10</sup> Tyto prvky zahrnují charakter investora, povahu aktiv, druh finančního zprostředkování a ocenění a stanovení ceny aktiva. Další podrobnosti viz pracovní dokument útvarů Komise připojený k této zelené knize.

### 3. POSÍLENÍ DLOUHODOBÉHO FINANCOVÁNÍ EVROPSKÉHO HOSPODÁŘSTVÍ

Jako u všech typů financování závisí schopnost ekonomiky financovat dlouhodobé investice na schopnosti finančního systému tyto prostředky prostřednictvím otevřených a konkurenceschopných trhů účinně a efektivně směřovat ke správným příjemcům a investicím. To lze provést pomocí různých zprostředkovatelů – včetně bank, pojišťoven a penzijních fondů – a pomocí přímého přístupu na finanční trhy. Existuje však řada faktorů, která těmto subjektům brání v tom, aby v dlouhodobém financování hrály plně efektivní roli. U některých z těchto faktorů bude řešení trvat déle než u jiných.

Jedno z hlavních ponaučení z krize je, že pro obnovení finanční stability a důvěry v trhy je nezbytná přiměřená regulace a dohled nad finančním sektorem. EU v tomto kontextu usiluje o komplexní program finanční reformy, který by doplňoval širší fiskální a hospodářskou reformu. Finanční stabilita je zásadní, ale sama o sobě není dostačující. V rámci širší politické odezvy musí detailní nastavení nového právního a dohledového rámce finančnímu sektoru umožňovat a podněcovat jej k tomu, aby co nejúčinněji podporoval reálnou ekonomiku, včetně výběru daní, aniž by byla ohrožena finanční stabilita.

Za vytváření takového prostředí, opětovné vybudování důvěry a jistoty a zvýšení celkové atraktivity Evropy pro investory odpovídají jak orgány veřejné správy, tak účastníci trhu. Na základě toho by se **opatření na podporu dlouhodobého financování evropské ekonomiky měla zaměřit na širokou škálu vzájemně propojených faktorů:**

- **schopnost finančních institucí směřovat dlouhodobé financování,**
- **účinnost a efektivitu finančních trhů ve vztahu k nabídce dlouhodobých finančních nástrojů,**
- **průřezové prvky umožňující dlouhodobé úspory a financování,**
- **snadný přístup malých a středních podniků k bankovnímu a nebankovnímu financování.**

#### 3.1. Schopnost finančních institucí směřovat dlouhodobé financování

##### Obchodní banky

Banky jsou v Evropě tradičně nejdůležitějšími finančními zprostředkovateli. Podíl bankovního sektoru v EU je v mezinárodním srovnání velký, zejména ve srovnání s USA, což odráží větší závislost Evropy na bankovním zprostředkování. V budoucnu by to mohlo pro dlouhodobé financování znamenat problém.

Krize jasně poukázala na rizika související s nadměrným používáním pákového efektu a transformací splatnosti. To spolu se slábnoucí poptávkou v některých zemích postižených recesí vedlo u mnoha bank ke snižování páky a tím zejména ke stávajícímu nedostatku dlouhodobého financování<sup>11</sup>. I poté, co bude toto snižování páky ukončeno, přecenění rizika po skončení krize zvýší cenu kapitálu. Cenu kapitálu mohou zvýšit také náklady spojené s nástroji řízení bankovní krize, ačkoliv pozitivní účinky zřízení transparentnějšího

<sup>11</sup> Například průzkum bankovních úvěrů ECB z října 2012 uvádí, že čisté zpřísnění úvěrových standardů ze strany bank eurozóny pro úvěry nebo úvěrové linky pro podniky vzrostlo v čistém vyjádření o 15 % oproti 10 % ve druhém čtvrtletí roku 2012. Stejně tak v první polovině roku 2012 výrazně klesl objem nových dlouhodobých úvěrů a i počet výrazně krátkodobých vykázal značně sestupnou tendenci.

bankovního sektoru budou obrovským přínosem pro společnost i ekonomiku. Propojenost bank s vládami a přísnější regulace rovněž prohloubily soustředování bankovních aktivit na domácích trzích, což vedlo k omezení přeshraničního financování a k roztržitosti vnitřního trhu, a v důsledku toho také k horší dostupnosti finančních zdrojů a vyšší ceně kapitálu, zejména v zemích, které jsou momentálně pod tlakem.

Do budoucna je cílem společných evropských **pravidel obezřetnosti pro banky** zabránit excesům, k nimž v minulosti došlo, zvýšit odolnost bank vůči rizikům, dodat důvěru a vytvořit jednotný soubor pravidel na ochranu integrity jednotného trhu. Z hlediska dlouhodobého financování se musí pravidla obezřetnosti zaměřit na rizika, jež nesou banky při používání krátkodobých vkladů na financování dlouhodobých úvěrů. To samo o sobě neznamená, že pravidla omezující možnost bank používat krátkodobé finanční prostředky se tímto způsobem projeví nižšími úvěry pro reálnou ekonomiku. Avšak možný kompromis mezi omezeným vytvářením likvidity k zajištění stability a poskytováním dlouhodobého financování reálné ekonomiky vysvětluje potřebu odpovídajícího nastavení a postupného zavádění pravidel. Nedávné návrhy Basilejského výboru týkající se požadavků na likviditu mají za cíl zvýšit odolnost bank a současně zajistit, aby omezení transformace splatnosti nemělo neplánované důsledky. Komise navrhla období sledování požadavků na likviditu a také přezkum nastavení příslušných parametrů<sup>12</sup>.

Dalším důsledkem krize, který může ovlivnit schopnost bank poskytovat dlouhodobé financování, je šířící se diskuze o tom, zda by další reformy přímo zaměřené na jejich strukturu ještě více snížily pravděpodobnost selhání a jeho dopad, lépe zajistily kontinuitu základních ekonomických funkcí a lépe ochránily zranitelné retailové klienty. Nedávná zpráva odborné skupiny na vysoké úrovni o **reformě struktury bankovního sektoru EU** dokládá, jak chování bank v posledních desetiletích vedlo k nepřiměřenému nárůstu obchodování uvnitř finančního sektoru namísto činností spočívajících v přímé interakci s klienty, včetně dlouhodobého financování pro společnosti. Skupina doporučila omezit a oddělit rizikové obchodní praktiky. Komise nyní zvažuje, jak na zprávu skupiny navázat.

