

*Parlament České republiky*  
**POSLANECKÁ SNĚMOVNA**  
**2015**  
*7. volební období*

**143**

**USNESENÍ**  
*výboru pro evropské záležitosti*  
*z 31. schůze*  
*ze dne 15. dubna 2015*

k zelené knize Vytváření unie kapitálových trhů /kód dokumentu 6408/15, KOM(2015) 63 v  
konečném znění/

---

Výbor pro evropské záležitosti po vyslechnutí informace náměstka ministra financí  
JUDr. Martina Prose, Ph.D., po vyslechnutí zpravodajské zprávy posl. Marka Černocho a po  
rozpravě

**s c h v a l u j e** stanovisko, které je přílohou tohoto usnesení.

Roman Váňa v. r.  
ověřovatel výboru

Marek Černoch v. r.  
zpravodaj výboru

Ondřej Benešík v. r.  
předseda výboru

## **Zelená kniha – Vytváření unie kapitálových trhů**

**KOM(2015) 63 v konečném znění, kód Rady 6408/15**

- **Právní základ:**  
Dokument informační povahy.
- **Datum zaslání Poslanecké sněmovně prostřednictvím VEZ:**  
9. 3. 2015
- **Datum projednání ve VEZ:**  
18. 3. 2015 (1. kolo)
- **Procedura:**  
Dokument nepodléhá hlasování v Radě.
- **Předběžné stanovisko vlády (dle § 109a odst. 1 jednacího řádu PS):**  
Datované dnem 8. 4. 2015, doručené do výboru pro evropské záležitosti dne 13. 4. 2015 prostřednictvím systému ISAP.
- **Hodnocení z hlediska principu subsidiarity:**  
Dokument není v rozporu s principem subsidiarity.
- **Odůvodnění a předmět:**  
Komise dne 18. února 2015 předložila zelenou knihu „Vytváření unie kapitálových trhů“, kterou zahajuje veřejnou konzultaci, která by měla napomoci identifikovat překážky bránící vytvoření kapitálové unie a navrhnout následně konkrétní opatření, jež budou tuto unii realizovat. Záměrem této iniciativy je rozvoj evropského nebankovního finančního systému v zájmu mobilizace finančních prostředků pro evropské podniky a stimulace růstu ve všech 28 členských státech EU.  
Účelem této zelené knihy je zahájit celoevropskou diskusi (na unijní a vnitrostátní úrovni) o možných opatřeních, která jsou nezbytná k vytvoření skutečného jednotného trhu s kapitálem. Příspěvek do konzultace mohou zainteresované subjekty zaslat do 13. května 2015. V létě 2015 Komise zorganizuje konferenci, na níž tuto konzultaci uzavře a v druhé polovině roku 2015 zveřejní „Akční plán o unii kapitálových trhů“.  
Unie kapitálových trhů (Capital Markets Union, CMU) patří mezi jednu z programových priorit Komise a tvoří součást Investičního plánu, který Komise představila v listopadu 2014. Projekt CMU je po zavedení bankovní unie dalším krokem prozkoumání možných překážek volného pohybu kapitálu v Unii.
- **Obsah a dopad:**  
Komise touto zelenou knihou zahájila celoevropskou diskusi, která by měla napomoci identifikovat překážky bránící vytvoření kapitálové unie a navrhnout následně

konkrétní opatření, jež budou tuto unii realizovat. Komise za tímto účelem v zelené knize předkládá k diskusi 32 konkrétních otázek v očekávání odpovědí zúčastněných stran.

Dokument je koncipován do 5 částí:

**První část popisuje aktuální situaci na kapitálových trzích v EU a identifikuje hlavní problémy nedostatečného rozvoje.** Přes dosažený pokrok jsou kapitálové trhy v EU nadále roztržštěné a jsou obvykle organizovány podle jednotlivých členských států. Po období prohlubování integrace finančních trhů v EU se od krize stupeň integrace snížil, jelikož banky a investoři se stáhli na domácí trhy.

Ve srovnání s jinými jurisdikcemi je v EU financování založené na kapitálových trzích poměrně málo vyvinuté. Akciové, dluhopisové a jiné trhy v EU hrají menší roli při financování růstu a podniky zůstávají silně závislé na bankách, čímž činí hospodářství členských států EU zranitelným, pokud se poskytování bankovních úvěrů zpřísní. Rovněž je nedostatečná důvěra investorů a úspory v EU možná nejsou vždy používány nejproduktivněji. Současné úrovně evropských investic jsou výrazně pod historickou normou a evropské kapitálové trhy jsou méně konkurenceschopné na celosvětové úrovni.

