



EURÓPSKA ÚNIA  
Európsky fond regionálneho rozvoja  
OP Integrovaná infraštruktúra 2014 – 2020



MINISTERSTVO  
DOPRAVY  
SLOVENSKEJ REPUBLIKY



MINISTERSTVO  
HOSPODÁRSTVA  
SLOVENSKEJ REPUBLIKY

ALTERNATÍVNE FORMY  
ZÍSKAVANIA KAPITÁLU PRE MSP  
PROSTREDNÍCTVOM  
KAPITÁLOVÉHO TRHU

Bratislava 2023

Vydavateľ: Slovak Business Agency

© SBA, Bratislava, 2023

Všetky práva vyhradené.

Údaje, ktoré sú obsahom tejto publikácie, je možné použiť len s uvedením zdroja.  
Neprešlo jazykovou úpravou.

**OBSAH**

<b>Zoznam grafov, tabuliek, obrázkov .....</b>	<b>4</b>
<b>Zoznam použitých skratiek .....</b>	<b>5</b>
<b>Manažérske zhrnutie .....</b>	<b>6</b>
<b>Úvod .....</b>	<b>8</b>
<b>1 Význam kapitálového trhu pre hospodárstvo – analýza a strategický pohľad na kapitálové trhy a MSP v Európskej únii .....</b>	<b>9</b>
1.1 Malé a stredné podniky v Európskej únii .....	11
1.2 Prístup MSP k financovaniu a faktory, ktoré ho ovplyvňujú .....	12
1.3 Hlavné bariéry vstupu na kapitálový trh pre MSP .....	15
1.4 Výzvy pre kapitálový trh v EÚ a otvorené otázky pre členské štáty .....	16
1.5 Kľúčové oblasti na ktoré by sa mali členské štáty sústrediť a zväziť s cieľom rozvoja financovania MSP cez kapitálové trhy .....	17
1.6 Prístup k štátom vlastneným a spoluvlastneným podnikom.....	18
1.7 Zdroje pre kapitálový trh.....	20
1.8 Bariéry zvýšenia investičnej aktivity investorov na kapitálovom trhu.....	20
<b>2 Benefity financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu .....</b>	<b>22</b>
<b>3 Príklady dobrej praxe podpory financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu v krajinách EÚ/OECD.....</b>	<b>25</b>
3.1 Česká republika.....	25
3.1.1 Rozvojové fondy Národní rozvojové banky, a.s. ....	27
3.2 Maďarsko .....	28
3.2.1 Národný burzový rozvojový fond („NTfA“) .....	29
3.2.2 Mentoringový a refinančný program.....	29
3.3 Rumunsko .....	30
3.3.1 Stratégia EBRD pre roky 2020-2025 .....	31
3.3.2 Správa OECD .....	33
<b>4 Odporúčania aktivít pre rozvoj alternatívneho financovania .....</b>	<b>36</b>
4.1 Odporúčania medzinárodných organizácií .....	36
4.1.1 Odporúčania Svetovej banky.....	36
4.1.2 Odporúčania EÚ inštitúcii .....	37
4.2 Odporúčania pre rozvoj alternatívneho financovania MSP v SR.....	41
4.2.1 Vytvorenie stratégie rozvoja kapitálového trhu a alternatívneho financovania MSP .....	41
4.2.2 Regulácia a rozvoj alternatívneho financovania MSP .....	41
4.2.3 Vzdelávanie a výskum .....	47
<b>Záver .....</b>	<b>49</b>
<b>Prílohy .....</b>	<b>50</b>

## Zoznam grafov, tabuliek, obrázkov

### Zoznam grafov

Graf 1: Trhová kapitalizácia (v % HDP) pre vybrané členské štáty EÚ a Švajčiarsko (2022) ..... 52

### Zoznam tabuliek

Tab. č. 1: Klasifikácia MSP podľa EÚ .....	11
Tab. č. 2: Trhová kapitalizácia vybraných štátov vyjadrená v pomere k HDP .....	25
Tab. č. 3: Trhová kapitalizácia (akcie) ako podiel HDP v rôznych štátoch sveta (2021, 2022).....	50
Tab. č. 4: Štruktúra najvýznamnejších kapitálových trhov (v % HDP, ECMI, 2021) .....	51
Tab. č. 5: Orientačná štruktúra zdrojov financovania nefinančných spoločností (v % HDP, MMF, 2017) .....	51

## Zoznam použitých skratiek

ERDF	European Regional Development Fund, t. j. Európsky fond regionálneho rozvoja
ESAP	European Single Access Point, t. j. jednotné európske miesto prístupu
IPO	Initial Public Offering, t. j. prvotné prijatie akcií na burzu
MF ČR	Ministerstvo financií Českej republiky
MF SR	Ministerstvo financií Slovenskej republiky
MSP	malé a stredné podniky
NFRD	Non-financial Reporting Directive, t. j. Smernica o zverejňovaní nefinančných informácií
SICAV	Investičné fondy s premenlivým základným imaním teda o fondy s právnou formou akciovej spoločnosti. Ide o fondy, ktoré sú v EÚ známe pod skratkou SICAV (Société d'investissement à Capital Variable)
NRB	Národná rozvojová banka ČR
SGM	SME Growth Market, t. j. MSP rastové trhy
SMC	Small and Medium capitalisation Companies, t. j. spoločnosti s malou a strednou kapitalizáciou
SPO	Secondary Public Offering, t. j. druhotná, následná verejná ponuka akcií
SZRB	Slovenská záručná a rozvojová banka
REIT	Real Estate Investment Trust, t. j. akciová spoločnosť určená na investície do nehnuteľností
TESG	Technical Expert Stakeholder Group, t. j. Skupina zainteresovaných strán technických expertov

## Manažérske zhrnutie

„**Alternatívne formy získavania kapitálu pre MSP prostredníctvom kapitálového trhu**“. Cieľom dokumentu je analyzovať význam kapitálového trhu pre rozvoj ekonomiky s dôrazom na prínosy financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu, identifikovať príklady dobrej praxe podpory financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu v krajinách EÚ/OECD a sformulovať odporúčania pre rozvoj alternatívneho financovania MSP v SR (ďalej len „analýza“).

Potrebu podpory malých a stredných podnikov prostredníctvom kapitálových trhov intenzívne vníma aj EÚ. Projekt Únie kapitálových trhov postupne napreduje, no podľa prieskumov MSP stále čelia rôznym prekážkam (najmä administratívneho charakteru) pri snahách o získanie iných než úverových zdrojov financovania. Európska legislatíva kapitálových trhov je pre MSP príliš komplikovaná, zaťažujúca a vyžaduje priveľa zdrojov. MSP uvádzajú, že počiatočné náklady napríklad na IPO sú príliš vysoké, rovnako fungovanie podniku ako kótovanej spoločnosti je zaťažené dodatočnými nákladmi. Pre MSP je tiež pomerne zložitá nájsť a zaplatiť špecializovanú spoločnosť, ktorá by sa zaoberala všetkými otázkami spojenými so vstupom na kapitálový trh a s existenciou ako verejne obchodovanej spoločnosti. Pritom v EÚ i na Slovensku sú k dispozícii významné dlhodobé zdroje, ktoré by mohli byť využité na financovanie rozvoja MSP. Mobilizáciu týchto zdrojov v SR by umožnila zásadná reforma penzijného systému.

Za najdôležitejšie prínosy financovania MSP prostredníctvom kapitálových trhov možno označiť diverzifikáciu finančných zdrojov, možnosť dlhodobého financovania, širšiu investorskú základňu, ktorá uľahčuje ďalšie inovácie a rozvoj podnikania a v neposlednom rade vyššiu transparentnosť a dôveryhodnosť podnikania.

Inštitúcie ako Svetová banka a Európska únia vydali celý rad odporúčaní pre rozvoj kapitálových trhov a zlepšenie financovania MSP. Odporúčania Svetovej banky sú všeobecnejšie a naznačujú základné smery, ako by jednotlivé štáty mali postupovať pri rozvíjaní kapitálových trhov (napr. vytvorenie stratégie pre rozvoj KT, úzka spolupráca so súkromným sektorom, súbor stimulov na podporu kapitálového trhu). Odporúčania zo strany EÚ (TESG pre MSP) sú konkrétnejšie a venujú sa viacerým problémovým oblastiam, ako napr. administratívnej náročnosti procesu, marketingu a vzťahom s verejnosťou, chýbajúcemu nezávislému ekonomickému výskumu a ratingu pre MSP. Odporúča sa napríklad zjednodušiť pravidlá týkajúce sa vydávania prospektov a smernicu o zneužívaní trhu vo vzťahu k MSP (MAR), Podniky by mali mať pružnejšie pravidlá pre vydávanie rôznych typov akcií.

Formulované odporúčania pre rozvoj alternatívnych foriem získavania zdrojov pre MSP v Slovenskej republike prostredníctvom kapitálového trhu môžu poslúžiť ako úvodný rámec pre tvorbu komplexnejšieho prorastového riešenia v budúcnosti. Vzhľadom na zvyšujúci sa záujem EÚ o rozvoj kapitálových trhov a financovania MSP prostredníctvom nich a zblížovaní kapitálových trhov deklarovanom v iniciatíve Capital Markets Union by časť z podporných aktivít mohla byť financovateľná aj zo zdrojov EÚ. Odporúčania zahŕňajú vytvorenie stratégie rozvoja kapitálového trhu a alternatívneho financovania MSP (v spolupráci s EK a EBRD). Tvorba stratégie môže byť financovaná z projektov DG Reform. Stratégiu zvykne zostavovať medzinárodný tím expertov. Výhodou tvorby stratégie v spojení so zahraničnými expertami z inštitúcií ako napr. EBRD je širší záber a transfer know-how z iných členských štátov, ktoré vytvorili a úspešne implementovali stratégiu v minulosti. Ďalej nasleduje deväť konkrétnych odporúčaní na rozvoj kapitálového trhu s cieľom zlepšiť prístup na ne pre MSP ako aj retailovým investorom. Ide najmä o zachovanie časového testu, vytvorenie legislatívy pre REIT a aktualizácia legislatívy pre SICAV fondy, vznik fondu pre spoločnosti zamýšľajúce

uskutočniť IPO (pred-IPO) na pokrytie výdavkov vznikajúcich ešte pred samotným IPO, a tiež vytvorenie ko-investičného IPO fondu a infraštruktúrneho fondu. Analýza súčasne podčiarkuje nutnosť zlepšenia vzdelávania pre MSP, rozšírenia poradenstva pre MSP, ktoré uvažujú o získavaní finančných zdrojov na kapitálovom trhu ako aj podpory tvorby analytických správ pre zalistované podniky.

## Úvod

Malé a stredné podniky (MSP) predstavujú základný stavebný kameň ekonomiky vo väčšine krajín sveta. V Európskej únii, MSP zastupujú viac ako 99% všetkých podnikov a tvoria zhruba dve tretiny celkového zamestnanosti v súkromnom sektore. Ich význam pre ekonomický rast, inovácie, zamestnanosť a sociálnu stabilitu je nepopierateľný. Tieto podniky sú často považované za hnaciu silu ekonomických zmien a sú zásadné pre zabezpečenie konkurencieschopnosti a ekonomickej diverzity.

Napriek ich kľúčovej úlohe v hospodárstve, MSP často čelia významným prekážkam pri získavaní financií, najmä z externých zdrojov, ktoré sa vplyvom zvýšených úrokových sadzieb z dôvodu inflácie budú ešte pravdepodobne prehľbovať. Tradičné bankové úvery sa môžu stať časom ťažšie dostupné alebo nevhodné pre mnohé MSP kvôli prísnyim požiadavkám na kolaterál, vysokým úrokovým sadzbám alebo zdĺhavým administratívnym procesom. Táto situácia poukazuje na potrebu preskúmania a rozvoja alternatívnych foriem financovania.

Kapitálový trh ponúka potenciál ako alternatívny zdroj financovania pre MSP. Napriek tomu, že MSP často vnímajú kapitálové trhy ako príliš komplexné alebo nedostupné, významné výhody, ako je prístup k väčšiemu množstvu kapitálu, rozloženie rizika, a zvýšená viditeľnosť, nemožno ignorovať. V kontexte stále sa meniaceho ekonomického prostredia a s rastúcim dôrazom na inovácie a udržateľnosť, sa stáva preskúmanie kapitálového trhu ako možnosti financovania MSP naliehavou potrebou.

Zámerom štúdie je v prvom rade poukázať na možnosti ďalšieho hospodárskeho rastu a poukázať na jednu z možností a nástrojov ako to dosiahnuť. Cieľom štúdie je preskúmať potenciál kapitálového trhu ako alternatívneho zdroja financovania pre MSP, identifikovať hlavné výzvy a príležitosti, a navrhnúť odporúčania pre zlepšenie prístupu MSP k týmto zdrojom. Zámerom je poskytnúť komplexný pohľad na súčasný stav, identifikovať osvedčené postupy a prípadové štúdie zo zahraničia a navrhnúť konkrétne kroky pre rozvoj a integráciu MSP do kapitálového trhu, čím sa podporí ich rast a konkurencieschopnosť.

V úvodnej časti sa venujeme postaveniu kapitálových trhov v rôznych ekonomikách, pričom porovnáваме najmä Spojené štáty a Európsku úniu. V druhej kapitole analýzy sú objasnené prínosy financovania MSP prostredníctvom kapitálových trhov. V kapitole tri na konkrétnych príkladoch z členských štátov, ktoré sú Slovensku blízke historicky i kultúrne - Česká republika, Maďarsko a Rumunsko, analýza predstavuje príklady dobrej praxe pri rozvoji kapitálových trhov, ktoré sa môžu na Slovensku priamo implementovať. V poslednej časti analýza predkladá súbor odporúčaní pre rozvoj alternatívnych foriem získavania zdrojov pre MSP v Slovenskej republike prostredníctvom kapitálového trhu.

Autori analýzy veria, že sa stane prvým krokom v rozsiahlom projekte rozvoja kapitálového trhu v Slovenskej republike v súlade so zámermi EÚ. Urýchlený rozvoj kapitálového trhu je nevyhnutnou podmienkou zvýšenia dynamiky rozvoja slovenskej ekonomiky ako aj riešenia problematiky starnutia populácie.

# 1 Význam kapitálového trhu pre hospodárstvo – analýza a strategický pohľad na kapitálové trhy a MSP v Európskej únii

Kapitálové trhy sú neoddeliteľnou súčasťou moderného hospodárstva. Poskytujú platformu, kde sa stretávajú ponuka a dopyt po kapitále, umožňujú tak podnikom získavať financie potrebné na rast a expanziu. Kapitálové trhy umožňujú diverzifikáciu zdrojov financovania a redukciu závislosti podnikov od bankových úverov. Efektívne fungujúce kapitálové trhy zároveň prispievajú k stabilite finančného systému a podporujú hospodársky rast. Množstvo empirických štúdií poukazuje na koreláciu medzi hospodárskym rastom, produktivitou a rozvojom kapitálových trhov, pričom jedným z akceleratorov je práve rozvinutý kapitálový trh.<sup>1 2 3</sup>

Hlavnou výhodou kapitálových trhov je ich schopnosť mobilizovať veľké objemy kapitálu z rôznych zdrojov. To umožňuje podnikom, vrátane MSP, získavať financie za podmienok, ktoré sú často výhodnejšie ako tradičné bankové úvery. Kapitálové trhy tiež umožňujú investorom diverzifikovať svoje portfóliá a investovať do širšieho spektra aktív, čo prispieva k rozloženiu rizika.

Okrem toho sú kapitálové trhy dôležité pre alokáciu zdrojov v ekonomike. Investori na kapitálových trhoch hľadajú podniky s najväčším potenciálom rastu a inovácií, čím prispievajú k efektívnej alokácii kapitálu do sektorov a podnikov, ktoré sú najviac produktívne a majú najväčší potenciál rastu. Týmto spôsobom kapitálové trhy napomáhajú k optimalizácii hospodárskeho výkonu a podporujú dlhodobý udržateľný rast.

Kapitálové trhy sú súčasťou finančných trhov a slúžia na získavanie dlhodobých finančných zdrojov od investorov, cestou napríklad predaja/kúpy akcií. Očakáva sa pritom, že akcie budú investori držať dlhšie než jeden rok. Na druhej strane peňažné trhy slúžia najmä na získavanie krátkodobých zdrojov.

Keďže investícia môže priniesť dostatočný výnos po dlhšom čase, hlavnými investormi na kapitálových trhoch sú finančné inštitúcie, fondy (napríklad penzijné) a veľké spoločnosti.

Financovanie prostredníctvom kapitálových trhov je priame financovanie, keďže dochádza k priamemu nákupu cenných papierov (akcie, dlhopisy) investormi od dlžníka. Úverové financovanie (bankové) je nepriame, pretože úverové inštitúcie zbierajú zdroje od sporiteľov a potom ich požičiavajú. V posledných 10 - 15 rokoch však s rozvojom sekuritizácie banky začínajú byť aktívne na oboch trhoch.

Spolu s úverovým financovaním kapitálové trhy poskytujú finančné zdroje ekonomike a rozširujú investorskú bázu. Viac financovania prostredníctvom akcií dáva spoločnostiam flexibilitu a najmä viac zdrojov bez rastu zadlženosti.

---

<sup>1</sup>Carvajal, Ana Fiorella; Bebczuk, Ricardo Nestor; Silva, Anderson Caputo; Garcia Mora, Alfonso. Capital Markets Development : Causes, Effects, and Sequencing (English). Washington, D.C. : World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing>

<sup>2</sup>World Bank Group. 2020. Capital Markets Development: A Primer for Policymakers. World Bank, Washington, DC. <http://hdl.handle.net/10986/36058>

<sup>3</sup>Silva, Anderson Caputo; Nerlich, Anica. Listing State-Owned Enterprises in Emerging and Developing Economies : Lessons Learned from 30 Years of Success and Failure (English). Washington, D.C. : World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/984431624443117178/Listing-State-Owned-Enterprises-in-Emerging-and-Developing-Economies-Lessons-Learned-from-30-Years-of-Success-and-Failure>

Existujú názory, že finančné trhy vďaka svojim prirodzeným sklonom preferovať inovácie a brať na seba riziko, sú ľahko zraniteľné a málo odolné voči krízam. Príkladom pre týchto kritikov je finančná a hospodárska kríza rokov 2008 a 2009.

Kapitálové trhy slúžia na alokáciu kapitálu, tvorbu cien a tiež publicitu<sup>4</sup>. Schopnosť podnikov získavať zdroje na základe rastu ich návratnosti cestou využívania nových myšlienok a technológií, im umožňuje veľmi rýchlo rásť. Kapitálové trhy majú potenciál efektívne distribuovať riziká, nakoľko efektívne alokovanie kapitálu zahŕňa aj transfer rizika k tým, ktorí majú najlepšiu schopnosť ho niesť.

Teoretický aj empirický ekonomický výskum ukázali, že rozvoj kapitálového trhu je založený na troch hlavných faktoroch<sup>5</sup>: makroekonomické prostredie, stav finančného sektoru a právne a inštitucionálne prostredie.

Makroekonomické prostredie pôsobí cez výšku HDP a mieru jeho rastu, makroekonomickú stabilitu a cez fiškálnu politiku.

Hĺbka finančného sektora značne ovplyvňuje rozvoj kapitálového trhu. Ide tu najmä dobre rozvinutý bankový systém, existenciu inštitucionálnych investorov, ktorí disponujú značnými prostriedkami a globálnu otvorenosť finančného systému.

Zdravé inštitucionálne prostredie znamená efektívnu ochranu práv investorov, vymožitelnosť práva, kvalitnú reguláciu trhu cenných papierov a akceptovateľné politické riziko.

Kapitálové trhy v EÚ nie sú dostatočne vyvinuté oproti iným rozvinutým ekonomikám (Príloha 1). Okrem toho podniky financujú svoj rozvoj až na 80% prostredníctvom úverov<sup>6</sup>. Iné porovnanie hovorí, že na úverový dlh plus záväzky európskych kótovaných firiem predstavuje v priemere 141% ich kapitálu, pričom v Spojených štátoch je to 102%, v Japonsku 120%, v Číne 109% a v Južnej Kórei 114%<sup>7</sup>.

