

6. května 2015

**Stanovisko a odpovědi ČNB na vybrané otázky z konzultačního materiálu
Evropské komise „Green Paper - Building a Capital Markets Union“**

A. Obecné stanovisko ČNB ke konzultačnímu materiálu EK

ČNB vítá úsilí o vytvoření podmínek pro rozvoj evropského kapitálového trhu. Zároveň však konstatuje, že by nebylo vhodné, aby CMU s sebou přinesla řadu dalších restriktivních regulatorních opatření EK na kapitálovém trhu, která by naopak mohla brzdit růst kapitálového trhu a jeho efektivnost. Příliš komplexní a detailní regulace bez detailní analýzy jejího vlivu může mimo jiné přinést uživatelům značně vysoké implementační náklady, a snižovat tak jejich konkurenceschopnost, resp. konkurenceschopnost celého kapitálového trhu. Dle ČNB by mělo dojít ke stabilizaci regulatorního prostředí, případně k deregulaci některých oblastí (např. MiFID 2/MiFIR). Jakékoliv nové legislativní návrhy by neměly vést ke snížení nároků na ochranu investorů, a ani nároků na obezřetné jednání subjektů finančního trhu. V některých oblastech (jako např. standardizace některých produktů) by měla hlavní iniciativa případných změn vzejít od industrie na základě požadavků účastníků trhu.

B. Odpovědi ČNB na vybrané otázky EK

Question 1: Beyond the five priority areas identified for short term action, what other areas should be prioritised?

ČNB vnímá návrh na vytvoření kapitálové unie jako projekt, který má do určité míry posílit financování firem a dlouhodobých projektů pomocí nástrojů kapitálového trhu využívajících dlouhodobých zdrojů, zejména penzijních fondů, pojišťoven a střadatelů, a více se tak přiblížit americkému modelu a rovněž podnítit spotřebitelskou a investiční poptávku a obecně zlepšit intermediaci na kapitálovém trhu. Nicméně ČNB v projektu nespatřuje větší přidanou hodnotu. V první řadě je však nutné konstatovat, že již nyní má EU na základě globálního relativního srovnání velký společný a velmi vyspělý kapitálový trh, reprezentovaný především burzami v Londýně či Frankfurtu, a rozhodně by nově navrhovaná koncepce neměla nahrazovat či jít na úkor zprostředkovatelské role bankovního sektoru, jehož finanční situace se v poslední době zlepšila, a lze předpokládat, že posílený bankovní sektor v dohledné době bude více plnit tradiční funkci poskytování úvěrů do ekonomiky.

ČNB si je vědoma, že určitá mezera mezi USA a EU v oblasti financování firem na kapitálovém trhu EU má dlouhodobý charakter, že nelze tuto mezeru zcela uzavřít a že některé specifické rysy ve fungování amerického finančního systému se pravděpodobně nikdy nepodaří přenést do EU kvůli historickým či kulturním zvyklostem obou finančních bloků.

Z pohledu ČNB se konzultace EK zaměřuje na další změny v regulaci a opomíjí fakt, že pro rozvoj kapitálového trhu (aktivitu tržních subjektů) je významná stabilita regulatorního

rámce. V nedávné době se uskutečnily zásadní změny regulace v oblasti bank (CRD IV), pojišťoven (Solvency 2), kapitálového trhu (MiFID 2) i investičních fondů (AIFMD, EuSEF, EuVECA, ELTIF), přičemž některé z nich ještě nejsou účinné nebo se teprve připravují prováděcí předpisy (nařízení EK). Provádění dalších regulatorních změn, navíc bez vyhodnocení funkčnosti regulace již přijaté, je mj. v příkrém rozporu s potřebou stabilního prostředí.

ČNB zásadně nedoporučuje měnit současné regulatorní prostředí a považuje za zásadní, aby před každou změnou regulace, resp. před každým novým legislativním návrhem EK, kromě důkladného zhodnocení nákladů a přínosů navrhovaného aktu, rovněž zhodnotila společné dopady nových i stávajících aktů s cílem identifikovat, zda tyto akty nemohou mít v konečném důsledku negativní vedlejší efekty na účastníky trhu. Komise by měla rovněž udělat analýzu kumulativního dopadu přijatých legislativních aktů za poslední cca tři roky. Nadměrně preskriptivní regulatorní prostředí v EU povede k odlivu kapitálu z EU do konkurenčních finančních center.