Aby kapitálové trhy hrály významnější úlohu při směřování financování do hospodářství, to v praxi znamená zajistit, aby byly identifikovány a odbourány překážky pohybu kapitálu mezi investory a těmi, kdo potřebují financování, ať už se jedná o překážky v rámci jednoho členského státu EU nebo překážky přeshraniční.

Unie kapitálových trhů by zajistila větší diverzifikaci financování hospodářství a snížení nákladů na získávání kapitálu, zejména pro malé a střední podniky. Integrovanější kapitálové trhy, zejména pokud jde o nástroje vlastního kapitálu, by posílily schopnost evropského hospodářství absorbovat otřesy a umožnily větší investice, aniž by došlo ke zvýšení úrovně zadlužení. Unie kapitálových trhů by měla zlepšit tok kapitálu prostřednictvím účinné infrastruktury trhu a zprostředkovatelů, a tak zlepšit alokaci rizika a kapitálu v rámci celé EU a v konečném důsledku učinit Evropu odolnější vůči budoucím otřesům.

Unie kapitálových trhů by EU přiblížila k situaci, kdy například malé a střední podniky mohou získávat financování stejně snadno jako velké podniky; náklady na investice a přístup k investičním produktům se po celé EU sbližují; získávání financování prostřednictvím kapitálových trhů je stále jednodušší a ve shánění financování v jiném členském státě nebrání zbytečné právní překážky ani překážky v oblasti dohledu. I když tyto změny pomohou snížit závislost na financování prostřednictvím bank, banky a zprostředkovatelé na kapitálových trzích budou i nadále hrát ústřední úlohu v unii kapitálových trhů a budou nadále zásadní součástí evropského hospodářství.

Unie kapitálových trhů by měla spočívat na těchto zásadách:

- měla by maximalizovat přínosy kapitálových trhů pro hospodářství, zaměstnanost a růst;
- měla by vytvářet jednotný kapitálový trh pro všech 28 členských států, a to odstraněním překážek pro přeshraniční investice v rámci EU a podpořením většího propojení se světovými kapitálovými trhy;
- měla by být vystavena na pevných základech finanční stability s jednotným souborem pravidel pro finanční služby, která budou účinně a důsledně vymáhána;

- měla by zajistit účinnou úroveň ochrany spotřebitelů a investorů;
- měla by pomoci přilákat investice z celého světa a zvýšit konkurenceschopnost EU.

Vytvoření unie kapitálových trhů je dlouhodobý projekt. Komise chce identifikovat kroky, které je nutné podniknout k docílení následujících cílů:

- zlepšení přístupu k financování pro všechny podniky napříč Evropou, zejména pro malé a střední podniky a pro investiční projekty (např. do infrastruktury);
- navýšení a diverzifikace zdrojů financování;
- zajištění, aby trhy efektivněji a účelněji spojovaly investory s těmi, kteří potřebují financování za výhodnějších podmínek.

Všech těchto cílů nebude možné dosáhnout přijetím právních předpisů, některé budou dosaženy nelegislativními kroky.

**Druhá část popisuje, jak jsou v současné době strukturovány evropské kapitálové trhy, a podává předběžnou analýzu některých překážek bránících prohloubení a větší integraci finančních trhů.** Evropské kapitálové trhy v posledních dekadách značně expandovaly, ale přesto jsou v porovnání s jinými jurisdikcemi (zejména USA) nadále málo rozvinuté. Rozvoj jednotlivých trhů se liší i napříč členskými státy EU. Evropa se tradičně více spoléhá na bankovní financování, poskytování bankovních úvěrů hraje mnohem větší úlohu při financování podnikového sektoru než emitování dluhových cenných papírů na trhu. Proto je evropská ekonomika zranitelnější během finančních krizí.

Přístup ke kapitálovým trhům se značně liší u jednotlivých podniků i členských států EU. Došlo k podstatnému navýšení emisí korporátních dluhopisů nefinančních emitentů, zejména velkých obchodních společností. Emise dluhopisů se koncentrují na velkých trzích. Evropské equity trhy se koncentrují na národních úrovních, a tedy potencionální rizika či zisky nemají přeshraniční dopad. I ty nejvíce prosperující národní trhy v Evropě postrádají kritickou velikost, což vede k menším investorským základnám a menšímu výběru finančních nástrojů.