Ešte väčšie rozdiely sú pri financovaní nových podnikov, najmä takých, čo sa venujú technologickým inováciám, kde často aktíva firiem nie sú hmotnej povahy (unikátny softvér, patent, a pod.). Takéto spoločnosti vyhľadávajú venture kapitál, ktorý sa orientuje na projekty s vysokou mierou neistoty, nové nápady a pod. Aj v tejto oblasti EÚ zaostáva. V roku 2019 tvorili investície prostredníctvom venture kapitálu v EÚ len 0,015% HDP. V Spojených štátoch to bolo 20-krát viac, čiže 0,33% HDP. Ešte väčší rozdiel to bol v porovnaní s Izraelom, kde venture investície tvoria až 0,38% HDP. Nepriaznivý vývoj v oblasti školstva má presah aj do finančnej gramotnosti, čo následne ovplyvňuje potenciál kapitálových trhov vytvárať nové investičné príležitosti, efektívne tvoriť, získavať a alokovať kapitál. Zhoršenie kvality vzdelávania negatívne vplyva na celkovú schopnosť spoločnosti vyvíjať vyššiu pridanú hodnotu, prinášať inovácie a nové podnikateľské aktivity, čo z dlhodobého hľadiska môže negatívne ovplyvniť vznik nových inovatívnych podnikov a teda aj zhoršiť možnosti financovania MSP cez kapitálové trhy. V Európe sa však aj takéto spoločnosti spoliehajú vo

<sup>4</sup><https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52015SC0013>

<sup>5</sup>Carvajal, Ana Fiorella; Bebczuk, Ricardo Nestor; Silva, Anderson Caputo; Garcia Mora, Alfonso.

Capital Markets Development : Causes, Effects, and Sequencing (English). Washington, D.C. : World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/701021588343376548/Capital-Markets-Development-Causes-Effects-and-Sequencing>

<sup>6</sup> Stanyo Dinov: European CMU - claims and criticism. Book, January 2020. [https://www.researchgate.net/publication/338581120\\_European\\_Capital\\_Markets\\_Union\\_-\\_claims\\_and\\_criticism](https://www.researchgate.net/publication/338581120_European_Capital_Markets_Union_-_claims_and_criticism)

<sup>7</sup> <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2021/06/PC-CMU.pdf>. Indikátor je definovaný ako (Celkové záväzky vrátane úverov)/Celkový kapitál - (Total liabilities and debt)/(Total shareholders' equity).

väčšej miere než inde vo svete na úverové financovanie. Nedostupnosť domáceho venture kapitálu (navyše časť z neho pochádza z verejných zdrojov) spôsobuje napríklad aj to, že európske technologické podniky sú vo väčšej miere akvirované americkými spoločnosťami. Napríklad podľa stránky Crunchbase<sup>8</sup> v prvom štvrtroku 2021 asi tretinu európskych startupov akvirovali spoločnosti zo Spojených štátov, pričom získali väčšinu ponúk presahujúcich 100 mil. USD. V roku 2020 až 42% zdrojov vo venture fondoch pôsobiacich v EÚ prišlo z mimoeurópskych štátov, pričom 62% bolo zo Spojených štátov<sup>9</sup>.

Retailoví investori a súkromné penzijné fondy v EÚ investujú do akcií omnoho menej než v iných častiach sveta. Investície sú najnižšie v štátoch s veľkým verejným priebežným dôchodkovým systémom, čo samozrejme predstavuje veľké riziko pri súčasnom demografickom vývoji<sup>10</sup>. Napríklad len 9% populácie v eurozóne vlastní akcie, oproti 52% v Spojených štátoch. Podiel akcií v súkromných penzijných fondoch je len 20% v EÚ (medián), kým 30% vo Švajčiarsku, 44% v Spojených štátoch a 51% v Austrálii<sup>11</sup>.

EK ešte v roku 2015 identifikovala prekážky rozvoja kapitálových trhov<sup>12</sup>:

- Slabo rozvinutý alebo fragmentovaný trh;
- Bariéry na ponukovej strane trhu (prístup k financiám, najmä pre MSP)
- Obmedzenia na strane ponuky (kto môže a ako investovať)
- Zlyhania trhu a regulatívne prekážky

Tieto prekážky má postupne odstraňovať projekt Únie kapitálových trhov.

## 1.1 Malé a stredné podniky v Európskej únii

Malé a stredné podniky, vrátane mikropodnikov (MSP) predstavujú chrbtovú kosť ekonomiky Európskej únie. Tvoria 99 % všetkých podnikov v EÚ (zhruba 25 mil.), zabezpečujú dve tretiny pracovných miest v súkromnom sektore (asi 100 mil. osôb) a prispievajú viac ako polovicou k celkovej pridanej hodnote vytvorenej podnikmi v EÚ.

Tab. č. 1: **Klasifikácia MSP podľa EÚ<sup>13</sup>**

Typ	Počet zamestnancov	Obrat (mil. €)	Bilančná suma (mil. €)
Stredný	< 250	do 50	do 43
Malý	< 50	do 10	do 10
Mikro	< 10	do 2	do 2

MSP pôsobia hlavne na vnútroštátnej úrovni, pretože len pomerne málo sa ich zapája do cezhraničného podnikania v rámci EÚ. Nezávisle od rozsahu svojej činnosti sú však MSP ovplyvňované právnymi predpismi EÚ v rôznych oblastiach, ako napríklad zdaňovanie, hospodárska súťaž a obchodné právo. Vymedzenie Komisie týkajúce sa MSP je uvedené v odporúčaní 2003/361/ES.

<sup>8</sup><https://news.crunchbase.com/news/european-venture-reaches-all-time-high-in-the-first-quarter-of-2021/>

<sup>9</sup><https://www.investeurope.eu/research/activity-data/fundraising/>

<sup>10</sup><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>

<sup>11</sup>[https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b6d3dcfc-en/1/2/9/4/index.html?itemId=/content/publication/b6d3dcfc-en&\\_csp\\_=a8e95975da55b0299df9e90b37215621&itemIGO=oecd&itemContentType=book](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b6d3dcfc-en/1/2/9/4/index.html?itemId=/content/publication/b6d3dcfc-en&_csp_=a8e95975da55b0299df9e90b37215621&itemIGO=oecd&itemContentType=book)

<sup>12</sup>CELEX%3A52015SC0013%3AEN%3ATXT

<sup>13</sup><https://ec.europa.eu/docsroom/documents/42921>

Kritéria obratu a bilančnej sumy sa používajú alternatívne.

MSP, v porovnaní s veľkými (často nadnárodnými) podnikmi, vždy čelili väčším problémom pri hľadaní financovania. Dôsledkom problémov s financovaním MSP je koncentrácia primárne na financovanie prostredníctvom bánk. Určité riešenie sa dosiahlo pri zlepšovaní dostupnosti financovania a úverov pre MSP prostredníctvom poskytovania pôžičiek, záruk a rizikového kapitálu prostredníctvom verejných európskych finančných inštitúcií – Európska investičná banka (EIB) a Európsky investičný fond (EIF), ktoré rozšírili svoje činnosti zamerané na MSP. Napriek tomu, ako ukážeme ďalej, časť podnikov si nedokáže nájsť potrebné rozumné financovanie. Tieto problémy sa však riešia už viac než desaťrošie, no EK zatiaľ nenašla také riešenie, ktoré zabezpečilo jednoduchý prístup k financovaniu všetkým MSP spĺňajúcim isté kritéria (viď ďalej prieskumy SAFE).

Európska komisia považuje problematiku financovania SME za dôležitú, a tak sa v jej akčnom pláne pre Úniu kapitálových trhov<sup>14</sup> objavila iniciatíva nasmerovať MSP na alternatívnych poskytovateľov financovania. Ide o úlohu pre banky, ktoré majú tie MSP, ktorým odmietnu financovanie (najmä z dôvodov vyššieho rizika) usmerniť smerom k alternatívnym poskytovateľom finančných zdrojov.

V prvom polroku zhruba 81% žiadateľov MSP o financovanie bankami uspelo úplne alebo čiastočne. Zvyšku žiadateľov žiadosť zamietli alebo podmienky boli neprijateľné<sup>15</sup>.

Od roku 2021 sa situácia zmenila. Podľa publikácie ECB venovanej úverovým štandardom bánk<sup>16</sup> v Eurozóne, sa tieto v priebehu rokov 2022 a 2023 výrazne sprísnil, najmä kvôli vyššiemu riziku a nižšiemu rizikovému apetítu bánk. Banky očakávajú do konca roka 2023 ďalšie sprísňovanie úverových štandardov. Podmienky financovania sa zhoršili. Kvôli vyššej cene vlastného financovania a tiež kvôli výraznejšiemu vnímaniu rizika sa cena úverovania podstatne zvýšila. Priamym dôsledkom týchto zmien je aj podiel zamietnutých žiadostí o úvery, ktorý sa u MSP zvýšil zo zhruba 5% v 1. štvrtroku 2022 na asi 16% v druhom štvrtroku 2023. Možno očakávať, že tento trend bude pokračovať a nebude len krátkodobou odchýlkou od dlhodobej praxe dostupných a lacných úverov pre MSP. MSP budú musieť viac než veľké podniky hľadať alternatívne zdroje financovania. Kapitálový trh je pre MSP príležitosťou získať dostupné financovanie a na druhej strane je tiež príležitosťou pre rôzne typy investorov investovať do rôznych projektov, ktoré môže výrazne zhodnotiť vloženie investície. To je ďalší významný efekt, ktorý hovorí v prospech masívneho rozvoja kapitálových trhov. Súčasnú verejnú dôchodkovú systém nie sú v dnešnej podobe udržateľné. Občania musia preto vo väčšej miere participovať na raste ekonomiky a to je možné prostredníctvom investovania na kapitálových trhoch.

## 1.2 Prístup MSP k financovaniu a faktory, ktoré ho ovplyvňujú

V pravidelnom prieskume EK a ECB o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) za rok 2022<sup>17</sup> sa konštatuje, že úverové financovanie dominuje. Až pre 82% podnikov je tento spôsob financovania relevantný, pričom trend je rastúci, pretože v roku 2021 to tvrdilo len 77% podnikov. Z pohľadu produktov dominujú úverové linky, prečerpanie na účte či kreditné karty. Pomerne bohato zastúpené sú aj líziny a bankové úvery (vrátane dotovaných). Viac než

<sup>14</sup>[https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan\\_en](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en)

<sup>15</sup>[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-07/220628-report-sme-referral-scheme\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-07/220628-report-sme-referral-scheme_en.pdf)

<sup>16</sup>[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey2023q2~6d340c8db6.en.html#toc5](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2023q2~6d340c8db6.en.html#toc5)

<sup>17</sup>[https://single-market-economy.ec.europa.eu/system/files/2023-01/SAFE\\_Analytical\\_Report\\_2022.pdf](https://single-market-economy.ec.europa.eu/system/files/2023-01/SAFE_Analytical_Report_2022.pdf)

štvrtina podnikov uviedla, že sa financujú z vlastných zdrojov (zadržané zisky či predaj aktív). Takýto výsledok je aj dôsledkom dlhodobo uvoľnenej menovej politiky ECB.

MSP sú pesimistické ohľadne svojich ekonomických perspektív, až 50% tvrdí, že sa zhoršili a len 6%, že sú lepšie. Čo sa týka financovania, MSP zaznamenali nižšiu ochotu bánk požičiavať a tým zhoršujúci sa prístup k úverovým zdrojom. Dve tretiny MSP s bankovými úvermi už čelilo zvyšovaniu úrokových sadzieb a zvýšili sa tiež požiadavky na kolaterál.

Z tých MSP, ktoré žiadali v období marec 22 - august 22 o úverovú linku alebo o možnosť prečerpania na účte či karte bolo úplne vyhovené dvom tretinám žiadateľov, 10% bolo uspokojených čiastočne a 7% žiadostí bolo zamietnutých, 3% žiadateľov nevyhovovali podmienky stanovené bankou. 8% žiadateľov sa žiadosť stále posudzovala a nevedelo sa vyjadriť 6% dopytovaných firiem. Na Slovensku boli podobné pomery, 71% žiadateľov banky vyhovel v plnom rozsahu a 9% čiastočne. Zamietnutých bolo 10% žiadostí a 1% žiadateľov ukončilo proces z vlastného rozhodnutia na základe neprijateľných úverových podmienok bánk. 3% žiadateľov sa žiadosť stále posudzovala a nevedelo sa vyjadriť 5% dopytovaných respondentov. V prípade žiadostí o úver boli výsledky obdobné, len úplne uspokojených bolo v EÚ-27 62% žiadateľov a zamietnutých bolo 7% žiadostí.

Z hľadiska objemu naposledy poskytnutého bankového financovania, v EÚ asi tretina bola do 100 tis. € a zhruba pätina nad 1 mil. €. Na Slovensku do 100 tis. € bola polovica úverov a nad 1 mil. € len asi desatina. Úrokové miery v rokoch 2021 a 2022 stúpali, no sú stále nižšie než boli v rokoch 2014 a skôr.

Celková medzera pre dlhové financovanie MSP bankami bola odhadnutá v roku 2018 v EÚ na asi 1,1% HDP<sup>18</sup>, na Slovensku 2,3% HDP, pričom asi 2,5% vhodných podnikov z rôznych dôvodov nezískalo financovanie. Možno predpokladať, že teraz je situácia horšia, vzhľadom na rast sadzieb i horšie vyhliadky ekonomiky.

Len 11% MSP uvádza, že financovanie cez akcie je pre nich relevantný zdroj, pre 84% nie je relevantný. Na Slovensku je to relevantný zdroj financií len pre 5% podnikov. Oproti bankovému financovaniu si MSP uvedomujú dlhodobo sa zlepšujúcu dostupnosť financovania cez akciový kapitál. Napriek očakávaniu vyšších úrokových mier, MSP v Únii silno preferujú úverové financovanie oproti akciovému (77% oproti 6%). Podobný postoj majú aj slovenské MSP (76% oproti 5%).

Odhadnutá medzera pre akciové financovanie v EÚ bola v roku 2018 vyššia než u dlhového financovania, no rozdiely medzi jednotlivými členskými štátmi boli veľké, čo súvisí s veľmi odlišným stupňom rozvoja akciového trhu. Veľká medzera môže znamenať buď rýchlo sa rozvíjajúci trh s rastúcim dopytom po tomto druhu financovania alebo aj trh s veľkým dopytom, ktorý sa však nedarí z rôznych dôvodov uspokojovať (napr. preregulovanosť). Vo Švédsku bola medzera v 2018 18,7% najmä kvôli rýchlo rastúcemu dopytu. Podobne malá medzera môže byť kvôli nízkemu dopytu po akciovom financovaní (Slovensko) alebo dopyt je v rovnováhe s ponukou (Francúzsko).

Napriek výraznému uprednostňovaniu bankového financovania, MSP vidia, že vysoké úrokové miery môžu obmedzovať ich schopnosť získať financovanie. Tento dôvod uviedlo v roku 2022 až 26% podnikov oproti 12% v roku 2021. Možno predpokladať, že obdobie veľmi ľahko prístupného bankového financovania máme za sebou a MSP budú hľadať alternatívne zdroje financovania.

---

<sup>18</sup> [https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union.pdf](https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/Gap%20analysis%20for%20small%20and%20medium-sized%20enterprises%20financing%20in%20the%20European%20Union.pdf)

Menová politika ECB po kríze rokov 2008-9 smerovala k zlepšeniu dostupnosti úverov pre MSP, predovšetkým v členských štátoch postihnutých dlhovou krízou. Publikácia ECB<sup>19</sup> uvádza, že podiel MSP obmedzených v prístupe k bankovému financovaniu klesol v štátoch postihnutých dlhovou krízou (IRL, GR, IT, ES, PT, CY) z 23% v roku 2011 na 9% v roku 2019. V ostatných členských štátoch to bolo pokles z 13% na 5% podnikov. Podľa autorov jedným z dôvodov mimoriadne uvoľnenej menovej politiky bolo aj zlepšiť dostupnosť úverov pre podniky. Podobný účinok a zväčšenie priestoru pre financovanie podnikov mali aj nákupy podnikových dlhopisov cez CSPP (corporate sector purchase programme). Otázkou však ostáva, k čomu viedlo toto bezmedzné tlačenie úverov do podnikového sektoru, ktorý reagoval uvoľnením úverových štandardov, a súčasne ako budú vyzerat' bilancie a výkazy ziskov a strát bánk po niekoľkonásobnom zvýšení sadzieb zo strany ECB. Uvedená štúdia v záveroch konštatuje, že pre MSP je prístup k diverzifikovaným zdrojom financovania stále výzvou. Podiel MSP, ktoré sa financujú na finančných trhoch je nízky, a to napriek ťažkostiam pri získavaní bankového financovania a snahám EK pokročiť pri budovaní ÚKT, ktorej jedným z cieľov je práve uľahčiť financovanie MSP. Autori štúdie identifikovali, že MSP, ktoré vyvážajú, sú nadpriemerne ziskové a inovatívne, resp. majú ambíciu ďalšieho rastu, sú viac naklonené hľadať alternatívne zdroje financovania.

Na vysokú závislosť MSP na bankovom financovaní upozorňujú autori ďalšej štúdie<sup>20</sup>, ktorí tvrdia, že MSP nemajú záujem o kapitálový trh aj z dôvodov vysokých vstupných investícií. Hovoria však, že v blízkej budúcnosti sa pomery môžu zmeniť kvôli sprísnenej menovej politike ECB a kvôli skončeniu núdzových opatrení prijatých v období pandémie. Tieto podniky však vykazujú nadpriemernú medzeru vo financovaní.

Popri bankovom financovaní a verejných kapitálových trhoch, istú úlohu pri financovaní MSP - predovšetkým začínajúcich a inovatívnych, s perspektívou vysokého rastu, hrá súkromné akciové financovanie (private equity, PE) a venture fondy (VF). Venture fondy sú pritom nezriedka čiastočne financované z verejných zdrojov. Samozrejme, ide o pomerne veľké zdroje, v roku 2021 v EÚ sa takto financovalo takmer 9000 podnikov v objeme 138 mld. €. Treba dodať, že časť tých zdrojov bolo z verejných zdrojov.

V roku 2022 sa však atmosféra zhoršila, fondy venture kapitálu ťažšie hľadali partnerov, znížila sa ochota investorov riskovať. Zhoršili sa podmienky exitu z venture fondov tým, že sa znížila likvidita IPO trhu, znížili sa možnosti financovania cez akcie a tiež nové podniky musia riešiť problém nedostatku kvalitných profesionálov. Venture fondy čelia problému vysychaniu zdrojov, pretože inštitucionálni investori a bohatí jedinci majú podstatne nižší rizikový apetít kvôli rastúcej neistote.

---

<sup>19</sup>[https://www.ecb.europa.eu/pub/economic\\_bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202004\\_02~80dcc6a564.en.html#toc4](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic_bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202004_02~80dcc6a564.en.html#toc4)

<sup>20</sup><https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9938349/#Fn15>

**BOX 1<sup>21</sup>****Udržateľná taxonómia EÚ a MSP**

Súčasný trend tzv. udržateľného financovania sa odzrkadľuje v povinnosti pridať k finančnému výkazníctvu aj vykazovanie parametrov udržateľnosti. Vo všeobecnosti sa takáto povinnosť bude týkať kótovaných MSP od roku 2027 na základe údajov z roku 2026.

V istých prípadoch sa však vykazovanie pre MSP môže začať skôr, a to v prípadoch, že sú súčasťou dodávateľského reťazca spoločností, u ktorých sa vykazovacia povinnosť začne skôr (napríklad veľké spoločnosti musia vykazovať už v roku 2026). V takom prípade budú musieť napríklad uskutočniť hodnotenie, že ich produkty (služby) nepredstavujú vážnu újmu. (DNSH do no significant harm). Podobne možno predpokladať, že určitý rozsah vykazovania môžu od MSP vyžadovať finančné inštitúcie, či napr. inštitúcie kolektívneho investovania, pokiaľ investujú do cenných papierov emitovaných MSP.

Podľa najnovších štatistík FESE v EÚ zatiaľ nedošlo k zásadnému obratu v širšej participácii MSP na verejných kapitálových trhoch<sup>22</sup>. Počet kótovaných spoločností na trhoch MSP od roku 2020 mierne rastie, no celkový počet emisií je okolo 1400 a v roku 2022 trhová kapitalizácia týchto spoločností klesla o tretinu. Aj celkový záujem o IPO v Únii po roku 2021 dramaticky klesol, v roku 2021 ich bolo 534, v roku 2022 bolo 167 a v prvom polroku 2023 už len 39. Podobne klesli aj investičné toky.

V EÚ vznikli niekoľko iniciatív, ktoré sa snažili formulovať opatrenia, ktoré by zvýšili atraktivnosť IPO pre investorov, podniky i ďalších stakeholderov. Identifikovali niekoľko okruhov problémov<sup>23</sup>:

- reguláciu (napríklad v oblasti zneužitia trhu či prospektov) treba zjednodušiť tak, aby bola flexibilnejšia pre MSP;
- posilniť rastový trh pre MSP, výskum MSP, podporu pre menšie trhy
- podporiť účasť investorov (najmä však inštitucionálnych a bohatých) na IPO MSP,
- formovať európsku akciovú kultúru cestou vzdelávania,
- zlepšiť daňové iniciatívy pre IPO a celkovo pre akcie.

