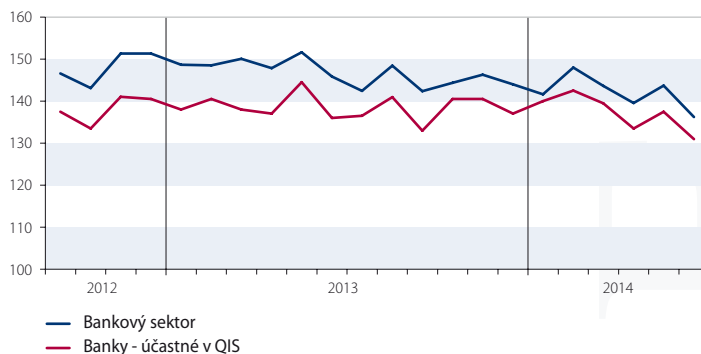




vziať do úvahy, že v podobnej situácii sú všetky európske medzinárodne banky pôsobiace na iných trhoch a v inom prostredí regulácie, kde musia plniť LCR podľa Bazileja aj CRR metodiky.

Dnes možno konštatovať, že po počiatkových nedostatkoch je výkazníctvo funkčné a plynulé tak na strane bánk, ako aj na strane orgánov dohľadu. Skúsenosti z predchádzajúceho obdobia ukazujú, že zavedenie ukazovateľa a požiadaviek na likviditu nemá negatívny dopad na poskytovanie úverov alebo iným spôsobom na bankový sektor. Nasledujúce obdobie bude zamerané na kontrolu a skvalitnenie vykazovaných dát a na implementáciu delegovaného aktu, čo prinesie už konkrétne a jednoznačne interpretovateľné výsledky.

Graf 2 Ukazovateľ likvidných aktív (platný do 30. 11. 2014) – vážený priemer v %



Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Európska komisia pripravuje projekt únie kapitálových trhov

Júlia Čillíková, Tomáš Ambra, Adam Nádaský
Národná banka Slovenska¹

„Tak nám cisár pán vyhlásil Unii kapitálových trhov, pani Müllerová.“
„A co to ta Unie je, pane Švejk?“

Počas krízových rokov sa konvergencia v oblasti regulácie a dohľadu ukázala ako vhodný nástroj na posilnenie dôvery v stabilitu finančných trhov. Toto bol jeden zo základných podnetov na vznik Európskeho systému finančného dohľadu (ESFS), ktorý na mikroprudenciálnej úrovni tvoria národné a Európske orgány dohľadu (ESA).² Po jeho vytvorení pristúpila Európska únia k ďalšiemu projektu, a to k bankovej únii, ktorá zjednotila finančný dohľad v bankovníctve. Ako následok toho sa začali objavovať úvahy o presadení podobnej centralizácie dohľadu aj v oblastiach kapitálových trhov a poisťovníctva.

V súčasnom období začína v Európskej únii rezonovať nový projekt – Únia kapitálových trhov (*Capital Market Union, CMU*). Tento pojem prvýkrát na oficiálnej úrovni použil súčasný predseda Európskej komisie Jean-Claude Juncker ešte ako kandidát na túto funkcie pri predstavení svojej vízie na pôde Európskeho parlamentu v júli tohto roku. Zatiaľ však nie je úplne jasné, čo presne by toto označenie malo zahŕňať. Niekedy sa tento pojem prirovnáva k bankovej únii, ktorá v súčasnosti začína fungovať, avšak toto prirovnanie nie je úplne šťastné a najmä – je skôr predčasné.

Juncker predstavil vo svojom programe úniu kapitálových trhov ako projekt zameraný na rozvoj a ďalšiu integráciu kapitálových trhov v EÚ

s cieľom znížiť náklady na kapitál pre malé a stredné podniky (SME) a znížiť závislosť európskej ekonomiky od bankového financovania.³

Ďalší významný politický signál smerom k únii kapitálových trhov vyslal 6. novembra 2014 Jonathan Hill, nový komisár pre finančnú stabilitu, finančné služby a úniu kapitálových trhov.⁴ Jonathan Hill objasnil, že zámerom novej Komisie je dosiahnuť rovnováhu medzi redukciami rizika finančných trhov a podporou rastu reálnej ekonomiky. Kým minulých päť rokov sa v dôsledku finančnej krízy predchádzajúca Európska komisia zameriavala najmä na posilnenie a sprísnenie regulácie v oblasti finančných služieb, súčasná Európska komisia plánuje orientovať sa na podporu hospodárskeho rastu a zamestnanosti. Ďalším dôvodom pre podporu kapitálových trhov je posilniť alternatívne financovanie ekonomiky oproti bankovému sektoru, a to najmä vo vzťahu k malým a stredným podnikom, ktoré sú motorom ekonomiky EÚ.