Integraci a rozvoji evropských kapitálových trhů brání řada překážek, které mají historický, kulturní, ekonomický a právní základ, z nichž některé jsou hluboko zakořeněné a je těžké je překonat (např. preference některých obchodních společností, pokud jde o zdroj financování, aplikace regulačních požadavků, apod.). Pro docílení dobře fungujícího a integrovaného jednotného kapitálového trhu je potřeba překonat překážky v těchto třech klíčových oblastech:

- zlepšit přístup k financování (včetně rizikového kapitálu), zejména pro malé a střední podniky, například pro inovativní začínající podniky a začínající podniky s vysokým růstovým potenciálem;
- podpořit institucionální a retailové investování do kapitálových trhů, a tím podporovat diverzifikaci zdrojů financování;
- docílení většího, integrovanějšího a hlubšího kapitálového trhu bude záležet na překonání bariér, které vedou k fragmentaci trhů a zpomalování rozvoje specifických segmentů trhu (např. zvýšení konkurenceschopnosti, snížení nákladů pro investory, jakož i efektivnější rozložení rizika a lepší sdílení rizika). Zlepšení efektivnosti kapitálových trhů by umožnilo Evropě docílit benefitů většího trhu.

**V třetí části Komise označila řadu oblastí, v nichž je třeba dosáhnout pokroku a které mají potenciál přinést brzké přínosy.** Tyto oblasti navazují na sdělení Komise „*Investiční plán pro Evropu*“ a Komise vyzývá zúčastněné strany ke sdělení stanovisek ohledně konkrétních prvků níže uvedených oblastí:

- ***Odstranění bariér při přístupu ke kapitálu***

Komise zreviduje stávající režim v oblasti prospektů, a to v rámci specifické veřejné konzultace zahájené souběžně s touto zelenou knihou. Cílem revize bude zjednodušit pro obchodní společnosti (včetně malých a středních podniků) získávání kapitálu po celé EU a podpořit nastartování trhů pro růst malých a středních podniků. Revize se bude zabývat tím, v jakých případech je nutný prospekt, možnostmi zjednodušení schvalovacího procesu a zjednodušením informací obsažených v prospektu.

- ***Rozšíření investorské základny pro malé a střední podniky***

Informace o malých a středních podnicích bývají zpravidla omezené a v držení bank, takže některé malé a střední podniky se těžko dostávají k širší základně nebankovních investorů, která by vyhovovala jejich potřebám financování. Zlepšení úvěrových informací by mohlo pomoci vytvořit efektivní a udržitelný kapitálový trh pro malé a střední podniky. Vypracování společného minimálního souboru porovnatelných informací o solventnosti zákazníků a úvěrových hodnocení by mohlo pomoci přilákat investory do malých a středních podniků. Standardizované informace o kvalitě úvěrů by nadto mohly pomoci při rozvoji finančních nástrojů na refinancování úvěrů malých a středních podniků.

- ***Vytváření udržitelné sekuritizace***

Udržitelný trh s vysoce kvalitní sekuritizací, který by byl založen na jednoduchých, transparentních a standardizovaných sekuritizačních nástrojích by mohl propojit bankovní a kapitálové trhy. Celoevropská iniciativa by musela zaručit vysoké standardy, právní jistotu a srovnatelnost těchto nástrojů. Tento právní rámec by měl zvýšit transparentnost, konsistenci a dostupnost klíčových informací. Komise bude konzultovat tato konkrétní opatření ke splnění těchto cílů souběžně s touto zelenou knihou.

- ***Stimulace dlouhodobých investic***

Výše investic v EU zůstává podprůměrná. Komise předložila „*Investiční plán pro Evropu*“, který zmobilizuje veřejné i soukromé investice do hospodářství v objemu minimálně 315 miliard EUR během příštích tří let, a to zřízením nového Evropského fondu pro strategické investice (EFSI) a zveřejnila sdělení o dlouhodobém financování evropského hospodářství, kterým se stanoví široká škála opatření ke stimulaci investic. Nedávno přijaté nařízení o evropských fondech dlouhodobého investování (EDIF) umožní investorům investovat do obchodních společností a infrastrukturních projektů v dlouhodobém měřítku. Komise uvítá názory na to, jakou další úlohu by mohly Komise a členské státy hrát při podpoře využívání EDIF.

- ***Rozvoj evropských trhů soukromých investic (private placement)***

Jedním ze způsobů, jak mohou podniky získávat finanční prostředky, je prostřednictvím soukromých investic, kdy společnost učiní nabídku cenných papírů jednotlivci nebo malé skupině investorů jinde než na veřejných trzích. Soukromé investice tak mohou podnikům přinést nákladově efektivnější způsob získávání finančních prostředků a rozšířit dostupnost financování pro střední a velké společnosti a případně infrastrukturní projekty.