### 1.3 Hlavné bariéry vstupu na kapitálový trh pre MSP

Európska legislatíva kapitálových trhov (napríklad Market Abuse Regulation alebo Prospectus Directive) je pre MSP príliš komplikovaná, zaťažujúca a vyžaduje priveľa zdrojov. MSP tiež hovoria, že počiatkové náklady napríklad na IPO sú príliš vysoké, rovnako fungovanie ako kótovanej spoločnosti je zaťažené dodatočnými nákladmi. Pre MSP je tiež pomerne zložité nájsť a zaplatiť špecializovanú spoločnosť, ktorá by sa zaoberala všetkými otázkami spojenými

<sup>21</sup><https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=080024092024101108121103098120081110032078062093055026025124006112114076070023098113098018058015020038053112004108080064090105054075021079031075098074114087078005106028018077090080083098076065126094095018002008116071092073087010070076122126121006112004&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

<sup>22</sup><https://www.fese.eu/app/uploads/2023/01/FESE-Capital-Markets-Fact-Sheet-2022-Q4.pdf>

<sup>23</sup>European IPO Report 2020, EBRD and FESE, Bruxelles, 2020.

so vstupom na kapitálový trh a s existenciou ako verejne obchodovanej spoločnosti. MSP sú obvykle spoločnosti, ktoré sú úzko špecializované na niektorý produkt či služby, kde majú expertov, no udržiavať tím, ktorý by sa zaoberal len kapitálovým trhom a s ním spojenými regulátornými a vykazovacími podmienkami, si spravidla nemôžu dovoliť.

Možnými riešeniami sa javia:

- zjednodušiť pravidlá pre MSP (už sa čiastočne deje v rámci ÚKT, no zatiaľ ani zďaleka nie dostatočne) a/alebo
- prijať iniciatívu, ktorá vyčlenila zdroje na podporu vstupu MSP na kapitálové trhy v EÚ, takým spôsobom, aby vznikli spoločnosti, ktoré by ponúkali MSP rad služieb smerovaných na získavanie externých nebankových zdrojov: Venture capital, príprava prospektov, výskum, road shows pre investorov, marketing, vykazovacie povinnosti a pod.,
- hľadať spôsoby ako znížiť náklady na zotrvávanie MSP na kapitálovom trhu (tak aby sa aspoň vyrovnali nákladom bankového financovania).

## 1.4 Výzvy pre kapitálový trh v EÚ a otvorené otázky pre členské štáty

Najnovší pohľad na stav kapitálových trhov v EÚ a hodnotenie pokroku pri projekte ÚKT zverejnil think tank New Financial (v spolupráci s Deutsche Bank)<sup>24</sup>. Autori identifikovali päť veľkých výziev, ktoré musí Únia riešiť, medzi ktorými je zabezpečiť podnikom lepší prístup k viacerým zdrojom financovania, podporovať inovácie a rast a podporiť starnúcu populáciu. Toto sú výzvy, ktoré môže pomôcť riešiť dobre fungujúci a rozvinutý kapitálový trh.

Napriek tomu, že kapitálový trh v EÚ rastie a prehľbuje sa, jeho dynamika je v porovnaní s inými časťami sveta nízka. V skutočnosti, sa podiel EÚ na globálnej aktivite týchto trhov znižuje, čo vedie k odlivu zdrojov z EÚ. Podobne EÚ zaostáva pri financovaní prvotných štádií podnikania (venture kapitál). Ako sme spomenuli vyššie, závislosť podnikov na bankovom financovaní je stále vysoká a tento stav sa nemení.

Budovanie jednotného kapitálového trhu v EÚ (ÚKT) pokračuje pomaly a ide viac o legislatívne opatrenia ako o praktické kroky. V súčasnosti je tento trh veľmi heterogénny a fragmentovaný, rozdiely medzi kapitálovými trhami v jednotlivých členských štátoch sú priepastné (napr. Luxembursko a Slovensko). Akciový trh vo Švédsku, vrátane IPO, venture kapitálu je aktívnejší a hlbší než v Spojenom kráľovstve.

Všeobecné makroekonomické prínosy vyspelého kapitálového trhu spočívajú podľa [2] v podpore rastu, pretože poskytujú podstatne viac možností pre rôzne typy investičných zámerov a stratégií, rôzne rizikové apetíty a odlišné investičné horizonty. Rozvoj akciového trhu podľa empirických skúseností prináša so sebou viac nehmotných investícií, investícií do výskumu a vývoja ako aj technologických inovácií. Kapitálové trhy ovplyvňujú aj finančnú stabilitu cez viacero kanálov. V dobách neochoty bánk požičovať, nedostatku zdrojov a vysokých sadzieb (credit crunch) akciový a dlhopisový trh majú stabilizujúci úlohu. Vyššia flexibilita kontraktov na kapitálovom trhu znižuje stres na podniky v zlých časoch, najmä pri problémoch s likviditou (akciový kapitál sa nemusí splatiť v istý moment). Kapitálový trh tiež môže napomôcť investorom lepšie riadiť svoje riziká prostredníctvom derivátov, čím sa napomáha zlepšovaniu finančnej stability.

Aké sú hlavné konkrétne benefity rozvinutého kapitálového trhu?

<sup>24</sup><https://newfinancial.org/report-eu-capital-markets-a-new-call-to-action/>

1. Širší rozsah zdrojov, ktoré dopĺňajú zdroje bánk a znižujú závislosť ekonomiky na bankách.
2. Rozvinutý kapitálový trh zvyšuje odolnosť ekonomiky voči šokom.
3. Časť podnikov má ľahší prístup ku kapitálu, najmä dlhodobému, ktorý je pritom lacnejší než bankové zdroje.
4. Uvoľnia sa úverové zdroje bánk pre tie MSP, ktoré sa nedokážu financovať na kapitálovom trhu.
5. Vyššia efektívnosť a flexibilita využívania kapitálu v ekonomike.
6. Vyšší rozsah dlhodobého financovania a dlhodobých výnosov. Dlhodobé investovanie prináša vyššie výnosy, ktoré zvyšujú príjmy v post-produktívnom veku.
7. Tvorba bohatstva pre viac občanov, ktorí sa tak podieľajú na benefitoch ekonomického rastu.

### **1.5 Kľúčové oblasti na ktoré by sa mali členské štáty sústrediť a zväziť s cieľom rozvoja financovania MSP cez kapitálové trhy**

Členské štáty sa nemôžu spoliehať len na EK a jej legislatívne iniciatívy a musia začať riešiť problematiku rozvoja kapitálového trhu aj na národnej úrovni. Tu je súbor otázok, ktoré by si mali zodpovedať pred tým než začnú konať:

1. Akými spôsobmi sa financujú podniky v štáte? Aká je stabilita bánk? Aký podiel podnikov hovorí, že pociťujú nedostatok zdrojov - krátkodobých i dlhodobých?
2. Aký podiel úspor občanov je uložených v bankách a koľko v investíciách? Aká je perspektíva dlhohodobej tvorby bohatstva a to najmä v podmienkach vysokej inflácie? Čo by sa stalo ak by časť úspor z bánk odišla do iných foriem investovania?
3. Aká je stabilita penzijného systému a jeho jednotlivých pilierov, najmä štátneho? Aké sú podiely priebežného a fondového financovania v porovnaní s inými štátmi? Ako sa budú tieto podiely meniť v budúcnosti? Čo sa stane ak by sa zvýšili príspevky občanov pre svoje osobné penzie a tak vytvorili väčší balík dlhodobých zdrojov?
4. Aký je stav infraštruktúry trhu? Existujú nejaké bariéry v oblasti infraštruktúry, ktoré bránia rozvoju trhu?
5. Majú podniky s vysokým potenciálom dostatočný prístup k rizikovému kapitálu? Je úroveň financovania cez akciový trh a IPO dostatočná na pokrytie dopytu?
6. Aká je regulácia finančného systému v štáte, na základe akej metriky sa reguluje a ako je prostredie v porovnaní s inými členskými štátmi? Aké prekážky pre rast a investície predstavuje súčasná regulácia?
7. Aká je rovnováha v štáte medzi zdanením práce a kapitálu, medzi zdanením dlhu a akcií? Ako ovplyvňuje daňový systém investície? Ako možno zmeniť daňový systém v štáte, tak aby podporil investovanie?
8. Aká je vymožitelnosť práva v štáte? Aká je priemerná dĺžka súdnych konaní a ako je zložitý právny systém? Aká je transparentnosť konania orgánov verejnej moci a aká je miera korupcie vo verejnej správe?
9. Ako môže regionálna spolupráca vo finančnom sektore a v oblasti kapitálového trhu napomôcť rastu ekonomiky?

## 1.6 Prístup k štátom vlastneným a spoluvlastneným podnikom

Svetová banka sa pomerne podrobne venuje otázkam štátom vlastnených podnikov (SVP). Čo sa týka Slovenska, tím zo Svetovej banky bol za ozdravením a úspešnou privatizáciou Slovenskej sporiteľne a VÚB na prelome tisícročí. Práve úspešná privatizácia najväčších bánk (a kvalitná regulácia a dohľad) stoja za dlhodobou stabilitou domáceho finančného systému.

Rozvoj príležitostí pre financovanie MSP cez kapitálové trhy je previazaný s celkovou úrovňou rozvoja kapitálového trhu a ide o komplexný ekosystém, v ktorom je potrebná účasť viacerých strán. Vyššia atraktivnosť trhu pre investorov je ovplyvnená dostupnosťou tzv. „blue chips“ spoločností, čo sú veľké spoločnosti a to bez ohľadu na prevažujúcu formu vlastníctva.<sup>25</sup> „Blue chips“ spoločnosti majú potenciál pritiahnúť veľkých inštitucionálnych investorov a priniesť tak množstvo voľného kapitálu naraz, čo pozitívne pôsobí na rozvoj trhu ako celku a otvára príležitosti aj pre rozvoj celého ekosystému<sup>26</sup>, vrátane likvidity, dostupnosti financovania pre MSP a záujmu retailových investorov o investovanie na domacom trhu. Úspech veľkých spoločností zároveň vytvára pozitívny príklad pre menšie spoločnosti a má potenciál znížiť ďalšie bariéry vstupu na kapitálový trh.

Prítomnosť nadkritického množstva „blue chips“ spoločností, umožní využiť potenciál pre krajinu dostať sa do akciového indexu<sup>27</sup> čo následne rozšíri množstvo dostupného kapitálu, keďže na indexy sú nadviazané ďalšie zdroje, či už vo forme ETF, alebo podielových fondov, ktoré využívajú indexovú investičnú stratégiu. Zaradenie do indexu tak môže mať pozitívny vplyv aj na ďalšie spoločnosti uvedené na kapitálovom trhu, ktorý je zaradený v danom indexe.<sup>28</sup>

Uvedenie minoritných podielov SVP je preto dôležité na prilákanie veľkých inštitucionálnych investorov a odvodene aj retailových investorov, ktorý však celkovo často poskytnú iba menšie objemy zdrojov. Zvýšenie záujmu investorov formou uvedenia „blue chips“ zároveň vždy zvyšuje potenciál aj pre ďalšie spoločnosti a aj preto patrí medzi najčastejšie odporúčania inštitúcii ako je Svetová banka, EBRD, ale aj Európska komisia<sup>29</sup>.

---

<sup>25</sup>Napr. ďalej je v texte spomínaná primárne štátom vlastnená rumunská spoločnosť Hidroelectrica, ktorá bola na regulovaný trh, t.j. burzu uvedená v roku 2023 a bolo to tretie najväčšie IPO na svete v roku 2023 do doby písania štúdie. Hidroelectrica stále ostáva z približne 80% vlastnená rumunským štátom. V Spojenom kráľovstve sa v minulosti uskutočnila privatizácia pošty Royal Mail, rovnako cez burzu, vďaka čomu postupne rástla hodnota spoločnosti. Na privatizácii sa dokonca zúčastnil aj kapitál pôvodom z ČR.

Ďalší príklad je Poste Italiane, kde je štát stále majoritným vlastníkom, ale postupne sa zbavoval akcií ako ich hodnota rástla (v súčasnosti vlastní ešte 64,26% aj keď priamo už iba 29,26%, v čase najvyššej ceny bola hodnota akcií vyššia o viac ako 80% ako v čase keď sa prvý krát uviedla na burzu.

<sup>26</sup>Spoločnosti ktoré sú schopné zbierať kapitál od investorov (t.j. forma investičného bankovníctva), poradenské a právne spoločnosti, ktoré sú schopné vyriešiť administratívne požiadavky (napr. tvorba reguláciou požadovaných dokumentov, audit a due diligence, ocenenie spoločnosti, starostlivosť o investorov, nastavenie corporate governance a pod.), rozvoj spoločností schopných ponúknuť nízkonákladový prístup na trh (obchodníci s cennými papiermi, vrátane príchod zahraničných pre ktorých je dôležité mať dostupné veľké tituly na obchodovanie). Výsledkom rozvoja celého ekosystému je zvýšenie konkurencie, zníženie cien a zlepšenie dostupnosti služieb aj pre MSP a retailových investorov.

<sup>27</sup>Napr. MSCI Index – Frontier / Emerging / Developed. Vzhľadom na súčasný rozvoj kapitálového trhu na Slovensku by strednodobo dosiahnuteľné mohlo byť začlenenie do Frontier kategórie, avšak iba v prípade ak na trhu bude dostatočné množstvo veľkých spoločností.

<sup>28</sup>Pozn.: investičné fondy majú často určenú investičnú stratégiu, ktorá umožňuje investovať iba do určitých tried aktív a zároveň iba do trhov, ktoré majú určitú kategorizáciu alebo sú súčasťou indexu. Preto v prípade ak krajina nie je zaradená vo vhodnej kategórii/indexe, môžu mať lokálni emitenti zhoršené podmienky pre získanie zdrojov financovania od inštitucionálnych investorov, ktorý sú kľúčový pre rozvoj.

<sup>29</sup>Napr. v prípade spoločnosti Hidroelectrica.

Spojenie ŠVP a kapitálového trhu môže priniesť benefity pre obe strany. Vstup na kapitálový trh prináša podnikom nové zdroje mimo bankového úverovania, ktoré môžu byť lacnejšie a s dlhšou dobou splatnosti (resp. bez nutnosti splácať). Veľmi dôležitá je aj vyššia miera transparentnosti, ktorá vyplýva z regulácie a ktorá je pre ŠVP veľkým prínosom, nakoľko nečelia rôznym pochybnostiam o problémoch či nečestnostiach pri hospodárení. Súčasne, vieme, že štát nie je najefektívnejší a najkvalitnejší vlastník, a preto transparentné hospodárenie ŠVP môže dostatočne skoro poukázať na problémy v riadení spoločnosti, ktoré sa dajú odstrániť v zárodku.

Akou formou môžu ŠVP vstúpiť na kapitálový trh?

- Úpis dlhopisov
- Úpis konvertibilných dlhopisov
- Úpis nových prioritných akcií
- Úpis nových obyčajných akcií
- Predaj istého akciového podielu

Treba podotknúť, že vstup ŠVP na kapitálový trh sa môže uskutočniť bez toho, aby štát stratil riadiacu kontrolu nad podnikom. Aj v prípade predaja akcií či úpisu nových akcií, je možné zachovať rozhodujúci podiel v rukách štátu, tým že sa na kapitálový trh uvoľní len istý podiel akcií. Ďalšia možnosť je úpis nových prioritných akcií, s ktorými nie je spojené hlasovacie právo, ale len dividenda. Vytvorenie optimálneho modelu pre daný ŠVP je v rukách samotného vlastníka podniku, poradcov a manažéra celého procesu.

Podľa štúdie Svetovej banky z roku 2021, ktorá zhŕňa tridsaťročné skúsenosti tejto inštitúcie v oblasti<sup>30</sup> môže prítomnosť cenných papierov ŠVP priniesť impulz pre rozvoj kapitálového trhu v danom štáte, aspoň v krátkodobom horizonte. Za istých okolností tento priaznivý efekt však môže pretrvávajúť aj dlhodobo. Vstup ŠVP môže obohatiť ponuku titulov, a tak prilákať mnoho nových investorov, vrátane retailových a podnikateľ rast priamych zahraničných investícií. Sám osebe však vstup ŠVP neznamenal impulz pre vstup súkromných podnikov na verejný kapitálový trh. Ten bol podmienený súčasnou reformou trhu a súčasným vstupom ŠVP, čo bol signál pre rast dôvery v kapitálový trh.

To, aby daný trh bol schopný využiť benefity vstupu ŠVP na kapitálový trh, sa spája s nasledovnými faktormi:

1. Silné inštitúcie, vymožitelnosť práva a ochrana vlastníctva. Transparentný proces vstupu ŠVP na kapitálový trh vrátane verejnej súťaže na manažéra procesu.
2. Dobre fungujúca infraštruktúra kapitálového trhu.
3. Relatívne veľké a najmä ziskové ŠVP.
4. Správne načasovanie, optimálne v čase rastúceho trhu.
5. Veľká domáca báza inštitucionálnych investorov (najmä penzijné fondy).

Pozitívne efekty vstupu ŠVP na kapitálový trh zahŕňajú:

1. Pozitívne fiškálne efekty (výnosy z predaja akcií napr.)

---

<sup>30</sup> <https://documents1.worldbank.org/curated/en/984431624443117178/pdf/Listing-State-Owned-Enterprises-in-Emerging-and-Developing-Economies-Lessons-Learned-from-30-Years-of-Success-and-Failure.pdf>

2. Distribúcia bohatstva v rámci ekonomiky (občania sa môžu podieľať na bohatstve vytvorenom podnikmi).

## 1.7 Zdroje pre kapitálový trh

Ak sa pozrieme na dlhodobé zdroje, ktoré sú nevyhnutné pre fungovanie kapitálového trhu, tak sú koncentrované len v niekoľkých členských štátoch (dve tretiny penzijných aktív sú v NL, DK a SE, 3 bil. €). Pritom domácnosti v Únii majú tretinu svojich aktív na bankových účtoch (zhruba 12 bil. €). Ak by investovali len šestinou tejto sumy, boli by k dispozícii enormné zdroje pre rast podnikov.

Na Slovensku finančné aktíva domácnosti tvoria asi 70 mld. € (podľa štatistiky NBS), z toho na účtoch v bankách je asi 43 mld. €, poisťné produkty 5 mld. €, penzijné fondy (II. a III. pilier) 14,7 mld. € a podielové fondy asi 6,7 mld. €. Väčšina zdrojov sa preto zhodnocuje minimálne alebo vôbec a v podmienkach vysokej inflácie dochádza k úbytku bohatstva domácností.

Treba však pripomenúť, že slovenský dôchodkový a zdravotný systém patria kvôli starnutiu obyvateľstva a svojmu nastaveniu medzi najmenej dlhodobo udržateľné v Európe. Podľa publikácie EK Debt sustainability monitor 2022<sup>31</sup>, Slovensko má nielen zlú štartovaciu pozíciu (súčasnú úroveň deficitu), ale najmä vysoké náklady na dôchodky, zdravotnú starostlivosť a dlhodobú starostlivosť v pomere k vytvorenému HDP. Starnutie obyvateľstva zasahuje Slovensko viac než väčšinu ostatných štátov EÚ. Podobne na tom sú Slovensko a Luxembursko.

Zásadná reforma dôchodkového systému zlepšuje dlhodobú udržateľnosť (s výnimkou zavedenia 13. či rodičovských dôchodkov). Systému by pomohla dnes už skôr reforma investičnej stratégie v rámci dôchodkového sporenia, čo by mohlo vytvoriť ďalšie zdroje na dlhodobé investície na slovenskom kapitálovom trhu a zlepšiť prístup MSP k alternatívnym zdrojom financovania.

Kapitálový trh bude preto zohrávať významnú úlohu pri tvorbe majetku domácností, ktorý sa neskôr využije pri financovaní dôstojného života v starobe.

Čo očakávajú retailoví investori od kapitálového trhu<sup>32</sup>?

1. Nasporiť dostatok zdrojov na dôchodok
2. Vybudovať bohatstvo pre seba a svojich potomkov
3. Nasporiť si na väčšiu investíciu
4. Nasporiť si pre prípad núdze
5. Nasporiť si na cestovanie či zábavu
6. Splatiť dlhy

## 1.8 Bariéry zvýšenia investičnej aktivity investorov na kapitálovom trhu

Mnohí terajší investori nevyužívajú úplne možnosti kapitálového trhu na tvorbu bohatstva. Často držia priveľký podiel svojich zdrojoch na vkladoch v bankách a investujú len cez dôchodkové fondy. Ukázalo sa, že im v tom bráni:

<sup>31</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/Chapter\\_III\\_Long-term\\_fiscal\\_sustainability\\_analysis.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/Chapter_III_Long-term_fiscal_sustainability_analysis.pdf)

<sup>32</sup>[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Future\\_of\\_Capital\\_Markets\\_2022.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf)

1. Nedostatok príležitostí dozvedieť sa viac o princípoch a metódach investovania<sup>33</sup>
2. Nedôvera vo finančný systém a najmä v služby, ktoré poskytuje (investičné platformy)
3. Všeobecne nedostatočný prístup k profesionálnej podpore a investičnému poradenstvu.