Cieľom má byť zavedenie skutočného voľného pohybu kapitálu v EÚ, ktorý v súčasnosti nefunguje efektívne. Zdroje pre úspory sú v značnej miere nacionalizované v členských štátoch, podobne ako aj ich použitie na investície. Jonathan Hill vidí príčinu tohto javu v rôznorodosti pravidiel pre distribúciu finančných nástrojov, vrátane tzv. *private*

- ¹ Názory a postoje autorov v tomto článku nemusia odrážať oficiálne stanoviská a postoje NBS.
- ² ESAs tvoria Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA), Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA) a Európsky orgán pre poisťovníctvo a trhy (EIOPA). Bližšie k architektúre ESFS napr. NEBESKÝ, Š., a kol. Súvislosti vzniku nového usporiadania regulácie a dohľadu nad finančným trhom v Európskej únii. *Biatic*, 2010, roč. 18, č. 10, s. 22 – 26
- ³ „Nový začiatok pre Európu: moja agenda pre zamestnanosť, rast, spravodlivosť a demokratickú zmenu.“ Politické usmernenia pre budúcu Európsku komisiu. Úvodné vyhlásenie na plenárnom zasadnutí Európskeho parlamentu. Jean-Claude Juncker, Štrasburg 15. júla 2014.
- ⁴ „Capital Markets Union – finance serving the economy“ Jonathan Hill, komisár EÚ pre finančnú stabilitu, finančné služby a úniu kapitálových trhov, Brusel 6. novembra 2014.



- 5 „Defining Europe's Capital Market Union“, Nicolas Véron, Bruegel Policy Contribution Issue 2014/12, www.bruegel.org
- 6 Správa Komisie Európskemu parlamentu a Rade o fungovaní európskych orgánov dohľadu (ESA) a európskeho systému finančného dohľadu (ESFS), COM(2014) 509 final, Brusel, 8. augusta 2014.

placement (umiestňovania mimo verejnej ponuky obmedzenému okruhu investorov, zväčša z inštitucionálneho prostredia) a *crowdfunding* (novej formy zhromažďovania finančných prostriedkov od veľkého množstva malých investorov v rôznych formách, či už ide o darovanie, pôžičky alebo investície, využívajúc pri tom najmä rôzne webové platformy). Ako ďalšie príčiny označil rôznu mieru zdaňovania investícií, rozdielnosť v národných právnych úpravách pre úpadok súkromných spoločností a nedostatok informácií, resp. transparentnosti pre súkromných investorov.

Jonathan Hill však vo svojej reči neobjasnil, aké nástroje a opatrenia má nová Komisia v pláne prijať na dosiahnutie vymedzených cieľov únie kapitálových trhov. Podľa jeho slov má byť konkrétny plán pripravený do polovice roku 2015. Jeho súčasťou však určite majú byť krátkodobé ciele v podobe prijatia nariadenia ELTIF – právnej úpravy pre fondy dlhodobých investícií, ďalej návrh jednotného rámca pre sekuritizáciu a napokon aj revidovanie úpravy krytých dlhopisov (*covered bonds*). Tieto tri oblasti, v ktorých je možné urobiť krátkodobý pokrok, majú za cieľ podporiť dlhodobé dlhové financovanie smerované do reálnych rizikových investícií. Je však nutné dodať, že tieto iniciatívy sú už v Európskej únii značne rozpracované, napríklad nariadenie ELTIF po dvoch rokoch rokovanií bolo nedávno schválené v triológu medzi Európskym parlamentom, Radou a Komisiou a onedlho bude oficiálne vydané.

Okrem týchto krátkodobých cieľov však ostatné nástroje a opatrenia na dosiahnutie únie kapitálových trhov zostávajú naďalej nejasné. Oblasti, ktoré môžu pomôcť väčšej integrácii a efektívnosti kapitálových trhov v rámci EÚ, je viac. Podľa bruselského think tanku Bruegel⁵ medzi ne patria:

- regulácia cenných papierov a špecifických foriem ich distribúcie,
- revízia obozretnej regulácie, najmä v oblasti poisťovníctva a dôchodkových fondov,
- regulácia účtovníctva, auditu a požiadaviek na transparentnosť pre emitentov,
- úprava jednotného dohľadu nad subjektmi infraštruktúry trhu, napríklad nad centrálnymi protistranami,
- čiastočná harmonizácia a zlepšenie právnej úpravy pre konkurz a reštrukturalizáciu,
- čiastočná harmonizácia alebo konvergencia daňovej politiky členských štátov v oblasti zdaňovania investícií.