Rozvoji celoevropských trhů brání rozdíly ve vnitrostátních právních předpisech týkajících se platební neschopnosti, nedostatek standardizovaných postupů, dokumentace a informací o úvěruschopnosti emitentů.

Jako první krok k vytvoření evropských trhů soukromého investování vytvořilo konsorcium orgánů z odvětví příručku společných tržních postupů, zásad a standardizované dokumentace pro soukromé investice, jež jsou slučitelné s rozličnými vnitrostátními právními úpravami. Tato příručka byla nedávno zveřejněna a brzy by měly následovat první emise. Komise vítá tento tržní přístup, který by v krátkodobém horizontu mohl pomoci usnadnit vytvoření evropského trhu soukromého investování.

**Čtvrtá část se týká opatření k rozvoji a integraci kapitálových trhů** a Komise v ní popisuje kroky, které je nutné podniknout k dosažení těchto tří cílů:

- ***Zlepšit přístup k finančním prostředkům***

Dobře fungující equity trhy a trhy s dluhopisy budou hrát klíčovou roli v zajištění efektivní unie kapitálových trhů a širokého přístupu k financím. Malé a střední podniky jsou historicky závislé primárně na bankovním financování. Alternativní zdroje financování mohou hrát důležitou úlohu zejména pokud jde o začínající podniky a malé, rychle rostoucí společnosti v inovativních odvětvích.

Přístup na kapitálové trhy je nákladný. Velké korporace jsou dostatečně velké na to, aby zvládly uhradit tyto náklady, a jejich emise jsou dostatečně velké na to, aby přilákaly upisovatele a investory.

K tomu, aby si EU zachovala svou konkurenceschopnost, potřebuje nové infrastrukturální investice.

Většina malých a středních podniků se obrací na banky pouze v případě, kdy hledají finanční prostředky. Banky by mohly poskytovat lepší informace o alternativních zdrojích financování pro malé a střední podniky. Lze také zvážit vytvoření zjednodušené verze mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS) pro určité malé a střední podniky, které jsou kótované na určitých obchodních místech. Transparentnost infrastrukturálních projektů by mohla zvýšit jejich atraktivnost pro privátní investice a napomoci přijetí vhodnějšího regulačního režimu.

Standardizace může být mechanismus, pomocí něhož lze nastartovat některé trhy. Zároveň určitá úroveň standardizace může přilákat investory a prohloubit hloubku a likviditu trhu. Rozvoj integrovanějšího evropského trhu s krytými dluhopisy by mohl doplňovat bankovní financování a poskytnout investorům širší rozsah investičních příležitostí. V roce 2015 hodlá Komise konzultovat právní úpravu krytých dluhopisů a možnosti docílení větší integrace těchto trhů. Přes nedávný růst emisí korporátních dluhopisů se tyto vyznačují nízkou úrovní standardizace a cenovou netransparentností. Větší úroveň standardizace

by mohla přispět k větší likviditě sekundárních trhů s korporátními dluhopisy. Další rozvíjející se investiční kategorií jsou tzv. „zelené dluhopisy“, které se emitují v případě projektů zaměřených např. na udržení trvale udržitelného životního prostředí. V tomto kontextu vyvíjí aktivní roli standardizace vzešlá z iniciativ z trhu (tzv. „Green bonds principles“).

Některé mechanismy, jako je vzájemné financování (tzv. *peer-to-peer*) a skupinové financování (tzv. *crowdfunding*) se vyskytují online, což může budít zdání, že zde nevznikají přeshraniční překážky. Jejich praktické využití v přeshraničním styku či na evropské úrovni je však poměrně omezené. Komise v současné době shromažďuje informace o přístupu jednotlivých odvětví ke zveřejňování informací a o přístupu jednotlivých členských států k regulaci.

#### ■ **Rozvoj a diverzifikace zdrojů financování**

Aby tedy kapitálové trhy prosperovaly, musí přilákat institucionální, retailové a mezinárodní investory.