Podobne aj tí, čo neinvestujú vôbec, ako dôvody uvádzajú nízku dôveru vo finančný systém a málo príležitostí vzdelat' sa o investovaní. Navyše by sa odhodlali investovať ak by bola možnosť začať rýchlo a jednoducho.

**Čiže kľúčové pre zvýšenie záujmu retailových investorov o investovanie sú vzdelávanie, dôvera v trh a jednoduchý prístup.**

---

<sup>33</sup>Je to okrem iného aj z dôvodu nedostatočne rozvinutého ekosystému a konkurencie v rámci neho. Vlastnícka štruktúra trhových participantov nie je hlavným problémom rozvoja kapitálového trhu ako ukazujú príklady z iných krajín (napr. z Maďarska). Dôležitá je však strategická a politická stabilita trhu a jeho účastníkov a najmä miera podpory ekosystému kapitálového trhu primárne v jeho začiatkových fázach, kým nedosiahne určitú mieru rozvoja, ktorá umožní jeho ďalší organický rast. Pre fungujúci ekosystém je nevyhnutné zabezpečiť existenciu spoločností, ktoré zbierajú zdroje na investovanie, hľadajú a uvádzajú nových emitentov (t.j. nové podniky na zalistovanie/financovanie cez kapitálové trhy) a poskytnú poradenstvo, ktoré súvisí s celou administratívou financovania cez kapitálový trh.

Pod ekosystém kapitálových trhov môžeme zaradiť viacero účastníkov, napr.: regulátor a vláda (majú právomoc prijímať reguláciu a politiky, ktoré trh podporujú alebo obmedzujú), dohľad nad finančným trhom, obchodníci s cennými papiermi (sprostredkovatelia medzi kupujúcimi a predávajúcimi, vykonávajú obchody na burze, poskytujú poradenstvo), investičné banky (na Slovensku je úloha investičného bankovníctva v zastúpení iných inštitúcií. Ide o inštitúcie, ktoré pomáhajú podnikom a verejnému sektoru získavať kapitál prostredníctvom emisií cenných papierov a poskytujú poradenské služby), tvorcovia trhu (subjekty poskytujúce likviditu na trhu tým, že sú pripravení kúpiť a predať cenné papiere, zisk tvoria z rozdielu medzi nákupnou a predajnou cenou), inštitucionálni investori (subjekty ako dôchodkové fondy a investičné fondy, investujúce veľké sumy do cenných papierov), retailoví investori (jednotlivci obchodujúci s cennými papiermi), burza, depozitár, ratingové agentúry, právni poradcovia a právnici, finanční poradcovia a sprostredkovatelia, daňoví a účtovní poradcovia, audítori, manažérski poradcovia (poskytujúci strategické poradenstvo v oblasti obchodnej stratégie a zlepšenia operácií), analytické spoločnosti (vykonávajú výskum trhu a investícií).

Každý z týchto účastníkov zohráva dôležitú úlohu pri zabezpečovaní efektívnej, transparentnej a spravodlivej funkcie kapitálových trhov.

## 2 Benefity financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu

Financovanie malých a stredných podnikov prostredníctvom kapitálových trhov, predovšetkým cez vydanie akcií (t. j. IPO) a emisie dlhopisov, predstavuje pre MSP významný krok v rozvoji. Benefity, ktoré financovanie môže priniesť z pohľadu vlastníkov firiem a manažmentu a porovnanie s tradičnými formami financovania, ako sú bankové úvery, s dôrazom na všeobecné výhody a potenciálne výzvy spojené s prístupom na kapitálové trhy uvádzame nižšie.

### **Diverzifikácia a rozšírenie zdrojov financovania**

MSP sa tradične spoliehajú na bankové úvery ako hlavný zdroj financovania. Tento prístup však často naráža na rôzne obmedzenia, vrátane požiadaviek na kolaterál, vysokých úrokových sadzieb, prísnych kovenantov a splátkových plánov. Na druhej strane, prístup k financovaniu cez kapitálové trhy, s využitím IPO a dlhopisov, ponúka MSP príležitosť diverzifikovať svoje finančné zdroje a znížiť závislosť na bankách.

### **Zvýšenie kapitálovej kapacity a investičných možností**

Emisia akcií alebo dlhopisov môže výrazne zvýšiť kapitálovú kapacitu MSP. Získané prostriedky môžu byť investované do expanzie, výskumu a vývoja, akvizícií alebo modernizácie. Toto nie len podporuje rast a konkurencieschopnosť podnikov, ale tiež umožňuje manažmentu realizovať dlhodobé strategické plány bez obáv z okamžitého splácania dlhu.

### **Zlepšenie kapitálovej štruktúry**

V prípade financovania podniku formou emisie akcií sa zlepšuje kapitálová štruktúra a nezvyšuje sa miera zadlženosti, práve naopak dochádza k relatívnemu zníženiu pomeru dlhu k vlastnému kapitálu, čo má pozitívny vplyv na ďalšie možnosti financovania aj formou dlhu, vrátane bankového financovania.

### **Zvýšenie transparentnosti a dôveryhodnosti**

Vstup na kapitálový trh vyžaduje od MSP zvýšenú úroveň transparentnosti vo finančnom reportovaní a riadení podniku. Toto môže posilniť dôveru investorov a zákazníkov v podnik, ako aj zlepšiť jeho celkovú reputáciu na trhu najmä s ohľadom na aktuálne trendy v oblasti ESG a skvalitňovania výkazníctva.

### **Prístup k širšej investorskej základni**

IPO alebo emisia dlhopisov otvára prístup k širšej investorskej základni vrátane inštitucionálnych investorov, čo môže zabezpečiť lepšie hodnotenie firmy a prístup k výhodnejším podmienkam financovania.

### **Rýchlejší rast a rozvoj inovácií**

S novým kapitálom môžu MSP investovať do rýchlejšieho rastu a inovácií. Toto môže zahŕňať rozvoj nových produktov alebo služieb, expanziu na nové trhy alebo zlepšenie existujúcich operácií a procesov. Kapitálové financovanie najmä formou vydania akcií poskytuje MSP väčšiu flexibilitu v porovnaní s bankovým financovaním. Bankové úvery sú zvyčajne konzervatívnejšie, cieľom je dosiahnuť čo najmenej rizikovú pozíciu a istotu návratnosti požičaných zdrojov, kľúčové sú najmä na minulé výsledky a bilančná pozícia. Investori sa v prípade akcií zvyčajne pozerajú na potenciál rastu a celkového zhodnotenia svojej investície a odvodené hodnoty podniku, čo umožňuje podniku investovať aj do rizikovejších a inovatívnejších postupov.

### **Zvýšenie hodnoty a motivácia manažmentu**

Prístup na kapitálové trhy môže zvýšiť hodnotu firmy, čo môže byť prínosom pre jej vlastníkov a investorov. Tiež to môže slúžiť ako motivačný nástroj pre manažment a zamestnancov, najmä ak sú spojené s akciovými opciami alebo inými formami podielu na zisku. Rovnako firma využívajúca financovanie cez kapitálové trhy môže byť atraktívnejším zamestnávateľom pre talenty.

### **Flexibilita v finančnom riadení**

Financovanie prostredníctvom kapitálových trhov poskytuje MSP väčšiu flexibilitu v riadení svojich finančných zdrojov. Na rozdiel od bankových úverov, kde splátka dlhu a úroky môžu tvoriť významnú finančnú záťaž, financovanie prostredníctvom trhu umožňuje firmám lepšie prispôbiť svoje financovanie aktuálnym potrebám a možnostiam vrátane lepšej optimalizácie cash-flow.

### **Možnosť reinvestovania ziskov**

Výnosy z IPO alebo emisie dlhopisov umožňujú MSP reinvestovať zisky späť do podniku, čím podporujú ďalší rast a rozvoj. Toto je obzvlášť dôležité pre podniky, ktoré sa snažia rozšíriť svoje operácie alebo sa etablovať na nových trhoch.

### **Zlepšenie konkurencieschopnosti**

Prístup k kapitálovým trhom môže výrazne zlepšiť konkurencieschopnosť MSP. S novými zdrojmi financovania môžu tieto podniky rýchlejšie reagovať na trhové príležitosti, efektívnejšie konkurovať na domácich aj medzinárodných trhoch a lepšie čeliť výzvam spojeným s rastúcou konkurenciou. A to aj v spojitosti s potenciálne lepšou reputáciou voči obchodným partnerom na domácom aj zahraničnom trhu.

### **Udržateľné dlhodobé plánovanie**

Kapitálový trh poskytuje MSP možnosť dlhodobého plánovania a stabilného financovania. Táto stabilita je kľúčová pre podniky, ktoré sa snažia realizovať dlhodobé projekty alebo sa orientovať na udržateľný rast.

### **Možnosť vystúpenia pôvodných investorov a generačná obmena**

Možnosť vystúpenia pôvodných investorov a generačná obmena v kontexte malých a stredných podnikov (MSP) umožňuje zásadné zmeny v akcionárskej štruktúre a manažmente firmy. Vďaka kapitálovému trhu majú pôvodní investori, často zakladatelia alebo rodinní členovia, možnosť predávať svoje podiely a realizovať investovaný kapitál. Toto môže byť dôležité pre ich osobné finančné plánovanie alebo dôchodkové zabezpečenie.

Generačná obmena prostredníctvom kapitálového trhu taktiež umožňuje prilákať nové talenty do manažmentu a prináša s sebou čerstvé myšlienky a inováčné prístupy, ktoré môžu podporiť rast a adaptabilitu firmy. Príliv nových investorov môže priniesť aj nové stratégie, kontakty a zdroje, ktoré posilňujú pozíciu MSP na trhu a zabezpečujú ich dlhodobú udržateľnosť a konkurencieschopnosť.

### **Výzvy a potenciálne riziká**

Napriek mnohým výhodám, vstup na kapitálové trhy prináša tiež výzvy a riziká, ako sú vysoké náklady na IPO, potreba dodržiavania komplexnejších regulácií a požiadaviek na transparentnosť. MSP musia tiež zvážiť možné riziká trhovej volatility a vplyvu na cenu ich akcií.

Vstup MSP na kapitálové trhy prostredníctvom akcií alebo dlhopisov ponúka mnohostranné benefity vrátane prístupu k novému kapitálu, zvýšenej transparentnosti, lepšej konkurencieschopnosti a podpory dlhodobého rastu. Hoci sú spojené s určitými výzvami a rizikami, benefity často preyšujú potenciálne nevýhody, čo robí kapitálové trhy atraktívnym a strategickým nástrojom pre financovanie a rast MSP.

### 3 Príklady dobrej praxe podpory financovania MSP prostredníctvom kapitálového trhu v krajinách EÚ/OECD

Zvolili sme štáty, ktoré sú porovnateľné svojou ekonomikou čo sa týka veľkosti, rozvoja a podobnosti výziev so Slovenskou republikou a súčasne s ohľadom na historický kontext, pričom kritériom bolo aj aby v posledných rokoch dosahovali rast kapitálových trhov, resp. sú rozvinutejšie v porovnaní so Slovenskou republikou.

Prehľad jednotlivých príkladov nie je vyčerpávajúci a zachytáva iba kľúčové aspekty praxe v jednotlivých krajinách. Každá z krajín má odlišný ekosystém a hospodárstvo, ktoré nie je plne možné replikovať a neexistuje jediné riešenie vhodné pre všetkých. Spomedzi členských štátov EÚ je v súčasnosti pravdepodobne najúspešnejšou krajinou z hľadiska rozvoja MSP prostredníctvom kapitálových trhov Švédsko. Z veľkej časti je to však ovplyvnené tamojšími podmienkami vrátane systému vzdelávania, podnikateľským a investorským zmysľaním a najmä sa to dosiahlo dlhodobým vývojom. Švédsko upútalo pozornosť aj OECD<sup>34</sup> a od roku 2022 prebieha rozsiahla štúdia tamojšieho kapitálového trhu s očakávaným dokončením v roku 2025, ktorá poskytne bližšie informácie, ktoré bude následne možné implementovať<sup>35</sup>. Aj vzhľadom na túto skutočnosť a rozdielnosť hospodárstiev neuvádzame Švédsko medzi odporúčaniami pre SR.

Tab. č. 2: Trhová kapitalizácia vybraných štátov vyjadrená v pomere k HDP

Štát	Trhová kapitalizácia v % / HDP
Česko	244,4 *(viď pozn. pod tabuľkou)
Chorvátsko	26,9
Maďarsko	14,2
Poľsko	36,2
Rakúsko	25,7
Rumunsko	14,0
<b>Slovensko</b>	<b>1,8</b>
Slovinsko	12,9
Švédsko	154,7

**Zdroj:** <https://www.ceicdata.com/en/indicator/market-capitalization--nominal-gdp>;

Pozn.: Údaje za rok 2022 pre vybrané štáty. Štatistiky zahŕňajú iba akciovú zložku a minimálne v prípade ČR celkovú kapitalizáciu, t.j. vrátane zahraničných spoločností, ktoré sú zalistované aj na iných regulovaných trhoch. To je primárny dôvod, prečo ČR má kapitalizáciu výrazne vyššiu v porovnaní s ostatnými štátmi. V prípade abstrahovania od zahraničných spoločností, trhová kapitalizácia ČR je približne na úrovni 10% HDP.

#### 3.1 Česká republika

Česká republika je vzhľadom na spoločný historický vývoj a štartovaciu pozíciu po transformácii na trhové hospodárstvo pravdepodobne najviac porovnateľná s vývojom SR. Kľúčové rozdiely však vznikli pri transformácii hospodárstiev a procese privatizácie vrátane

<sup>34</sup> OECD work on Swedish capital markets. <https://search.oecd.org/daf/ca/oecd-capital-market-review-of-sweden.htm>

<sup>35</sup> Reference number: 2022-01428, Coordinator: Stockholms universitet - Stockholms universitet Juridiska Institutionen, Funding from Vinnova: SEK 5 000 000, Project duration: June 2022 - October 2025, Status: Ongoing, Venture: Financial Market Research. Zdroj: <https://www.vinnova.se/en/p/swedish-capital-market-review/>

výberu spoločností určených na privatizáciu. To vytvorilo aj príležitosť pre dynamickejší vývoj kapitálových trhov v ČR v porovnaní so SR. Trhová kapitalizácia verejne obchodovaných akcií domácich spoločností ku koncu roka 2022 bola vo výške 27 mld. EUR<sup>36</sup> kým v rovnakom období trhová kapitalizácia na Slovensku bola približne 2 mld. EUR<sup>37</sup>.

### Súčasný stav prístupu k rozvoju kapitálových trhov v ČR

Česká republika oficiálne priznáva dôležitosť rozvoja kapitálového trhu pre hospodárstvo a má vytvorenú Koncepciu rozvoja kapitálového trhu na obdobie rokov 2019-2023<sup>38</sup> <sup>39</sup> a pozostáva z 27 konkrétnych opatrení na rozvoj kapitálového trhu rozdelených do 4 kategórii:

#### A. Opatrenia na podporu domácností (investorov)

1. Zavedenie účtu dlhodobých investícií
2. Zatraktívnenie investícií do investičných fondov z iniciatívy investora
3. Vzdelávanie drobných investorov a investičných poradcov o kapitálovom trhu
4. Vytvorenie webového centra (rozcestníka) informácií o cenných papieroch
5. Analýza dostupnosti menového zaistenia
6. Zdokonalenie toku informácií od emitentov k držiteľom cenných papierov

#### B. Opatrenia na podporu podnikov (emitentov)

7. Vzdelávanie fin. riaditeľov SME o možnostiach financovania cez kapitálový trh
8. Zlepšenie podmienok fungovania business angels v Českej republike
9. Analýza možností rozvoja investičného crowdfundingu v Českej republike
10. Analýza možnosti vytvorenia jednoduchšej formy akciovej spoločnosti
11. Štandardizácia poskytovania informácií emitentmi v anglickom jazyku
12. Internacionalizácia finančného výkazníctva
13. Vytvorenie a implementácia tabuľky hodnotenia správy a riadenia spoločností
14. Podpora rozvoja peňažného trhu

#### C. Opatrenia na podporu profesionálnych účastníkov kapitálového trhu

15. Umožnenie investovania „penzijných“ fondov do private equity fondov
16. Ďalšie zatraktívnenie podfondov
17. Podpora využitia formátu XML pri vyžadovaní informácií od fin. inštitúcií
18. Analýza možnosti úpravy evidencie investičných nástrojov
19. Podpora obchodovania s korporátnymi dlhopismi
20. Vytvorenie pokynov k vstupnému due dilligence pre zahraničné investičné fondy

#### D. Opatrenia na podporu Českej republiky (štátu)

21. Analýza ďalších možností rozvoja trhu so štátnymi dlhopismi

<sup>36</sup> Mesačná štatistika – December 2022, Burza cenných papírů Praha. <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Objemy/Month/monthly-statistics-202212.pdf>

<sup>37</sup> Ročenka 2022, Burza cenných papierov v Bratislave. <https://www.bsse.sk/bcpb/wp-content/uploads/2023/04/Rocenka-BCPB-2022.pdf>

<sup>38</sup> [https://www.mfcr.cz/assets/attachments/Konzultace\\_2018-12-07\\_Brozura.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/attachments/Konzultace_2018-12-07_Brozura.pdf)

<sup>39</sup> Koncepcie rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019 – 2023 [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material\\_2019\\_Koncepcie-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material_2019_Koncepcie-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf)

22. Aktívne zapojenie sa do celoeurópskych aj globálnych iniciatív
23. Aktívne zapojenie sa do rokovaní o právnych predpisoch Európskej únie
24. Zaistenie stáží pre „regulátorov“
25. Monitorovanie kritérií na získanie štatútu „rozvinutý kapitálový trh“ podľa MSCI
26. Vzdelávanie „štátnych“ spoločností o financovaní prostredníctvom kapitálového trhu
27. Preklad právnych predpisov upravujúcich kapitálový trh do anglického jazyka

Ciele koncepcie rozvoja kapitálového trhu v ČR: <sup>40</sup>

1. Zvýšenie trhovej kapitalizácie Burzy cenných papierov v Prahe (s ohľadom na nové kotácie a vyradenie titulov zo zoznamu)
2. Zvýšenie objemu obchodov na Burzy cenných papierov v Prahe
3. Zmena financovania českých spoločností v prospech nebankového financovania (najmä zvýšenie objemu emisie podnikových dlhopisov)
4. Zmena v zložení úspor domácností v prospech produktov kapitálového trhu

*Pozn. nie všetky prístupy sú aplikovateľné pre SR a naopak niektoré potrebné pre SR chýbajú vzhľadom na to, že niektoré oblasti kapitálového trhu sú v ČR už rozvinuté a ďalej nepotrebnú podporu alebo úpravy.*

### Nástroje na podporu rozvoja kapitálových trhov

ČR má v rámci podpory rozvoja kapitálového trhu zavedený daňový časový test<sup>41</sup> v dĺžke troch rokov. Legislatíva v ČR má implementovanú modernú legislatívu pre SICAV fondov, ktorá prispieva aj k tomu, že dochádza k vyššiemu počtu založenia fondov v ČR v porovnaní so SR, vrátane takých, ktoré majú pôvod zo SR.

#### 3.1.1 Rozvojové fondy Národní rozvojové banky, a.s.

Národní rozvojová banka<sup>42</sup> (ďalej „NRB“) má vytvorené viaceré podporné programy pre rozvoj MSP, so zameraním na ciele tejto štúdie uvádzame programy, ktoré spadajú do pôsobenia dcérskej spoločnosti NRB, Národní rozvojová investiční, a.s.

#### IPO fond<sup>43</sup>

Hlavným cieľom IPO fondu podpora prístupu malých a stredných podnikov k rizikovému financovaniu, účinnejšie využívanie alternatívnych foriem financovania rozvoja malých a stredných podnikov a rozvoj nových návratných foriem podpory podnikania za účasti súkromného sektora.

Program je určený pre malé a stredné podnikom pôsobiacim na území Českej republiky, ktoré plánujú získať kapitál na svoj ďalší rozvoj formou emisie akcií a ich prijatie na obchodovanie na mnohostrannom obchodnom systéme (*pozn.: burze*).

---

<sup>40</sup> Koncepcie rozvoje kapitálového trhu v České republice 2019 – 2023 [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material\\_2019\\_Koncepcie-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Material_2019_Koncepcie-rozvoje-kapitaloveho-trhu-v-Ceske-republice-2019-2023.pdf)

<sup>41</sup> Pozn.: daňový časový test predstavuje minimálnu dobu držania finančného nástroja po ktorej v prípade jej dodržania sa neplatí daň z kapitálových výnosov. V prípade SR je časový test 1 rok pre cenné papiere prijaté na regulovaný trh.