EK by měla především na základě zkušeností industrie a nezávislé kvalitní dopadové studie identifikovat ty prioritní oblasti, které by mohly mít největší efekt na využití nástrojů kapitálového trhu v EU. ČNB podporuje opatření směřující ke zlepšení intermediace a zvýšení diverzifikace financování firem v ekonomice, ale nepodporuje neodůvodněné zvyšování regulatorní zátěže.

ČNB zaujímá opatrné stanovisko k některým navrhovaným prioritám EK, zejména v oblasti sekuritizace. Větší zapojení dlouhodobých investorů a retailu formou větší diverzifikace do méně využívaných či nových nástrojů kapitálového trhu, jako např. ELTIF, bude především odvislé od úsudku těchto investorů o výnosnosti investic ve vztahu k podstupovanému riziku. Zásadní roli v jejich zapojení mohou hrát takové aspekty jako srovnání s investicemi do jiných nástrojů, ochrana investorů, zajištění adekvátního přístupu k informacím, systémy garancí, schopnost zajištění souvisejících rizik či zamezení konfliktu zájmů. ČNB považuje za nevhodné upřednostňovat určitý typ nástroje ve zdravé tržní konkurenci nástrojů ostatních, a bez ohledu na základní prominentní faktory, jako jsou vhodnost regulace a vlastní příčiny současného stavu ekonomického, fiskálního a demografického vývoje v EU.

ČNB je názoru, že v celém návrhu kapitálové unie chybí větší důraz na deregulaci kapitálového trhu jako takového. Komise si v rámci koncepce kapitálové unie na jednu stranu dává za cíl posílit hospodářství a zaměstnanost, ale zároveň nadále ponechává v legislativním procesu takové regulatorní návrhy, které likviditě kapitálového trhu, a následně ekonomice dle našeho názoru neprospívají. Typickými příklady jsou daň z finančních transakcí, strukturální reforma bankovního sektoru či některé oblasti MiFID 2.

Question 2: *What further steps around the availability and standardisation of SME credit information could support a deeper market in SME and start-up finance and a wider investor base?*

ČNB je názoru, že pro vytvoření důvěry v úvěrové informace o SME, které hledají financování, je nezbytným předpokladem zavedení jednotného účetního rámce pro tyto SME, včetně jednotné struktury účetních závěrek SME; jako nejvhodnější považujeme používat IFRS s případně redukovanými požadavky na rozsah uveřejňovaných informací, tzn. nevyvíjet nějaký speciální evropský účetní rámec pro SME (více viz odpověď na otázku č. 8). Bez jednotného rámce finančních informací, který by znamenal např. zavedení jednotných metod pro zachycování a oceňování aktiv a závazků SME včetně leasingu, je obtížně představitelné vybudovat důvěryhodné datové základny srovnatelných informací využitelných pro věřitele a investory.

Question 3: *What support can be given to ELTIFs¹ to encourage their take up?*

ČNB nevidí důvod pro urychlené provádění dalších kroků ohledně fungování těchto fondů. Nejpodstatnějším rozdílem oproti ostatním investičním fondům je jejich zaměření na investice do projektů, jejichž návratnost se počítá v řádu desítek let. Vzhledem k dlouhodobému zaměření těchto fondů je logické, že úspěšnost těchto fondů (a s ní i jejich legislativní podchycení) nelze hodnotit dříve než v horizontu 5 - 10 let. Nařízení ELTIF přitom ještě ani nenabýlo účinnosti.

ČNB se domnívá, že zvýšení počtu těchto fondů v EU nezávisí na legislativních změnách, ale na ochotě investorů investovat dostupné prostředky do tohoto druhu investic a poskytnutí potřebného času pro vznik a rozvoj těchto fondů. To souvisí zejména s kvalitativními a kvantitativními aspekty projektů, do kterých tyto fondy investují, nebo případně i s daňovou výhodností investic do těchto fondů.