Institucionální investoři: Role dlouhodobých institucionálních investorů vzrostla. Evropské odvětví správy aktiv hraje klíčovou roli v alokovaní finančních prostředků investorů do ekonomie. Snížení regulatorních nákladů při zakládání fondů a přeshraniční nabízení mohou napomoci ke zvýšení konkurence. Penzijní a pojišťovací sektor disponují značnými prostředky, které mohou pomoci financovat investice. Směrnice Solvency II umožní pojišťovnám investovat do dlouhodobějších projektů tím, že odstraní národní restrikce týkající se složení portfolia aktiv. Alternativní zdroje financování, jakými jsou *private equity* nebo rizikový kapitál (*venture capital*), hrají důležitou úlohu v evropské ekonomice. Ale trhy rizikového kapitálu neposkytují dostatečnou rozmanitost. Veřejné financování také může hrát úlohu díky tomu, že regionální autority jsou důležitými investory do rizikového kapitálu v některých členských státech. Nedostatek příležitostí pro investory také může být jednou z překážek rozvoje financování prostřednictvím rizikového kapitálu. Komise by uvítala názory ohledně toho, jaká další opatření politiky by mohla podnítit institucionální investory, aby zvyšovali investované částky a aby investovali do širší škály aktiv, jako jsou např. dlouhodobé projekty, zahájení činnosti malých a středních podniků.

Retailoví investoři jsou převážně zaměřeni na kolektivní institucionální investování. Evropské domácnosti mají značné úspory shromážděné v bankách. Populárním produktem pro tento druh investorů jsou podílové fondy (např. UCITS). Komise by ráda zjistila, jakým způsobem by bylo možné navýšit participaci přeshraničních retailových investorů na UCITS podílových fondech. Retailoví investoři budou investovat na kapitálových trzích pouze za předpokladu, že jim budou důvěřovat a budou věřit, že jim zajistí bezpečnou návratnost jejich investice. V tomto ohledu je velice důležitá osvěta potenciálních investorů a důsledné dodržování regulatorních požadavků a dohled. Posílení přeshraniční konkurence při poskytování finančních služeb spotřebitelům by mohlo poskytnout rozmanitější příležitosti investorům, snížit náklady a zlepšit poskytování finančních služeb. Komise zahájí přípravné práce na vytvoření jednotného regulatorního rámce retailových finančních služeb, které by přinesly více benefitů spotřebitelům.

Mezinárodní investoři: Aby evropské kapitálové trhy přilákaly zahraniční investory, musí být otevřené, globálně konkurenceschopné, dobře regulované a integrované. Z tohoto důvodu je potřeba zachovat vysoké standardy, aby zaručovaly integritu trhu, finanční stabilitu a ochranu investorů. Dohody o mezinárodním obchodu a investicích liberalizují volný pohyb kapitálu, regulují přístup k investicím a mohou napomoci k větší ochraně investorů a zachování rovných podmínek v EU. Komise by ráda věděla, jakým způsobem lze zvýšit atraktivitu evropských kapitálových trhů pro mezinárodní investory.

■ ***Posílení efektivity trhu – zprostředkovatelé, infrastruktury a širší právní rámec***

- Jednotný soubor pravidel, vymáhání a hospodářská soutěž

Rozvoj jednotného právního rámce znamenal v posledních letech velký krok směrem k harmonizaci regulatorních rámců na kapitálových trzích. Konkurence v této oblasti zajišťuje, že spotřebitelé získávají nejlepší produkty za přiměřené ceny, proto je potřeba odstranit překážky dokonalé konkurence.

- Sbližování v oblasti dohledu

Úspěch reforem rovněž závisí na uplatňování a systematickém dodržování pravidel. Při podpoře sbližování hrají klíčovou úlohu evropské orgány dohledu. Komise v nedávné době zveřejnila zprávu o činnosti evropských orgánů dohledu a Evropského systému dohledu nad finančním trhem, která identifikovala řadu oblastí, v nichž by v krátkodobém a střednědobém horizontu mohlo být dosaženo zlepšení. Komise bude i nadále přezkoumávat fungování a činnost evropských orgánů dohledu, jakož i jejich řízení a financování.

- Údaje a jejich předkládání

Rozvoj jednotných údajů a výkaznictví v celé EU by mohlo pomoci podpořit větší integraci kapitálového trhu.

- Tržní infrastruktura a právo cenných papírů

Tržní infrastruktura a právo cenných papírů jsou klíčové faktory pro určení efektivnosti a jednoduchosti, s jakou může být investice realizována. V současné době jsou implementovány právní rámce zajišťující tržní infrastrukturu. Komise hodlá navrhnout legislativní návrh na vytvoření evropského rámce pro ozdravné postupy a řešení problémů systémově relevantních finančních institucí, jakými jsou např. ústřední protistrany.