<sup>42</sup><https://www.nrb.cz/> Pozn: NRB je obdobou SZRB

<sup>43</sup><https://www.nrinvesticni.cz/investice/ipo-fond/>

Program poskytuje financovanie formou kapitálového vstupu až do výšky 30 % z celkového objemu novo vydávaných akcií (IPO), minimálna výška investície je 3 mil. Kč (približne 125 tis. EUR) a maximálna výška investície: 50 mil. Kč (približne 2,1 mil. EUR).

Riadiacim orgánom je Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR (obdoba Ministerstva hospodárstva SR), správcom fondu a poskytovateľom podpory je Národní rozvojová investiční, a.s. (obdoba Slovak Investment Holding) a spolupracujúcim subjektom pre uvedenie na verejné obchodovanie je Burza cenných papírů Praha. Fond vznikol v roku 2020 a celkom bolo ku koncu roka 2022 zainvestovaných 61,9 mil. Kč (približne 2,6 mil. EUR) a tržová hodnota portfólia k dňu 31. 12. 2022 predstavovala 70,5 mil. Kč (približne 2,9 mil. EUR)<sup>44 45</sup>. Celková investičná kapacita bola pri založení fondu vo výške 330 mil. Kč (približne 13,6 mil. EUR)<sup>46</sup>. Zdroje fondu sú alokované v rámci Operačného programu Podnikanie a inovácie pre konkurencieschopnosť.<sup>47</sup>

### **Brownfield fond<sup>48</sup>**

Predmetom finančného nástroja Brownfield fond je poskytovanie návratnej podpory formou zvýhodneného juniorného financovania projektov modernizácie zastaraných, priestorovo a technicky nevyhovujúcich objektov, budov a areálov, ktoré bude možné znovu využiť na rozvoj výrobných činností a služieb MSP.

Program je určený pre municipality, podnikateľské subjekty bez rozdielu veľkosti, veľké podniky za podmienky následného využitia vzniknutej podnikateľskej infraštruktúry prevažne malými a strednými podnikmi. Ponúka financovanie vo forme nezaistených kvázikapitálové pôžičiek (podriadený dlh, mezzanín) so zvýhodnenou úrokovou sadzbou.

### **Vzdelávanie emitentov**

MF ČR zo zdrojov EÚ vytvorilo a spravuje vzdelávaciu stránku <https://www.kapitalovypruvodce.cz>, ktorá je určená na informovanie najmä MSP o možnostiach alternatívneho financovania podnikania.

Stránka poskytuje užitočné informácie pre podnikateľov a spoločnosti hľadajúce rôzne formy financovania na kapitálových trhoch. Jeho hlavným cieľom je pomôcť firmám porozumieť svetu nebankového financovania a podporiť ich v rozhodovaní o najlepších finančných riešeniach pre ich podnikanie. Obsahuje prehľad rôznych druhov financovania dostupných na trhu, vrátane detailných informácií o ich výhodách, nevýhodách a procese získania financií. Každá sekcia obsahuje príbehy podnikateľov, ktorí úspešne získali financovanie, ponúka praktické rady a kontakty na odborníkov v danej oblasti.

Web slúži ako komplexný sprievodca pre podnikateľov, ktorí hľadajú financovanie a chcú sa správne rozhodnúť vo svete kapitálových trhov a zároveň ponúka základný návod a zoznam krokov potrebných k získaniu financovania.

## **3.2 Maďarsko**

Maďarsko má zavedený komplexnú stratégiu a systém podpory rozvoja financovania MSP cez kapitálové trhy a celkovo na rozvoj regulovaného kapitálového trhu. Okrem nižšie

<sup>44</sup>Výročná správa za rok 2022, Národní rozvojová investiční, a.s. [https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2023/04/NRB\\_VZ2022\\_Investicni\\_final.pdf](https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2023/04/NRB_VZ2022_Investicni_final.pdf)

<sup>45</sup>Pozn.: rozdiel medzi zainvestovaným kapitálom a tržovou hodnotou predstavuje potenciálny nezrealizovaný zisk vo výške 8,6 mil. Kč (približne 355 tis. EUR) z hodnoty investície.

<sup>46</sup><https://www.nrb.cz/cmzrb-navazala-spolupraci-s-prazskou-burzou-kapitalove-podpori-male-a-stredni-firmy/>

<sup>47</sup>[https://www.dotaceu.cz/cs/evropske-fondy-v-cr/financni-nastroje/kapitalove-vstupy/fond-ipo-\(1\)](https://www.dotaceu.cz/cs/evropske-fondy-v-cr/financni-nastroje/kapitalove-vstupy/fond-ipo-(1))

<sup>48</sup><https://www.nrinvesticni.cz/investice/brownfield-fond/>

uvedených najvýznamnejších prvkov má zároveň zavedené aj ďalšie podporné mechanizmy vo fázach rastu podnikov, ktoré predchádzajú vstupu na kapitálové trhy. Zároveň má zavedené aj viaceré daňové incentívy, ako napr. možnosť využiť daňový kredit a teda znížiť vlastnú daňovú povinnosť nad rámec skutočných nákladov (t.j. obdoba superodpočtu na výskum a vývoj na Slovensku), ktoré vstúpili na regulovaný trh a zároveň uskutočnili investíciu aspoň 100 mil. HUF (približne 261 tis. EUR) do troch rokov od vstupu na burzu. Možnosť uplatniť daňové kredity (úľavu) je najneskôr do 13 rokov od kapitalizácie investície<sup>49</sup>, čo poskytuje dostatočný čas na rast a rozvoj podniku. Vzhľadom na to, že vydaním akcií spoločnosť získala nový kapitál, daňová incentíva na investíciu motivuje vlastníkov aspoň časť novozískaných zdrojov reinvestovať a multiplikovať tak efekt získaných zdrojov.

### 3.2.1 Národný burzový rozvojový fond („NTfA“)<sup>50 51</sup>

Cieľom Národného burzového rozvojového fondu je zvýšiť počet maďarských malých a stredných podnikov, ktoré sú zalistované na domácom kapitálovom trhu, predovšetkým na Burze cenných papierov v Budapešti – hlavnom regulovanom trhu alebo na platforme BSE Xtend – a tým prispieť k diverzifikácii finančných nástrojov, poskytnúť efektívne príležitosti na získavanie finančných prostriedkov spoločnostiam s vysokým potenciálom rastu, ktoré sú pripravené vstúpiť na medzinárodný trh a sú schopné ďalšieho rastu. Kapitálový program sa zameriava na podporu rozvoja domácich podnikov vrátane konkurencieschopnosti, rastu a podpory kritických faktorov pre zlepšenie efektívnosti. V tomto rámci môže prispieť podnikom k získaniu nových trhov, a to aj v zahraničí, ďalšiemu investovaniu, rozšíreniu existujúceho sortimentu produktov, posilneniu kvality správy podniku, prechodu na digitálne hospodárstvo a zavádzaniu riešení rozvoja podnikania, ktoré pomáhajú zlepšovať existujúce operácie a získavať nových zákazníkov. Fond okrem poskytovania vlastného kapitálu firmám napomáha taktiež získavať ďalšie investície zo súkromného sektora.

Súčasná kapacita fondu je 13 mld. HUF (približne 34 mil. EUR), pričom sa očakáva ďalšie rozšírenie objemu podpory zo strany vlády.

Fond ko-investuje do akcií spoločností, ktoré majú záujem do 1 roka vstúpiť na burzu alebo už vstupujú na burzu, pričom kapitálová investícia sa môže použiť aj na pokrytie nákladov na vstup na burzu.

Typická investícia má hodnotu 1 mld. HUF, maximálna investícia na podnik je 15 mil. EUR. NTfA nemá špecifický sektorový zameranie.

Fond spravuje správcovská spoločnosť Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. (SZTAK), ktorá bola vybraná na základe výberového konania. SZTAK spravuje okrem NTfA aj ďalšie fondy celkovo v hodnote prevyšujúcej 150 mld. HUF (približne 392 mil. EUR)<sup>52</sup>.

### 3.2.2 Mentoringový a refinančný program<sup>53</sup>

Cieľom mentoringového a refinančného programu je poskytovať odborné poradenstvo potenciálnym aj súčasným emitentom a pomôcť im so vstupom na burzu jednak po odbornej

<sup>49</sup><https://accace.com/wp-content/uploads/2023/09/2023-Tax-Guideline-Hungary-EN.pdf>

<sup>50</sup>National Stock Exchange Development Fund. BSE, Strategic report 2017. <https://bse.hu/Issuers/services-for-medium-sized-companies/national-stock-exchange-development-fund>

<sup>51</sup>NTfA – Gyakran ismételt kérdések. <https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/nemzeti-tozsdefejlesztesi-alap/ntfa--gyakran-ismetelt-kerdesek>

<sup>52</sup><https://szta.hu/en/rolunk/>

<sup>53</sup><https://www.bet.hu/Kibocsatok/kozepvallalati-szolgaltatasok/Mentor-program/mentor-program>

stránke formou poradenstva, ale aj znížením vstupných nákladov formou ich nenávratného refinancovania až do výšky 40 mil. HUF (približne 105 tis. EUR), najviac však do výšky 50%. V rámci vzdelávania MSP prepláca 100% nákladov medzinárodného ELITE Programu<sup>54</sup>. Celkový rozpočet programu je vo výške 2,1 mld. HUF (približne 5,5 mil. EUR) a od roku 2017 pomohol celkovo 255 domácich firmám v rozvoji a zlepšení správy. Program je financovaný z Európskych zdrojov.

Od roku 2022 bol mentoringový program rozšírený aj o ESG poradenstvo, vzdelávanie a ratingy. Od uvedenia ESG poradenstvo pomohlo 39 MSP zrealizovať kroky potrebné k získaniu ESG certifikácie. Náklady sa preplácajú v 100% výške.

Program vznikol na základe zmluvy z roku 2017 medzi Ministerstvom hospodárstva a Burzou cenných papierov v Budapešti, ktorou ministerstvo podporilo strategické rozvojové plány burzy vrátane vytvorenia mentoringového programu. Z dôvodu úspešnosti bol program v roku 2019 opätovne predĺžený, na základe podpory aj zo strany Ministerstva financií.

### 3.3 Rumunsko

Rumunsko sa aktívne zapája do rozvoja vlastného kapitálového trhu, čo je podporené vznikom a aplikáciou viacerých strategických dokumentov, môžeme uviesť rozvojovú stratégiu pre roky 2015-2019 a následne aktuálne platnú stratégiu pre roky 2020-2025, ktorá vznikla v spolupráci s EBRD<sup>55</sup> a zahŕňa aj opatrenia pre rozvoj kapitálových trhov za účelom zrýchlenia ekonomického rastu. Ďalším významným strategickým dokumentom, ktorý vznikol s finančnou podporou Európskej komisie pod záštitou DG REFORM v roku 2022 je správa OECD „Capital Market Review of Romania“, ktorej zámerom je napomôcť v tvorbe národnej stratégie pre kapitálové trhy.<sup>56</sup> Kľúčové informácie k obom stratégiám uvádzame ďalej v dokumente.

Stratégia EBRD pre roky 2015-2019 vyústila okrem iného do investícií do 12 emisií dlhopisov v celkovej sume viac ako 500 mil. EUR, investíciou do 3 IPO a SPO spoločností v objeme viac ako 80 mil. EUR a viac ako 250 spoločností získalo poradenstvo v oblasti marketingu, stratégie, správy spoločnosti a pod.<sup>57</sup>

V období rokov 2000 až 2019 sa v Rumunsku uskutočnilo 18 IPO z toho 5 spoločností bolo vlastnených štátom, celkovo však štátne spoločnosti predstavovali až 90% novozískaných zdrojov, t. j. približne 1 mld. EUR. V rovnakom období bolo uskutočnených 28 SPO, t. j. následných, druhotných uvedení akcií, v celkovom objeme 1,9 mld. EUR z čoho významnú časť predstavovali štátom vlastnené podniky. SPO sa často využívajú na pokrytie dodatočných kapitálových potrieb spoločnosti, často počas období ekonomických kríz.<sup>58</sup>

V rámci lokálneho plánu obnovy a odolnosti<sup>59</sup> sa Rumunsko zaviazalo prikrôčiť aj k uvedeniu časti akcií energetickej spoločnosti Hidroelectrica SA na regulovaný trh, od ktorého

---

<sup>54</sup><https://www.elite-network.com/>

<sup>55</sup> Romania Country Strategy 2020-2025, EBRD <https://www.ebrd.com/documents/strategy-and-policy-coordination/romania-strategy.pdf>

<sup>56</sup> OECD - Capital Market Review of Romania Towards a National Strategy, 2022. <https://read.oecd.org/10.1787/9bfc0339-en>

<sup>57</sup> Romania Country Strategy 2020-2025, EBRD <https://www.ebrd.com/documents/strategy-and-policy-coordination/romania-strategy.pdf>

<sup>58</sup> OECD - Capital Market Review of Romania Towards a National Strategy, 2022. <https://read.oecd.org/10.1787/9bfc0339-en>

<sup>59</sup>Reform 1. Electricity market reform, replacement of coal in the energy mix and support for a legislative and regulatory framework for private investment in renewable electricity production; Reform 2. Improving corporate

sa očakáva výrazne oživenie kapitálového trhu, možný presun krajiny o stupeň vyššie v rámci kategorizácie stupňa rozvoja kapitálového trhu z „frontier“ na „emerging“. Úpis bol uzavretý úspešne, dopyt o prekročil ponuku a väčšina z upísaných akcií bola odkúpená inštitucionálnymi investormi vrátane lokálnych dôchodkových spoločností, zároveň sa zvýšil záujem domácich investorov o domáci kapitálový trh.<sup>60 61 62</sup>

Najvýznamnejšie a najväčšie IPO<sup>63</sup> v rámci EÚ v roku 2023 sa uskutočnilo v Rumunsku a išlo o minoritný podiel akcií najväčšej energetickej spoločnosti v Rumunsku Hidroelectrica SA cez Burzu cenných papierov v Bukurešti. K júlu 2023 predstavovalo IPO spoločnosti tretie najväčšie IPO vo svete a celkovo sa podarilo získať za 17,3% podiel 1,8 mld. USD.<sup>64</sup> Trhová hodnota spoločnosti k 29.11.2023 bola približne vo výške 11,6 mld. EUR.<sup>65</sup> Hidroelectricu z 80,06% vlastní rumunský štát, kým pôvodne „reštitučný fond“<sup>66</sup> Fondul Proprietatea vlastnil podiel 19,94%.<sup>67</sup> (štát si ponechal priamy podiel, avšak ako jeden z podielnikov fondu Fondul Proprietatea odpredal nepriamy podiel).

### 3.3.1 Stratégia EBRD pre roky 2020-2025<sup>68</sup>

Stratégia pozostáva zo 3 priorít a 9 kľúčových cieľov a množstva aktivít, pre ich rozsah vyberáme iba tie aktivity, ktoré priamo súvisia s rozvojom kapitálového trhu a alternatívneho financovania MSP. Nižšie uvádzame výber zo stratégie EBRD, pre úplný zoznam vid' celé znenie stratégie<sup>69</sup>.

---

governance of state-owned companies in the energy sector; Reform 3. Green budgeting. (reference C6.R1, C6.R2 and C6.R3 in the Romanian Recovery and Resilience Plan) [https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility/recovery-and-resilience-plan-romania/romanias-recovery-and-resilience-supported-projects-reforms\\_en](https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility/recovery-and-resilience-plan-romania/romanias-recovery-and-resilience-supported-projects-reforms_en)

<sup>60</sup> Romania's Hidroelectrica surges on market debut. Luiza Ilie. Reuters, 12.07.2023. <https://www.reuters.com/markets/deals/romanias-hidroelectricas-shares-climb-more-than-7-market-debut-2023-07-12/>

<sup>61</sup>Hidroelectric's IPO closes oversubscribed at 9.4 bln euro mkt cap. Bogdan Tadasca. SeeNews, 05.07.2023. <https://seeneews.com/news/hidroelectricas-ipo-closes-oversubscribed-at-94-bln-euro-mkt-cap-827652>

<sup>62</sup>Europe's Largest Stock Debut Marks a Turning Point for Romania. Irina Vilcu, Konrad Krasuski and Veronika Gulyas. Bloomberg, 12.07.2023. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-12/europe-s-largest-listing-hidroelectric-gains-in-bucharest-debut>

<sup>63</sup>Europe's Largest Stock Debut Marks a Turning Point for Romania. Irina Vilcu, Konrad Krasuski and Veronika Gulyas. Bloomberg, 12.07.2023. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-12/europe-s-largest-listing-hidroelectric-gains-in-bucharest-debut>

<sup>64</sup>Europe's Biggest IPO Raises \$1.8 Billion for Templeton-Led Fund. Irina Vilcu and Andra Timu. Bloomberg, 05.07.2023. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-05/templeton-led-fund-raises-record-1-8-billion-in-hydropower-ipo>

<sup>65</sup><https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=H2O>

<sup>66</sup>Fondul Proprietatea bola založená štátom v roku 2005 s cieľom zabezpečiť finančné zdroje potrebné na odškodnenie násilne vyvlastnených osôb. Po splnení konkrétnych fáz striktno stanovených zákonom sa držiteľia kompenzačných titulov stali akcionármi fondu. Náhrada škody sa vykonala v podieloch, ktoré predstavujú skutočnú hodnotu nehnuteľností, ktoré sa nevracajú vo fyzickej podobe. V súčasnosti je už väčšina akcionárov zo súkromného sektora (inštitucionálny aj privátny investori), pôvodne však bol fond vlastnený štátom.

<sup>67</sup>Hidroelectric's IPO closes oversubscribed at 9.4 bln euro mkt cap. Bogdan Tadasca. SeeNews, 05.07.2023. <https://seeneews.com/news/hidroelectricas-ipo-closes-oversubscribed-at-94-bln-euro-mkt-cap-827652>

<sup>68</sup> Romania Country Strategy 2020-2025, EBRD <https://www.ebrd.com/documents/strategy-and-policy-coordination/romania-strategy.pdf>

<sup>69</sup> Romania Country Strategy 2020-2025, EBRD <https://www.ebrd.com/documents/strategy-and-policy-coordination/romania-strategy.pdf>

**Priorita 1: Podpora investícií do udržateľnej infraštruktúry a regionálneho rozvoja****Kľúčový cieľ:** Zlepšiť kvalitu inštitúcií**Aktivity:**

- Podpora komercializácie/privatizácie, reštrukturalizácie, zmena správy a riadenia spoločností, za účelom zvýšenia transparentnosti a efektívnosti štátnych podnikov
- Tvorba politík na uľahčenie inovatívnych spôsobov financovania infraštruktúrnych projektov, vrátane komunálnych dlhopisov a PPP (napr. sektor zdravotníctva), podporovaná mobilizáciou financií od darcov, úradov, medzinárodných finančných inštitúcií a investorov

**Priorita 2: Podpora produktivity prostredníctvom rozvoja podnikov, inovácií a zlepšovania zručností****Kľúčový cieľ:** Rast konkurencieschopných spoločností; Posilnená úloha MSP v hospodárstve**Aktivity:**

- Poskytovanie dlhového aj kapitálového financovania podnikom, vrátane MSP, reštrukturalizácií podnikov s cieľom pomôcť im rásť, vytvárať pracovné miesta a zlepšovať správu a riadenie spoločností
- Poskytovanie poradenstva a nepriameho financovania pre MSP (vrátane diverzifikácie/zdieľania rizika, využitie programu InvestEU) s cieľom podporiť ich sofistikovanosť a rast
- Podporovanie reformy štátom vlastnených podnikov vrátane komercializácie a zlepšenia správy a riadenia spoločností (corporate governance)

**Priorita 3: Rozšírenie finančného sprostredkovania a kapitálových trhov****Kľúčový cieľ:** Diverzifikovaný a prehĺbený finančný systém**Aktivity:**

- Poskytovanie špecializovaných úverových liniek (napr. ženy v podnikaní, energetická efektívnosť, inovácie)
- Poskytovanie podpory pri rozvoji komunálnych dlhopisov
- Podpora rozširovania investorskej základne, a to aj pokiaľ ide o udržateľné investície do infraštruktúry
- Zapojenie sa do zdieľania finančného rizika (priamo aj nepriamo)
- Podpora rozširovania investícií akciových fondov vrátane rizikového kapitálu a spoločnými ko-investíciami s akciovými fondami

**Kľúčový cieľ:** Posilnená odolnosť finančného sektora vrátane kapitalizácie, udržateľnej štruktúry financovania a riadnych postupov riadenia rizík**Aktivity:**

- Tvorba vhodných politík a financovanie inovatívnych a štruktúrovaných finančných produktov (napr. krytých dlhopisov, zelených dlhopisov, zelených úverových liniek, REIT), ako aj FinTech a iných inovatívnych finančných spoločností
- Tvorba vhodných politík a investície na podporu odolnosti a konkurencieschopnosti finančného sektora vrátane finančnej inklúzie, finančnej gramotnosti a podpory nesplácaných úverov, ak je to potrebné

**Kľúčový cieľ:** Rozvíjať riešenia financovania miestneho kapitálového trhu a miestnej meny; Väčšia rozmanitosť a sofistikovanosť nebankových finančných produktov a služieb**Aktivity:**

- Tvorba vhodných politík podporovaná investíciami na podporu likvidity a hĺbky kapitálového trhu (vrátane vývoja trhu s dlhopismi, akciami a derivátmi)

- Tvorba vhodných politík a poskytovanie poradenstva a investícií do dlhových a kapitálových emisií (vrátane podpory IPO, SPO a privatizácie)
- Podpora lízingu a iných nebankových finančných nástrojov
- Podpora rozširovania prístupu k financovaniu, a najmä ku kapitálovým trhom, prostredníctvom inovatívnych a udržateľných produktov

### 3.3.2 Správa OECD<sup>70 71</sup>

Zhrnutie odporúčaní zo správy OECD, ktorá má slúžiť ako podporný materiál pre tvorbu národnej stratégie uvádzame nižšie. Odporúčania sa zameriavajú na šesť základných oblastí, ktoré obsahujú viacero opatrení, z ktorých vyberáme iba niektoré opatrenia:

#### 1. Zlepšenie podmienok pre zalistovanie spoločností na regulovanom trhu – burze

##### A. Zatraktívnenie regulovaného trhu

- Preskúmanie regulačných postupov a požiadaviek súvisiacich so získavaním kapitálu formou IPO a SPO
- Poskytovanie finančnej podpory na poplatky za poradenstvo súvisiace s procesom úpisu akcií (IPO a SPO)
- Zavedenie národnej verejno-súkromnej informačnej kampane s cieľom povzbudiť spoločnosti, aby používali financovanie cez kapitálové trhy

##### B. Zlepšenie správy spoločností (corporate governance)

- Podpora zvýšenej transparentnosti a zverejňovania informácií o činnosti výboru pre audit
- Zabezpečenie aby štátom vlastnené podniky dodržiavali najvyššie štandardy správy a riadenia spoločností (corporate governance)

##### C. Rozšírenie ponuky a rozsahu investičných cenných papierov

- Úpis menšinových podielov akcií finančne významných štátom vlastnených podnikov a zvýšenie free-floatu štátom vlastnených podnikov, ktoré sú už v súčasnosti zalistované na burze.