Banky samozřejmě ze zprostředkovatelského řetězce v Evropě nezmizí. Vzhledem ke svým schopnostem v oblasti posuzování úvěrového rizika a znalostem místních podniků a svým vztahům s nimi musí být a budou i nadále důležitými hráči. Vývoj pokrizové situace v bankovním sektoru dal však vzniknout novým potřebám a příležitostem pro další prostředníky, jež mohou částečně zastoupit banky v plnění jejich úlohy a směřovat financování do dlouhodobých investic vyváženějším způsobem.

Otázka:

*3) Vzhledem k měnící se povaze bankovního sektoru, jakou roli podle vás budou mít v budoucnu banky při směřování financování dlouhodobých investic?*

### **Národní a mezinárodní rozvojové banky a finanční pobídky**

Rozvojové banky působící na národní i mezinárodní úrovni by měly pomoci urychlit dlouhodobé financování a zlepšit efektivitu a účinnost finančních trhů a nástrojů. Navzdory kladnému přispění některých investic k hospodářskému blahobytu mohou selhání trhu odradit investory od toho, aby podstupovali určitá rizika a /nebo přijímali určitá investiční rozhodnutí. V takových případech mohou národní a mezinárodní rozvojové banky díky svým specifickým cílům veřejné politiky spojeným s obecnější ekonomickou, sociální a environmentální (tedy nikoliv jen čistě finanční) přidanou hodnotou stimulovat soukromé financování. Pokud se

<sup>12</sup>

Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/new\\_proposals\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm).

soustředí na prokázané případy selhání trhu, může jejich zapojení sehrát důležitou roli v narušení cykličnosti těchto selhání, a to i snížením volatility nákladů financování u některých druhů investorů a zmírněním orientace soukromých subjektů na krátkodobé cíle. Především by pak způsob řízení rozvojových bank měl zaručit, aby své výhody spočívající v ceně financování nepoužívaly k vytěsňování soukromých investic. Spíše by se měly snažit urychlit nástup soukromého financování v oblastech, kde je příliš pomalý.

Veřejného zásahu lze přímo či nepřímo dosáhnout pomocí nabídky určité škály finančních produktů či příspěvím k nim, včetně sdílení rizik nebo poskytnutí odpovídajících záruk<sup>13</sup>, a sdružením finančních zprostředkovatelů v odpovídajících sítích<sup>14</sup>. V rámci stávajícího rozpočtu EU se několik finančních nástrojů na úrovni EU<sup>15</sup>, z nichž některé spravuje Komise společně s Evropskou investiční bankou (EIB) a Evropským investičním fondem (EIF) a ve spolupráci s členskými státy, zaměřuje na odstranění konkrétních mezer na trhu a usnadnění přístupu k financování, včetně dlouhodobého financování<sup>16</sup>. V budoucnu bude víceletý finanční rámec EU (VFR) postupně více využívat finanční nástroje, jež mohou hrát důležitou úlohu při zvyšování vlivu výdajů EU, a to pomocí většího využití pákového efektu a povzbuzováním soukromého dlouhodobého financování. Zejména bude možné převážnou část víceletého finančního rámce, včetně všech strukturálních nástrojů EU, použít v rámci finančních nástrojů. Jejich účinnost bude záviset na úzké spolupráci mezi Komisí, skupinou EIB a členskými státy. Také je důležité, aby státní zásahy nepřispívaly k roztříštěnosti jednotného trhu. Tomu může pomoci zabránit koordinace, posuzování a odpovědnost v rámci jednotlivých opatření na vnitrostátní úrovni a na úrovni EU a vyšší přidaná hodnota evropského přístupu. Nástroj pro tuto koordinaci by mohla představovat užší spolupráce mezi národními a mezinárodními rozvojovými bankami pod záštitou Komise a EIB, a to i podporou vytváření evropských hospodářských zájmových sdružení pro financování přeshraničních projektů. Rovněž by mohl být vzat v úvahu vliv zahraničních státních fondů a možnost posílit nebo vytvořit fondy evropské.

#### Otázky:

*4) Jak by mohly národní a mezinárodní rozvojové banky nejlépe podpořit financování dlouhodobých investic? Existuje prostor pro větší koordinaci těchto bank při plnění cílů politiky EU? Jak by mohly finanční nástroje rozpočtu EU lépe podpořit financování*

<sup>13</sup> Například „překlenovací produkty“ jsou nástroje, které mohou zmírnit neochotu investorů nebo finančních institucí podstupovat rizika. Mohou zahrnovat posílení úvěrů s částečným krytím nebo mezaninových úvěrů; subjekty, které se specializují na počáteční a rozsáhlé pilotní projekty financované společně z veřejných i soukromých zdrojů.

<sup>14</sup> Například prostřednictvím Klubu dlouhodobých investorů. Viz <http://www.ltic.org/>.

<sup>15</sup> Vlastní nebo rizikový kapitál, záruky a další nástroje sdílení rizik podporované hlavním rozpočtem EU nebo rozpočtem strukturálních fondů. Podrobnosti viz Sdělení Komise „Rámec pro novou generaci inovačních finančních nástrojů – kapitálové a dluhové platformy EU“ (KOM(2011) 662).

<sup>16</sup> Například iniciativa projektových dluhopisů a nástroje využívající prostředky ze strukturálních a investičních fondů a poskytující dluhové, mezaninové a kapitálové financování pro malé a střední podniky, obce a projekty v oblasti infrastruktury. V roce 2011 Komise navrhla infrastrukturní balíček, který obsahoval nový rozpočtový nástroj, nástroj pro propojení Evropy, jakož i revidované pokyny v oblasti dopravy, energetiky a informačních a komunikačních technologií a Program pro konkurenceschopnost podniků a malých a středních podniků (COSME). Komise a EIB připravily dva finanční nástroje pro sdílení rizik včetně finančního nástroje pro sdílení rizik (RSFF) pro společnosti zaměřené na výzkum a inovace a nástroj pro úvěrové záruky v oblasti transevropských dopravních sítí pro projekty v oblasti dopravy. V rámci strukturálních fondů pro období 2007–2013 bylo dosud vloženo nejméně 10,7 miliard EUR do nástrojů finančního inženýrství, zejména z Evropského fondu pro regionální rozvoj pro přístup malých a středních podniků k finančním prostředkům. Tyto finanční prostředky budou v dlouhodobém horizontu znovu investovány ve prospěch evropské ekonomiky.