Question 4: *Is any action by the EU needed to support the development of private placement markets other than supporting market-led efforts to agree common standards?*

ČNB je toho názoru, že další akce EU na podporu alokace kapitálu do investic formou soukromého umístování nejsou v současné době nutné. K tomu je nutné uvést následující:

- Trh soukromého umístování má dle názoru ČNB dostatečný potenciál k samoregulaci, protože ho vytvářejí profesionální zákazníci² nebo movité fyzické osoby. Tyto subjekty mají dostatek informací, zkušenosti, znalosti a odborné schopnosti a také silnou motivaci k tomu, aby vyhledaly výnosné investiční příležitosti a řádně vyhodnocovaly rizika, která podstupují.
- Alokace kapitálu do investic formou soukromého umístování je dostatečně regulována směrnicí AIFMD³ a nařízeními EuVECA⁴ a EuSEF⁵.
- AIFMD, EuVECA a EuSEF dostatečně podporují přeshraniční investice na unijních finančních trzích tím, že zajišťují evropský pas pro ty alternativní fondy, které jsou spravovány investičními společnostmi inkorporovanými v EU.⁶

EU by se proto dle našeho soudu měla omezit na podporu trhem motivovaného úsilí o dohodu na společných standardech pro soukromé umístování, která může zvýšit transparentnost při přeshraniční distribuci alternativních investičních fondů v EU a neměla by omezovat prostor pro subjekty trhu soukromého umístování nějakými dalšími a nadbytečnými opatřeními.

Question 5: *What further measures could help to increase access to funding and channelling of funds to those who need them?*

Za hlavní opatření, která mohou podpořit ekonomiku eurozóny a ostatních členských států, lze považovat zejména reformy trhu práce, veřejných rozpočtů, dále opatření na podporu konkurenceschopnosti ekonomiky, zlepšení výběru daní a řadu dalších opatření jako např. přizpůsobení systému vzdělávání potřebám trhu práce. Konkrétní podoba takovýchto reforem závisí na specifické ekonomické situaci každého členského státu a na očekáváních veřejnosti. Za nevhodná opatření považujeme zejména uvolňování regulace úvěrového rizika a likvidního rizika plynoucího z transformace splatnosti za účelem podpory malých a středních

¹ European Long-Term Investment Funds

² Viz Směrnice EP a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (přepřacované znění) tzv. MiFID 2, Příloha 2. Členské státy do 3. července 2016 přijmou a zveřejní právní a správní předpisy nezbytné pro dosažení souladu s touto směrnicí.

³ Směrnice EP a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010

⁴ Nařízení EP a Rady (EU) č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu

⁵ Nařízení EP a Rady č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání

⁶ Nařízení EP a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012

podniků a blíže neurčených dlouhodobých investic. Selektivní uvolňování regulace by totiž snížilo schopnost regulatorního rámce CRD IV/CRR a Solvency II podpořit stabilitu finančního systému, vytvořilo by precedens pro další, partikulárními zájmy motivované změkčováním celounijního základu finanční regulace, a mohlo by oslabit důvěru finančního trhu ve stabilitu unijní finanční regulace a v respektování tržních principů v této regulaci.

Question 6: *Should measures be taken to promote greater liquidity in corporate bond markets, such as standardisation? If so, which measures are needed and can these be achieved by the market, or is regulatory action required?*

ČNB podporuje vhodná opatření ze strany industrie ke zvýšení likvidity na trhu s korporátními dluhopisy. Industrie již některé potenciálně důležité kroky ke zvýšení likvidity v tomto sektoru uskutečňuje. Jde např. o odklon od zavedeného systému obchodování na bilaterálním základě mezi dealery či dealerem a klientem k obchodování na regulovaném trhu formou central order book (např. NYSE Bonds v USA). Případné standardy tohoto segmentu trhu by měly vyjít od industrie na základě požadavků účastníků trhu a neměly by být určovány shora.

Question 7: *Is any action by the EU needed to facilitate the development of standardised, transparent and accountable ESG (Environment, Social and Governance) investment, including green bonds, other than supporting the development of guidelines by the market?*

ČNB vnímá tzv. zelené dluhopisy jako jedny z mnoha dalších nástrojů kapitálového trhu, které mohou zaujmout určitý typ investorů, jako je tomu v případě investorů do akcií či podílových fondů zaměřených na firmy, které údajně vyrábí pro životní prostředí příznivé produkty.