OECD odporúča taktiež uvedenie ďalších štátom vlastnených spoločností na regulovaný trh – burzu, menovite odporúča spoločnosť vlastníacu letiská - CNAB a energetickú spoločnosť Hidroelectrica (pozn.: Hidroelectrica SA aj bola uvedená na trh v roku 2023).

##### D. Zvýšenie počtu investičných fondov a nástrojov

- Podpora zakladania kótovaných investičných spoločností alebo fondov, ktoré sa zameriavajú na investovanie do nekótovaných spoločností
- Vývoj platforiem na prepojenie investorov a spoločností hľadajúcich kapitál a vytvorenie regulačného rámca pre investičné nástroje ako sú REIT.

#### 2. Zvýšenie likvidity sekundárneho akciového trhu

##### A. Zvýšenie účasti investorov na akciovom trhu

- Zjednodušenie daňového priznania k dani z kapitálových výnosov

<sup>70</sup> OECD - Capital Market Review of Romania Towards a National Strategy, 2022. <https://read.oecd.org/10.1787/9bfc0339-en>

<sup>71</sup> OECD - Capital Market Review of Romania – Key Findings. <https://www.slideshare.net/OECD-DAF/oecd-capital-market-review-of-romania2022>

- Zabezpečenie jednoznačnosti daňovo odpočítateľných a neodpočítateľných výdavkov pre finančné spoločnosti

**B. Zvýšenie dostupnosť analýz menších spoločností vytvorením mechanizmu, ktorý bezplatne poskytne nezávislú kvantitatívnu analýzu spoločností**

*Pozn. ide o tzv „equity research“, teda analýzy spoločností na základe ktorých môžu investori uskutočniť informované rozhodnutia a zároveň zviditeľňujú spoločnosti pre ktoré sú vytvorené.*

**C. Rozšírenie dostupných nástrojov na akciovom trhu**

- Analýza regulačných a trhových podmienok následných ponúk akcií (SPO) s cieľom povzbudiť spoločnosti, aby zvýšili úroveň obchodovaného free-floatu akcií na trhu, a poskytnutie podpory na čiastočné alebo úplné pokrytie nákladov na následné ponuky
- Zavedenie možnosti obchodovať s otvorenými investičnými fondmi
- Zvýšenie úsilia o rozvoj dobre riadeného trhu s derivátmi v Rumunsku
- Zlepšenie efektívnosti riadenia kolaterálu s cieľom podporiť rozvoj cenných papierov a operácií na trhu s derivátmi

### **3. Podpora dynamického rastového trhu MSP**

**A. Zvýšenie atraktívnosti trhu MSP pre emitentov a investorov**

- Posúdenie primeranosti limitov, pod ktorou sú verejné ponuky cenných papierov oslobodené od požiadavky zverejniť prospekt
- Poskytovanie grantov pre obchodníkov s cennými papiermi s cieľom pomôcť MSP pripraviť relevantné a presné posúdenie ich finančného stavu
- Navrhnutie mechanizmu pre spoločnosti kótované na alternatívnom neregulovanom trhu (MTF) AeRO s cieľom prevodu na hlavný trh (regulovaný, burzový trh)
- Vytvorenie daňového zvýhodnenia pre domácnosti investujúce do private equity fondov

**B. Rozšíriť okruh MSP, do ktorých možno investovať**

- Vytvorenie spolupráce medzi burzou a Obchodnou a priemyselnou komorou Rumunska s cieľom propagácie medzi MSP využívania financovania cez kapitálové trhy
- Podpora MSP pri využívaní finančných prostriedkov dostupných prostredníctvom fondu MSP IPO fondu
- Podpora využívania rámca ELTIF ako investičného nástroja pre MSP s cieľom ďalšieho zlepšovania prístupu k financovaniu

### **4. Podpora zvyšovania úspor domácností**

**A. Zlepšenie dostupnosti finančných služieb a zvyšovanie finančnej gramotnosti domácností**

- Zvýšenie podielu populácie, ktorá má prístup k bankovému účtu prostredníctvom družstevných bánk a zavádzania nákladovo úsporných digitálnych nástrojov
- Využitie impulzu z Národnej stratégie finančného vzdelávania na posilnenie spolupráce medzi všetkými zainteresovanými stranami
- Zvyšovanie povedomia o potrebe vyššej miery úspor

**B. Poskytnutie stimulov pre domácnosti, za účelom zvýšenia vlastných úspor, zavedením zjednodušeného individuálneho sporiaceho účtu oslobodeného od dane**

## **5. Posilnenie úlohy inštitucionálnych investorov**

### **A. Podpora rozvoja dôchodkových fondov**

- Revízia metodiky váženia rizík, ktorá sa uplatňuje na dôchodkové fondy, s cieľom umožniť investovať do širšieho rozsahu tried finančných aktív
- Umožnenie dôchodkovým fondom požičať cenné papiere s cieľom zabezpečiť dodatočný výnos pre príjemcov a podporiť likviditu sekundárneho trhu
- Zvýšenie daňovej odpočítateľnosti príspevku do tretieho piliera dôchodkového systému a jeho indexácia na relevantný príjmový ukazovateľ (pozn. napr.: priemerná mzda)
- Podpora zamestnaneckých dôchodkových systémov v rámci národnej súkromno-verejnej kampane

### **B. Uľahčenie zriaďovania investičných fondov zjednodušením procesu schvaľovania fondov, napríklad štandardizáciou niektorých požadovaných dokumentov**

## **6. Podpora dlhodobého dlhového financovania prostredníctvom kapitálových trhov**

### **A. Zvýšenie atraktívnosti trhu s podnikovými dlhopismi**

- Analýza regulačného prostredia s cieľom zefektívniť proces kótovania podnikových dlhopisov
- Prehodnotenie požiadavky zvolať mimoriadne valné zhromaždenie na vydanie dlhopisu
- Poskytovanie stimulov emitentom zelených dlhopisov a investorom do nich

### **B. Riešenie úlohy ratingového systému na trhu s podnikovými dlhopismi**

- Zvážiť, či je niektorá inštitúcia schopná poskytovať úverové ratingy
- Podpora zriadenia domácej ratingovej agentúry
- Poskytovanie finančnej podpory MSP pri získavaní ratingov
- Prispôbenie súčasného regulačného rámca dôchodkových fondov tak, aby uznával viac ratingových agentúr

### **C. Rozšírenie investorskej základne a nástrojov na trhu s podnikovými dlhopismi**

- Podpora vytvárania nástrojov kolektívneho investovania, ktoré investujú do diverzifikovaných produktov vrátane podnikových dlhopisov
- Navrhnutie verejno-súkromných partnerstiev (PPP), keď je súkromná spoločnosť alebo subjekt zo súkromného sektora vytvorený na účely realizácie infraštruktúrnych projektov, ktoré by sa mohli financovať emisiou podnikových dlhopisov

## 4 Odporúčania aktivít pre rozvoj alternatívneho financovania

### 4.1 Odporúčania medzinárodných organizácií

#### 4.1.1 Odporúčania Svetovej banky

Svetová banka vydala viacero štúdií zaoberajúcich sa významom kapitálových trhov pre hospodárstvo, jeho rozvoj a rast vrátane financovania MSP a prístupu k rozvoju kapitálových trhov. Odporúčania vyberáme z jednej z najaktuálnejších štúdií.<sup>72</sup> Ďalšie konkrétne kroky v procese rozvoja kapitálových trhov, ktoré sa čiastočne prekrývajú a dopĺňajú uvádza aj v štúdií z roku 2019, kde navyše venuje pozornosť aj ďalším aspektom ako sú štátne dlhopisy, deriváty s prípadovými štúdiami z krajín mimo EÚ.<sup>73</sup>

Odporúčania Svetovej banky sa môžu rozdeliť do dvoch kategórií (1) všeobecnej (2) špecifickej kategórie<sup>74</sup>

#### Všeobecné odporúčania:

1. Stabilné makroekonomické prostredie
2. Kvalitná regulácia
3. Ochrana investorov
4. Dohľad a vymožiteľnosť práva a regulácie

V prípade všeobecných odporúčaní ide z časti o záležitosti, ktoré sú dlhodobého charakteru, alebo sú primárne určované na úrovni EÚ formou regulácie, ktorá je následne implementovaná v členských štátoch. V prípade regulácie je dôležité minimalizovať tzv. gold-plating nad rámec požiadaviek EÚ regulácie.

#### Špecifické odporúčania:

1. Vytvorenie stratégie pre rozvoj kapitálových trhov s detailným akčným plánom a časovým ohraňením  
*Pozn.: na základe skúseností s predchádzajúcimi stratégiami a akčnými plánmi, je taktiež nevyhnutné vytvoriť projektový tím, ktorý bude dohliadať na realizáciu a implementáciu stratégie a akčného plánu.*
2. Úzka koordinácia so súkromným sektorom  
Např. formou vytvorenia výborov pre rozvoj kapitálového trhu kde budú zástupcovia verejného a súkromného sektora. Následne uskutočnenie workshopov a zdieľanie zistení naprieč jednotlivými účastníkmi.
3. Proces tvorby stratégie a priorít by mal byť vnímaný ako kontinuálny proces, a nie ako jednorazová záležitosť. Zároveň musí brať do úvahy špecifiká lokálneho prostredia a byť pravidelne vyhodnocovaný.

---

<sup>72</sup>World Bank Group. 2020. Capital Markets Development: A Primer for Policymakers. World Bank, Washington, DC. <http://hdl.handle.net/10986/36058>

<sup>73</sup>World Bank Group. 2019. Practical Guide on the Potential of Capital Markets Development in Small Economies. World Bank, Washington, DC. <http://hdl.handle.net/10986/32067>

<sup>74</sup>World Bank Group. 2020. Capital Markets Development: A Primer for Policymakers. World Bank, Washington, DC. <http://hdl.handle.net/10986/36058>

4. Vytvorenie incentív pre rozvoj kapitálového trhu  
Zahrňajúc daňovú politiku a nástroje na znižovanie rizík s cieľom rozvoja kapitálového trhu. Konkrétne uvádza nasledujúce nástroje:
  - a. Daňové benefity – napr.: zvýhodnenia venture capital investorov za účelom zvýšenia financovania MSP.
  - b. Záruky – napr.: čiastočné kreditné záruky na financovanie projektových dlhopisov alebo na sekuritizáciu MSP, ktoré zohľadní rizikový apetít inštitucionálnych investorov.

Ko-investície – napr. ko-investície vlády do infraštruktúrnych fondov, venture capital fondov alebo iných alternatívnych pôžičkových riešení a platforiem, ktoré sú určené na rozšírenie kapacít súkromného sektora na financovanie infraštruktúry a MSP.

#### 4.1.2 Odporúčania EÚ inštitúcii

EÚ inštitúcie najmä od vydania poslednej aktualizácie akčného plánu Únie kapitálových trhov v roku 2020 postupne spracovávajú analytické dokument aj s odporúčacím charakterom. V súčasnosti je jednou z hlavných tém, zjednodušenie pravidiel pre zalistovanie spoločností a ich následné povinnosti. V texte ďalej vyberáme iba odporúčania, ktoré je možné realizovať na lokálnej úrovni. Všeobecné odporúčanie je snažiť sa vždy o čo najskoršiu implementáciu reguláciu z EÚ úrovne, ktorá zjednodušuje pravidlá kapitálového trhu, a zároveň udržať minimalizáciu gold-platingu pri transponovaní noriem a taktiež o čo najrýchlejšiu transpozíciu regulácií, ktoré zjednodušujú povinnosti zalistovaných spoločností.

##### 4.1.2.1 *Odporúčania Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs*

Európska únia z dôvodu uvedomovania si dôležitosti podpory rastu a rozvoja MSP aj formou kapitálového trhu vytvorila expertnú skupinu TESG, ktorá vydala štúdiu, ktorá predkladá odporúčania opatrení jednak na úrovni EÚ a aj pre jednotlivé členské štáty EÚ. Vzhľadom na rozsah dokumentu a odporúčaní zhrňame kľúčové opatrenia s potenciálom aplikácie aj v podmienkach SR, tak ako boli uvedené vo finálnej správe „Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again. Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs“<sup>75</sup>

#### **Zhrnutie kľúčových odporúčaní<sup>76</sup>:**

##### **1. Potreba jednotnej definície MSP pre účely kapitálových trhov**

Odporúčanie:

Zadefinovanie všetkých verejne obchodovaných spoločností na akomkoľvek trhu, ktorých trhovú kapitalizáciu je nižšia ako 1 miliarda eur, ako spoločnosti s malou a strednou kapitalizáciou (SMCs). Zosúladenie definície MSP s odvolaním na SMC v rôznych častiach finančnej legislatívy. Zosúladenie definície MSP v Smerniciach EÚ pre rizikové financovanie so SMC definíciou.

*Pozn.: aplikácia nutná primárne v EÚ regulácii*

---

<sup>75</sup>Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again. Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs. May 2021.  
[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf)

<sup>76</sup>Prevzaté zo štúdie TESG, viď str. 65 štúdie TESG

## 2. Požiadavky na uvedenie na trh sa stali príliš náročné – je potrebné zjednodušiť prospekt

Odporúčanie:

Vydanie usmernenia prevádzkovateľom akciových trhov, aby zjednodušili svoje pravidlá uvedenia na trh, aby uľahčili prístup SMC na trhy a znížili náklady a zložitosť uvedenia na trh. Trvalé prijatie pravidiel pre zjednodušený prospekt, podobný vo forme Prospektu obnovy<sup>77</sup>, pre sekundárne emisie a pre prevody z SGM na regulovaný trh. Obmedzenie počtu strán prospektu IPO pre emitentov SMC na 300 vrátane zhrnutia.

Rozšírenie právomocí členského štátu na emitentov EU SMC s cennými papiermi a necennými papiermi s nominálnou hodnotou nižšou ako 1 000 eur za akciu.<sup>78</sup> Umožnenie emitentom SMC vypracovať prospekt v angličtine, ako bežnom jazyku v oblasti medzinárodných financií, nezávisle od oficiálneho jazyka akceptovaného národnou regulačnou autoritou.

Udelenie statusu častého emitenta od prvého schválenia univerzálneho registračného dokumentu národnou regulačnou autoritou. Zrušenie požiadavky na tlačný prospekt a podpora používania elektronických foriem.

*Pozn.: aplikácia nutná primárne v EÚ regulácii*

## 3. Režim MAR (Market Abuse Regulation) je príliš náročný

Odporúčanie:

Zmena MAR tak, aby (i) objasnil, čo predstavujú interné (insider) informácie a kedy by sa mali zverejniť; (ii) zjednodušil povinnosti v súvislosti so zoznamami insiderov, sondovaním trhu (market sounding) a transakciami osôb vykonávajúcich manažérske povinnosti (PDMR); (iii) zriadil proporcionálnejší represívny režim a (iv) objasnil režim zmluvy o likvidite EÚ, aby odrážal existujúce praktiky.

*Pozn.: aplikácia nutná primárne v EÚ regulácii*

## 4. Nedostatok flexibility týkajúci sa štruktúr akcií

Odporúčanie:

Zavedenie možnosti pre emitentov, ktorí si prajú vstúpiť na trh alebo sú už uvedení na regulovanom trhu alebo trhu MTF, aby prijali štruktúry s viacerými hlasovacími právami, ako sú dvojité triedy akcií a / alebo vernostné akcie.

## 5. Nedostatok podpory pred IPO

Odporúčanie:

Vytvorenie pre-listing sandbox-u pre SMC aj zalistované na regulovanom a rastovom trhu (na obdobie až 2 roky) ako aj nepovinné prechodné obdobie na dobu 3 rokov pre SMCs, ktoré chcú prejsť z SGM na RM, ako aj pre SMCs, ktoré chcú byť uvedené na RM.

---

<sup>77</sup>T. j. zavedenie trvalej formy zjednodušeného prospektu, ktorý bol prijatý a v platnosti počas obdobia krízy COVID-19 <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2021/02/15/capital-markets-recovery-package-council-adopts-first-set-of-measures-to-help-companies-access-funding/>

<sup>78</sup>Vid'. str. 70 štúdie TESSG pre podrobnosti. TESSG odporúča rozšíriť právo na výber domáceho členského štátu vydávania pre vydavateľov EÚ SMC cenných papierov a necenných papierov s nominálnou hodnotou nižšou ako 1 000 eur za jednotku. EÚ SMC, ktoré chcú byť uvedené na verejných trhoch, či už MTF alebo RM, by mali mať možnosť určiť "domáci členský štát" pre svoje emisie akcií nielen na základe svojho zaregistrovaného sídla, ale tiež zohľadniť členský štát, v ktorom sú cenné papiere prijaté na obchodovanie, s cieľom zosúladiť zaobchádzanie s akciovými a dlhovými otázkami a so spoločnosťami EÚ a tretích krajín. Takáto zmena by bola obzvlášť relevantná s ohľadom na režim passportingu s cieľom dosiahnuť rovnaký prístup na trh v rôznych európskych krajinách pre akciové aj necenné európske SMC.

## 6. Nedostatok viditeľnosti a profilu SMCs – potreba ich zviditeľniť

Odporúčanie:

Vytvorenie označenia EU Champion, aby sa upriamila pozornosť na najlepšie SMCs v EÚ, vrátane podporujúceho indexu.

*Pozn.: aplikácia nutná primárne v EÚ regulácii, obdoba je možná aj na lokálnom trhu*

## 7. Nedostatočné množstvo uskutočňovania a zverejňovania analýz akcií (equity research) na zviditeľnenie SMCs

Odporúčanie:

Podpora členských štátov pri zavádzaní opatrení na podporu pokrytia analýz akcií (equity research) všetkých zalistovaných SMCs.

Podpora nezávislých a sponzorovaných analýz SMC prostredníctvom zdrojov ERDF (Európsky fond regionálneho rozvoja)<sup>79</sup>, vrátane cieľa zabezpečiť dlhodobú životaschopnosť regionálnych maklérskeho domov.

## 8. Analýzy a credit ratingy nie sú pre SMCs adekvátne a vyžadujú reformu

Odporúčanie:

Uľahčenie procesu zberu dát zahrnutím relevantných údajov o dlhu do ESAP. Zavedenie dotácie, incentív alebo podpory pre SMCs platiace za regulované úverové hodnotenie na podporu vývoja nesprostredkovaného trhu s dlhom pre SMCs.

## 9. SMCs nemajú jasné a proporcionálne ESG KPI ani podporu pre správu o udržateľnosti

Odporúčanie:

Zavedenie prispôbeného a dobrovoľného rámca pre SMCs v revízií smernici NFRD<sup>80</sup> s proporcionálnou a jasne stanovenou sadou KPI, ako aj daňových úľav pre náklady súvisiace so správou o udržateľnosti; zahrnutie informácií súvisiacich s udržateľnosťou do ESAP.