Zajištění je zásadní součástí finančního systému, neboť doprovází celou řadu transakcí na trhu a v případě problému poskytuje záchranou síť. Plynulost nástrojů zajištění v EU je v současné době omezena, což zabraňuje účinnému fungování trhů.

I když bylo dosaženo značného pokroku v harmonizaci pravidel potřebných pro transparentnost a integritu trhů s cennými papíry, také právní předpisy týkající se práv investorů v oblasti cenných papírů se velmi liší podle jednotlivých členských států. V důsledku toho investoři obtížně posuzují



investice do rizikového kapitálu v různých členských státech. Pro investory je problematické posoudit rizika kapitálových investic v jednotlivých členských státech. Existuje i opačný názor, že harmonizace na EU úrovni a jednotná definice cenného papíru není nutná.

Komise by s ohledem na tato omezení uvítala stanoviska ohledně toho, zda jsou proveditelné a žádoucí jakékoli uvedené změny právních předpisů o pravidlech vlastnictví cenných papírů, které by mohly materiálně přispět k větší integraci kapitálových trhů v rámci EU.

- Právo obchodních společností, správa a řízení společností, platební neschopnost a zdanění

V oblasti správy a řízení společností existují právní předpisy EU (např. předpisy o výkazech o správě a řízení společnosti, o přeshraničním výkonu práv akcionářů), ale na správu a řízení společností se většinou i nadále uplatňují vnitrostátní právo a standardy. Cílem přezkumu směrnice o právech akcionářů, který právě probíhá, je podpořit institucionální investory a správce aktiv, aby společností poskytovali dlouhodobější kapitál.

I když právo obchodních společností upravuje několik směrnic, podnikatelé se stále musí vypořádat s řadou překážek v oblasti jejich přeshraniční mobility a restrukturalizace. Při překonávání překážek omezujících přeshraniční usazování a fungování společností mohou napomoci další reformy práva obchodních společností.

Harmonizace hmotněprávních předpisů v oblasti platební neschopnosti, vzhledem ke složitosti problematiky, je velmi pomalá, i když v oblasti kolizních norem upravujících přeshraniční insolvenční řízení bylo dosaženo značného pokroku. Vnitrostátní rámce úpravy platební neschopnosti se stále velmi liší, a to pokud jde o jejich základní rysy i jejich účinnost. Snižování těchto rozdílů by mohlo přispět k vzniku celoevropských trhů s akciemi i dluhopisy, čímž by se snížila nejistota investorů, kteří musejí posuzovat rizika v několika členských státech. Neexistence nebo nevhodnost pravidel, která by v řadě členských států umožňovala včasnou restrukturalizaci dluhu, neexistence úpravy „druhé šance“ a nadměrná délka a nákladnost formálního insolvenčního řízení mohou navíc vést k tomu, že věřitelé získají zpět jen malou část svých prostředků, což může investory odradit.

Dalším faktorem bránícím v rozvoji jednotného kapitálového trhu jsou odlišnosti v úpravách daňového práva v členských státech. Komise hodlá předložit potřebná opatření v případě, že budou nalezena diskriminační daňová pravidla týkající se přeshraničních investic životních pojišťoven a penzijních fondů v oblasti nemovitostí. Rovněž pokračuje úsilí na zjednodušení postupů úlevy ze srážkové daně vztahující se k vypořádání obchodování.

Vedle rozdílného daňového zacházení s jednotlivými účastníky trhu v rámci členských států existují i rozdíly v daňovém zacházení s jednotlivými druhy financování, které mohou vyvolat narušení trhu. Například rozdíly v daňovém zacházení dluhového nebo kapitálového financování mohou zvýšit závislost společností na dluhovém a bankovním financování. Navíc rozdíly mezi jednotlivými členskými státy týkající se definice dluhu nebo akcií a jejich odpovídajícího daňového zacházení, včetně nástrojů regulatorního kapitálu, mohou narušit rovné podmínky, způsobit fragmentaci trhu a

vytvořit příležitosti pro přesouvání zisku.

Získání finančních prostředků je v neposlední řadě zvláště obtížné u společností zahajujících činnost, protože nemají k dispozici zajištění a prokazatelnou historii transakcí, které mohou poskytovatelům financování nabídnout dostatečnou jistotu. U společností zahajujících svou činnost však existuje větší pravděpodobnost, že přijdou s inovacemi, které mohou znesnadnit tržní postavení velkých zavedených podniků. Nedávná studie, jejíž vypracování si zadala Komise, dospěla k závěru, že účinnou praxí je zaměřit se na daňové pobídky určené pro výdaje na výzkum a vývoj v nových inovativních společnostech.