*dlouhodobých investic do udržitelného rozvoje?*

*5) Existují další nástroje a rámce veřejné politiky, které by mohly pomoci financovat dlouhodobé investice?*

### **Institucionální investoři**

Institucionální investoři – jako jsou (životní) pojišťovny, penzijní fondy, podílové a nadační fondy – se svými obchodními modely s dlouhodobějším časovým horizontem představují vhodné poskytovatele dlouhodobého financování. Dohromady drží aktiva v hodnotě odhadované na 13,8 bilionů EUR, tedy částce, která odpovídá více než 100 % HDP EU<sup>17</sup>. Kromě toho se coby poskytovatelé dlouhodobého kapitálu objevili i další institucionální investoři – například státní investiční fondy, účelové fondy pro investice do infrastruktury a do určité míry také fondy soukromého kapitálu. Zdrojem dlouhodobého financování může být rovněž rizikový kapitál.

Dlouhá splatnost závazků umožňuje institucionálním investorům, alespoň teoreticky, v rámci strategie dlouhodobého investování „buy and hold“ investovat do dlouhodobých produktivních aktiv a dosáhnout tak vyšších výnosů k vyrovnání dlouhodobých rizik a nižší likvidity, která je s mnoha z těchto aktiv spojená. Díky delším časovým horizontům mohou institucionální investoři postupovat trpělivě, proticyklicky, s méně výraznou orientací na krátkodobé cíle a menší potřebou transformace splatnosti. K rozšíření jejich aktivit do oblasti dlouhodobého financování a převedení významného podílu jejich portfolií do dlouhodobých nástrojů, jako je vlastní kapitál, soukromý kapitál a další nelikvidní aktiva, je přiměla potřeba diverzifikace a snaha dosáhnout výnosů v době panující nízké úrokové míry (některé penzijní fondy například v posledních letech investovaly do rozsáhlých projektů na využití energie z obnovitelných zdrojů).

Za těchto podmínek jsou institucionální investoři, stejně jako banky, povinni řídit se řadou předpisů týkajících se obezřetnosti a dodržovat účetní standardy. Podle nových pravidel obezřetnosti pro **pojišťovny** (směrnice Solventnost II)<sup>18</sup> musí pojišťovny držet aktiva v takové hodnotě, aby pokryly své závazky, s ohledem na jejich povahu a dobu splatnosti, přičemž držení dlouhodobých investic je v souladu se společenskou funkcí těchto podniků. Cílem Solventnosti II je zavést jednotný režim rizik a oceňování aktiv tržní hodnotou. Dopad nových pravidel obezřetnosti na pojistitele a jejich schopnost dlouhodobého financování bude částečně záviset na jejich individuální výchozí pozici a na přesnosti, s jakou bude nakládání s dlouhodobými aktivy nastaveno. Vede se diskuze o tom, jak zajistit, aby regulatorní kapitálové požadavky k rizikům spojeným s aktivy nadměrně nezatěžovaly držení dlouhodobých aktiv a aby nedošlo k umenšení kladných pobídek obsažených ve směrnici Solventnost II, pokud jde o odměňování za sladění splatnosti dlouhodobých závazků s dlouhodobými investicemi.

Útvary Komise v této souvislosti vyzvaly Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA), aby prověřil, zda by detailní nastavení kapitálových požadavků na investice do určitých aktiv podle režimu Solventnost II (včetně financování infrastruktury a projektových dluhopisů, financování malých a středních podniků, sekuritizace dluhu atd.) měla být upravena tak, aby bylo zajištěno, že nebudou existovat žádné překážky dlouhodobého financování, aniž by vznikla dodatečná obezřetnostní rizika. Komise, Rada a Parlament rovněž jednaly o opatřeních, jež by v rámci Solventnosti II usnadnila poskytování

<sup>17</sup> Viz Fitch 2011 a EFAMA (2012).

<sup>18</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/future/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm).

pojistných produktů s dlouhodobými zárukami a dlouhodobých investic. Orgán EIOPA tato opatření do června 2013 posoudí. Na základě těchto odborných zjištění bude Komise informovat o vhodných opatřeních, jež by mohla být začleněna do směrnice Solventnost II nebo do souvisejících aktů v přenesené pravomoci.

Penzijní fondy potřebují řídit svá rizika, aby svým klientům zajistily požadovanou úroveň ročních výnosů. Pravidla upravující kapitálové požadavky platné pro penzijní fondy se v jednotlivých členských státech liší a liší se také od pravidel, jež platí pro pojišťovny, aby byla zohledněna rozdílná rizika spojená se zaměstnaneckými penzijními fondy a jim dostupnými zdroji financování. Komise má v úmyslu přezkoumat směrnici o institucích zaměstnaneckého penzijního pojištění (směrnice o penzijních fondech)<sup>19</sup>. Cílem přezkumu je mimo jiné posílit ochranu účastníků systému penzijního pojištění a usnadnit přeshraniční aktivity v této oblasti. Důležité bude zajistit, aby nová pravidla obezřetnosti pro zaměstnanecké penzijní systémy neomezila udržitelné dlouhodobé financování. Při přezkumu směrnice o penzijních fondech proto bude třeba vzít v úvahu potenciální dopady na dlouhodobé financování a hospodářský růst.