Zabezpečenie, aby agentúry poskytujúce rating udržateľnosti podliehali regulácii a primeranému a proporcionálnemu dohľadu zo strany regulačných a dohľadových autorít. Podpora vývoj SMC ESG Indexu na základe štandardných EÚ SMC ESG KPI.

*Pozn.: aplikácia nutná primárne v EÚ regulácii, podpora financovania správ o udržateľnosti je možné implementovať lokálne*

## 10. Nedostatok harmonizovaných minimálnych princípov dobrej corporate governance

Odporúčanie:

Návrh príkladov obsahu corporate governance, ktoré by mohli byť prospešné pre SMCs, a to: (i) správa o transakciách s prepojenými osobami; (ii) zverejnenie informácií zmenách v hlasovacích právach; (iii) vymenovanie aspoň jedného nezávislého člena predstavenstva pre emitentov s trhovou kapitalizáciou nad určitou hranicou; (iv) vymenovanie jednej osoby zodpovednej za riadenie vzťahov s investorom; a (v) minimálne požiadavky na vyradenie z trhu z dôvodu ochranu menšinových akcionárov.

---

<sup>79</sup>Projekty podpory tvorby analýz boli v operačných programoch v období rokov 2014-2020 udeľované formou voucher-ov napr. v Chorvátsku v sume 10 tis. EUR a v Poľsku v sume 24 tis. EUR.

Zavedenie podobného mechanizmu v rámci operačných programov na Slovensku môže čerpať z best practices z uvedených krajín. Pre viac informácií viď štúdiu TESG str. 93-94.

<sup>80</sup>NFRD – Non-Financial Reporting Directive

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0095>

## 11. Daňová politika nepodporuje SMCs

Odporúčanie:

Preskúmanie v Rizikových finančných usmerneniach (RFG – Risk Finance Guidelines) definíciu MSP zalistovaných na alternatívnych miestach (MTF alebo SGM), aby sa umožnilo väčšiemu počtu menších spoločností využívať daňové úľavy, ktoré by boli považované za kompatibilné s pravidlami štátnej pomoci.<sup>81</sup> Rozšírenie súčasnej výnimky pre "skautingové náklady" na náklady výskumu, ktorý bol vykonaný pre MSP uvedené na alternatívnych miestach (ako napríklad MTF alebo SGM).<sup>82</sup>

*Pozn.: princípom je rozšírenie daňových úľav a incentív pre MSP zalistované na verejných trhoch. Odporúčanie zahŕňa jednak EÚ, ktorej úlohou je rozšírenie možnosti dovolenej štátnej pomoci, ale aj členské štáty, ktoré by mali zvážiť zavedenie incentív, ktoré budú spoločnosti motivovať k zalistovaniu.*

## 12. Potreba rozšíriť retailovú investorskú základňu, ktorá investuje do MSP

Odporúčanie:

Podnietiť a podporiť účasť retailových investorov: (i) pridaním špecifickej kategórie „kvalifikovaného retailového investora“ alebo „znalého retailového investora“, podliehajúcu určitým kritériám; a (ii) revíziou definície profesionálneho klienta tak, aby sa rozšíril okruh retailových investorov.

### Podrobnosti k odporúčaným daňovým incentívam pre jednotlivých účastníkom trhového prostredia zo správy TESSG<sup>83</sup>:

SMC: daňové stimuly (daňové kredity/zvýšené odpočítateľné položky zo základu dane)<sup>84</sup> na zmiernenie nákladov na kótovanie (podobne ako v Taliansku, kde je horná hranica stanovená na 500 000 EUR najviac však do výšky 50% oprávnených nákladov a je poskytovaný vo forme daňového kreditu, teda úľavy na splatnej dani)<sup>85</sup>; nižšia sadzba dane pre spoločnosti, ktoré vstupujú na burzu počas obmedzeného počtu rokov, prípadne určená na základe výšky získaného kapitálu ako podielu na celkovom kapitáli; daňová úľava na sponzorované trhové analýzy a daňové kredity alebo vyšší daňový odpočet z úrokov zaplatených z dlhopisov s minimálnou splatnosťou 5 rokov na podporu diverzifikácie zdrojov financovania podnikov a na kompenzáciu vyšších nákladov v porovnaní s bankovými úvermi

Podnikatelia/zakladatelia: zvýšenie záujmu o kótovanie prostredníctvom zníženej dane z kapitálových výnosov pre podnikateľov/zakladateľov, ktorí predávajú časť svojich podielov v rámci IPO a v nasledujúcich 5 rokoch.

Investori: príjem/kapitálové zisky/dividendy/úrokové úľavy; znížená daň, ktorá sa má vyrubuje z celkovej sumy priamych kapitálových investícií v držbe retailových investorov na základe celkovej hodnoty investícií (podobne ako ASK vo Švédsku), čím sa nahradí všetka daň z kapitálových výnosov a dane z dividend/úrokov; daňové kredity/zvýšené odpočítateľné položky zo základu dane na percento investícií do fondov SMC (podobne ako Venture Capital Trusts v Spojenom kráľovstve, kde je daňový kredit 30% až do výšky 200 000 GBP ročnej investície podliehajúcej držaniu investície najmenej 5 rokov);

<sup>81</sup>European Commission, Communication from the Commission – Guidelines on State aid to promote risk finance investments, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52014XC0122%2804%29>

<sup>82</sup>Vid' str. 105 až 107 správy TESSG pre detailné odporúčania

<sup>83</sup>Vid' str. 107 správy TESSG

<sup>84</sup>Napr. vo forme „superodpočtu“ nákladov obdobne ako je to na Slovensku pri odpočte nákladov na výskum a vývoj.

<sup>85</sup><https://taxnews.ey.com/news/2023-0061-italy-issues-2023-budget-law>

Obchodníci s cennými papiermi: daňové úľavy na nesponzorované trhové analýzy uverejnené regulovanými finančnými sprostredkovateľmi s hornou hranicou počtu spoločností, ktoré sa môžu pokryť, s cieľom stimulovať tvorbu nezávislých analýz o spoločnostiach s nízkou trhovou kapitalizáciou, ktorých vypracovanie by inak bolo neekonomické.

## **4.2 Odporúčania pre rozvoj alternatívneho financovania MSP v SR**

Zvýšený záujem najmä na úrovni EÚ o podporu a rozvoj alternatívneho financovania MSP a kapitálové trhy je možné evidovať prevažne v posledných rokoch keď sa postupne začali roztvárať nožnice medzi USA a EÚ v budovaní rastúcich a úspešných MSP. Neexistuje jedno ideálne riešenie pre každú krajinu. Nižšie však zhrňame zásobník odporúčaní pre uplatnenie v podmienkach SR, ktorý môže poslúžiť ako úvodný rámec pre tvorbu komplexnejšieho prorastového riešenia v budúcnosti. Vzhľadom na zvyšujúci sa záujem EÚ o rozvoj kapitálových trhov a financovania MSP prostredníctvom nich a zblížovaní kapitálových trhov deklarovanom v iniciatíve Capital Markets Union by časť z podporných aktivít mohla byť financovateľná aj zo zdrojov EÚ.

### **4.2.1 Vytvorenie stratégie rozvoja kapitálového trhu a alternatívneho financovania MSP**

Vytvorenie efektívnej národnej stratégie rozvoja kapitálového trhu najmä s ohľadom na financovanie MSP je nevyhnutné pre podporu hospodárskeho rastu, inovácií a konkurencieschopnosti na národnej aj medzinárodnej úrovni. Hĺbková analýza a následne stratégia by mala poukázať na kľúčové a optimálne spôsoby rozvoja a zohľadniť komplexne všetky aspekty krátkodobého i dlhodobého vývoja kapitálových trhov, rozvoja a financovania MSP a aktivít vlády. Tvorba stratégie predstavuje dlhodobý proces, preto až do prijatia stratégie uvádzame ďalšie možnosti rozvoja alternatívneho financovania MSP v SR.

Tvorba stratégie môže byť financovaná z projektov DG Reform, ktoré je možné prihlásiť raz ročne a zvykne byť zostavovaná medzinárodnými tímami expertov. Výhodou tvorby stratégie v spojení so zahraničnými expertami ako je napr. EBRD je širší záber a transfer know-how z iných krajín, ktoré vytvorili a úspešne implementovali stratégiu v minulosti.

#### **4.2.1.1 Vytvorenie akčného plánu a projektového implementačného tímu**

Stratégia rozvoja kapitálového trhu a alternatívneho financovania MSP by mala byť ďalej rozpracovaná vo väčšej granularite na úrovni technických odporúčaní a akčného plánu. Realizácia plánu by mala byť podporená vytvorením projektového tímu, ktorý by zahŕňal stakeholderov aj z trhového prostredia.

### **4.2.2 Regulácia a rozvoj alternatívneho financovania MSP**

#### **4.2.2.1 Zachovanie časového testu**

SR má v súčasnosti zavedený jednoročný časový test pre investície. V prípade dodržania doby držania cenného papiera uvedeného na regulovanom minimálne jeden rok, sú kapitálové výnosy oslobodené od dane z príjmov.

#### 4.2.2.2 Vytvorenie REIT legislatívy

Vplyvom zvýšených úrokových sadzieb a inflácie sa v súčasnosti zhoršuje dostupnosť bývania na Slovensku. Rovnako to platí aj pre dostupnosť rozvojového kapitálu na výstavbu a obzvlášť pre MSP, ale aj štát a samosprávy, ktoré by mohli v prípade vhodného investičného nástroja získať dostatok stabilného zdroja prostriedkov na výstavbu rezidenčných ale aj iných nehnuteľností. Stavebný priemysel pritom predstavuje významnú zložku HDP, v súčasnosti na úrovni približne 5,5%, kde vplyvom hospodárskych zmien však došlo k zníženiu z pôvodných 7,5%, pričom v okolitých krajinách predstavuje stavebný priemysel vyšší podiel na HDP.<sup>86</sup> Jedným z podporných riešení môže byť vytvorenie legislatívy REIT. V rámci EÚ má v súčasnosti zavedený REIT režim 14 krajín, ktoré môžu poslúžiť ako best practice v prípade zavedenia na SR. Základné charakteristiky REIT režimu v rámci EÚ sú obmedzenie predmetu podnikania iba na realitný sektor, akcie sú zalistované na regulovanom trhu, väčšina zisku je vyplácaná investorom a dochádza k prenosu daňovej povinnosti na investorov, t. j. spoločnosti v rámci REIT režimu neplatia daň z príjmov právnických osôb, ale zdaňujú sa až vyplatené dividendy.<sup>87</sup>

Zavedenie REIT režimu a legislatívy predstavuje aj potenciálne nové daňové príjmy. Podľa štúdie z roku 2020, v priemere každých 100 EUR tržieb vytvorilo daňové príjmy vo výške 32,8 EUR a celkové efektívne daňové zaťaženie zisku pred zdanením predstavovalo v priemere 19,4%.<sup>88</sup>

#### 4.2.2.3 Aktualizácia, resp. doplnenie legislatívy SICAV fondov

SICAV fondy predstavujú významnú súčasť ekosystému kapitálových trhov. Umožňujú kolekciu zdrojov, primárne určených na dlhodobé investície do širokého portfólia nástrojov, vrátane rastového financovania pre MSP. Regulácia na Slovensku v posledných rokoch síce prešla čiastočnou modernizáciou avšak aj naďalej v porovnaní s ČR dochádza k určitým obmedzeniam a zložitejšej a finančne náročnejšej regulácii. ČR je v porovnaní so SR atraktívnejšou destináciou aj pre zakladanie zahraničných fondov a to vrátane pôvodom na Slovensku. Odporúčame uskutočnenie komparatívnej štúdie odlišnosti regulácie v ČR a v SR a zavedenie best practice do regulácie aj na Slovensku. Kľúčové rozdiely sú jednak v samotnom zachytení spoločnosti v obchodnom zákonníku, ale aj v daňovej a účtovnej regulácii. Zjednodušenie zakladania a prevádzky SICAV fondov na Slovensku by mohlo zabrániť ďalšiemu odlivu kapitálu za hranice a zároveň podporiť vo väčšej miere financovanie projektov a MSP na Slovensku a časom aj zvýšiť daňové príjmy, ktoré v súčasnosti ostávajú za hranicami.

#### 4.2.2.4 Vytvorenie pred-IPO fondu

Jednou z posledných významných rastových fáz malých a stredných podnikov (MSP) je získanie dlhodobého kapitálu, ktorý je nevyhnutný pre ich rozvoj a expanziu. Vytvorenie IPO fondu podporovaného štátom alebo z eurofondov na Slovensku by mohlo byť kľúčovým krokom na podporu tohto procesu.

---

<sup>86</sup>Stavebníctvo sa za tri roky prepadlo o viac ako 20 percent. Pomoc štátu je stále v nedohľadne. TREND.sk, Tomáš Szmrecsányi, 21.09.2023. <https://www.trend.sk/ekonomika/stavebnictvo-tri-roky-prepadlo-viac-ako-20-percent-pomoc-statu-je-stale-nedohladne>

<sup>87</sup>LEAFLET - Listed REITs in the European Union (2023), EPRA, the European Public Real Estate Association. [https://www.epra.com/application/files/7416/7836/5268/EPRA\\_REITs\\_Leaflet\\_2023.pdf](https://www.epra.com/application/files/7416/7836/5268/EPRA_REITs_Leaflet_2023.pdf)

<sup>88</sup> Total Tax Contribution of Real Estate Investment Trusts in Europe. Zdroj: [https://www.epra.com/application/files/9716/5418/0766/EPRA\\_Total\\_Tax\\_Contribution\\_report\\_2020.pdf](https://www.epra.com/application/files/9716/5418/0766/EPRA_Total_Tax_Contribution_report_2020.pdf)

Primárna verejná ponuka (IPO) predstavuje pre MSP významnú príležitosť na prístup k finančným zdrojom na verejných trhoch, čo môže významne napomôcť rastu a inováciám. Avšak, proces IPO je často spojený s vysokými nákladmi a zložitou administratívou, čo môže byť pre mnohé MSP nezvládnuteľné bez adekvátnej podpory.

Štátny alebo z eurofondov podporovaný pred IPO fond by mohol ponúknuť nevyhnutnú finančnú a administratívnu podporu, znižujúc tak bariéry vstupu na kapitálové trhy. Takýto fond by mohol poskytovať finančné prostriedky na pokrytie pred-IPO výdavkov, ako sú právne poradenstvo, účtovné služby, zavedenie corporate governance a ESG reportingu, marketing a iné poplatky spojené s procesom IPO obdobne ako napr. v Maďarsku.

Okrem finančnej podpory je dôležité zabezpečiť aj odborné poradenstvo a mentoring, ktorý by pomohol MSP navigovať komplexným procesom IPO. Vytvorenie siete odborníkov a mentorov by mohlo MSP poskytnúť prístup k cenným radám a skúsenostiam, čo by zvýšilo ich šance na úspešné zavedenie na trh.

Význam vytvorenia IPO fondu je taktiež v posilnení slovenského kapitálového trhu. Aktívnejšie zapojenie MSP do trhových aktivít by mohlo prispieť k diverzifikácii a zvýšeniu likvidity na trhu, čo by bolo prospešné pre celkové hospodárstvo. Zvýšená prítomnosť MSP na kapitálových trhoch by mohla tiež vzbudiť záujem domácich aj zahraničných investorov, čím by sa posilnila medzinárodná konkurencieschopnosť slovenských firiem.

Podpora MSP prostredníctvom pred IPO fondu by mohla významne prispieť k dosahovaniu národných a európskych cieľov v oblasti inovácií a udržateľného rozvoja. MSP sú často lídrami v inováciách a vytváraní nových pracovných miest, a preto ich podpora predstavuje investíciu do budúcnosti celého hospodárstva.

Vytvorenie IPO fondu na Slovensku by tak predstavovalo strategický krok k posilneniu MSP, rozvoju kapitálového trhu a podpore hospodárskeho rastu a inovácií na národnej aj európskej úrovni.

#### **4.2.2.5 Vytvorenie rozvojového ko-investičného fondu, resp. ko-investičného IPO fondu a infraštruktúrneho fondu**

Zriadenie ko-investičného fondu, ktorý by sa primárne zameriaval na podporu procesov IPO MSP, ale zároveň v rámci diverzifikácie rizika a zvyšovaniu efektívnosti by bol otvorený aj pre investície do infraštruktúrnych (napr. diaľnice, železnice, energetika) a iných verejných projektov s očakávanou návratnosťou. Fond by mohol výrazne prispieť k rozvoju slovenskej ekonomiky a podpore inovatívnych podnikov, zároveň by zvyšoval atraktivnosť a dynamiku domáceho investičného prostredia.

Fond by mohol vzniknúť transformáciou už existujúcich nástrojov, prípadne vytvorením úplne nového fondu a môže vzniknúť v rámci už existujúcich vládnych agentúr ako je SZRB, SIH, prípadne priamo v rámci Slovak Asset Management.

#### **Štruktúra fondu**

Fond by mal byť založený ako dobrovoľné partnerstvo medzi štátom a súkromným sektorom a mohlo by zahŕňať finančné inštitúcie, ako sú banky a dôchodkové fondy, ako aj súkromných investorov a venture kapitálové spoločnosti. Miera zapojenia štátu by mala byť dostatočne vysoká na zabezpečenie dôvery a stability fondu, ale zároveň by malo byť umožnené významné zapojenie súkromného kapitálu.

### ***Zdroje financovania***

Fond by mal byť financovaný kombináciou verejných a súkromných zdrojov. Verejné financovanie by mohlo prísť zo štátneho rozpočtu, eurofondov, alebo iných relevantných verejných zdrojov. Súkromné financovanie môže pochádzať od dôchodkových fondov, súkromných investorov a finančných inštitúcií. Zapojenie súkromného sektora by malo byť založené na dobrovoľnej báze a v súlade s pravidlami ochrany investorov, obozretného podnikania a diverzifikácie rizík. Kľúčové by malo byť poskytnúť vhodné nástroje pre dlhodobé investície vhodné napr. pre dôchodkové fondy. Alokáciu dôchodkových zdrojov v minulosti úspešne aplikovalo Poľsko vďaka čomu sa v porovnaní s inými krajinami regiónu vytvoril výrazne významnejší ekosystém financovania cez kapitálové trhy a rast MSP.

### ***Ciele a stratégia fondu***

Hlavným cieľom fondu by malo byť podporiť MSP v procese IPO, čím sa umožní týmto podnikom získať potrebný kapitál na rast a expanziu. Pre MSP by sa zvýšila atraktivita a dôveryhodnosť alternatívneho financovania cez kapitálové trhy, pretože by ešte pred samotným IPO mali vyššiu mieru istoty k akej miere upísania a splatenia vydaných finančných nástrojov dôjde.

Fond by v rámci diverzifikácie rizika mohol investovať do strategicky dôležitých infraštruktúrnych projektov, ako sú diaľnice, železnice, energetické a iné verejné prospešné projekty, ktoré ponúkajú potenciál návratnosti investícií a prispievajú k dlhodobému rozvoju krajiny a aj kapitálovému trhu, vďaka poskytnutiu investičnej alternatívy pre domácich investorov, vďaka čomu sa potenciálne môže znížiť odliv domáceho kapitálu do zahraničia.

### ***Riadenie rizika***

Fond by mal mať jasne definované kritériá pre výber investičných príležitostí a riadenie rizík. Toto by malo zahŕňať dôkladnú analýzu potenciálu rastu a návratnosti investícií, ako aj hodnotenie rizík spojených s jednotlivými investíciami. Vzhľadom na rôznorodosť zdrojov a cieľov investícií by mala byť zriadená nezávislá správna rada, ktorá bude zodpovedná za strategické riadenie fondu. Správna rada by mala zahŕňať zástupcov z verejného sektora, súkromného sektora a odborníkov na financie a investície.

### ***Transparentnosť a správa***

Efektívna správa a transparentnosť sú kľúčové pre zabezpečenie dôvery verejnosti a investorov. Fond by mal zverejňovať pravidelné správy o svojej činnosti, investičnom portfóliu a výkonnosti. Pravidelné reportovanie, auditovanie a hodnotenie investícií by malo byť základným prvkom riadenia fondu.

Vytvorenie takéhoto fondu by mohlo prispieť k dynamickému rozvoju slovenského hospodárstva, ponúknuť nové príležitosti pre MSP a infraštruktúrne projekty, a zároveň zabezpečiť atraktívne investičné príležitosti pre súkromný sektor a individuálnych investorov spolu so zvýšením miery zdravej konkurencie v prostredí.