#### - Technologie

Posledně zmiňovaným faktorem je rychlý vývoj nových technologií, které jsou důležitým hybatelem integrace kapitálových trhů. Evropské ani národní úpravy práva obchodních korporací nedržely krok s technologickým vývojem a neužívají například všech výhod, které poskytuje digitalizace. Užití moderních technologií v těchto oblastech by mohlo napomoci ke snížení nákladů, ale také k účinnější komunikaci, zejména v přeshraničním kontextu.

#### **V části páté uvádí Komise další kroky, které hodlá podniknout v této oblasti.**

Komise na základě výsledků této konzultace zváží opatření potřebná k tomu, aby byly do roku 2019 položeny základní stavební kameny integrované, řádně regulované, transparentní a likvidní unie kapitálových trhů pro všech 28 členských států. Opatření EU by vedle podpory případných iniciativ vycházejících od účastníků na trhu mohla mít formu nelegislativních opatření, právních předpisů, opatření souvisejících s dodržováním pravidel hospodářské soutěže nebo s jejich případným porušením, jakož i formu doporučení určených jednotlivým členským státům v rámci evropského semestru. Komise vyzývá členské státy, aby zvážily, zda existují překážky vyvolané vnitrostátními právními předpisy nebo ustálenou praxí a jak je nejlépe odstranit.

#### ● **Stanovisko vlády ČR:**

Vláda ČR vítá iniciativu Komise směřující k rozvoji kapitálových trhů a podpoře malých a středních podniků, a to přesto, že některé z priorit obsažených v zelené knize nepatří mezi národní zájmy a nejsou pro český kapitálový trh palčivým tématem (například sekuritizace). Vláda ČR bude podporovat veškeré snahy, které budou směřovat k odstranění bariér v přeshraničním investování, snížení administrativní zátěže investorů a větší transparentnosti, která přispěje k ochraně jak investorů, tak spotřebitelů. Přestože iniciativa směřuje převážně k podpoře malých a středních podniků, kterou vláda ČR vítá, a je přesvědčena, že vytvoření unie kapitálových trhů může mít pozitivní vliv i na velké obchodní společnosti a na samotný bankovní sektor. Bankovní sektor bude nadále hrát klíčovou roli v poskytování financování, ale zároveň bude profitovat z více integrovaného a provázaného trhu.

Ohledně pozic k jednotlivým dílčím opatřením obsaženým v zelené knize v současné době probíhá diskuze v rámci široké platformy, včetně zapojení odborné veřejnosti. Vláda ČR si vyhrazuje právo mít zamítavé stanovisko k dílčím otázkám jednotlivých navrhovaných opatření, ke kterým může dospět po jejich hlubší analýze, případně po

předložení návrhů konkrétních opatření. Vláda ČR momentálně připravuje a konzultuje svou pozici pro zodpovězení otázek obsažených v zelené knize.

#### *Pozice k jednotlivým návrhům obsaženým v zelené knize*

Vláda ČR podporuje iniciativu na **posílení trhu se sekuritizačními nástroji**, i když tento trh nepatří mezi hlavní zájmy České republiky s ohledem na dostatečnou likviditu bank. Současně se domnívá, že by bylo žádoucí nastavit přísná pravidla k zajištění vysoce kvalitních, transparentních a jednoduchých sekuritizačních nástrojů a možnost resekuritizace by neměla být vůbec připuštěna.

Vláda ČR je připravena diskutovat revizi **směrnice o prospektu**, zejména pokud by směřovala ke snížení administrativní zátěže malých a středních podniků, a tím i usnadnění přístupu těchto společností k nebankovnímu financování při současném zachování dostatečné ochrany investorů. Má rezervovaný postoj k harmonizaci hranice pro výjimku z povinnosti vyhotovit prospekt (5 mil. EUR vs. aktuální hranice 1 mil. EUR v ČR). Dále se v této souvislosti přiklání k případnému zavedení pravidla, že povinnost uveřejnit prospekt neplatí v případech, kdy dochází k veřejné nabídce cenných papírů na základě schváleného reorganizačního plánu.