ČNB rovněž vnímá, že zelené dluhopisy si v poslední době nacházejí mezi investory své místo zejména z důvodu větší propagace ochrany životního prostředí ze strany světových politiků a institucí. Národní rozvojové banky nebo Evropská investiční banka a Světová banka patří mezi největší emitenty těchto nástrojů a zájem o tyto dluhopisy stále roste.

ČNB nicméně nevidí důvod uměle vytvářet specifické legislativní úpravy pro tento druh nástrojů kapitálového trhu a pokrývat tím prospěšnou hospodářskou soutěž. Totéž platí rovněž pro tzv. sociální dluhopisy. ČNB považuje za vhodné podpořit úsilí industrie o vytvoření guidelines v tomto segmentu trhu s důrazem na základní prvky ochrany investorů srovnatelné s ostatními typy dluhopisů.

Question 8: *Is there value in developing a common EU level accounting standard for small and medium-sized companies listed on MTFs? Should such a standard become a feature of SME Growth Markets? If so, under which conditions?*

ČNB nesdílí názor vyjádřený v Zelené knize k CMU, že zavedení plných IFRS na menší jednotky je spojeno s dodatečnými náklady. Prakticky tomu tak není. Pokud SME není aktivní ve finančních nástrojích, není zapojen do akvizic a fúzí, není součástí skupin apod., a jde tedy o skutečné SME, pak se pro SME IFRS podstatně zjednodušují, a nepředstavují tak pro SME významnou zátěž. Pro investory jsou IFRS známé a běžně s nimi pracují při přípravě svých investičních rozhodnutí. Pokud je naopak v uvedených oblastech SME aktivní (používá např. deriváty, mění často svoji strukturu apod.), pak se stává natolik velkou a složitou jednotkou, že je pro ní použití IFRS žádoucí.

Účetní rámec by měl zajistit, že účetní metody jsou u všech jednotek stejné, neboť investoři potřebují srovnatelné informace. Nedostatek porovnatelnosti vzbuzuje značné obavy a podkopává důvěru, zejména mezi investičními analytiky. Na srovnatelných údajích z finančních výkazů jsou postaveny všechny důležité ukazatele hospodaření společností. Proto je ČNB přesvědčena, že vyvíjet IFRS pro SME kótované na MTF není žádoucí. Hledání

a vyvíjení evropského speciálního účetního rámce pro SME a jeho následné přijímání by především znamenalo, že faktické řešení problémů se oddaluje, aniž je předem zajištěn budoucí zájem investorů. Zároveň vytvoření speciálního evropského účetního rámce pro SME by znamenalo komplikaci vůči investorům ze třetích zemí, pro které by investice do SME, jak vyplývá ze Zelené knihy k CMU, měly být také atraktivní. Pokud SME použijí IFRS, budou také čitelné pro své obchodní partnery.

Question 9: *Are there barriers to the development of appropriately regulated crowdfunding or peer to peer platforms including on a cross border basis? If so, how should they be addressed?*

Crowdfunding a peer-to-peer platforms lze podle ČNB považovat spíše za doplňkové nástroje pro zprostředkování financování.

Crowdfunding je v současné době regulován několika právními předpisy EU. ČNB se domnívá, že tento stav ale není nijak znevýhodňující vzhledem k tomu, že crowdfunding nepředstavuje jednodílnou specifickou činnost, která by mohla být jasně upravena jedním právním předpisem.

ČNB je proto přesvědčena, že v současnosti jednotná evropská právní úprava crowdfundingu není nutná. Platná úprava umožňuje poskytovatelům pasportizaci crowdfundingových služeb do jiných členských států. Jde například o poskytovatele platebních služeb (peer-to-peer platformy) nebo o obchodníky s cennými papíry (investiční crowdfundingové platformy).

Možné překážky lze spatřovat v určité nevyjasněnosti vazby těchto platforem na již existující regulační rámec, např. platební služby, kolektivní investování. Se záměrem vyjasnit provazbu mezi crowdfundingovými aktivitami a regulací EU však již byla provedena analýza a uveřejněna stanoviska ESMA (investiční crowdfunding) a EBA (úvěrový crowdfunding).