#### ***4.2.2.6 Zavedenie retailových štátnych a municipálnych dlhopisov obchodovaných na regulovanom trhu***

Zavedenie retailových štátnych a municipálnych dlhopisov obchodovaných na regulovanom trhu by predstavovalo významný krok pre slovenský kapitálový trh, poskytujúc malým investorom nové investičné príležitosti. Tento prístup by umožnil širokému spektru investorov diverzifikovať ich investičné portfóliá mimo tradičných bankových produktov, čím by sa zvyšovala finančná gramotnosť a záujem o investovanie. Retailové štátne dlhopisy by

slúžili ako bezpečná a transparentná investičná alternatíva s potenciálom vyšších výnosov v porovnaní s konvenčnými spôsobmi úspor.

Obchodovanie týchto dlhopisov na regulovanom trhu by navyše prispelo k revitalizácii a zvýšeniu likvidity slovenského kapitálového trhu. Tým by sa otvorili dvere pre ďalšie domáce i zahraničné investície, čím by sa posilnila jeho atraktivita a konkurencieschopnosť. Zavedenie retailových štátnych dlhopisov by znamenalo nielen výhody pre individuálnych investorov, ale aj podporu širšej ekonomickej stability a rastu.

Zároveň by predaj týchto dlhopisov poskytol štátu prostriedky na financovanie rôznych verejných projektov, či už ide o infraštruktúrne inovácie, vzdelávanie, zdravotníctvo alebo iné dôležité investície. Toto by pomohlo zabezpečiť udržateľný rozvoj a podporu verejných služieb, čo by malo pozitívny dopad na celú spoločnosť.

Výsledkom by bola vzájomne výhodná situácia: malí investori by získali prístup k bezpečným a potenciálne výnosným investičným možnostiam, zatiaľ čo štát by získal alternatívny zdroj financovania pre svoje rozvojové iniciatívy. Zavedenie týchto dlhopisov by tak mohlo významne prispieť k dynamike a diverzifikácii slovenského finančného trhu a zároveň posilniť ekonomické a sociálne ciele krajiny.

Úspešný príklad emisie retailových dlhopisov predstavuje napr. Chorvátsko, ktoré prvýkrát emitovalo dlhopisy so zameraním na retail začiatkom roka 2023, ktoré následne umiestnilo na domáci regulovaný trh – burzu a na jeseň 2023 emitovalo pokladničné poukážky. Dopyt retailových, t. j. malých investorov v oboch prípadoch prekročil očakávania.<sup>89 90</sup>

#### **4.2.2.7 Čiastočné umiestnenia podielov štátom vlastnených spoločností na regulovaný trh formou IPO**

Analýza opodstatnenosti čiastočného umiestnenia podielov štátom vlastnených spoločností na regulovaný trh prostredníctvom IPO (primárnej verejnej ponuky akcií) zahŕňa niekoľko kľúčových aspektov, ktoré sú dôležité pre hodnotenie tohto kroku z hľadiska širších ekonomických a politických cieľov vlády.

Pri čiastočnom umiestnení podielov štátnych spoločností na trh prostredníctvom IPO by sa otvorila možnosť pre širšie spektrum investorov vstúpiť do vlastníctva týchto spoločností. Tento prístup by mohol viesť k zvýšenej transparentnosti a efektívnosti riadenia týchto podnikov, pretože by podliehali väčšiemu dohľadu a očakávaniam trhu. Taktiež by to mohlo stimulovať inovačné procesy a zvýšiť konkurencieschopnosť týchto spoločností.

Zároveň by IPO štátnych podnikov mohlo prispieť k dynamizácii a diverzifikácii slovenského kapitálového trhu. Nové investičné príležitosti by mohli prilákať domácich aj zahraničných investorov, čím by sa zvýšila likvidita a hĺbka trhu. To by bolo prospešné nielen pre konkrétne uvedené spoločnosti, ale aj pre celkovú štruktúru a stabilitu trhu.

IPO štátnych podnikov môže byť efektívnym spôsobom, ako získať kapitál potrebný na financovanie rôznych vládnych projektov alebo iniciatív bez zvyšovania štátneho dlhu. Tento príviv finančných prostriedkov môže byť využitý na investície do infraštruktúry, vzdelávania, zdravotníctva alebo iných oblastí verejného záujmu.

---

<sup>89</sup> Croatia raises 2.3 billion in government bond issue. Hrvatska radiotelevizija, 03.03.2023. <https://glashrvatske.hrt.hr/en/economy/croatia-raises-23-billion-in-government-bond-issue-10642126>

<sup>90</sup>Croatia sells 492 mln euro of first T-bill issue for individuals – PM. SeeNews, 16.11.2023. <https://seenews.com/news/croatia-sells-492-mln-euro-of-first-t-bill-issue-for-individuals-pm-840476>

Prostredníctvom IPO môže vláda realizovať jednorazové príjmy, ktoré pomôžu znížiť rozpočtový deficit a celkový štátny dlh. Tieto príjmy môžu poskytnúť vláde väčšiu finančnú flexibilitu a zároveň zmierniť tlak na verejné financie.

#### **4.2.2.8 Analýza možností zapojenia dôchodkového systému do financovania slovenských spoločností cez kapitálové trhy**

Z dlhodobého rozvojového hľadiska MSP, hospodárstva, zamestnanosti a aj dôchodkového zabezpečenia a jeho diverzifikácie by bolo vhodné uskutočniť analýzu možností zapojenia dôchodkového systému do financovania slovenských spoločností prostredníctvom kapitálových trhov. Táto iniciatíva by mohla priniesť významné výhody pre oba sektory – dôchodkový systém aj slovenské spoločnosti.<sup>91</sup>

Zapojenie dôchodkových fondov do financovania slovenských spoločností cez kapitálové trhy by predstavovalo inovatívny prístup k zvyšovaniu výnosov dôchodkových fondov. Investície do domácich spoločností by fondom umožnili diverzifikovať ich portfólio a zároveň prispieť k rozvoju národného hospodárstva. Dôchodkové fondy, vzhľadom na ich dlhodobý investičný horizont, sú ideálne na podporu stabilných a dlhodobo výnosných investícií.

Slovenské spoločnosti by zase získali prístup k alternatívnym zdrojom financovania, čo by mohlo byť zvlášť výhodné pre MSP, ktoré často čelia výzvam pri získavaní kapitálu. Investície dôchodkových fondov by mohli poskytnúť potrebné finančné prostriedky na expanziu, inovácie a dlhodobý rast týchto spoločností.

Pri analýze možností zapojenia dôchodkového systému do financovania spoločností cez kapitálové trhy je užitočné pozrieť sa na príklady z iných krajín, kde sa úspešne podarilo zrealizovať prepojenie dôchodkového systému, domáceho kapitálového trhu a financovania domácich podnikov a projektov cez kapitálový trh. Z nášho regiónu najmä v minulosti predstavovalo významný príklad Poľsko, ako môže byť dôchodkový systém účinne integrovaný do kapitálových trhov, pričom prináša prospech ako pre dôchodkové fondy, tak pre domáce spoločnosti. Význam zapojenia dôchodkových fondov v Poľsku bol najmä v začiatkoch po transformácii hospodárstva na trhové, kedy dôchodkové fondy mali povinný významný podiel na nákupoch na domácom trhu, miera zapojenia sa postupne prehodnocuje a znižuje. Štartovací kapitál napomohol vybudovať silné MSP a kapitálové trhy, ktorých benefity sú vidieť aj v súčasnosti na raste HDP a stabilite ekonomiky.<sup>92 93 94</sup>

V Poľsku boli dôchodkové fondy (tzv. OFE – Otwarte Fundusze Emerytalne) aktívne zainteresované na kapitálových trhoch, a to najmä na Varšavskej burze cenných papierov. Tieto fondy investujú značnú časť svojich aktív do akcií domácich spoločností, čo napomáha ich financovaniu a podporuje rast a rozvoj poľského hospodárstva. Táto strategická integrácia dôchodkových fondov na kapitálovom trhu tiež zvýšila likviditu a stabilitu trhu, čo je výhodné pre všetkých účastníkov trhu.

---

<sup>91</sup> Pension fund investments raise firm productivity and innovation. Dario Pozzoli, Svend E. Hougaard Jensen, David Pinkus, Roel Beetsma. Centre for Economic Policy Research. 28 Nov 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/pension-fund-investments-raise-firm-productivity-and-innovation>

<sup>92</sup> Eurostat - Real GDP growth rate. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TEC00115/default/table>

<sup>93</sup> Economic forecast for Poland. European Commission. 15.11.2023. [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/poland/economic-forecast-poland\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/poland/economic-forecast-poland_en)

<sup>94</sup> Poland's capital market to underpin economic growth. EBRD, 01.10.2019 <https://www.ebrd.com/news/2019/polands-capital-market-to-underpin-economic-growth.html>

#### **4.2.2.9 Analýza možnosti podpory vzniku aktívneho market-makingu na regulovanom kapitálovom trhu**

Market-maker je subjekt, obvykle banka alebo finančná inštitúcia, ktorá na burze pravidelne a na vlastné riziko poskytuje simultánne nákupné a predajné ceny (tzv. bid a ask ceny) pre špecifický finančný nástroj, čím zabezpečuje jeho likviditu. Market-makeri sú kľúčoví pre efektívne fungovanie kapitálových trhov, pretože umožňujú investičnú aktivitu aj v prípadoch, kedy nie sú dostupní ostatní kupujúci alebo predávajúci.

V kontexte podpory vzniku aktívneho market-makingu na slovenskom regulovanom kapitálovom trhu by mohlo byť efektívne zväziť syndikáciu bánk. Tento prístup by zahŕňal zoskupenie viacerých bánk, ktoré by spoločne pôsobili ako market-makeri na domácom trhu. Takáto syndikácia by mohla zabezpečiť dostatočný kapitál a rozloženie rizík medzi viacerými účastníkmi, čo by prispelo k zvýšeniu likvidity a hĺbky trhu.

Zapojenie bánk do market-makingu môže poskytnúť stabilný zdroj likvidity pre slovenské akcie a dlhopisy, čím sa zvýši atraktivita trhu pre domácich aj zahraničných investorov. Taktiež môže podporiť vstup nových spoločností na burzu, pretože potenciálni emitenti budú mať väčšiu istotu, že ich cenné papiere budú likvidné a obchodovateľné.

Podpora vzniku aktívneho market-makingu na slovenskom regulovanom kapitálovom trhu prostredníctvom syndikácie bánk alebo inej formy vzniku aktívnej dostupnosti market-makingu môže byť kľúčovým krokom k zvýšeniu likvidity a efektívnosti trhu, čo by prispelo k jeho celkovému rozvoju a atraktivite pre investorov.

### **4.2.3 Vzdelávanie a výskum**

#### **4.2.3.1 Vytvorenie vzdelávacieho portálu pre MSP**

Vzdelávanie je kľúčové pre zvyšovanie povedomia o dostupných nástrojoch financovania a ich výhodách. Mnoho podnikateľov môže mať obmedzené informácie o tom, ako kapitálový trh funguje a ako môže výhodné pre ich podnikanie. Vzorom môže byť portál prevádzkovaný MF ČR.

#### **4.2.3.2 Zavedenie workshopov a poradenstva v rámci alternatívnych možností financovania**

Zavedenie workshopov poradenstva je vhodným spôsobom, ako poskytnúť podnikom, najmä malým a stredným podnikom (MSP), dôležité informácie a nástroje potrebné na získanie prístupu k alternatívnym zdrojom financovania. Tieto workshopy by mohli slúžiť na výmenu skúseností, poskytovanie odborných znalostí a zvyšovanie povedomia o možnostiach, ktoré kapitálový trh ponúka.

#### **4.2.3.3 Podpora tvorby analytických správ pre zalistované MSP**

Informovanosť investorov patrí medzi kľúčové aspekty rozvoja kapitálového trhu. V prípade väčších akciových spoločností sú často dostupné analytické správy pre investorov, na základe ktorých ľahšie prilákajú ďalší kapitál. Menšie spoločnosti však nemajú často dostatok kapacít aby podobné analytické správy zafinancovali a iba ojedinele vzniknú verejné analytické správy, ktoré by podnietili ďalšie investície do MSP. Preto ďalším z vhodných nástrojov je podpora vzniku analytických správ či už formou grantov alebo iných incentív, napr.

formou superodpočtu dane. Financovanie by mohlo byť zrealizované zo zdrojov ERDF (Európsky fond regionálneho rozvoja) v rámci operačných programov.<sup>95</sup>

#### 4.2.3.4 Podpora tvorby ESG reportingu pre MSP

ESG reporting (reporting v oblastiach environmentálnych, sociálnych a riadenia podniku) je kľúčovým nástrojom pre zvýšenie transparentnosti a zodpovednosti podnikov, ktorý zároveň posilňuje ich reputáciu a dôveryhodnosť v očiach investorov a zákazníkov. Okrem pozitívnych benefitov bude však reporting povinný pre všetky zalistované MSP od 1.1.2026<sup>96</sup> a zahŕňa viacero EÚ regulácií<sup>97</sup>, ktorých prvotná implementácia rovnako ako aj vykazovanie v prvých rokoch môže byť zložitá a nákladná pre MSP a teda môže znížiť záujem pre získavanie alternatívnych zdrojov<sup>98</sup>. Vzhľadom na rast významnosti ESG regulácie môžu mať jeho nevypracovanie vplyv aj na získanie bankového financovania a to aj pri spoločnostiach, ktoré nemajú povinnosť reporting vytvárať.

Význam ESG reportingu rastie, predovšetkým v kontexte globálneho trendu udržateľného investovania a zvyšujúceho sa dopytu po transparentných a zodpovedných obchodných praktikách. Pre novozalistované MSP je dôležité, aby boli schopné efektívne komunikovať svoje ESG aktivity a stratégie, čo im pomôže nielen zlepšiť ich vnímanie na trhu, ale tiež môže viesť k prístupu k novým zdrojom kapitálu a investičným príležitostiam.

Podpora v tvorbe ESG reportingu pre MSP môže zahŕňať podporu a refinancovanie jeho vytvorenia, školenia, prístup k nástrojom a zdrojom, ktoré im pomôžu pochopiť a implementovať najlepšie praktiky v oblasti ESG. Taktiež by sa mala zvážiť možnosť finančnej a technickej podpory, aby tieto podniky mohli splniť regulačné požiadavky EÚ a zároveň efektívne využiť ESG reporting ako nástroj na zlepšenie svojho podnikania a atraktivity pre investorov.

---

<sup>95</sup>Projekty podpory tvorby analýz boli v operačných programoch v období rokov 2014-2020 udeľované formou voucher-ov napr. v Chorvátsku v sume 10 tis. EUR a v Poľsku v sume 24 tis. EUR.

Zavedenie podobného mechanizmu v rámci operačných programov na Slovensku môže čerpať z best practices z uvedených krajín. Pre viac informácií viď štúdiu TESS str. 93-94. Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again. Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESS) on SMEs. May 2021. [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-05/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf)

<sup>96</sup>Pozn.: v prípade smernice CSRD a EU Taxonomy

<sup>97</sup>V rámci EÚ sú v platnosti viaceré regulácie a ďalšie sú v príprave, ide napr. o: Non-Financial Reporting Directive (NFRD); EU Taxonomy; Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD); Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR), European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

<sup>98</sup>Pozn.: ESG regulácie bude mať pravdepodobne v určitej miere vplyv na všetky spoločnosti aj na tie, ktoré zatiaľ nebudú mať povinnosť vytvárať samotné ESG správy a to z dôvodu nutnosti posudzovania dodávateľských vzťahov zo strany firiem, pre ktoré bude reporting povinný a budú musieť zistiť do akej miery ich dodávatelia plnia ESG ciele EÚ. To môže sťažiť prístup aj ku konvenčnému financovaniu a môže to mať aj vplyv na obchodné vzťahy v prípade ak spoločnosť nebude vedieť preukázať kľúčové ESG informácie o svojom podnikaní.

## Záver

Štúdia poskytuje prehľad o význame rozvoja diverzifikovaných spôsobov získavania kapitálu pre malé a stredné podniky, najmä s ohľadom na možnosti využitia kapitálových trhov. Poukazuje na to, ako rozvoj kapitálového trhu prispieva k budovaniu hospodárstva a podporuje rýchlejší ekonomický rast. Na základe analýzy medzinárodných odporúčaní a postupov z iných štátov štúdia navrhuje viaceré opatrenia na zlepšenie súčasného prostredia na Slovensku v súvislosti s financovaním MSP.

Záverom štúdie o financovaní malých a stredných podnikov (MSP) prostredníctvom kapitálového trhu je zdôraznená potreba vytvorenia efektívnej národnej stratégie, ktorá by podporila hospodársky rast, inovácie a konkurencieschopnosť na národnej aj medzinárodnej úrovni. Táto stratégia by mala byť zameraná na komplexný vývoj kapitálových trhov a financovanie MSP, zohľadňujúc krátkodobé aj dlhodobé aspekty.

Odporúča sa zachovanie už existujúcich pozitívnych politík akým je časový test. Ďalším návrhom je vytvorenie legislatívy týkajúcej sa REIT (Real Estate Investment Trust), ktorá by mohla prispieť k zlepšeniu dostupnosti bývania a poskytla by stabilný zdroj prostriedkov pre MSP, štát a samosprávy pre výstavbu rezidenčných a iných nehnuteľností.

Zriadenie pred-IPO fondu, podporovaného štátom alebo z eurofondov, by malo byť kľúčovým krokom na podporu procesu IPO pre MSP. Tento fond by mal poskytovať finančné a administratívne prostriedky na pokrytie pred-IPO nákladov.

Významným krokom by bolo aj zavedenie ko-investičného fondu, ktorý by sa zameriaval na podporu získavania kapitálu v procese IPO pre domáce MSP a zároveň by bol otvorený aj pre investície do infraštruktúrnych a verejných projektov. Fond by mohol byť založený ako partnerstvo medzi štátom a súkromným sektorom, pričom by mal byť financovaný kombináciou európskych, verejných a súkromných zdrojov.

Ďalšie odporúčanie zahŕňa zavedenie retailových štátnych a municipálnych dlhopisov obchodovaných na regulovanom trhu, čo by poskytlo malým investorom nové investičné príležitosti a zároveň by prispelo k revitalizácii slovenského kapitálového trhu. Tento prístup by umožnil investorom diverzifikovať ich investičné portfóliá a zvýšiť a záujem o investovanie aj do ďalších finančných aktív ako sú akcie a dlhopisy MSP.

Štúdia ponúka okrem uvedených opatrení ponúka v kapitole 5.2. zoznam ďalších odporúčaní, ktoré by napomohli rozvoju alternatívneho financovania MSP, pričom nevyvíjajú zásadný tlak na verejné financie, prípadne je možné ich realizovať s pomocou európskych zdrojov. Opatrenia majú za cieľ napomôcť k dynamickému rozvoju slovenského hospodárstva, ponúknuť nové príležitosti pre MSP a zároveň zabezpečiť atraktívne investičné príležitosti pre súkromný sektor a individuálnych investorov.

## Prílohy

### PRÍLOHA 1

#### Základné charakteristiky kapitálových trhov vo svete a v EÚ

Tab. č. 3: Trhová kapitalizácia (akcie) ako podiel HDP v rôznych štátoch sveta (2021, 2022)

Štát	Trhová kapitalizácia (% HDP)	Trend v poslednom vykazovanom období (2020-22)
Hong Kong	1 777	Rast
Taiwan	195	Pokles
Singapur	122	Pokles
Spojené štáty	227	Rast
Japonsko	133	Stagnácia
Južná Kórea	96	Pokles
Thajsko	119	Stagnácia
Spojené kráľovstvo	119	Pokles
Čína	112	Rast
Izrael	58	Stagnácia
Európska únia	81	Rast

Tab. č. 4: Štruktúra najvýznamnejších kapitálových trhov (v % HDP, ECMI, 2021)

	Obchodované akcie	Verejný sektor, dlhové CP	Finančné inštitúcie, dlhové CP	Podnikové dlhopisy	SPOLU
EÚ	81	79	63,6	12,4	236
Spojené štáty	227	119	72	33,8	451,8
Spojené kráľovstvo	119	122,4	97,2	19,3	358
Japonsko	133	208	57	20	418
Čína	112	54	48,6	31	245,6

Zdroj: <https://www.ecmi.eu/statistical-packages>;

Pozn.: štatistiky nezahŕňajú neobchodované akcie a privátny dlh, ktoré v EÚ hrajú významnú úlohu. Kapitálový trh EÚ tvorí asi 13% celosvetového trhu.

Tab. č. 5: Orientačná štruktúra zdrojov financovania nefinančných spoločností (v % HDP, MME, 2017)

	Nebankové úvery	Úvery od bánk	Neobchodované akcie	Obchodované akcie	Obchodovaný dlh	Obchodované zdroje/Celkové zdroje
EÚ	42	33	95	55	12	28%
Spojené štáty	33	12	25	125	30	69%
Spojené kráľovstvo	39	21	55	90	20	47%
Japonsko	15	52	63	110	15	48%

Zdroj: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856>

Graf 1: Trhová kapitalizácia (v % HDP) pre vybrané členské štáty EÚ a Švajčiarsko (2022)