Sú toto však naozaj tie správne nástroje na hlbšiu integráciu kapitálových trhov a zvýšenie ich dôležitosti pri financovaní ekonomiky ako alternatíva voči bankovým úverom? Je vôbec možné v súčasnosti realizovať niektoré z týchto iniciatív? A sú teda politické ciele únie kapitálových trhov reálne?

V prvom rade, v súčasnom období nízkych úrokových mier a podporných opatrení ECB, bankovníctvo poskytuje veľmi lacný zdroj kapitálu. Náklady na získanie kapitálu na kapitálových trhoch sú značne vyššie a jedným z dôvodov je aj rozsiahla regulácia prinášajúca zvýšené náklady najmä na *compliance*, ktoré sú pre malé a stredné podniky

často neúmerne. Pritom však z úrovne novej Komisie zaznieva, že deregulácia určite nie je v pláne únie kapitálových trhov. Toto je možné hodnotiť ako očividný kontrast medzi proklamovanými politickými cieľmi na jednej strane a nevoľou revidovať kroky z minulých rokov na strane druhej. Z Bruselu dokonca nezaznieva ani to, po čom už dlhšie volajú niektoré členské štáty – snaha o väčšiu proporionalitu a o jednoduchšiu reguláciu pre malé subjekty finančného trhu.

Harmonizácia práva cenných papierov

Pokiaľ ide o možnú harmonizáciu práva cenných papierov, na úrovni EÚ to nie je nová myšlienka. Únia sa snaží o prijatie smernice o práve cenných papierov (*Securities Law Directive*) už od roku 2001. Táto právna úprava mala slúžiť na vznik jednotného trhu pre zúčtovanie cenných papierov a efektívnej kolateralizácie vo forme cenných papierov v EÚ. Jej príprava sa však zatiaľ nepohla z expertnej úrovne a v súčasnosti skôr stagnuje.

Zmeny v obozretnej regulácii finančných inštitúcií

V oblasti obozretnej regulácie poisťovníctva a dôchodkových fondov sa za posledných pár rokov vykonalo mnoho. Regulácia sa však primárne zameriavala na obmedzenie rizika, a teda skôr obmedzovala motiváciu na investovanie do korporátnych cenných papierov bez ratingu. Podobne aj banková regulácia sprísnila prístup k sekuritizácii. Ak sa majú začať naplňovať ciele únie kapitálových trhov, tak napriek vyhláseniam o žiadnej deregulácii si tieto prístupy budú vyžadovať revíziu.

Účtovníctvo a transparentnosť finančných informácií

Jednou z oblastí, v ktorých by mohlo dôjsť k určitému progresu, je účtovníctvo a transparentnosť finančných informácií. Európska únia zaviedla medzinárodné účtovné štandardy (IFRS) pre určitý okruh subjektov už v roku 2002. V rámci budovania únie kapitálových trhov by v blízkom čase mohlo dôjsť k rozšíreniu tohto okruhu. Tieto zámery však môžu naraziť na odpor členských štátov, ktorý sa ukázal v tejto oblasti už aj pri zavádzaní bankovej únie, keď členské štáty výrazne trvali na ponechaní svojich národných právnych úprav a diskrecií. Ďalším z krokov by mohla byť centralizácia vynučovania IFRS na európskej úrovni. Už v minulosti existoval plán preniesť túto právomoc na Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) a tento zámer sa objavil aj v správe Európskej komisie Európskemu parlamentu a Rade o fungovaní európskych orgánov dohľadu (ESA) a európskeho systému finančného dohľadu (ESFS).⁶ Aktuálna môže byť aj alternatíva nového osobitného úradu EÚ, v takom prípade je dôležitá otázka financovania takejto novej európskej inštitúcie.

Jednotný dohľad nad subjektmi trhovej infraštruktúry

Po zavedení právneho rámca v podobe nariadenia európskeho parlamentu a Rady o mimobur-



zových derivátoch, centrálnych protistranách a archívov obchodných údajov (EMIR) je regulácia trhovej infraštruktúry v EÚ takmer úplne harmonizovaná. Avšak subjekty trhovej infraštruktúry, ako napríklad centrálné protistrany, sú stále pod národnými orgánmi dohľadu, v rámci národných úprav pre poskytovanie likvidity a riešenie krízových situácií. Vzhľadom na globálny charakter podnikania týchto subjektov by však ideálnym riešením bol vznik globálneho orgánu pre dohľad a riešenie krízových situácií centrálnych protistrán na základe medzinárodnej zmluvy. Tento cieľ je však ťažko dosiahnuteľný a skôr je možné očakávať vznik takéhoto orgánu dohľadu len na úrovni EÚ.