Nutným předpokladem je (z hlediska zajištění atraktivity pro investory) také dostatečný rámec pro řešení selhání dlužníků, což se však netýká specificky jen crowdfundingu a peer-to-peer platformy.

Question 11: *What steps could be taken to reduce the costs to fund managers of setting up and marketing funds across the EU? What barriers are there to funds benefiting from economies of scale?*

ČNB je názoru, že regulační kroky ke snižování nákladů nejsou žádoucí ani potřebné, alespoň ne pro ČR. Již dnes je cca 50 % majetku českých investorů investovaného do investičních fondů investováno do fondů s domicilem v jiném členském státě EU. Významný podíl tuzemských fondů je obhospodařován osobou ze skupiny ovládané opět z jiného členského státu EU. Významné překážky pro přeshraniční poskytování služeb v této oblasti tak nejsou patrné.

Question 12: *Should work on the tailored treatment of infrastructure investments target certain clearly identifiable sub-classes of assets? If so, which of these should the Commission prioritise in future reviews of the prudential rules such as CRD IV/CRR and Solvency II?*

ČNB 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. Na jednu stranu by měly být analyzovány všechny relevantní druhy infrastrukturních aktiv. Avšak na druhou stranu by se posuzování mělo omezit jen na třídy a podtřídy aktiv, jejichž rizika lze řádně určit, měřit, monitorovat, řídit, kontrolovat a reportovat (viz např. s čl. 132 směrnice Solventnost II).

Pojišťovny by do infrastrukturních aktiv, která by tyto požadavky nesplňovala, neměly vůbec investovat.

V oblasti úvěrových institucí již CRR obsahuje úpravu pro zvláštní podskupiny podnikových expozic, a to v rámci IRB přístupu – tzv. specializované úvěrové expozice (např. projektové financování). Pojmenování těchto expozic však neznamená, že jsou méně rizikové. Smyslem tohoto vyčlenění je měřit úvěrové riziko těchto expozic způsobem, který je pro ně relevantní. Revize CRR ve smyslu snižování kapitálových požadavků v rámci Pilíře 1 nemůže přispět k větší atraktivnosti investic do infrastrukturních a dalších dlouhodobých projektů, neboť rizika plynoucí z těchto expozic by musela být dodatečně pokrývána v rámci Pilíře 2 (zavedením různých podskupin aktiv nedojde ještě ke snížení rizik spojených s těmito aktivy).

Question 14: *Would changes to the EuVECA and EuSEF Regulations make it easier for larger EU fund managers to run these types of funds? What other changes if any should be made to increase the number of these types of fund?*

Další změny pravidel týkajících se činnosti Evropských fondů sociálního podnikání (EuSEF) a Evropských fondů rizikového kapitálu (EuVECA) ČNB nepodporuje. Nařízení, která tyto typy fondů upravují, vstoupila v platnost v nedávné době (duben 2013), přičemž prováděcí legislativa ještě nebyla přijata. Další změny v regulaci těchto fondů by dle ČNB přinesly zbytečnou legislativní nejistotu, což by mohlo znamenat snížení jejich atraktivity z pohledu obhospodařovatelů i investorů.

Současná úprava EuSEF, resp. EuVECA stanovuje povinnost obhospodařovatelů těchto fondů podat žádost o povolení k činnosti v případě, že bude překročen limit ve výši 100 mil. EUR, resp. 500 mil. EUR. Udělením povolení se tak umožňuje nabízet tyto fondy v jiných členských státech. ČNB se domnívá, že zmíněné limity obsažené v nařízení není nutné zvyšovat.

ČNB se domnívá, že zvýšení počtu těchto fondů v EU nezávisí ani tak na dalších legislativních změnách, ale zejména na ochotě investorů investovat dostupné prostředky do tohoto druhu investic a poskytnutí potřebného času pro vznik a rozvoj těchto fondů. To souvisí zejména s kvalitativními a kvantitativními aspekty projektů, do kterých tyto fondy investují, nebo případně i s daňovou výhodností investic do těchto fondů.