Kromě pravidel obezřetnosti však schopnost institucionálních investorů zapojit se do dlouhodobého financování ovlivňuje i řada dalších strukturálních faktorů. Hospodářský útlum bude mít pravděpodobně dlouhotrvající dopad na strategie institucionálních investorů v oblasti alokace dlouhodobých aktiv, kde se začnou uplatňovat konzervativnější investiční strategie. Například průměrné zastoupení infrastruktury v aktivech institucionálních investorů ve srovnání s objemy vloženými do nemovitostí a ve srovnání se skutečnými potřebami, pokud jde o investice do infrastruktury, zůstává malé. Z hlediska řízení rizik a diverzifikace se institucionální investoři mohou u dlouhodobých investičních projektů obávat jejich velikosti. Řízení rizik nebankovních institucionálních investorů rovněž nemusí být uzpůsobeno nakládání s větším množstvím nelikvidních aktiv, na něž nebylo zvyklé, neboť tyto úkoly dříve často vykonávaly monoline pojišťovny, které za taková aktiva ručily. To znamená, že někteří investoři možná časem budou muset své stávající schopnosti rozšířit, aby dokázali svá investiční rozhodnutí zdůvodnit.

Je proto možné, že vznikne prostor pro úvahy o iniciativách zaměřených na sdílení finančních zdrojů<sup>20</sup> a strukturování finančních balíčků v závislosti na jednotlivých fázích rizika. V tomto by mohl pomoci dialog mezi investory a nefinančními společnostmi, šíření osvědčených postupů a případové studie<sup>21</sup>. Komise se již zavázala<sup>22</sup>, že předloží návrhy možných forem **fondů dlouhodobého investování**. První reakce zainteresovaných stran naznačují, že nový nástroj v podobě fondů dlouhodobého investování by mohl usnadnit získávání kapitálu v celé Unii. Mohl by pomoci velkým a středně velkým institucionálním investorům investovat například do řady projektů infrastruktury. Fondy dlouhodobého investování pomohou institucionálním investorům s diverzifikací a rozložením rizika. Kromě toho mohou manažeři těchto fondů přispět dalšími zkušenostmi a přinést nový pohled na související transakce či na výběr a řízení dlouhodobých projektů v oblasti infrastruktury.

<sup>19</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm).

<sup>20</sup> Stávající příklady zahrnují navrhovanou platformu Spojeného království pro důchodovou infrastrukturu a myšlenky některých regionálních penzijních fondů na zřízení společného fondu soukromého kapitálu a infrastruktury.

<sup>21</sup> Například byl zřízen kulatý stůl pro financování, který má identifikovat příležitosti k rozvoji upravených modelů financování a inovativních finančních nástrojů na podporu opatření zaměřených na účinné využívání zdrojů.

<sup>22</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smact/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_en.htm).

Otázky:

6) *Do jaké míry a jak mohou investoři hrát významnější úlohu v měnících se podmínkách dlouhodobého investování?*

7) *Jak lze při tvorbě a zavádění pravidel obezřetnosti pro pojišťovny, zajišťovny a penzijní fondy, jako jsou instituce zaměstnaneckého penzijního pojištění, nejlépe sladit příslušné cíle obezřetnosti se snahou podpořit dlouhodobé financování?*

8) *Co stojí v cestě vytváření sdílených investičních nástrojů? Mohly by být na úrovni EU vypracovány platformy?*

9) *Jaké další možnosti a nástroje by bylo možné zvážit, aby se zvýšila schopnost bank a institucionálních investorů poskytovat dlouhodobé financování?*

### **Smišené dopady reformy právních předpisů na finanční instituce**

Evropská unie usiluje o komplexní program finanční reformy. Při posuzování všech již přijatých i plánovaných budoucích změn předpisů o obezřetnosti týkajících se různých finančních subjektů (bank, pojišťoven, poskytovatelů služeb důchodového pojištění a dalších) je důležitá otázka, zda by jejich souhrnný dopad na tvorbu dlouhodobého kapitálu v makroekonomické rovině mohl být větší než pouhý součet dopadů každé jednotlivé reformy posuzované samostatně. Například, pokud banky v důsledku rostoucích požadavků na likviditu sníží zastoupení dlouhodobých nefinančních aktiv, mohli by vzniknout mezery zaplnit institucionální investoři s dlouhodobými závazky, pokud bude právní rámec bránit zaměření nadměrné pozornosti na krátkodobou volatilitu. Současné zavádění požadavků na likviditu pro různé účastníky finančních trhů však může odrazovat od investic do méně likvidních aktiv, a tudíž současně zablokovat několik možných nástrojů financování dlouhodobých investic.

Veškeré souhrnné neboli kumulativní dopady reforem v oblasti obezřetnosti je proto potřeba pečlivě sledovat. Mezinárodní regulační orgány jako Rada pro finanční stabilitu a skupina ministrů financí a centrálních bank G20 již sledování zahájily. Hlavní výzvou je to, jak dosáhnout cíle větší makrofinanční stability a sblížování předpisů na mezinárodní úrovni tak, aby případná negativní motivace k financování dlouhodobých produktivních investic byla minimální.

Otázka:

10) *Mají stávající či plánované reformy pravidel obezřetnosti nějaký souhrnný dopad na stupeň nebo cykličnost celkových dlouhodobých investic? Jak významné tyto dopady jsou? Jak by se jim dalo nejlépe čelit?*

### **3.2. Účinnost a efektivita finančních trhů v souvislosti s nabídkou dlouhodobých finančních nástrojů**

Vedle institucionálních investorů jsou zapotřebí i dobře fungující a široké kapitálové trhy a infrastruktury nabízející širší škálu nástrojů pro zajištění dlouhodobého financování.

Evropské dluhopisové trhy se během posledních několika málo desetiletí velmi silně rozvíjely<sup>23</sup>. Nicméně, dluhopisy vydané nefinančními společnostmi v Evropě stále představují pouze 15 % podnikových dluhů, což je méně než v jiných ekonomikách. Pouze velké

<sup>23</sup> Například celkové nesplacené objemy dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními společnostmi v eurozóně dosahovaly v červenci 2012 940 miliard EUR, přičemž na začátku roku 2008 činil tento údaj jen přibližně 652 miliard EUR (zdroj: ECB).

společnosti mají v praxi přístup k evropským dluhopisovým trhům, zatímco většina středně kapitalizovaných společností a malých a středních podniků má velmi omezené možnosti využívání dluhopisových trhů. Evropské sekuritizační trhy jsou v porovnání s jinými částmi světa rovněž nedostatečně rozvinuté, což dále omezuje nabídku nástrojů dlouhodobého financování.