Harmonizácia insolvenčného práva

Insolvenčné právo je v Európskej únii nejednotné najmä z historických dôvodov, zväčša smeruje k zvýšenej ochrane štátu a štátom kontrolovaných dlžníkov a veriteľov. K tomu je potrebné pridať problém neefektívneho fungovania konkurzných konaní pred súdmi a neexistenciu alebo nevyužívanie obdobných mimosúdnych mechanizmov. Vzhľadom na povahu týchto problémov je značne naivné očakávať rýchlu harmonizáciu v tejto oblasti. Krok k harmonizácii v tejto oblasti predstavoval druhý pilier bankovej únie – jednotný mechanizmus riešenia krízových situácií (BRRD)⁷, ale táto iniciatíva nie je porovnateľná so širšou harmonizáciou insolvenčného práva, keďže ide o mechanizmus výhradne pre banky a obchodníkov s cennými papiermi a jeho ciele sú odlišné ako dosiahnutie právnej istoty pre súkromných investorov. Avšak práve zavedenie vysokej miery právnej istoty v tejto oblasti je kľúčové pre zavedenie cezhraničného pohybu kapitálu na financovanie reálnej ekonomiky.

Daňová harmonizácia v oblasti zdaňovania investícií

Otázka zdaňovania a harmonizácie priamych daní ako oblasti explicitne mimo základných zmlúv EÚ bola vždy v Únii citlivá. O to viac je v súčasnosti problematická vzhľadom na Pakt stability a rastu a fiškálne opatrenia členských štátov z posledných rokov. Preto nemožno očakávať, že podpora kapitálových trhov prostredníctvom spoločnej iniciatívy smerujúcej aspoň ku konvergencii v zdaňovaní investícií bude reálne dosiahnuteľným opatrením pre úniu kapitálových trhov.

ZHRNUTIE A ZÁVER

Nová Európska komisia prichádza s projektom únie kapitálových trhov, ktorý má podporiť hospodársky rast a zamestnanosť v EÚ prostredníctvom hlbšej integrácie a zvýšenej efektívnosti kapitálových trhov. Avšak ani samotná Komisia zatiaľ nemá úplne jasno v tom, aké konkrétne kroky by mohli tento cieľ naplniť. Je zrejmé, že roztrieštenosť kapitálových trhov v EÚ má hlbšie dôvody, ako je možné prekonať prostredníctvom centrálnych iniciatív najmä legislatívneho charakteru z Bruselu.

Kým banková únia predstavuje projekt zavedenia spoločného rámca dohľadu pre európske bankovníctvo, ktoré bolo vzhľadom na cezhraničný charakter podnikania bankových skupín už integrované, únia kapitálových trhov predstavuje opačný prístup. Týmto projektom sa Európska komisia snaží prostredníctvom zavedenia väčšej harmonizácie docieľiť väčšiu integráciu kapitálových trhov, ktorá v súčasnosti neexistuje.

Mnohé ciele z oblastí, ktoré boli identifikované, sú v súčasnom fungovaní Európskej únie značne ambiciózne až nedosiahnuteľné. V takom momente je reálna úvaha, či pojem únie kapitálových trhov nebude spojený len s krokmi smerujúcimi k prenosu ďalších kompetencií z národných úrovní na úroveň EÚ, napríklad k posilneniu funkcií a právomocí ESMA. Keďže revízia fungovania ESA má byť predmetom činnosti novej Komisie, únia kapitálových trhov môže byť vhodnou zámenkou práve pre takéto záujmy. Podľa názoru autorov to však nie je cesta pre ozajstnú podporu cezhraničného toku kapitálu podľa proklamovaných politických vyhlásení členov novej Komisie.

Najbližší polrok bude prebiehať diskusia, do ktorej pravdepodobne budú zapojené aj členské štáty. Ak Slovensko môže do tejto diskusie niečo ponúknuť, tak sú to niektoré z opatrení, ktoré boli prijaté v rámci koncepcie rozvoja kapitálového trhu, najmä tie, ktoré sú zamerané na zníženie nákladovosti a administratívnej záťaže. Či však budú tieto opatrenia relevantné a politicky prijateľné aj na úrovni EÚ, je otázne. V každom prípade bude potrebné túto diskusiu pozorne sledovať, pretože jej výsledkom bude legislatívny plán Európskej komisie pre kapitálové trhy na ďalšie roky. A po schválení tohto plánu – či už bude smerovať k dosiahnutiu proklamovaných cieľov alebo nie – únia kapitálových trhov: *coming soon to your local market...*

⁷ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ z 15. mája 2014, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa mení smernica Rady 82/891/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EÚ, 2012/30/EÚ a 2013/36/EÚ a nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 a (EÚ) č. 648/2012.