Question 15: *How can the EU further develop private equity and venture capital as an alternative source of finance for the economy? In particular, what measures could boost the scale of venture capital funds and enhance the exit opportunities for venture capital investors?*

Přítok investic do soukromých kapitálových fondů a fondů rizikového kapitálu dle našeho soudu nezávisí na legislativních změnách, ale zejména na ochotě investorů investovat dostupné prostředky do tohoto druhu investic. Ta souvisí zejména s kvalitativními a kvantitativními aspekty projektů, do kterých tyto fondy investují, nebo případně i s daňovou výhodností investic do těchto fondů. K dalším změnám pravidel týkajících se činnosti Evropských fondů sociálního podnikání (EuSEF) a Evropských fondů rizikového kapitálu (EuVECA) se ČNB staví odmítavě. Nařízení, která tyto typy fondů upravují, vstoupila v platnost teprve v nedávné době (duben 2013), přičemž prováděcí legislativa ještě nebyla přijata. Další změny regulace těchto fondů přinesou zbytečnou legislativní nejistotu, což může znamenat snížení jejich atraktivity z pohledu obhospodařovatelů i investorů.

Příležitosti k exitu závisí především na finálním produktu investic fondu, tj. na finanční situaci a ziskovosti firmy, do níž fond investoval, poptávce po nových technologiích a výrobcích, do jejichž vývoje fond investoval apod. Příležitosti k exitu závisí také na hospodářském cyklu. Finanční trhy EU i finanční trhy USA a dalších zemí nabízejí dostatek příležitostí i kapitálu ke spárování nabídky zmíněného finálního produktu s poptávkou

a v podmínkách široké globální liberalizace toků kapitálu nevidíme žádné vážné institucionální překážky pro zpeněžení kvalitních investic do soukromých kapitálových fondů a fondů rizikového kapitálu.

Question 16: *Are there impediments to increasing both bank and non-bank direct lending safely to companies that need finance?*

ČNB uvádí, že překážky pro růst úvěrů přetrvávají na poptávkové straně úvěrového kanálu a spočívají zejména v obavách domácností z předlužení, ve slabé finanční kondici některých podniků, včetně malých a středních podniků, a také v nejistotě o míře návratnosti dlouhodobých investic vyrůstající z očekávání pomalého růstu ekonomiky EU a její omezené schopnosti vytvářet poptávku po práci.

Na nabídkové straně úvěrového kanálu se podmínky pro úvěrovou expanzi zlepšují. Jak ukazují výsledky šetření ECB, v roce 2014 se úvěrové standardy bank uvolňovaly a mírně se zlepšila i dostupnost úvěrů pro malé a střední podniky.

Question 17: *How can cross border retail participation in UCITS be increased?*

UCITS již prokázaly svou úspěšnost v retailovém segmentu, což má pozitivní dopad i na investice při přeshraničním nabízení fondů UCITS.

Za účelem zvýšení zájmu o tyto investice v přeshraničním měřítku proto není nutno přijímat jakákoli nová legislativní opatření. Úsilí Komise by se mělo spíše soustředit na eliminaci mezisektorové regulatorní arbitráže (pojišťovnictví vs. kapitálový trh) a dosažení rovnějších podmínek mezi UCITS a substitučními produkty (zejména investičním životním pojištěním), jejichž prostřednictvím může být koncový (retailový) investor vystaven podstatně vyšším rizikům při současně nižší transparentnosti než v segmentu UCITS. To by mělo zahrnovat otázky produktové, informační povinnosti a distribuce a taktéž monitoring dopadů aktuální regulace PRIIPs.

Zvýšení objemu investic do UCITS v přeshraničním měřítku by mohlo být taktéž podpořeno národními či evropskými projekty vzdělávání investorů.

Question 18: *How can the ESAs further contribute to ensuring consumer and investor protection?*

ČNB vidí v této oblasti největší prostor v harmonizaci podmínek distribuce finančních produktů. Budoucí peer reviews národních orgánů dohledu by se měla zaměřit na zásadní snížení, případně odstranění rozdílů ve výkonu dohledu národních orgánů dohledu v oblasti distribuce. Velké rozdíly mezi orgány dohledu ve svém důsledku snižují ochranu investorů a podkopávají tak větší integraci kapitálového trhu v EU.