Komise navrhla reformy směřující ke zlepšení struktury trhu prostřednictvím vytvoření nových obchodních platforem, zvýšení transparentnosti a informační efektivity, posílení požadavků na snížení krátkodobého a spekulativního obchodování a zlepšení ochrany investorů<sup>24</sup>. Rozsah, v jakém budou tyto reformy úspěšné a zajistí co nejefektivnější dlouhodobé financování prostřednictvím kapitálových trhů, bude třeba sledovat. Může být zapotřebí i dalšího úsilí.

**Trhy zajištěných dluhopisů**<sup>25</sup> se během krize ukázaly jako poměrně odolné. Trhy jsou však roztrženy mezi jednotlivé státy a je zapotřebí další analýzy k tomu, aby bylo možné určit, zda a do jaké míry by větší harmonizace mohla urychlit využívání zajištěných dluhopisů, v souladu s tržními podněty z nedávné doby, přičemž je třeba řádně zohlednit problémy související s případným vyšším zatížením aktiv bankovních rozvah.

Přeměna **sekuritizačních trhů** by rovněž mohla pomoci uvolnit další zdroje dlouhodobého financování. Pokud by podléhaly vhodnému dohledu a údaje z nich byly transparentní, mohly by pomoci finančním institucím uvolnit kapitál, který by pak mohl být použit na další úvěry, a řídit rizika. Tržní iniciativy na podporu sekuritizačních trhů zahrnují nově vznikající označení vysoce kvalitních, transparentních a standardizovaných sekuritizací. Existuje prostor k vypracování jednoduchých sekuritizovaných produktů založených na průhledných nepákových strukturách, využívajících pečlivě vybraná diverzifikovaná a nízkoriziková podkladová aktiva. Specializované trhy především pro malé a střední podniky a vhodná obezřetnostní pravidla a systémy dohledu jsou důležitými tématy, jimiž je třeba se zabývat. Dále by bylo možné uvažovat o produktech svázaných s konkrétními odvětvími.

EU jako celek nikdy nedisponovala skutečným **evropským trhem projektových dluhopisů**<sup>26</sup>. Komise spolu s Evropskou investiční bankou (EIB) se začaly touto problematikou zabývat vytvořením iniciativy projektových dluhopisů, tedy tržního řešení financování odstraňujícího problém tržních nedokonalostí a bonity. Tato iniciativa se snaží prokázat proveditelnost dluhopisového financování projektů v oblasti infrastruktury a jejím hlavním cílem je rozvoj likvidního trhu projektových dluhopisů. Účastníci trhu rovněž vyvíjejí, i když stále jen v malém měřítku, různé investiční platformy, produkty a nástroje ke stimulaci trhů projektových dluhopisů. Je vhodné uvažovat o tom, jak dále podporovat využívání projektových dluhopisů, i s ohledem na plánované průběžné hodnocení iniciativy<sup>27</sup>.

<sup>24</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>25</sup> Zajištěné dluhopisy jsou dluhopisy kryté soubory hypoték, které zůstávají v rozvaze emitenta, na rozdíl od cenných papírů krytých hypotékou, u nichž jsou aktiva z rozvahy vyjmuty.

<sup>26</sup> Projektové dluhopisy představují soukromý dluh a jsou emitovány projektovými společnostmi k financování zvláštních podrozvahových projektů.

<sup>27</sup> To by mohlo zahrnovat: a) standardizaci a označování projektových dluhopisů vydávaných projektovými společnostmi v EU, b) posouzení, zda je nutný specifický právní rámec, a c) analýzu

Časté je také tvrzení, že hospodářství, podniky a investiční projekty potřebují více **kapitálu**, a nikoliv dluhů. Kapitál může být lepším nástrojem pro financování dlouhodobých vysoce rizikových investic, jakož i investic spojených s výraznou informační asymetrií a morálním hazardem. S ohledem na krizi mohly makroekonomická nejistota a prostředí nízkých úrokových sazeb ovlivnit poptávku společností po dlouhodobém vlastním kapitálu a jejich chuť podstupovat riziko. Investoři místo toho hledali útočiště ve vládních dluhových nástrojích s vysokou bonitou. Souběžně s tím se více než kdy předtím zúžil prostor pro primární veřejné nabídky akcií, což omezilo přístup společností ke kapitálu a evropské burzy plnily stále více úlohu poskytovatele likvidity, spíše než nového kapitálu. Celkově zůstaly náklady na vlastní kapitál vysoké, zatímco náklady na financování dluhů se výrazně snížily. To zvyrazňuje nedostatek kapitálu v Evropě, jehož odstranění bude pravděpodobně vyžadovat čas. Tento vývoj měl zřejmě největší dopad na středně kapitalizované podniky. Je třeba, aby veřejné politiky a regulace byly co možná nejvíce neutrální, pokud jde o volbu soukromých subjektů mezi financováním prostřednictvím kapitálu, nebo dluhu (viz níže například ohledně zdanění právnických osob).

Otázky:

*11) Jak by mohlo být v Evropě zlepšeno financování dlouhodobých investic prostřednictvím kapitálového trhu?*

*12) Jak mohou kapitálové trhy pomoci zaplnit nedostatek kapitálu v Evropě? Jak by se měl změnit způsob fungování tržního zprostředkování, aby bylo zajištěno, že financování bude více směřovat do dlouhodobých investic a lépe podporovat financování těchto investic do hospodářsky, sociálně i environmentálně udržitelného růstu, a byla zaručena přiměřená ochrana investorů a spotřebitelů?*

*13) Jaké jsou výhody a nevýhody vytvoření harmonizovanějšího rámce pro zajištěné dluhopisy? Jaké prvky by mohly tvořit tento rámec?*

*14) Jakým způsobem by bylo možné oživit sekuritizační trh v EU tak, aby byla dosažena správná rovnováha finančního systému mezi cílem finanční stability a potřebou zlepšit transformaci splatností?*

### **3.3 Průřezové prvky podporující dlouhodobé úspory a financování**

Existuje řada více průřezových faktorů důležitých pro dlouhodobé investice, které by rovněž měly být zváženy s ohledem na dopad, který mohou mít na nabídku i na zprostředkování dlouhodobého financování.