Vláda ČR vnímá pozitivně snahu zabývat se oblastí **private placement** (ve smyslu formy nebankovního financování mezi institucionálními investory a středně velkými podniky v podobě přímých investic či prostřednictvím dluhopisů). Podporuje možnost využití potenciálu iniciativy odvětví, která má být prostřednictvím společných pravidel uvedena do praxe v průběhu tohoto roku. S případnými regulačními zásahy na evropské úrovni by bylo vhodné vyčkat poté, co bude možné vyhodnotit dopady samoregulačních opatření. V opačném případě by takové snahy mohly být významně narušeny. EU by se měla omezit na podporu trhem motivovaného úsilí o dohodu na společných standardech pro private placement, která může zvýšit transparentnost při přeshraniční distribuci alternativních investičních fondů v EU a neměla by omezovat prostor pro subjekty trhu private placement dalšími nadbytečnými opatřeními. Touto iniciativou by nemělo dojít k rozšíření aktiv vhodných pro investice pro účastnické, důchodové a transformované fondy, protože rozhodování o stanovení portfolia způsobilých aktiv náleží do působnosti národních jurisdikcí a nemělo by být harmonizováno právem EU.

Vláda ČR vítá snahy, které budou směřovat k nastartování **evropských fondů pro dlouhodobé investice**.

Vláda ČR se kladně staví k **přezkumu obezřetnostních rámců**, zejména ve vztahu k případnému přezkumu obezřetnostních rámců týkajících se některých aspektů sekuritizace, nicméně nepodporuje úlevy v kapitálových požadavcích k rizikům vyplývajícím z držení infrastrukturních aktiv jen z titulu podpory investic v ekonomice bez ohledu na obezřetnostní dopady na kapitálové vybavení a solventnostní pozici úvěrových institucí, pojišťoven a zajišťoven. Kapitálové požadavky by měly zachycovat skutečné riziko vyplývající z investování do infrastrukturních aktiv. Proto by nastavení obezřetnostní regulace mělo vycházet ze spolehlivého a řádného posouzení těchto aktiv.

Vláda ČR se nedomnívá, že právní úprava, pokud jde o **finanční transparentnost, účetnictví a audit**, potřebuje doznat změn v tom smyslu, aby došlo k vytvoření povinného jednotného společného evropského standardu pro malé a střední podniky, které jsou kótované na mnohostranném obchodním systému. Česká úprava v současné době nepožaduje po společnostech obchodujících na mnohostranných obchodních systémech, aby používaly mezinárodní účetní standardy (IFRS). Z pohledu vlády ČR je současná účetní legislativa dostatečná a není potřeba vyvíjet pan-evropské účetní standardy. Zároveň je vláda ČR toho názoru, že by bylo vhodné rozšířit povinnost použití standardů IFRS na všechny úvěrové instituce, investiční podniky a pojišťovny a zajišťovny, nikoli jen na ty, které jsou kótované na regulovaných trzích. Pokud by účetní standardy byly vypracovány na míru malým a středním podnikům kótovaných na některých obchodních systémech, byl by to krok kupředu, jejich použití pro společnosti by však mělo být založeno na dobrovolné bázi.

Vláda ČR souhlasí s názorem Komise, že v oblasti **tržní infrastruktury**, zejména v případě centrálních protistran, pokud jde o řešení krizí těchto subjektů neexistuje na úrovni EU harmonizovaný přístup, což může představovat systémové riziko, a úpravu této otázky by bylo vhodné harmonizovat.

Vláda ČR podporuje snahu o sjednocení určitých aspektů **insolvenčního práva a úpravy restrukturalizace dluhů**, které se dotýkají vztahu investorů a emitentů cenných papírů na kapitálových trzích. Pro vytváření jednotných pravidel a postupů v rámci unie kapitálových trhů bude nezbytné vzít do úvahy i požadavky na sjednocování legislativy týkající se cenných papírů.

Vláda ČR připomíná, že **oblast daňového práva** je otázkou národních zájmů a je připravena o souvisejících iniciativách jednat, ovšem případné konkrétní návrhy v daňové oblasti bude vždy, v souladu se svou dlouhodobě platnou pozicí, posuzovat případ od případu se zohledněním jejich dopadů na daňový systém České republiky.

- **Předpokládaný harmonogram projednávání v orgánech EU:**

Příslušným výborem pro projednání této zelené knihy v Evropském parlamentu byl ustaven Hospodářský a měnový výbor. Dokument se nachází v přípravné fázi; datum jeho projednání nebylo prozatím stanoveno.

- **Závěr:**

Výbor pro evropské záležitosti

**b e r e n a v ě d o m í** zelenou knihu „Vytváření unie kapitálových trhů“ a rámcovou pozici vlády k této zelené knize.

Roman Váňa v. r.  
ověřovatel výboru

Marek Černoch v. r.  
zpravodaj výboru

Ondřej Benešík v. r.  
předseda výboru