Na základě praktických zkušeností ČNB považujeme za vhodné upozornit Komisi na snahu některých regulovaných společností využívat založení pobočky v jiném členském státu ke ztížení výkonu dohledu ze strany zainteresovaných kompetentních orgánů dohledu.

Question 19: *What policy measures could increase retail investment? What else could be done to empower and protect EU citizens accessing capital markets?*

Domníváme se, že stávající balíček regulatorních předpisů k ochraně spotřebitele (MiFID 1 a 2), PRIIPs, IMD2/IDD, PAD apod.), a rovněž stávající regulatorní pravidla pro ochranu úspor a investic (zavedení systémů pojištění vkladů, systémů pro odškodnění investorů, požadavky na řídicí a kontrolní systém, řízení střetu zájmů atp.) představují právní základ pro zvýšení důvěry retailového zákazníka ve finanční trh a posílení jeho odhodlání k investování.

Na druhou stranu je třeba vzít v úvahu, že investování na kapitálovém trhu je spojeno s riziky, která nelze eliminovat, a vyžaduje vyšší míru finanční gramotnosti. Přímé investování ze strany širší veřejnosti je rovněž limitováno disponibilními příjmy.

Question 21: *Are there additional actions in the field of financial services regulation that could be taken ensure that the EU is internationally competitive and an attractive place in which to invest?*

Americký systém je dlouhodobě více liberální a relativně méně přeregulovaný než ten evropský. Navíc EU, resp. Evropský parlament v minulosti, ale též v současnosti, na rozdíl od USA, prosazoval či prosazuje v evropské legislativě více populistických opatření, jako např. daň z finančních transakcí, odměňování, regulace krátkých prodejů a vůbec regulatorní mikromanagement všech aspektů podnikání finančních institucí, která nadměrně zvyšují požadavky na compliance, zvyšují náklady a snižují ziskovost finančních firem. Náklady na compliance navíc neúměrně zatěžují menší finanční instituce, a tak snižují zdravé konkurenční prostředí na finančním trhu a vytvářejí distorze na trhu. EU tak vytváří někdy až zbytečné překážky volnému podnikání v EU. Nadměrná a příliš preskriptivní evropská regulace povede k odlivu kapitálu z EU do konkurenčních finančních center. ČNB rozhodně nepovažuje např. zavedení daně z finančních transakcí v některých státech Unie za způsob, jak zvýšit konkurenceschopnost EU ve světě a zatraktivnit investice do EU.

Question 24: *In your view, are there areas where the single rulebook remains insufficiently developed?*

ČNB je názoru, že jednotná sada pravidel je už dnes až příliš podrobná. To vede k řešením, která se snaží vyhovět všem, ale ve výsledku nevyhovují nikomu. Implementace detailních pravidel přináší nadměrné náklady na compliance pro finanční instituce a zprostředkovaně zvyšuje náklady pro investory.

Nicméně určitý prostor ke zlepšení skýtají všeobecné přístupná výkladová stanoviska ESAs, která by mohla podpořit konvergenci pravidel.

Je ale třeba mít na paměti, že zcela jednotná sada pravidel není možná. I na úrovni jednotlivých jurisdikcí není nikdy právo uplatňováno zcela jednotně. Účastníci právních vztahů, akademická sféra i jednotlivé soudy se liší ve výkladu platného práva. Rozdíly ve výkladu lze omezovat, ale nelze jim zcela zabránit.

Question 25: *Do you think that the powers of the ESAs to ensure consistent supervision are sufficient? What additional measures relating to EU level supervision would materially contribute to developing a capital markets union?*

ČNB je názoru, že současné pravomoci ESAs k zajištění konvergence v oblasti dohledu jsou zcela dostatečné. Určitá zlepšení v oblasti supervizní konvergence bude dle našeho názoru možné nadále identifikovat na základě zkušeností uskutečněných prostřednictvím peer reviews či dohlídek ESAs na místě, tj. v konkrétním orgánu dohledu, a očekáváme, že případné další nástroje budou identifikovány a vyzkoušeny v praxi. Nicméně, určitou míru divergence supervizních postupů a praxe považujeme nadále za logickou vzhledem k velikosti a místním specifikům kapitálového trhu v konkrétním státě Unie.