Kroky veřejných orgánů, včetně systémů zdanění, mají důležitou roli pro iniciování dlouhodobých investičních projektů, motivují a vytvářejí schopnost domácností dlouhodobě spořit a směřují dlouhodobé financování účastníky trhu do produktivních investic. Dlouhodobé politické rámce stanovené veřejnými orgány podporují rozvoj strategických investičních programů přesahujících politický cyklus, což zajišťuje větší transparentnost a jistotu pro investory a společnosti. Je důležité, aby státní zásahy v této souvislosti

---

potřeby a významu práce na rozvoji trhu projektových dluhopisů (např. prostřednictvím obchodní platformy). Obdobně by mohl být koncept projektových dluhopisů rozšířen na zelené dluhopisy a speciální projektové dluhopisy na průmyslové demonstrace, včetně projektů průmyslových demonstrací v obchodním měřítku, které jsou první svého druhu.

nenarušovaly hospodářskou soutěž, nevytlačovaly soukromé investory a neměly dopad na rovné podmínky na jednotném trhu.

Některé členské státy přijaly také opatření na podporu dlouhodobého spoření a investičních rozhodnutí domácností. V některých zemích byly přijaty automatické režimy odchodu do důchodu. Jiné zavedly zvláštní spořicí účty<sup>28</sup>, které jsou zaměřeny na podporu financování dlouhodobých investičních projektů a nabízejí (státem) zaručený pevný výnos a v některých případech určité daňové úlevy. Prostředky na těchto účtech jsou pak investovány do veřejných statků, jako jsou nemocnice, sociální bydlení a vysoké školy. V dlouhodobějším horizontu by možná stálo za to zvážit, zda by **existence specifických nástrojů na úrovni EU** mohla pomoci dosáhnout většího využití dlouhodobých úspor, více zaměřeného na širší společenské cíle. Tento model by bylo třeba přizpůsobit tak, aby byl použitelný na úrovni EU.

Oceňování, účetní zásady a strategie správců aktiv označilo rovněž mnoho komentátorů za faktory neblaze působící na zprostředkovatelský řetězec, zvyšující náklady na zprostředkování a vytvářející nepřiměřené pobídky, jako například upřednostňování spekulací a krátkodobých zájmů, které souvisejí rovněž s vnímanou vyšší rizikovostí a odloženými výnosy spojenými s dlouhodobými investicemi.

Otázka:

*15) Jaké jsou přínosy různých modelů zvláštního spořicího účtu na úrovni EU? Lze koncipovat model EU?*

### ***Daně***

Skladba a úroveň zdanění mohou mít dopad na rozhodnutí týkající se investic a úspor, a tedy i na růst. Obecně lze říci, že daňové systémy by měly být navrženy tak, aby co nejméně ovlivňovaly ekonomické rozhodování občanů a společností, s výjimkou případů, kdy je účelem daně korigovat externality vyplývající z konkrétních a jasně definovaných tržních selhání:

- **Daně a investice:** Daň z příjmů právnických osob (DPPO) je jedním z mnoha faktorů, které ovlivňují rozhodování v oblasti výše investic, jakož i způsobu jejich financování. Systémy DPPO většiny členských států upřednostňují dluhy oproti kapitálu, čímž vytvářejí pobídky k vyššímu využívání pákového efektu společnostmi, jelikož platby úroků jsou daňově odčitatelné, zatímco u kapitálových výnosů obecně žádné takové úlevy neexistují. Dobře koncipovaný základ daně, který by omezil pokřivení podmínek týkající se pákového efektu, by společně mohl rovněž pomoci k tomu, aby byly méně citlivé na krátkodobé omezení úvěrování. Reformy, které se toto pokřivení snaží odstranit, však probíhají pouze v několika málo členských státech. Další diskuse o podobě základu daně z příjmů právnických osob, pokud jde o jeho neutralitu na financování, by proto mohly být užitečné v celé EU.

<sup>28</sup>

Například *Livret A* ve Francii, *libretti* postali v Itálii a *Bausparvertrag* (smluvní spoření pro financování bydlení) v Německu.

- **Daně a úspory:** Zdanění úspor má několik důležitých hospodářských důsledků, včetně dopadu na celkové množství úspor v hospodářství, a tím ovlivňuje alokaci kapitálu a investice. Vzhledem k těmto účinkům musí být daňové politiky v této oblasti navrhovány obezřetně. Mnoho členských států již zavedlo řadu pobídek ke zvýšení míry (dlouhodobých) úspor, zejména pokud jde o spoření na důchod. Kromě toho mnoho členských států uplatňuje dvojitý režim daně z příjmů, v němž jsou kapitálové příjmy obvykle daněny odděleně, nižší sazbou než jiné zdroje příjmů.
- **Daňové pobídky:** Daňové pobídky jsou často považovány za nástroje, které mají podpořit určité druhy investic. Daňová podpora by mohla být opodstatněná tehdy, jestliže sociální návratnost investice je vyšší než soukromý výnos investora, a proto je výše investic pod pro společnost optimální úrovní (například v oblasti výzkumu a vývoje a otázek životního prostředí). I když jsou případy, kde je využití daňových pobídek vhodné, mohou rovněž vytvářet administrativní zátěž tím, že zvyšují počet případů osvobození od daně nebo vytvářejí další pravidla, která musí být uplatňována. V některých případech může též velké množství různých vnitrostátních pravidel vytvářet příležitosti pro daňovou arbitráž.

Otázky:

*16) Jaké reformy DPPO by mohly zlepšit podmínky pro investice odstraněním nerovných podmínek mezi dluhy a kapitálem?*

*17) Jaké aspekty by měly být vzaty v úvahu při stanovení vhodných vnitrostátních pobídek pro dlouhodobé spoření? Zejména, jak by měly být daňové pobídky použity vyváženým způsobem k podpoře dlouhodobého spoření?*

*18) Jaké typy daňových pobídek pro právnické osoby jsou přínosné? Jaká opatření by mohla být použita k odstranění rizik arbitráže, pokud jsou na určité činnosti poskytována osvobození/pobídky?*

*19) Přispívala by větší daňová koordinace v EU k financování dlouhodobých investic?*

### **Účetní zásady**

Účetnictví není neutrální, jelikož formuje ekonomická rozhodnutí: účetní standardy a opatření (například mezinárodní standardy účetního výkaznictví) pomáhají nalézt společný jazyk mezi podnikateli, investory a orgány veřejné správy, a podporují tak vzájemnou důvěru a bezpečnost. To znamená, že jejich úkolem je sladit různá hlediska: hospodářský zájem a finanční/investiční zájem. **Zásady účtování v reálných hodnotách** mohou posílit transparentnost a soudržnost finančních údajů, jelikož vedou k vyjadřování tržní hodnoty aktiv a pasiv a poskytují informace o relativní finanční situaci jednotlivých subjektů. Ale mohou mít rovněž neblahý vliv na stabilitu a dlouhodobý horizont financování. Některé výzkumy například upozorňují na snižování kapitálových účastí v investičních portfoliích institucionálních investorů, jelikož tato účast je považována za volatilnější a rizikovější nežli dluhopisy. Jiné výzkumy tvrdí, že tržní oceňování může ponoukat dlouhodobé investory ke zvyšování rizikové expozice, je-li volatilita hodnocena mimo výkaz zisků a ztrát. Je důležité dále zkoumat, zda jsou tyto standardy pro daný účel vhodné, pokud jde o dlouhodobé investice. V této souvislosti by bylo užitečné určit způsob, jakým zajistit rovnováhu mezi

presností informací pro investory a dostatečnou motivací pro držbu a správu velmi dlouhodobých aktiv.

Otázka:

20) *Do jaké míry podle Vás vedlo používání zásad účtování v reálných hodnotách ke krátkodobému zaměření v jednání investorů? Jaké možnosti nebo jiné způsoby by bylo možné navrhnout ke kompenzaci těchto účinků?*

### ***Opatření pro správu a řízení společnosti***

Způsob, jakým jsou aktiva spravována, může hrát důležitou úlohu při dlouhodobém financování, pokud jde o sladění pobídek určených pro správce aktiv, investory a společnosti k upřednostňování dlouhodobých strategií a zmírnění problémů týkajících se krátkodobé orientace, spekulací a zprostředkovatelských vztahů. Existují již pravidla týkající se povinností při správě cizího majetku, střetu zájmů, odměňování, výkonu hlasovacích práv a poskytování informací o nákladech a investičního poradenství a správy portfolia<sup>29</sup>. Další opatření jsou popsána rovněž v **akčním plánu pro evropské právo obchodních společností a správu a řízení společností**<sup>30</sup>, a to i prostřednictvím případné změny směrnice o právech akcionářů. Lze uvažovat o dalších krocích, včetně dalšího posouzení způsobu, jakým jsou koncipovány pobídky pro správce aktiv, tak aby více zohledňovaly dlouhodobé aspekty a vyžadovaly od správců větší transparentnost ohledně plnění povinností při správě cizího majetku. Byly předloženy rovněž nápady na podporu dlouhodobější angažovanosti akcionářů, které by mohly být předmětem dalších úvah, jako např. analýza možností, jak zajistit více hlasovacích práv nebo dividend dlouhodobým investorům.

Otázky:

21) *Jaké pobídky by mohly přispět k lepší podpoře dlouhodobé angažovanosti akcionářů?*

22) *Jak mohou být rozvíjeny pověření a pobídky pro správce aktiv, tak aby podporovaly dlouhodobé investiční strategie a vztahy?*

23) *Je třeba přezkoumat definici svěřeneckých povinností v souvislosti s dlouhodobým financováním?*

### ***Poskytování informací a předkládání zpráv***

Nedávné analýzy zdůrazňují rostoucí poptávku po **zveřejňování nefinančních informací společnostmi**. Z výzkumu vyplývá, že společnosti, které důsledně proaktivně řídí udržitelné aspekty své činnosti, dosahují nižších nákladů na kapitál a mají tendenci dosahovat lepších dlouhodobých výsledků než jejich konkurenti. Obecné požadavky na zveřejňování nemusí být dostatečné pro podporu rozhodnutí o dlouhodobých investicích, takže Komise pracuje na rozvoji silnějšího rámce pro předkládání nefinančních zpráv. Zveřejňování nefinančních informací správci aktiv a majiteli může rovněž vyžadovat další úvahy, včetně způsobu, jakým

<sup>29</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm) a [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm).

<sup>30</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf).



promítnout zvláštní rizika a dopady spojené s udržitelností při správě portfolia. Mnoho komentátorů se rovněž domnívá, že **čtvrtletní předkládání zpráv** představuje špatnou motivaci, jelikož tlačí účastníky trhu k soustředění se na velmi krátkodobé výsledky. Při přezkumu směrnice o průhlednosti<sup>31</sup> navrhla Komise zrušení povinnosti čtvrtletního předkládání.

**Referenční ukazatele a ratingy** mohou rovněž svádět k zaměření se na roční nebo krátkodobé horizonty. Komise navrhla zpřísnit pravidla, aby se méně spoléhalo na tradiční ratingy a v listopadu 2012 bylo dosaženo politické dohody o několika legislativních reformách<sup>32</sup>. Rozvoj měrných ukazatelů a ratingů, které by udržovaly rovnováhu mezi podporou dlouhodobých hledisek a krátkodobou odpovědností, by mohl být užitečným nástrojem pro dlouhodobé investory.

Otázky:

*24) Do jaké míry může vyšší integrace finančních a nefinančních informací pomoci při poskytování jasnějšího přehledu o dlouhodobých výsledcích společnosti a přispívat k lepšímu investičnímu rozhodování?*

*25) Je třeba vyvinout zvláštní dlouhodobé referenční ukazatele?*

### **3.4 Snadný přístup malých a středních podniků k bankovnímu a nebankovnímu financování**

Dnešní malé a střední podniky mají potenciál podpořit budoucí dlouhodobý růst. V minulosti se potýkaly se závažnými obtížemi spojenými s přístupem k financování svého růstu. Vzhledem k jejich závislosti na bankovním financování se tyto těžkosti v důsledku snižování finanční páky bank znásobily. Navíc se nyní musí potýkat s fragmentací finančních trhů v EU, jelikož podmínky přístupu k financování se v jednotlivých zemích značně liší.