Co se týče dalších přímých dohledových pravomocí ESMA, ČNB nepodporuje další přenášení pravomocí od národních orgánů dohledu, které nesou odpovědnost za stabilitu svého finančního systému, na ESMA, případně na jiný nadnárodní orgán dohledu. V této souvislosti je nutné poznamenat, že Komise nepřirovnává koncept kapitálové unie k bankovní unii, a tudíž předpokládáme, že přenos dohledových pravomocí sama vylučuje.

Question 26: *Taking into account past experience, are there targeted changes to securities ownership rules that could contribute to more integrated capital markets within the EU?*

ČNB se domnívá, že jedním z bodů, které by mohly přispět k integraci kapitálového trhu v EU, je harmonizace provádění korporátních akcí (výplaty dividend, rozdělení akcií, realizace opcí, zpětné odkupy apod.). Tato problematika byla již definována mj.

v Giovanniniho zprávě z roku 2001 jako bariéra č. 3 - Differences in national rules relating to corporate actions, beneficial ownership and custody.

Bylo by vhodné navázat jak na aktivity industrie v této věci, viz např. standardy Evropské bankovní federace⁷, tak na dosavadní práci EK v oblasti Securities Law Legislation.

Odstranění právních překážek a z toho plynoucí nejistoty spojené s držním cenných papírů by mohlo mít pozitivní vliv na obchodování s cennými papíry a prospět vývoji evropského finančního trhu, včetně zvýšení jeho konkurenceschopnosti. V konečném důsledku budoucí legislativa přispěje zejména k lepší ochraně práv spojených s cennými papíry. Zlepšení právního rámce pro oblast vypořádání cenných papírů by mělo stimulovat konkurenceschopnost, a tudíž přispět k větší efektivitě evropských vypořádacích struktur.

ČNB je toho názoru, že pokud má být předpokládaný projekt CMU skutečně účinný, pak by měl v první řadě odstranit překážky, kterými jsou např. neharmonizované právo cenných papírů, korporátní právo, insolvenční právo či nedostatečná právní úprava restrukturalizace dluhů.

Question 27: *What measures could be taken to improve the cross-border flow of collateral? Should work be undertaken to improve the legal enforceability of collateral and close-out netting arrangements cross-border?*

S hledáním způsobů pro zdokonalení převodů kolaterálů by se mělo vyčkat na vyhodnocení fungování EMIR a dalších regulací, jejichž cílem bylo vybudovat datové sklady s informacemi o repo obchodech, standardizovat maržování OTC derivátů apod. Tržní standardizaci v této oblasti lze v tuto chvíli považovat za dostatečnou (např. hojně využívané ISDA smlouvy).

Question 28: *What are the main obstacles to integrated capital markets arising from company law, including corporate governance? Are there targeted measures which could contribute to overcoming them?*

ČNB si je vědoma, že je obtížné stanovit jediný správný model správy a řízení společností. Nicméně k prohloubení kapitálového trhu by mohlo přispět sjednocení národní legislativy týkající se korporací, včetně správy a řízení společností.

Pro vytváření jednotných pravidel a postupů v rámci CMU bude nezbytné vzít do úvahy i požadavky na sjednocování legislativy týkající se cenných papírů.

ČNB je toho názoru, že pokud má být předpokládaný projekt CMU skutečně účinný, pak by měly být v první řadě odstraněny překážky uvedené v odpovědi na otázku č. 26.

Question 30: *What barriers are there around taxation that should be looked at as a matter of priority to contribute to more integrated capital markets within the EU and a more robust funding structure at company level and through which instruments?*

ČNB nepovažuje za vhodné a zejména reálné prosazovat případnou harmonizaci v oblasti daní na úrovni EU. Naopak, za jednu ze zásadních bariér považuje ČNB stále projednávaný návrh směrnice o dani z finančních transakcí. ČNB považuje tuto daň za škodlivou jak pro finanční trh, tak pro ekonomiku EU. Navrhujeme tudíž návrh FTT stáhnout z projednávání mezi evropskými institucemi.

⁷ <http://www.ebf-fbe.eu/european-industry-standards>