Snížená dostupnost bankovního financování již podnítila politické kroky směřující k podpoře rozvoje alternativních, nebankovních zdrojů úvěrů pro malé a střední podniky. V roce 2011 přijala Komise akční plán pro řešení finančních problémů, s nimiž se malé a střední podniky potýkají<sup>33</sup>. Některé iniciativy již byly schváleny, včetně nových rámců EU pro investice do fondů rizikového kapitálu a sociálního podnikání. Probíhají rovněž některé iniciativy, které mají usnadnit přístup malých a středních podniků na kapitálové trhy. Nicméně další legislativní návrhy související s akčním plánem musí být ještě přijaty. Byly rovněž předloženy návrhy, aby bylo provozovatelům mnohostranných obchodních platform umožněno, aby byli registrováni rovněž pod označením „trh pro růst malých a středních podniků“, a na vhodný režim, který by snížil administrativní náklady a zátěž pro malé a střední podniky hledající na trzích zdroje financování<sup>34</sup>. Současně došlo k růstu na dlouhodobých trzích, např. financování na základě aktiv a financování v rámci

<sup>31</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_cs.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_cs.pdf).

<sup>32</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm).

<sup>33</sup> Viz <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0870:FIN:CS:PDF>.

<sup>34</sup> Viz [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm).

dodavatelských řetězců, jakož i finančních inovací využívajících technologie a internet, jako třeba skupinového financování.

Tato opatření by však nemusela stačit k vyřešení problémů, které mají malé a střední podniky s přístupem k financování. Lze uvažovat o těchto dalších krocích:

- **Rozvoj rizikového kapitálu.** Oblast rizikového kapitálu trpí nedostatkem zdrojů a je ovlivněna bankovní a pojišťovací obezřetnostní regulací. Fondy fondů by mohly být účinnými nástroji ke zvýšení objemu rizikového kapitálu. Záruční fond pro institucionální investory by mohl dále omezit překážky na tomto trhu.
- **Rozvoj specifických trhů a sítí pro malé a střední podniky.** Fondy rizikového kapitálu jsou rovněž závislé na plně fungujících burzách zaměřených na malé a střední podniky k tomu, aby dovedly své investice do primární veřejné nabídky akcií. Opatření by mohla zahrnovat vytvoření odlišného přístupu pro malé a střední podniky, který by šel nad rámec stávajícího návrhu MiFID II a zahrnoval vypracování zvláštních účetních pravidel pro kotované malé a střední podniky a nové obchodní platformy. Trhy zaměřené na malé a střední podniky by mohly pomoci zvýšit jejich viditelnost, přilákat nové investory a podpořit rozvoj nových sekuritizačních nástrojů pro tyto podniky. Rozvoj rámců pro podnikové sítě by mohl podpořit sdružování, sdílení rizik, vzájemnost a diverzifikaci malých a středních podniků a zlepšit tak jejich přístup k financování.
- **Rozvoj nových sekuritizačních nástrojů pro malé a střední podniky.** Komise již disponuje nástrojem sekuritizace malých a středních podniků a navrhla pokračovat v podpoře sekuritizace prostřednictvím programu COSME. Kromě toho na základě kritérií EU pro průmyslové investice malých a středních podniků evropského zájmu by nástroje pro poskytování strukturovaných úvěrů mohly získat evropskou značku. S ohledem na velké rozdíly mezi průmyslovými odvětvími a mezi investičními cykly by tyto nástroje měly být odlišeny.
- **Rozvoj standardů úvěrového ohodnocení malých a středních podniků** by mohlo pomoci vyřešit nedostatek spolehlivých informací o těchto podnicích a s ním souvisejícího obtížného hodnocení jejich bonity potenciálními investory. Vytvoření společných minimálních standardů kvality pro externí hodnocení středně kapitalizovaných podniků a malých a středních podniků by mohlo dále zjednodušit jejich přístup k financování, a to i přeshraniční, a prohloubit integraci trhu.
- **Rozvoj a propagace jiných „netradičních“ zdrojů financování,** jako jsou leasing, financování v rámci dodavatelských řetězců, internetové zdroje jako je hromadné financování atd. Je třeba se dále zabývat tím, jak zajistit udržitelný růst těchto trhů a to, aby byly řádně podporovány v rámci regulačního rámce.

Otázky:

26) Jaké další kroky v oblasti regulace na úrovni EU nebo jiných reforem by mohly být přijaty k usnadnění přístupu malých a středních podniků k alternativním zdrojům financování?

27) Jak lze koncipovat sekuritizační nástroje pro malé a střední podniky? Jaké jsou nejlepší

*způsoby pro využívání sekuritizace za účelem mobilizace kapitálu finančních zprostředkovatelů pro další úvěry pro malé a střední podniky nebo investice do nich?*

*28) Bylo by přínosné vytvoření plně odděleného a odlišného přístupu pro trhy pro malé a střední podniky? Jak a kým by mohl být rozvíjen trh pro malé a střední podniky, včetně sekuritizovaných produktů specificky určených pro finanční potřeby malých a středních podniků?*

*29) Pomohl by regulační rámec hromadného financování rozvoji těchto alternativních nebankovních zdrojů financí pro malé a střední podniky, nebo by mu bránil? Jaké reformy by mohly podpořit jejich trvalý růst?*

Otázka:

*30) Co dalšího vedle analýz a případných opatření uvedených v této zelené knize by mohlo přispět k dlouhodobému financování evropského hospodářství?*

#### **4. DALŠÍ KROKY**

Na základě výsledku této konzultace zváží Komise vhodná opatření k dalšímu postupu. Obdržené reakce budou zveřejněny na internetových stránkách Komise, pokud nebude specificky vyžádána jejich důvěrnost, a Komise rovněž zveřejní shrnutí výsledků konzultace.

Zúčastněné strany se vyzývají, aby zaslaly své připomínky do 25. června 2013 na následující e-mailovou adresu: [markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu](mailto:markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu).