

# **Finančno - zabezpečovací systém EU s dôrazom na princípy fungovania tzv. „eurovalov“**

©OLEXOVA VASILISIN s.r.o., 2012

## Obsah

Úvod .....	3
1. Európsky záchranný finančný systém .....	4
2. EFSF (Euroval I).....	7
2.1. Právne postavenie a pôsobnosť EFSF.....	7
2.2. Kooperácia EFSF .....	10
2.3. Právny rámec .....	11
2.4. Mechanizmus finančnej asistencie .....	13
2.4.1. Finančné problémy, žiadosť o riešenie a posúdenie žiadosti.....	13
2.4.2. Získavanie a distribúcia finančných prostriedkov .....	14
2.4.3. Maturita finančného nástroja, jeho splácanie a alternatívy .....	15
2.5. Novelizácia EFSF .....	21
3. EFSM.....	22
3.1. Právny rámec.....	23
4. ESM (Euroval II) .....	24
4.1. Právny rámec.....	24
4.2. Právne postavenie a pôsobnosť ESM.....	25
4.3. Mechanizmus finančnej asistencie .....	27
Záver.....	30
Bibliografia.....	32

## Úvod

Európsky finančný záchranný systém je momentálnym riešením nie práve najpriaznivejšej finančnej situácie EÚ iniciovanej globálnou finančnou krízou v USA z roku 2007, destabilizáciou hypotekárneho trhu a krachom banky Lehman Brothers. Bankové inštitúcie aj samotné suverenity celého sveta pocítili v priebehu nasledujúcich rokov neočakávané systémové problémy, ktoré si vyžadovali promptné národné riešenie prepadu rastu HDP v dôsledku konzekventných makroekonomických zákonitostí (nevynímajúc vznik investičnej nedôvery). Samostatné a nezávislé opatrenia resp. fiškálne stimuly jednotlivých štátov v konečnom dôsledku nepriniesli stabilizáciu situácie, preto bolo na mieste pristúpiť ku koordinovanému riešeniu na supranacionálnej úrovni.

Táto práca si kladie za cieľ vytvorenie zbežného, avšak pokiaľ možno zjednoteného a spresneného pohľadu na aktuálny európsky finančný záchranný systém na pomoc štátom pri ich makroekonomickej insolvenčii alebo iných rozsiahlych finančných ťažkostiach. Jej téma je prakticky nová a aj preto nie je zatiaľ dostatočne systematizovaná. Zdrojom informácií o aktuálnom európskom záchrannom systéme sú najmä mediálne správy a odborné ekonomicko-politické články, ktoré sú miestami navzájom politicky kontroverzné a často krát nedostatočne vecné. Metodika práce preto obnáša najmä kumuláciu informácií zo zdrojov vo všetkých dostupných formách, ich komparáciu a výber zásadných a pokiaľ možno oficiálnou cestou potvrdených faktov. V práci je daný dôraz najmä na dve súčasti balíka dočasných opatrení (EFSF, EFSM) a taktiež na práve ratifikované trvalé riešenie (ESM), každé v samostatnej kapitole. Zámerom práce je v neposlednej rade vytvoriť dostatočne komplexný a systematický základ pre ďalšiu možnú diskusiu o tejto téme.

## 1. Európsky záchranný finančný systém

Aktuálny finančný záchranný systém Európy má za cieľ zabezpečiť koordinovanú vzájomnú pomoc a asistenciu krajinám, ktoré sa ocitnú vo finančnej tiesni a nemajú možnosť zabezpečiť si dlhodobý úver za rozumný úrok na trhu. Jeho konštrukcia je reakciou EÚ na zhoršujúcu sa finančnú situáciu krajín európskej menovej únie, ktorá predikuje možnosť, že niektorý štát požiada EÚ o finančnú úverovú pomoc. Základom politickej konštrukcie záchranného systému bola zhoda členov eurozóny (EAMS, *Euro Area Member States*) vo februári 2010 v otázke potreby koordinovanej spolupráce pri riešení finančných problémov prvej dekády ekonomickej a menovej únie, ktoré sa naplno prejavili počas ostatnej ekonomickej krízy. V apríli roku 2010 bola *ad hoc* zo strany EAMS a Medzinárodného menového fondu (IMF, *International Monetary Fund*) poskytnutá záchranná pôžička Grécku vo výške 110 mld. EUR. V záujme dosiahnutia aspoň provizórnej stabilizácie a prevencie potreby podobných *ad hoc* zásahov prijala Rada EÚ pre hospodárske a finančné záležitosti (ECOFIN, *European Council for Finance*) na svojom zasadnutí v priebehu 9. až 10. mája 2010 rozhodnutie vytvoriť komplexný balík dočasných finančných opatrení na podporu štátom vo finančnej núdzi, limitovaný objemom 750 mld. EUR [8]. Tento tzv. finančný stabilizačný balík pozostáva z nasledovných prvkov:

- **európsky finančný stabilizačný nástroj** (EFSF, *European Financial Stability Facility*) tzv. Euroval I pre krajiny Eurozóny s momentálnym limitom 440 mld. EUR
- **európsky finančný stabilizačný mechanizmus** (EFSM, *European Financial Stabilization Mechanism*) v užšom slova zmysle, označovaný tiež ako samostatný fond Európskej komisie pre všetkých 27 krajín EÚ s limitom 60 mld. EUR
- **garancie a úver poskytnuté prostredníctvom spoluúčasti Medzinárodného menového fondu** s limitom 250 mld. EUR

V porovnaní s individuálnou pomocou Grécku predstavuje balík finančných opatrení pre zúčastnené pomáhajúce štáty len nepriamy (ručiteľský) záväzok popri priamom záväzku EFSF alebo len „účasť na spoločnej veci“ v rámci mechanizmu EFSM a úverov od IMF.

V súhrne bývajú EFSF a EFSM pre viaceré podobné črty často označované aj ako EFSM v širšom slova zmysle, zahŕňajúci tak mechanizmus na základe medzivládnej dohody (EFSF) ako aj mechanizmus priamo na základe Zmluvy o fungovaní Európskej únie (EFSM v užšom

slova zmysle). EFSF aj EFSM majú svoje trvanie obmedzené do 31. mája 2013. Popri dočasnosti je esenciálnym znakom týchto prvkov zároveň obmedzenie ich využiteľnosti len vo výnimočných prípadoch samostatne nezvratiteľnej finančnej núdze členského štátu. EFSF ani EFSM tak zo žiadneho pohľadu nepredstavuje bežný a štandardný nástroj fiškálnych transferov.

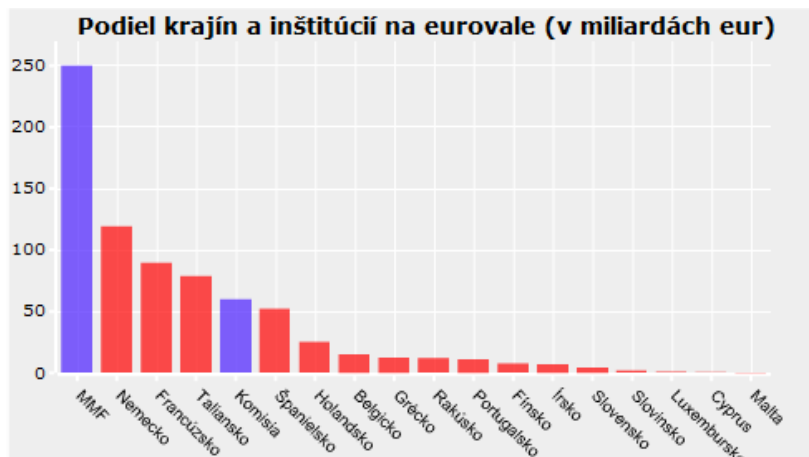
EFSF a EFSM sa odhliadnuc od zjavne odlišného úverového rozsahu líšia jednak subjektmi, ktoré svojou pomocou zastrešujú (16 resp. 27 štátov) a taktiež systémom riadenia. EFSM je nadnárodným mechanizmom, zatiaľ čo EFSF ostáva na relatívne privátnej medzivládnej platforme.

Na základe finančného stabilizačného balíku bola v novembri 2010 uzavretá dohoda o finančnej pomoci Írsku v objeme 85 mld. EUR za úrok (z toho EFSF, 17,7 mld. EUR, EFSM 22,5 mld. EUR, IMF 22,5 mld. EUR, bilaterálna pomoc 4,8 mld. EUR a samotné Írsko 17,5 mld. EUR) s prvou emisiou finančných prostriedkov v januári 2011 a taktiež uzavretá dohoda o finančnej pomoci Portugalsku v objeme 78 mld. EUR (z toho EFSF 26 mld. EUR, EFSM 26 mld. EUR, IMF 26 mld. EUR) hneď s dvoma emisiami v júni 2011. [21] Cieľom programov na pomoc Írsku a Portugalsku je najmä okamžité posilnenie a súhrnná generálna korekcia bankového sektoru, rozpočtové úpravy na úpravu rozsiahleho fiškálneho deficitu, reformy podporujúce rast predovšetkým v súvislosti s trhom práce, posilnenie hospodárskej súťaže a reforma systému sociálnych benefitov. V oboch prípadoch bude finančná asistencia poskytovaná po častiach resp. emisiách v priebehu 3 rokov s priemernou dobou splatnosti 7,5 roka pre každú. Aktuálnym zámerom EFSF je do konca roka 2011 zrealizovať na podporu írskej a portugalskej ekonomiky ešte štyri emisie v objeme každá cca 3 až 5 mld. EUR.

Následným a trvalým riešením s totožným účelom ako EFSF a EFSM by mal od 1. júna 2013 byť **európsky stabilizačný mechanizmus** (ESM, *European Stabilization Mechanism*) tzv. Euroval II.

V marci 2011 bol na podporu hospodárskej súťaže, zamestnanosti a navrátenia finančnej stability prijatý *Euro Plus Pact* a fiškálnu disciplínu následne posilnila EÚ zmenou Paktu rastu a stability vo júni 2011. Zároveň je kreovaná Európska rada pre systémové riziká

(ESRB, *European Systemic Risk Board*)<sup>1</sup> a Európsky systém orgánov finančného dohľadu pozostávajúci najmä z troch supervíznych autorít - EBA, EIOPA, ESMA pre dohľad nad bankovníctvom, poisťovníctvom a trhom s cennými papiermi<sup>2</sup>. Spolu s pomocou Grécku, finančným stabilizačným balíkom a ESM predstavujú tieto opatrenia základné prvky európskeho záchranného finančného systému.



Zdroj: KRAJANOVÁ, D. *Portugalci dostanú úver. Euroval vysychá*. *Ekonomika@sme.sk* [online]. 2011 [cit. 2011-07-21]. Dostupný z: <<http://ekonomika.sme.sk/c/5879116/portugalci-dostanu-uver-euroval-vysycha.html>>.

<sup>1</sup> ESRB monitoruje a posudzuje potenciálne hrozby pre finančnú stabilitu, ktoré vyplývajú z makroekonomického vývoja a z vývoja v rámci finančného systému ako celku („makroprudenciálny dohľad“). Za týmto cieľom by ESRB poskytovala včasné varovanie o celosystémových rizikách, ktoré sa môžu hromadiť, a v prípade potreby vydávala odporúčania na opatrenia na riešenie týchto rizík. [4]

<sup>2</sup> Systém orgánov dohľadu pozostáva z robustnej siete vnútroštátnych orgánov finančného dohľadu pracujúcej paralelne s európskymi orgánmi dohľadu na ochrane finančnej stability na úrovni jednotlivých finančných firiem a ochrane spotrebiteľov finančných služieb („mikroprudenciálny dohľad“). [4]

## 2. EFSF (Euroval I)

Účelom EFSF je podpora finančnej stability európskej menovej únie poskytnutím dočasnej finančnej asistencie štátom eurozóny v prípade závažných makroekonomických problémov spôsobených výnimočnými okolnosťami po ich pristúpení k Memorandu o porozumení s Európskou komisiou. Je považovaný za nástroj s osobitným účelom (SPV/SPE, *Special Purpose Vehicle/Entity*) na základe striktno podmieneného programu. Rozhodovacia právomoc o poskytnutí pomoci, posúdenie podmienenosti v plnení makroekonomického programu s opatreniami v hospodárskej a finančnej politike, autorizáciu uvoľňovania pôžičky a monitoring podlieha priamemu dohľadu eurozóny. Účel EFSF je financovaný cez emisiu dlhopisov na trhu, ktoré budú kryté zárukami participujúcich členov eurozóny podľa kontribučného kľúča podľa kapitálovej účasti v Európskej centrálnej banke (ECB). EFSF je tak v teritóriu eurozóny sprostredkovateľom a zároveň správcom pôžičky finančných prostriedkov členskému štátu poskytnutej zo zdrojov od externých investorov.

Podľa svojej preliminárnej stratégie EFSF v zásade nemôže financovať žiadny subjekt pred tým, než je pre neho pripravený a schválený konkrétny finančný program. Finančné nástroje nemajú predstavovať tzv. „záchrana záchrany“ s nabaľujúcim sa úverom pre úver, naopak majú byť konštituované na základe totožného profilu, tak aby podmienky úveru dlžnému štátu boli spravodlivé a zároveň tak, aby nebola ohrozená likvidita a budúcnosť EFSF. Stratégia EFSF sa vo svojich detailoch adaptuje na aktuálne podmienky trhu rovnako ako stratégia inej investičnej spoločnosti tak, aby čo najviac korešpondovala s požiadavkami investorov. Na druhú stranu sa však drží snahy o udržanie svojho ratingu a vysokého investičného štandardu po vzore *Basel III*<sup>3</sup>, ktoré špecifikovalo požiadavky na investovanie bánk do vysoko kvalitných a maximálne likvidných ziskových produktov.

### 2.1. Právne postavenie a pôsobnosť EFSF

Európsky finančný stabilizačný fond (EFSF, Euroval I) je účelový subjekt s právnou subjektivitou zriadený a vzniknutý podľa luxemburského práva vo forme *société anonyme* t.j. akciovej spoločnosti. EFSF bol zriadený 7. júna 2010 v Luxemburgu jediným zakladateľom -

---

<sup>3</sup> Basel III predstavuje v poradí tretí globálny regulačný štandard kapitálovej primeranosti a likvidity bánk schválený Komisiou pre dohľad nad bankovníctvom v Bazileji.

Luxemburským veľkovoľvodstvom v nadväznosti na rozhodnutie členských štátov eurozóny v rámci zasadania Rady ECOFIN z 10. mája 2010. Akcie EFSF boli následne prevádzané na ostatné štáty eurozóny, ktoré pristúpili po dokončení potrebných domácich legislatívnych zmien. Momentálne je akcionármi EFSF a teda jeho valné zhromaždenie tvorí 16 zo 17 štátov eurozóny<sup>4</sup> so spoločnou menou a ostatnými aspektmi monetárnej spolupráce. Tieto štáty sa podieľajú na základnom kapitáli EFSF rovnakým pomerným dielom ako na časti základného kapitálu ECB prislúchajúcej štátom eurozóny (kontribučný kľúč), takže vzťahy medzi nimi ako akcionármi sú v totožnom pomere ako ich vzťahy v rámci ECB.

Luxemburské veľkovoľvodstvo splatilo na účet luxemburskej banky celý emitovaný „základný kapitál“, ktoré pre tento typ luxemburskej obchodnej spoločnosti predstavuje sumu 31.000 EUR. Základný kapitál je rozvrhnutý na 3,1 mil. akcií s nominálnou hodnotou jedného eurocentu. Ostatní upisovatelia (ostatné členské štáty eurozóny okrem Luxemburska) sa zaviazali splatiť na účet luxemburskej banky menovitú hodnotu prislúchajúcich akcií, a to v pomernom podiele podľa kontribučného resp. subskripčného kľúča. Popri základnom kapitáli tvorí základné imanie aj neemitovaný schválený akciový kapitál vo výške 30 mil. EUR rozvrhnutý na 3 mld. akcií tiež s nominálnou hodnotou jedného eurocentu. Formu ani podobu akcií stanovujú neobmedzujú (a to ani pri listinných akciách na doručiteľa ako v našom korporátnom práve)<sup>5</sup>, no preferované sú akcie v imaterializovanej podobe.

EFSF bol založený bez výzvy na upisovanie a bez konania ustanovujúceho valného zhromaždenia. Stanovy umožňujú peňažný aj nepenažný vklad členských štátov eurozóny. Náklady spojené so zriadením EFSF (napr. poplatky spojené so zápisom do obchodného registra, poplatky spojené s vyhotovením notárskej zápisnice) bude v plnej výške znášať EFSF prostredníctvom zriaďovacích nákladov.

Stanovy EFSF sú koncipované tak, aby sa dodržala zásada zachovania podielu na kapitáli medzi členskými štátmi eurozóny. Je vylúčené, aby akcionári počas lehoty 10 rokov odo dňa nadobudnutia akcií prevádzali akcie na inú osobu bez predchádzajúceho jednomyselného súhlasu ostatných akcionárov. Táto zásada neplatí v prípade:

<sup>4</sup> Estónsko vstúpilo do eurozóny 1. januára 2011 t.j. nestálo pri zrode EFSF. Podľa ostatnej, zatiaľ neratifikovanej zmeny EFSF sa s účasťou Estónska už počíta.

<sup>5</sup> Stanovy v súvislosti s kategóriami podoby a formy cenných papierov v článku 6 rozlišujú medzi zaknihovanými a listinnými akciami a následne v článku 9 zhrnutočne umožňujú výber medzi „zaknihovanou formou“ a „formou na doručiteľa“. Odhliadnuc od pravdepodobnej dezinterpretácie možno v krajnom prípade vyvodit' absurdné obmedzenie emisie o listinné akcie na meno.



- prvého prevodu akcií zo zakladajúceho akcionára na iného akcionára spomedzi členských štátov eurozóny, alebo
- prístupu nového členského štátu do eurozóny, kedy bude potrebné proporcionálne prerozdeliť akcionársku štruktúru EFSF.

Po uplynutí lehoty 10 rokov bude možné voľne, bez ďalšieho časového viazania, prevádzať akcie EFSF len v rámci členských štátov eurozóny. V súčasnosti stanovky neumožňujú výplaty podielov na zisku vrátane výplaty dividend a zriadenie záložného práva k vlastným akciám. [12]

EFSF je riadený Správnou radou (resp. Radou riaditeľov, *Board of Directors*), ktorej počet členov je zhodný s počtom akcionárov EFSF resp. „štátov eurovalu“. Správna rada má najširšie právomoci na vykonávanie všetkých administratívnych a dispozičných úkonov v záujme EFSF. Členovia Správnej rady sú menovaní a odvolávaní valným zhromaždením akcionárov a sú nimi spravidla zástupcovia ministerstiev financií daných štátov. Členovia Správnej rady nemajú nárok na odmenu za ich funkciu. Spomedzi svojich radov si volia svojho predsedu - momentálnym predsedom Správnej rady je Klaus Regling, bývalý generálny riaditeľ pre hospodárske a finančné záležitosti Európskej komisie

Správna rada je uznášaniaschopná ak je prítomná a lebo zastúpená najmenej polovica členov a títo členovia boli nominovaní akcionármi vlastníacimi aspoň 80 % akcií EFSF. Rozhodnutia prijíma Správna rada v zmysle článku 11.5 stanov EFSF spravidla kvalifikovanou väčšinou, ktorá predstavuje kumuláciu personálneho princípu (2/3 prítomných alebo zastúpených členov) a zároveň majetkového princípu hlasovania (aspoň 80% hlasov prítomných alebo zastúpených členov vážených upísaným kapitálom). Ak je rozhodnutie schválené Správnou radou personálnym princípom, avšak nie majetkovým, návrh je predložený valnému zhromaždeniu, ktoré rozhodne 80% väčšinou všetkých akcií spoločnosti. Pri kľúčovom rozhodovaní napr. o schválení úverovej zmluvy, čerpaní úveru podľa existujúcej úverovej zmluvy alebo o výzve na vydanie nových akcií sa v zmysle článku 11.6 stanov vyžaduje jednomyselné schválenie zo strany prítomných alebo zastúpených členov Správnej rady. Stretnutí Správnej rady majú právo sa zúčastňovať aj pozorovatelia dosadení najmä zo strany Európskej komisie a ECB, ktorí hoci nemajú hlasovacie práva, môžu prezentovať názory zastúpených inštitúcií a ovplyvniť tak hlasovanie.

ESFS je oprávnený prijímať žiadosti o poskytnutie pomoci do 30. júna 2013 - po tomto termíne už nenadobudne platnosť žiadny nový program financovania ani žiadna zmluva o úvere. Činnosť EFSF však nebude ukončená skôr, ako budú úplne vyrovnané akékoľvek aktivované finančné záväzky, hoci aj tesne pred stanoveným dátumom. V zmysle stanov je trvanie upravené viac-menej rigidne, pretože otvorená možnosť zmeny trvania podlieha jednomyseľnému schváleniu všetkých akcionárov. [12]

## 2.2. Kooperácia EFSF

EFSF priamo spolupracuje s tromi inštitúciami: Finanzagentur (nemecký úrad pre reguláciu štátneho dlhu - DMO, *Debt Management Office*), Európska investičná banka (EIB) a Európska centrálna banka.

Finanzagentur alebo aj Finance Agency GmbH je hlavný poskytovateľ finančných a poradenských služieb pre požíčavanie a riadenie dlhu Nemecka. Spravuje nemeckú federálnu emisiu dlhopisov, dlhy, likviditu a trhové operácie vo vzťahu k bankám a kapitálovému trhu pod priamou supervíziou nemeckého federálneho ministerstva financií. Pre svoju efektivitu pri znižovaní nákladov či optimalizácii finančných podmienok a pričinenie sa o relatívne vysoký rating nemeckej ekonomiky bola Finanzagentur zvolená zároveň za hlavného administrátora EFSF. Jej úlohou vo vzťahu k EFSF je najmä manažment vzťahov s investormi (*front office*), riadenie finančných operácií na primárnom a sekundárnom trhu, komplexný manažment emisie dlhopisov a dlhového portfólia, správa hotovostných finančných prostriedkov, kontrola možných rizík, prieskum trhu a poradenstvo. [28]

Európska investičná banka riadi manažment interných vzťahov vo EFSF vrátane účtovníctva, dokumentácie, IT a facilitárnej infraštruktúry a personálnych zdrojov (*back office*). EIB disponuje so skúsenosťami s podobným poskytovaním úverov prostredníctvom emisie dlhopisov a má dostatočné odborné zázemie na zabezpečenie úloh spojených s dokumentáciou emisie dlhopisov a ratingovými agentúrami.

Európska centrálna banka okrem spolupráce pri rozhodovaní o realizácii podporného programu a dosadení svojho pozorovateľa predovšetkým vedie pre EFSF osobitný účet. [10]

Okrem uvedených inštitúcií by nebolo úplné nezahrnúť aj Európsku komisiu, ktorá je splnomocnená na rokovanie o úvere s dlžníckym štátom ako aj na monitorovanie dodržiavania ekonomického programu na navrátenie jeho finančnej stability prostredníctvom svojho pozorovateľa. K finančnej asistencii EFSF prisľúbili účasť aj dve krajiny stojace mimo eurozóny, a to Poľsko a Švédsko, ktoré na dobrovoľnej báze poskytnú financie popri pomoci z EFSF.

### **2.3. Právny rámec**

S ohľadom na svoju provizórnosť a vynútenú účelnosť nemá EFSF ako najdôležitejší a najrozsiahlejší prvok záchranného balíka priamy a jednoznačný právny základ v Zmluve o Európskej únii (ZEÚ) ani v Zmluve o fungovaní o Európskej únii (ZFEÚ). Finančnú pomoc, ktorému dáva primárne európske právo základ bez toho, aby EÚ musela podstúpiť podobnú „nočnú moru“ akou bola ratifikácia Lisabonskej zmluvy, sprostredkuje v plnom rozsahu len EFSM. Náznakom vzťahu primárneho práva ku EFSF je článok 122 ods. 2 ZFEÚ (pôvodný článok 100 ZES), avšak bez súvisu s konkrétnou dispozíciou. Nad tento rozsah môže základný právny rámec finančnej pomoci predstavovať len ďalšia medzinárodná zmluva. Mechanizmus krytia prostriedkov určených na splácanie dlhopisov vydaných EFSF prostredníctvom záruk je preto zastrešený Rámcovou zmluvou (*Frame Agreement*). Táto zmluva je viac-menej všeobecného charakteru a opisuje mechanizmus poskytnutia úveru, prístupia k ručiteľskému záväzku, vzájomného regresného vyrovnania medzi spoluručiteľmi a splácania úveru akéhokoľvek členského štátu eurozóny, ktorý požiada o pomoc. Záväznosť Rámcovej zmluvy pre konkrétny štát je podmienená splnením vnútroštátnych legislatívnych podmienok. Po zriadení spoločnosti v zmysle stanov a v súlade s luxemburským právnym systémom predstavuje uzatvorenie a účinnosť Rámcovej zmluvy druhý krok uceleného mechanizmu smerujúceho k oživeniu EFSF.

V Slovenskej republike bola Rámcová zmluva podpísaná ministrom financií Ivanom Miklošom dňa 15.07.2010. NR SR vyslovila súhlas s Rámcovou zmluvou dňa 11.08.2010 uznesením č. 39, na čo následne prezident SR zmluvu ratifikoval 31. augusta 2010 a účinky

zmluvy pre SR tak nadobudli platnosť od 30.09.2010 v súlade s jej článkom 1 ods. 3. Zmluva bola uverejnená v Zbierke zákonov SR oznámením MZV pod č. 380/2010. Okrem toho bolo nevyhnutné zmeniť slovenskú legislatívu, pretože dovtedy existujúci zákon o štátnom dlhu a štátnych zárukách totiž neumožňoval poskytovať a realizovať špecifické štátne záruky spôsobom a v termínoch stanovených v rámcovej zmluve EFSF - z tohto dôvodu bol prijatý nový zákon č. 381/2010 Z.z. o špecifických štátnych zárukách. [3]

Po podpise zmluvy je členský štát zaviazaný realizovať prevodný príkaz finančných prostriedkov ako podiel na základnom imaní EFSF podľa kontribučného kľúča a následne obdrží akciový certifikát – potvrdenie zápisu v evidencii akcionárov EFSF. Zároveň členský štát nominuje svojho zástupcu do Rady riaditeľov EFSF. Okrem iných záväzkov pre zmluvné štáty zmluva špecifikuje hlavne záväzky štátov eurozóny v rámci garančného systému, ktorého dôsledná aplikácia je základom pre udržanie vysokého ekonomického ratingu EFSF a teda aj jeho investičnej atraktivity.

Dostupnosť úverovej zmluvy, ktorá by konkretizovala otvorené záväzky na základe Rámcovej zmluvy je podmienená podpísaním Memoranda o porozumení (MoU, Memoranda of Understanding) medzi žiadateľom a Európskou komisiou (konajúcou v mene Členských štátov eurozóny na základe zmocnenia ECOFIN na vyššie uvedenom zasadnutí) ohľadom rozpočtovej disciplíny a smerníc hospodárskej politiky, ako aj podmienená dodržiavaním podmienok takéhoto memoranda. Špecifikáciou rámcovej zmluvy je konkrétna úverová zmluva medzi žiadateľom – štátom vo finančnej tiesni a EFSF. V prípade, že členský štát požiada o pomoc na základe mechanizmu dohodnutého v Rámcovej a dotknutej úverovej zmluve, EFSF uskutoční emisiu cenných papierov, prostredníctvom ktorých získa peňažné prostriedky na poskytnutie resp. sprostredkovanie pôžičky danému členskému štátu.

Jadro právneho vzťahu zúčastnených subjektov tvoria dva primárne asynalagmatické vzťahy z pôžičky resp. úveru:

- a) vonkajší vzťah - medzi investorom ako veriteľom, ktorý požičiava finančné prostriedky EFSF oproti dlhopisom emitovaných EFSF
- b) vnútorný vzťah - medzi EFSF a členským štátom, ktorý požiadal o finančnú pomoc

Obe pôžičky majú napriek svojmu účelu v plnom rozsahu návratný charakter. Rámcová zmluva požaduje, aby úverové podmienky boli v oboch vzťahoch podobné, zároveň však

podmienky úveru poskytnutého od EFSF členskému štátu nesmú byť priaznivejšie ako podmienky úveru poskytnutého od investorov pre EFSF. Pre úplnosť znaky pôžičky vykazujú aj plne regresibilné ručiteľské úkony na princípe *pari pasu*, jednak priamo pri ručení podľa kontribučného kľúča a tiež pri prevzatí ručenia za iného, insolventného ručiteľa<sup>6</sup>.

Podľa Rámcovej zmluvy majú byť všetky spory medzi členským štátom a EFSF alebo medzi štátmi navzájom riešené predovšetkým zmierom. Ak zmier nie je možné vykonať, spor medzi členskými štátmi navzájom je odovzdaný k Súdnemu dvoru Európskej únie a prípadný spor medzi členským štátom a EFSF samotným je riešený mimo európskeho práva luxemburským súdom podľa práva Luxemburského veľkvojvodstva.

## **2.4. Mechanizmus finančnej asistencie**

Celý mechanizmus finančnej asistencie prostredníctvom EFSF pozostáva z troch čiastkových etáp:

1. finančné problémy, žiadosť o riešenie a jej posúdenie
2. získavanie a distribúcia finančných prostriedkov
3. maturita finančného nástroja, jeho splácanie a alternatívy

### **2.4.1. Finančné problémy, žiadosť o riešenie a posúdenie žiadosti**

Členský štát eurozóny, ktorý vyhodnotí svoju finančnú a makroekonomickú situáciu v dôsledku výnimočných okolností mimo jeho kontroly za kritickú a na trhu nevidí prijateľnejšiu alternatívu, môže do 31.05.2013 požiadať EFSF o finančnú asistenciu. Žiadosť je z diplomatického hľadiska formálne adresovaná všetkým ostatným členským štátom eurozóny a spriazneným štátom EÚ Švédsku a Poľsku. EFSF informuje Európsku komisiu o žiadosti členského štátu. Na jej základe Európska komisia preverí, či je členský štát skutočne v takých problémoch v dôsledku mimoriadnych okolností, ktoré si vyžadujú poskytnutie pomoci a či nie je možné situáciu riešiť inými nápravnými opatreniami.

---

<sup>6</sup> Pre podrobnejšiu analýzu viď *supra* kapitola 2.5.3 Maturita finančného nástroja, jeho splácanie a alternatívy.

Ak je poskytnutie pomoci naozaj jedinou možnosťou, Európska komisia vydá rozhodnutie a potvrdí, že členský štát potrebuje pomoc a v spolupráci s IMF začne s ním rokovať o podmienkach úverovej zmluvy. Výsledok negociácie je uzavretý v Memorande o porozumení medzi Európskou komisiou, IMF a benefitným štátom a podlieha konečnému schváleniu grémium ministrov financií eurozóny (*eurogroup*) a výkonnou radou IMF. Komisia má následnú právomoc dohľadu nad implementáciou dohodnutých pravidiel. EFSF už potom finalizuje technické náležitosti poskytnutia úveru, vrátane osobitných dojednaní, splátkového kalendára či úrokovej sadzby. Systém predpokladá, že pôžička bude prístupná žiadajúcemu štátu v priebehu 3 až 4 týždňov od podania žiadosti.

#### **2.4.2. Získavanie a distribúcia finančných prostriedkov**

V tom istom čase ako je úver pre žiadateľa schválený vstupuje EFSF na finančný trh a emituje spravidla dlhopisy alebo poukážky, komerčné cenné papiere, dlhové cenné papiere alebo iné nástroje financovania. Metódami emisie sú predovšetkým aukcie, syndikátne ponuky, privátne alokácie a tzv. *tap* emisie, a to prevažne v mene euro. Popri primárnej investícii vo forme dlhodobých finančných nástrojov EFSF na zabezpečenie kontinuity vo svojom financovaní využíva sekundárne krátkodobé finančné nástroje. Investori finančné nástroje kapitalizujú a tým sa stávajú veriteľmi ich emitenta, EFSF.

Prvoradým cieľom investičných operácií EFSF je získať a udržať si najvyšší investičný rating od troch najdôležitejších svetových ratingových agentúr (Standard&Poor's, Moody's, FitchRatings) na zabezpečenie dostatočnej trhovej sily. Momentálne je ekonomika EFSF na základe výsledkov zo septembra 2010 ohodnotená najvyššiu možnú úroveň - AAA/Aaa/AAA t.j. vo všetkých prípadoch ako „stabilná“. [21]

EFSF prijal v októbri roku 2010 investičnú stratégiu, ktorá sa venuje najmä investičnému horizontu, investičným nástrojom a rizikovému manažmentu.

Investičný horizont je stanovený pre obmedzenie prevádzkových nákladov a chybných synchronizácií investícií. Keďže medzi termínom vyplatenia úveru dlžníkovi a termínom uhradenia peňažných prostriedkov veriteľmi je časový odstup minimálne 14 dní, tieto prostriedky sa počas tejto doby investujú. Investičné rezervy majú za úlohu minimalizovať

náklady veriteľov a vytvoriť rezervu v prípade, že niektorý z veriteľov nebude schopný platiť a túto platobnú neschopnosť nebude pokrývať záruka.

Medzi dostupné investičné nástroje patrí zabezpečenie dlhu, zaistené vklady (dohody o spätnom odkúpení) a nezaistené vklady. Akcie a podiely podielových fondov nebudú povolené z dôvodu, že by zaviedli vyššiu mieru rizika alebo by boli spojené s vyššími nákladmi a poplatkami.

Cieľom rizikového manažmentu je predchádzanie dvom rizikám, riziku protistrany a riziku úrokovej miery. Riziku protistrany sa má zabrániť tým, že sa vyhovie požiadavkám ratingových agentúr a akákoľvek hotovosť, ktorá slúži na posilnenie úverov sa investuje do subjektov s ratingom AAA. Toto obmedzenie však nebude platiť pre voľné hotovostné rezervy a Správna rada bude môcť rozhodnúť o rozšírení investičných možností na subjekty s nižším hodnotením za predpokladu priaznivých podmienok na trhu, návratnosti a ďalšej komunikácie s ratingovými agentúrami. Riziku úrokovej miery sa zabráni prostredníctvom stratégie flexibilného spárovaného financovania s marginálnym rozporom medzi úvermi a príslušnými nástrojmi financovania, v rámci ktorej nedôjde k výraznému riziku úrokovej miery. [28]

EFSF získa peniaze na finančnom trhu a následne poskytuje pôžičku členskému štátu, ktorý podpíše úverovú zmluvu. Ako bolo už spomenuté, podmienky úverovej zmluvy sú približne rovnaké ako podmienky, za ktorých boli vydané dlhopisy, avšak nikdy nie výhodnejšie. Akcionári resp. ručiteľia EFSF môžu rozhodnúť, aby EFSF menil flexibilne a podľa potreby napr. menu, načasovanie, úrokovú sadzbu alebo splatnosť úverových nástrojov.

Napriek úvahám o efektívite kompromisu medzi cieľmi investičnej stratégie EFSF, prvá resp. inauguračná emisia dlhopisov zaznamenala rekordný záujem investorov, ktorý 9-násobne prekonal pôvodné očakávania (príkazy vyše 500 investorov v sume 44,5 mld. EUR pri emisii pre Írsko v objeme 5 mld. EUR). Vďaka vysokému ratingu a prevažujúcemu dopytu si EFSF môže požičiavať za nižší úrok, než bolo plánované.

### **2.4.3. Maturita finančného nástroja, jeho splácanie a alternatívy**

Maturitou dlhopisu vzniká EFSF ako emitentovi dlhopisu povinnosť vyplatiť prijaté finančné prostriedky oprávnenému investorovi. V ideálnom prípade sú v čase splatnosti príslušného



finančného nástroja finančné prostriedky, ktoré boli predmetom úveru členskému štátu, riadne a včas vrátené EFSF priamo zo strany členského štátu. V reálnych prípadoch počíta koncepcia asistencie od EFSF aj s insolveniou či nedostatočnou platobnou disciplínou štátu, a pre tieto prípady je vytvorený špecifický garančný systém pozostávajúci z nasledovných prvkov:

- a) ručenie
- b) hotovostné rezervy
- c) dodatočné úverové posilnenie

Garancie pokrývajú jednak istinu ako aj príslušenstvo dlhu z titulu nevrátenia poskytnutej pôžičky riadne a včas.

ad a)

### **Ručenie**

V prípade, ak členský štát, ktorý je dlžníkom EFSF nedokáže včas splácať pôžičku v dôsledku čoho EFSF nebude mať dost' vlastných prostriedkov na splácanie vlastných dlhových nástrojov, EFSF najprv požiada členské štáty o realizáciu záruk. V zmysle Rámcovej zmluvy je garancia zo strany akcionára založená na 120% kolateralizácii (rozsah zabezpečenia vo vzťahu k hodnote záväzku) vydaných dlhopisov, pričom každý akcionár EFSF bezpodmienečne a neodvolateľne ručí (100%) a zároveň dodatočne ručí (20%) za záväzok EFSF voči investorom vo vonkajšom vzťahu podľa schémy:

kontribučný kľúč x hodnota záväzku x 120%

Kontribučný kľúč stanovuje proporciu súhrnu záruk medzi jednotlivými ručiteľmi tak, že zodpovedá ich pomeru na splatenom kapitáli štátov eurozóny v Európskej centrálnej banke (subskripčný kľúč, pre štáty eurozóny spolu 69,9705%). Limit záruk pre celú eurozónu je momentálne 440 mld. EUR, čo predstavuje 1.339,02 EUR na jedného obyvateľa eurozóny. V prípade, že sa niektorá z členských krajín nemôže podieľať na zárukách EFSF, kontribučný kľúč sa primerane upravuje medzi zostávajúcich ručiteľov a celková záruka eurozóny 440 mld. EUR sa zodpovedajúcim spôsobom zníži. Pre jednotlivé štáty je kontribučný kľúč, jeho aktuálna úprava, hodnota záruk a prepočet na jedného obyvateľa stanovené nasledovne:



krajina	kontribučný kľúč (%)	úprava kľúča (%)	záruka (mld. €)	per capita (€)
AUT	2.78 %	3,00 %	12,241	1.464,86
BEL	3.48 %	3,70 %	15,292	1.423,71
CYP	0.20 %	0,20 %	0,863	1.076,68
FIN	1.80 %	1,90 %	7,905	1.484,51
FRA	20.38 %	21,90 %	89,657	1.398,60
DEU	27.13 %	29,10 %	119,390	1.454,87
GRC	2.82 %	0,00 %	12,387	1.099,90
IRL	1.59 %	0,00 %	7,002	1.549,97
ITA	17.91 %	19,20 %	78,784	1.311,10
LUX	0.25 %	0,30 %	1,101	2.239,95
MLT	0.09 %	0,10 %	0,398	965,65
NLD	5.71 %	6,10 %	25,143	1.525,60
PRT	2.51 %	0,00 %	11,035	1.037,96
SVK	0.99 %	1,10 %	4,371	807,89
SVN	0.47 %	0,50 %	2,072	1.009,51
ESP	11.90 %	12,80 %	52,352	1.141,75

Zdroj: *European Financial Stability Facility: Frequently Asked Questions*. EFSF [online]. 2011 [cit. 2011-07-21]. Dostupný z: <[http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq_en.pdf)>.

Zdroj: *Italy sucked into the crisis one way or another*. Economist Meg [online]. 2011 [cit. 2011-07-21]. Dostupný z: <<http://economistmeg.com/2011/07/11/efsf-funds-to-go-on-member-state-balance-sheets-trouble-for-italy/>>.

Vďaka rozšírenej kolateralizácii bude každá emisia pokrytá zárukami prevyšujúcimi celkový objem takejto emisie, a teda bude mať aj napriek prípadnému omeškaniu či zlyhaniu jedného ručiteľa možnosť pokryť celý svoj záväzok, pričom členské štáty budú následne za prekročenie svojho podielu odškodnené takým prípadným členským štátom, ktorý svoje povinnosti zo záruky včas nesplnil.

Za poskytnutie záruky dlžník bude okrem úrokov splácať aj dodatočnú maržu, ktorá bude predstavovať odmenu členským štátom za poskytnutie záruk<sup>7</sup>.

Rámcová zmluva nikde jasne nedefinuje dobu, do ktorej musí ručiteľ splatiť svoj podiel v prípade realizácie záruk – len hovorí, že na základe písomnej požiadavky EFSF musia ručiteľia prostriedky poskytnúť najneskôr dva dni pred očakávaným dňom splátky EFSF. Rámcová zmluva však hovorí, že EFSF pokiaľ možno nastaví podmienky pôžičiek členským štátom tak, aby medzi splátkou členského štátu a splátkou EFSF bolo najmenej 14 pracovných dní – na realizáciu špecifických štátnych záruk by teda každý akcionár EFSF mal mať prinajmenšom 12 pracovných dní.[6]

V prípade omeškania samotného EFSF s platbami veriteľom majú právo žiadať o realizáciu špecifických štátnych záruk aj veritelia EFSF, a to za podmienok, ktoré stanovujú jednotlivé dlhové nástroje EFSF a s nimi spojené záručné zmluvy. V prípade realizácie na základe požiadavky dlžníka podľa súčasného návrhu tzv. *Deed of Guarantee* bude mať každý akcionár EFSF 10 pracovných dní na zaplatenie svojej čiastky.

EFSF nemá žiadny mechanizmus, ktorý by pokryl zvýšené náklady akcionára EFSF na poskytnutie takýchto špecifických štátnych záruk. Rámcová zmluva síce umožňuje v prípade finančných ťažkostí odstúpenie od poskytovania budúcich špecifických štátnych záruk, ale nie je tým nijak ovplyvnená povinnosť splácať už poskytnuté špecifické štátne záruky a je to možné len v prípade, ak sa akcionár EFSF sám stane príjemcom pomoci podľa rámcovej zmluvy alebo v inom ekvivalentom mechanizme.

Ak niektorý z akcionárov nie je platobne schopný ručiť v plnej výške, môže požiadať iného ručiteľa o prevzatie nesplnenej časti svojho ručenia a pokrytie záväzku jeho podielu na zárukách (z jeho 120%). V rámci regresného vyrovnania následne vzniká insolventnému ručiteľovi povinnosť vrátiť preberajúcemu ručiteľovi hodnotu prevzatého ručenia s úrokom z

---

<sup>7</sup> Pri gréckej pôžičke (mimo euroval) to bolo prvých päť rokov 300-bázických bodov (3%) a potom 400 bázických bodov (4%). [23]

omeškania vo výške mesačnej medzibankovej referenčnej sadzby (EURIBOR, *Euro Interbank Offered Rate*) plus 500 bázických bodov<sup>8</sup>.

ad b)

### **Hotovostné rezervy**

V prípade, ak prostriedky získané prostredníctvom ručenia nebudú postačovať, použije EFSF svoju hotovostnú rezervu. Jej tvorba je nevyhnutná na udržanie vysokého investičného ratingu. Pozostávajú z dvoch hotovostných rezervných nástrojov: *loan specific cash buffer* a *cash reserve*. Pred využitím hotovostnej rezervy požiada EFSF členský štát, ktorý nesplnil svoje povinnosti podľa zmluvy o splatenie svojho záväzku. Za omeškanie dlžníka sa rovnako ako pri prevzatí ručenia účtuje úrok vo výške mesačnej EURIBOR plus 500 bázických bodov.

Hotovostné rezervy buduje EFSF hneď po tom, ako vydaním dlhových nástrojov získa prostriedky pre pôžičku členskému štátu. Poradie čerpanie je navzájom závislé, ako prvé z hotovostných rezerv EFSF využíva *cash buffer* a až v prípade nedostatku prostriedkov čerpá z *cash reserve*.

*Loan specific cash buffer* je stanovený v prípade čerpania, je priamo naviazaný na konkrétny úver.

*Cash reserve* je tvorená ako diskont resp. servisný poplatok vo výške 50 bázických bodov z celkovej sumy úveru a predplatená úroková marža o výške čistej súčasnej hodnoty (NPV, *Net Present Value*)<sup>9</sup> očakávaných splátok po celú dobu splácania pôžičky.

Opodstatnenosť tvorby hotovostných rezerv EFSF je daná tým, že v prípade emisie dlhopisov bude EFSF schopný vydať len dlhopisy vo výške prislúchajúcej kolaterálu štátov s ratingom AAA. EFSF ich bude investovať tak, aby ich splatnosť zodpovedala splatnosti úrokov alebo istiny dlhopisov vydaných EFSF.

Udržanie AAA ratingu prostredníctvom úverového posilnenia však bude mať za následok zvýšené náklady, ktoré sa prejavujú vo vyšších úrokových mierach, za ktoré si bude EFSF

---

<sup>8</sup> V súvislosti s finančnou matematikou a štatistikou mimoriadne rozsiahlych ekonomických operácií sa na vyjadrenie úrokového alebo podobného podielu pre prehľadnosť používajú jednotky bázických bodov, ktoré predstavujú 1/100 % t.j. 100 bázických bodov = 1% základu.

<sup>9</sup> NPV je finančná veličina používaná ako kritérium pre hodnotenie výnosnosti investičných projektov, zohľadňujúca tak peňažný tok, úrokovú sadzbu ako aj faktor času.

požičiavať na kapitálových trhoch. Náklady spojené s vydaním dlhopisov sú rozdielne medzi EFSF, EFSM, úverom Grécku a MMF. Aktuálnou úlohou Eurozóny je vyriešiť zníženie nákladov EFSF pri vydávaní dlhopisov pri porovnaní nákladových parametrov ostatných typov finančnej pomoci. Pre EFSF zatiaľ prichádzajú do úvahy dve možnosti :

1. prispôbiť úverové podmienky na podmienky EFSM t.j. predĺžiť splatnosť úverov a udržať *cash reserve* vo výške 10%; aktuálne sa *cash reserve* bude tvoriť prostredníctvom 300 bázičných bodov, pri úveroch nad 5 do 9 rokov sa týmto spôsobom vytvorí príliš veľká *cash reserve* preto návrh stratégie uvažuje o + 208 bázičných bodov pre 5 ročné úvery a + 123 bázičných bodov pre úvery do 9 rokov.
2. prispôbiť úverové podmienky na podmienky MMF a pomoci Grécku t.j. znížiť úrokovú maržu EFSM spôsobom, ktorým by sa prispôbil úrokovej marži EFSF.

ad c)

### **Dodatočné úverové posilnenie**

Celkový preliminárny solvenčný rámec pre záväzky v rámci vonkajšieho vzťahu teda tvoria nasledovné kroky:

1. ak dlžný členský štát splatí úver riadne a včas, EFSF ako priamy dlžník vo vonkajšom vzťahu vráti dlžnú sumu investorovi
2. ak dlžný členský štát a tým ani EFSF nie je schopný splniť dlh priamo (bez ohľadu na hotovostné rezervy), riadne a včas, nastupuje povinnosť všetkých štátov eurozóny z titulu ručenia na základe požiadavky EFSF alebo výzvy investora
3. ak niektorý zo štátov nie je schopný splniť dlh, preberá ho zaň iný štát z titulu limitovaného solidárneho charakteru záväzku ručiteľov
4. ak štáty nie sú schopné splniť dlh, EFSF využíva *cash buffer*
5. ak nepostačuje *cash buffer*, EFSF využíva *cash reserve*

Rámcová zmluva nad rámec týchto riadnych krokov pripúšťa v článku 5 bode 2 písm. c) aj mimoriadne riešenie formou jednomyselne skoncipovaného mechanizmu *ad hoc* alebo jednomyselnej úpravy existujúceho mechanizmu. Takéto opatrenia môžu zahŕňať okrem iných metód najmä poskytovanie podriadených úverov, odkladacie zmluvy, úverové linky na zabezpečenie likvidity, zádržné mechanizmy alebo emitovanie podriadených poukážok zo strany EFSF.

## 2.5. Novelizácia EFSF

Za účelom zvýšenia úverovej kapacity EFSF a jeho efektivity rozhodla Európska rada v júni 2011 o zmene pravidiel poskytovania pomoci. Limit maximálnej súhrnnej garancie sa navrhuje zvýšiť na 780 mld. EUR. Garančná štruktúra bude revidovaná tak, že za istinu a príslušenstvo úveru poskytnutého členskému štátu budú ostatné štáty eurozóny ručiť až do výšky 165% svojho kontribučného podielu na poskytnutom úvere, pričom *cash reserve* a *cash buffer* už nebudú potrebné. EFSF by mala byť autorizovaná na intervenciu do primárneho dlhového trhu, avšak len v rámci striktne podmieneného programu. Kontribučný kľúč počíta už s riadnym podielom Grécka, Írska a Portugalska a taktiež podielom Estónska, takže podiely ostatných štátov na celkovej garancii EFSF sa pomerne znížia. Všetky tieto zmeny nadobudnú účinnosť kompletizáciou ratifikačných procesoch vo všetkých EAMS, tentokrát aj vrátane Estónska.

### 3. EFSM

EFSM - európsky finančný stabilizačný mechanizmus je núdzový program financovania, členských štátov v ekonomických ťažkostiach spoliehajúci sa na prostriedky získané na finančných trhoch a garantované Európskou komisiou z rozpočtu Európskej únie a predstavuje tak alternatívu k pomoci poskytovanej prostredníctvom EFSF. Bol zostavený Radou 10. mája 2010. Jeho účel je obdobný účelu EFSF; svojím rozsahom však pokrýva eventuálnu pomoc aj pre členské štáty EÚ mimo rámec eurozóny. Úverová kapacita EFSM je v pri tomto mechanizme limitovaná na 60 mld. EUR. [5]

Do európskeho práva bol tento mechanizmus implementovaný nariadením Rady EÚ č. 407/2010.

Podmienky úverovej zmluvy a ekonomický program obnovy finančnej stability dotovaného štátu preveruje Európska komisia. Po konzultáciách s ECB potom na návrh Európskej komisie posudzuje samotnú opodstatnenosť realizácie finančného ozdravného programu Rada ECOFIN a vo výsledku o poskytnutí dotácie rozhoduje kvalifikovanou väčšinou. Nasleduje uzatvorenie memoranda o porozumení medzi Komisiou a prijímajúcim členským štátom, kde budú podrobne špecifikované všeobecné podmienky týkajúce sa hospodárskej politiky stanovenej Radou. Komisia toto memorandum oznámi Európskemu parlamentu a Rade. Systém podlieha pravidelnej revízii zo strany Komisie, ktorá aspoň raz za šesť mesiacov preskúma po porade s ECB všeobecné podmienky týkajúce sa hospodárskej politiky a prerokuje s oprávneným členským štátom zmeny, ktoré je nutné v jeho ozdravnom programe vykonať. O prípadných zmenách potom koná Rada na návrh Komisie kvalifikovanou väčšinou. [16]

Popri iniciačných a revíznych právomociach Komisie, rozhodovacích právomociach Rady zostali právomoci Európskeho parlamentu na veľmi nízkej úrovni. Uvedené možno dôvodiť dočasnosťou riešenia, pretože od 1. júla 2013 bude nahradený novým stálym mechanizmom, a navyše nie je tu založený štandardný mechanizmus finančných transferov, ale len akási poisťka či núdzové riešenie prípadných problémov členských krajín.

### 3.1. Právny rámec

EFSM je priamo regulované vyššie uvedeným nariadením Rady, ktoré počíta jednak s pomocou štátom eurozóny a tiež s rozšírením na štáty mimo nej v zmysle článku 1 s odkazom na nariadenie Rady (ES) č. 332/2002, ktorým bol zavedený systém strednodobej finančnej pomoci platobným bilanciami členských štátov. [1], [2]

Z primárneho práva vychádza pomoc pre krajiny mimo eurozóny z EFSM z článku 143 ZFEÚ (pôvodný článok 119 ZES), ktorý stanovuje, že:

*„Ak má členský štát, pre ktorý platí výnimka, v platobnej bilancii ťažkosti alebo mu v tejto súvislosti hrozia vážne ťažkosti v dôsledku celkovej nerovnováhy jeho platobnej bilancie alebo druhov meny, ktoré má k dispozícii, a ak by takéto ťažkosti mohli ohroziť fungovanie vnútorného trhu alebo uskutočňovanie spoločnej obchodnej politiky, Komisia okamžite preskúma situáciu príslušného štátu, ako aj opatrenia, ktoré s využitím všetkých dostupných prostriedkov štát vykonal alebo vykoná v súlade s ustanoveniami zmlúv. Komisia uvedie, ktoré opatrenia tomuto štátu odporúča.*

*Ak sa ukáže, že opatrenie prijaté členským štátom, pre ktorý platí výnimka, a opatrenia navrhnuté Komisiou nie sú účinné na prekonanie ťažkostí, ktoré vznikli alebo ktoré hrozia, Komisia po porade s Hospodárskym a finančným výborom odporučí Rade vhodné formy poskytnutia vzájomnej pomoci.“*

Zo systematického hľadiska a na základe legálnej skratky v článku 139 ZFEÚ sa tento článok nevzťahuje na štáty eurozóny, pre ktoré je aplikovateľný článok 122 ZFEÚ:

*„Ak členský štát má alebo mu hrozia závažné ťažkosti spôsobené prírodnými katastrofami alebo výnimočnými udalosťami, ktoré sú mimo jeho kontroly, môže Rada za určitých podmienok na návrh Komisie rozhodnúť o poskytnutí finančnej pomoci Únie dotknutému členskému štátu. Predseda Rady informuje o prijatom rozhodnutí Európsky parlament.“*

Paradoxne práve pre štáty eurozóny sa základný právny rámec EFSM stal predmetom polemiky, pretože nie je možné v každom prípade s určitosťou tvrdiť, že dlhová kríza naozaj vznikla bez možnosti ovplyvnenia postihnutých členských krajín a že si ju nespôsobili vlastnou neuváženou hospodárskou politikou. Uvedené bolo preklenuté až po úprave článku 136 ZFEÚ v súvislosti s ESM rozhodnutím Európskej rady č. 199/2011



## 4. ESM (Euroval II)

Európsky stabilizačný mechanizmus patrí do druhej vlny balíka opatrení, cieľom ktorých je poskytnúť pomoc členskému štátu eurozóny v ťažkej finančnej situácii a tým udržať finančnú stabilitu eurozóny ako takej. Svoju činnosť by mala začať 1. júla 2013 a to poskytovaním finančnej asistencie vo forme pôžičiek pre štáty eurozóny a tiež výnimočne aj intervenciou do primárneho dlhového trhu na základe striktno podmieneného programu. Vo svojej stratégii sa pridrižiava politiky IMF a v mnohých črtách sa mu priamo podobá, preto sa nezriedka označuje tiež ako tzv. Európsky menový fond.

Dňa 17. novembra 2010 sa Európska rada rozhodla vytvoriť ESM ako permanentný mechanizmus pre stabilitu, ktorý prevezme úlohy EFSF a EFSM. EFSF od vzniku ESM už nebude aktivovať finančnú pomoc a fungovať bude iba ako administrátor už vyplatenej finančnej pomoci. Dňa 25. marca 2011 boli na Rade ECOFIN prijaté základné podmienky ESM, od ktorých sa odvíjalo jeho ďalšie koncipovanie. Úvodné vyhlásenia zmluvy obsahujú ustanovenia o účasti súkromného sektora na reštrukturalizácii dlhu členskej krajiny, ktorá dostáva pomoc ako aj zavedenie doložiek spoločného postupu zmeny emisných podmienok dlhopisov členských krajín eurozóny. Na rozdiel od EFSF bude mať k pomoci od ESM prístup aj nečlen eurozóny, a to dňom nadobudnutia účinnosti rozhodnutia Rady Európskej únie prijatého v súlade s článkom 140 ods. 2 ZFEÚ o zrušení výnimky z prijatia eura.

### 4.1. Právny rámec

ESM bude založený formou medzivládnej organizácie medzi členskými krajinami eurozóny s tým, že táto možnosť bude explicitne upravená aj v upravenom znení čl. 136 ods. 3 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, ktorá zároveň umožní do mechanizmu ako pomocné subjekty zapojiť aj Európsku komisiu a Európsku centrálnu banku:

*„Členské štáty, ktorých menou je euro, môžu vytvoriť mechanizmus pre stabilitu, ktorý sa má v nevyhnutných prípadoch aktivovať na zabezpečenie stability eurozóny ako celku. Poskytnutie akejkoľvek požadovanej finančnej pomoci v rámci mechanizmu bude podliehať prísnej podmienenosti.“*



Tento článok podlieha schvaľovaciemu procesu vo všetkých dvadsiatich siedmich členských krajinách Európskej únie. Túto zmenu Zmluvy o fungovaní Európskej únie bude pre Slovenskú republiku zabezpečovať Ministerstvo zahraničných vecí, ktoré bolo aj gestorom Zmluvy o fungovaní Európskej únie a zmeny Zmluvy o Európskej únii prijatých v balíku tzv. Lisabonskej zmluvy. [25]

Samotným podpisom zmluvy nevznikajú členskému štátu žiadne dodatočné záväzky, pretože táto zmluva pre daný členský štát nadobúda účinnosť až potom, ako tento ukončí vnútroštátne ratifikačné legislatívne procesy a potrebné legislatívne zmeny. S ohľadom na právny poriadok SR a proces prijímania je zmluva o ESM multilaterálnou medzinárodnou zmluvou prezidentskej povahy, na vykonanie ktorej je potrebný zákon. Podľa článku 7 odseku 4 Ústavy Slovenskej republiky sa pred ratifikáciou zmluvy vyžaduje súhlas Národnej rady Slovenskej republiky. Na jej vykonateľnosť a záväznosť z hľadiska záväzkov zaplatiť upísané akcie bude potrebné vytvoriť nový legislatívny rámec v značne širšom spektre než bol pôvodný zákon č. 381/2010 Z. z. o špecifických štátnych zárukách a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Zmluva o založení ESM nemá prednosť pred zákonmi podľa článku 7 odseku 5 Ústavy Slovenskej republiky. [7] Vzhľadom na dôverný charakter zmluvy, ktorý museli členské štáty eurozóny zachovať pri jeho texte sa k materiálu nerobilo medzirezortné pripomienkové konanie.

#### **4.2. Právne postavenie a pôsobnosť ESM**

ESM bude spravovať Rada guvernérov, pozostávajúca z ministrov financií členských štátov Eurozóny s hlasovacím právom a z dvoch pozorovateľov: komisára pre hospodárske a finančné záležitosti a guvernéra ECB. Rada si zvolí hlasovaním svojho predsedu. O poskytnutí finančnej pomoci, podmienkach poskytnutia finančnej pomoci, úverovej kapacite ESM a zmenách ponuky nástrojov financovania rozhoduje Rada guvernérov jednohlasnou väčšinou, ktorej nebráni, ak sa niektorý z členov zdrží hlasovania. O ostatných rozhodnutiach sa hlasuje kvalifikovanou väčšinou, pričom pomer hlasov bude podobne ako pri EFSF zostavený na základe podielu v ESM a na schválenie bude potrebné minimálne 80% hlasov. Každý členský štát bude môcť menovať (a kedykoľvek odvolávať) okrem guvernéra aj jedného jeho alternáta, pričom menovania je možné okamžite odvolať. Riaditeľ a jeho alternát za členskú krajinu bude vybraný spomedzi kompetentných ľudí s adekvátnymi ekonomickými

a finančnými znalosťami. Každodenný chod ESM bude zabezpečovať generálny riaditeľ, ktorého vyberie Rada guvernérov. Bude vedúcim pracovníkom ESM ako aj konajúcim orgánom spoločnosti podpisujúcim zmluvy ESM na základe rozhodnutí Správnej rady ESM.

ESM bude mať sídlo v Luxemburgu s možnosťou vytvoriť si kontaktný úrad aj v Bruseli. ESM, ak tak rozhodne Správna rada EFSF, môže prevziať majetok a činnosť EFSF, pričom v čase súbežného fungovania obidvoch týchto subjektov ich spoločná efektívna úverová kapacita nepresiahne 500 mld. EUR. Okrem toho môže Rada guvernérov rozhodnúť, že záväzky EFSF po poskytnutí finančnej pomoci členovi ESM podľa dohody s týmto členom prevezme ESM, ak sa uvedené záväzky týkajú neuhradených a kapitálovo nekrytých častí úverových nástrojov. [15]

Na rozdiel od EFSF, ktorý funguje na báze záruk za dlhopisy emitované EFSF sa do ESM bude prispievať priamo a to formou upisovania akcií na základnom imaní spoločnosti<sup>10</sup>. Pomer príspevkov je rovnako ako pri EFSF vypočítaný na základe korigovaného subskripčného kľúča ECB, avšak korekciu budú využívať len krajiny s HDP nižším než 75% priemeru EÚ. Akákoľvek členská krajina, ktorá sa pridá do ESM po júli 2013, doplatí kapitál rovnakým spôsobom ako ostatní členovia ESM. V prípade, že sa ESM neaktivuje a efektívna úverová kapacita neklesne pod 500 mld. EUR, budú členom vyplácané dividendy zo splateného kapitálu po odpočítaní prevádzkových nákladov. [20]

Celkový aplikovateľný kapitál ESM je 700 mld. EUR, pričom fixnú splatenú časť predstavuje 80 mld. EUR a zvyšok je disponibilný vo forme akcií splatných na vyzvanie. Z celkovej kapacity pripadá efektívne na úverovú kapacitu 500 mld. EUR, pričom rozdiel 200 mld. EUR slúži ako rezerva garantujúca zachovanie AAA ratingu pri emisii dlhopisov. V prípade, ak úroveň splateného imania klesne pod schválených 80 mld. EUR absorbovaním strát spoločnosti, Správna rada ESM vyzve členov na jeho splatenie jednoduchou väčšinou. Tento proces sa týka iba poklesu splateného imania pod úroveň schváleného zaplateného imania, ktorý by mal v prípade jeho nedoplnenia za následok stratu AAA ratingu ESM. Druhou formou výzvy na úhradu upísaného imania je výzva generálneho riaditeľa. Ten vyzve na splatenie schváleného nesplateného imania, ak je to potrebné k zabráneniu omeškaniu ESM

---

<sup>10</sup> Slovenská republika bude musieť svoj podiel vo výške 659,2 mil. EUR splatiť v piatich splátkach v priebehu piatich rokov, pričom prvá zo splátok bude splatná v júli 2013. Celková výška akcií upísaných Slovenskou republikou bude predstavovať sumu 5,768 mld. EUR.

v platení povinností voči svojim veriteľom. Členovia ESM sú takúto výzvu na úhradu príspevku povinní splatiť do siedmich dní od doručenia výzvy generálneho riaditeľa. [15]

Straty ESM sa však v prvom rade budú kryť z rezervného fondu do ktorého poputujú výnosy z finančných operácií ESM alebo sankčné poplatky členov eurozóny za neplnenie finančnej disciplíny.

ESM bude požívať, podobne ako EFSF, oslobodenie od daní vo všetkých jeho členských krajinách a zároveň bude ESM ako organizácia, jej personál v určenom rozsahu a jej majetok požívať imunitu. O sporoch vo výklade Zmluvy bude rozhodovať Súdny dvor Európskej únie.

#### **4.3. Mechanizmus finančnej asistencie**

Poskytnutie pomoci je prísne podmienené splnením podmienok k odstráneniu príčin vedúcich k pomoci a aktívnym zapojením štátu, ktorý dostal pomoc. Hlavnou úlohou dlžníckeho štátu je preukázať dostatočnú zaangažovanosť súkromného sektora do navrátenia udržateľného stavu verejných financií. Ak Európska komisia príde k záveru, že člen ESM je insolventný, ESM môže poskytnúť tomuto štátu pomoc, avšak výlučne pod podmienkou, že tento štát dokáže zabezpečiť účasť súkromného sektora. Medzi zásady poskytnutia finančnej pomoci patrí najmä:

- a) prísna podmienenosť hospodárskej politiky prijímajúceho štátu
- b) účasť súkromného sektora (PSI, *private sector involvement*) na reštrukturalizácii dlhu
- c) zavedenie doložiek spoločného postupu (CAC, *collective action clause*) do dlhopisov vydaných členskými štátmi eurozóny po júli 2013.

ad b)

##### ***Private sector involvement***

Účasť súkromného sektora by mala prebiehať formou podobnej iniciatívy akou je aj Viedenská iniciatíva navrhnutá Európskou bankou pre obnovu a rozvoj. Hlavným účelom PSI je obnoviť rovnováhu ako medzi dlžníckym štátom a veriteľmi, ako aj medzi verejnými a súkromnými veriteľmi. Je fakt, že stratám sa investori, ktorí sú veritelia voči dlžníckemu štátu nevyhnú. PSI môže napomôcť rozložiť ťarchu dlhu medzi všetky subjekty. Ak sa

napríklad prostredníctvom PSI dohodne, že sa predĺži splatnosť dlhu alebo sa dohodne jeho odloženie, zníži sa tým riziko likvidity a pomôže to stabilizovať menu aj úrokové sadzby.

ad c)

### ***Collective action clause***

CAC má napomôcť štátu jednotne upraviť vzťahy k svojim veriteľom. Väčšinouých investorov má CAC chrániť pred blokovaním menšinových investorov. Takisto má zabezpečiť rovnaké zaobchádzanie voči všetkým investorom, pretože veritelia (investori), ktorí by aj boli ochotní sa dohodnúť na zmene dlhopisových podmienok (t.j. akceptovať určité odpustenie dlhu), by nakoniec odmietli zúčastniť sa mítingov, keby by videli, že štát by bol ochotný vyrovnať dlh voči iným veriteľom napr. jeho priamym splatením. CAC bude musieť byť povinne zahrnutá v emisných podmienkach, ale až pri emisiách dlhopisov po júni 2013. Nebude sa teda uplatňovať retroaktívne na nesplatenú časť dlhopisov vydaných pred rokom 2013. Zahnutie CAC do budúcich emisných podmienok nebude mať vplyv na pravdepodobnosť bankrotu daného štátu a veriteľské postavenie investorov nebude žiadnym spôsobom dotknuté (pozitívne či negatívne). CAC uplatňuje v súčasnosti napr. Nemecko vo svojich emisných podmienkach. [5]

Poskytnutie pomoci sa viaže na dve situácie. Prvá situácia opisuje stav, kedy je možné očakávať obnovenie makroekonomickej rovnováhy dlžníckeho štátu, v tomto prípade je dlžnícky štát povinný vyvinúť iniciatívu s cieľom podpory hlavných súkromných investorov. V prípade, že ESM dospeje k záveru, že program makroekonomickej úpravy nemôže reálne navrátiť verejný dlh na cestu udržateľného rozvoja, bude ESM vyžadovať zapojenie do aktívnych rokovaní so svojimi veriteľmi (t.j. spustí sa CAC), aby zabezpečil ich priame zapojenie do obnovy udržateľnosti dlhu.

Žiadosť o poskytnutie finančnej pomoci sa adresuje predsedovi Rady guvernérov, ktorý následne poverí Európsku komisiu a Európsku centrálnu banku, aby zhodnotila riziká a možnosti poskytnutia takejto pomoci. O poskytnutí finančnej pomoci rozhoduje Rada guvernérov jednohlasne. Zdržanie sa hlasovania nebráni prijatiu rozhodnutia na základe vzájomnej dohody. Európska komisia v spolupráci s ECB a IMF následne dohodne Memorandum o porozumení, ktoré obsahuje konkrétne detaily pomoci. Dohodu o poskytnutí finančnej pomoci v konečnom štádiu schvaľuje Správna rada ESM. Komisia a ak je to

možné, aj ECB a IMF dodatočne sledujú dodržiavanie podmienok poskytnutia finančnej pomoci.

ESM môže poskytovať aj krátkodobé alebo strednodobé stabilizačné úvery, resp. poskytovať pomoc prostredníctvom intervencie na primárnych trhoch. Prostriedky na poskytnutie pomoci sa použijú zo základného imania ESM. Na rozdiel od EFSF, bude štát ako akcionár v ESM priamy veriteľ pohľadávok voči dlžníckemu štátu, teda svoju pohľadávku nebude derivatívne odvodzovať od ESM. Ručenie, resp. ručiteľské prísľuby sa vzťahujú len na záväzok prispieť na zvýšenie základného imania ESM. Dôležité je spomenúť, že ESM spolu s IMF bude používať prednostné postavenie veriteľa (*preferred creditor status*) voči ostatným veriteľom. Znamená to, že dlžnícky štát:

- nebude môcť reštrukturalizovať dlh ESM a IMF
- vyplatí v prvom rade pohľadávky ESM a IMF pred pohľadávkami ostatných veriteľov v prípade bankrotu,
- nevyplatí žiadne finančné prostriedky iným dlžníkom, ak voči ESM a IMF bude mať dlžnícky štát nesplatené záväzky.

Tento preferenčný status ESM v spojení s jeho právomocou prinútiť dlžnícky štát, ktorý žiada o pomoc k reštrukturalizácii dlhu, robí z ESM silný subjekt. Takéto silné nastavenie ESM bolo potrebné v záujme neohrozenia ďalších členov ESM a „prenosu nákazy“ neudržateľnosti verejných financií na iného člena ESM. Jedinou výnimkou je strata prednostného postavenia ESM ako veriteľa vo vzťahu ku IMF.

O štruktúre oceňovania rozhodne Rada guvernérov. ESM stanoví pevnú alebo premenlivú úrokovú sadzbu. Systém financovania bude podobný ako u IMF, cena úverov zohľadní prevádzkové náklady ESM ako aj možné riziká. Úroková miera bude pozostávať z nákladov na financovanie, príplatku 200 základných bodov na celý úver ako aj príplatku 100 základných bodov za zvyšné časti úveru nesplatené po troch rokoch od ich splatnosti. Pre úvery s pevnou sadzbou so splatnosťou nad tri roky bude sadzba vážený priemer 200 základných bodov za prvé tri roky a 200 + 100 základných bodov za nasledujúce roky. V tejto súvislosti však zmluva pripúšťa priebežné prehodnocovanie systému financovania.

## Záver

Pri hlbšej analýze akéhokoľvek záchranného či liečebného prostriedku sa logicky vynárajú otázky, či daný prostriedok naozaj prináša riešenie systematické alebo je len ďalším z radu *case-to-case* prostriedkov „symptomatickej liečby“. Hoci celý záchranný systém EÚ vo vzťahu k ostatnej svetovej finančnej kríze vykazuje vysoké známky adaptability a relatívne komplexnej reakcie, v diskusii stále nebolo uspokojivo zodpovedané na otázky determinácie medzi nesprávne koncipovanými konvergenčnými kritériami či sankčnou vágnosťou a negatívnou finančnou situáciou EÚ. Navyše nemôže ostať nedotknutá páľčivá otázka každého nového systému pod vplyvom medzinárodného práva – čo ak nebude fungovať tak ako má resp. čo ak pripravený právny rámec nebude schopný odpovedať na neustále sa meniaci politicky a ekonomicky podmienený stav? Bude dostatočná a politicky korektná vôľa a dostatočný pevný právny režim na to, aby sa dohodnuté podmienky riadne dodržiavali aspoň ako v súkromnom práve? Porušovanie Paktu rastu a stability zo strany Grécka, Talianska aj Portugalska pri nadmerných rozpočtových deficitoch v roku 2006 t.j. rok pred vypuknutím krízy ostalo bez uplatnenia sankcie, rovnako ako pri pravidlách týkajúcich sa celkovej veľkosti dlhu, pri ktorých porušilo pakt 9 zo 16 krajín vrátane Nemecka a Francúzska. Vyhne sa do budúca tzv. „zhovievavosti z vypočítavosti“?

Proces supranacionalizácie fiškálnej politiky sa s ohľadom na výsledky snáh o samostatné riešenia pred rokom 2010 ukazuje v mnohom ako efektívny. Kritickým bodom by však mohla byť istá skrytá závislosť prekračujúca zamýšľaný rozsah supranacionality. Ratingové agentúry, na ktorých hodnotení je *de facto* závislá investičná atraktivita súčasného záchranného systému EÚ a tým aj jeho úspešnosť, sú súkromnými americkými subjektmi. Nedá sa preto jednoznačne vyjadriť absencia pochybností nad objektivnosťou ratingu a férovosťou dotknutých opatrení v rámci globálnej makroekonomickej súťaže.

Z formálneho hľadiska tému stretávajú neduhy v súvislosti s jazykovou mnohoznačnosťou a gramatickou nesystematickosťou. Ako príklad nech slúži hneď elementárne pomenovanie základných prvkov záchranného systému – EFSM je len časť predchodcu ESM a na rozdiel od ESM nie je inštitúciou, takže nejde o totožné kategórie pojmov, napriek tomu sa ich názvy líšia len kozmeticky o pojem „finančný“. Rovnako tiež preklad právnych pojmov a

kategorizácia samotných prvkov záchranného systému, pri ktorých sa často rozchádzajú popisné informácie oficiálnych brožúr, materiály k rokovaniu vlád EAMS a mediálne správy.

Otázka prijatia statusu potrebnosti a vhodnosti vo vzťahu k ďalším krokom európskej finančnej asistencie je predovšetkým na zvážení politickej sféry, avšak svoje zásadné miesto by mali mať aj primerané občianske stanoviská a uvážená odborná kritika. Nie je ani zďaleka možné v rozsahu tejto práce systém dostatočne vecne analyzovať a zároveň komplexne zahrnúť všetky prijateľné politické a ekonomické kontroverzie, preto má rozbor v podobnom rozsahu snahu byť aspoň podnetným podkladom pre ďalšie analytickú iniciatívu a diskusiu verejnosti. S ohľadom na otrasy americkej ekonomiky v posledných dňoch je potreba prijatia správne nastavenej a prediskutovanej koncepcie o to naliehavejšia.



## Bibliografia

### Právne dokumenty

- [1] Nariadenie Rady (ES) č. 332/2002, ktorým sa zavádza systém strednodobej finančnej pomoci pre platobné bilancie členských štátov
- [2] Nariadenie Rady (EÚ) č. 407/2010, ktorým sa zriaďuje európsky finančný stabilizačný mechanizmus
- [3] Návrh na vyslovenie súhlasu NR SR s Rámcovou zmluvou
- [4] Oznamenie Európskej komisie č. 252/2009 o európskom finančnom dohľade
- [5] Oznamenie Európskej komisie č. 713/2010 Rade a Hospodárskemu a finančnému výboru o európskom finančnom stabilizačnom mechanizme
- [6] Oznamenie MZV SR č. 308/2010 - Rámcová zmluva EFSF
- [7] Predkladacia správa MF SR č. UV-19754/2011 k rokovaniu NR SR č. 51/2011 o návrhu na uzavretie Zmluvy o založení ESM
- [8] Press release, Extraordinary Council meeting, Economic and Financial Affairs, 9596/10, Brussels 9/10 May 2010
- [9] Rezolúcia Európskej rady č. 802/1997 o pakte rastu a stability
- [10] Rozhodnutie ECB č. 15/2010 o správe pôžičiek poskytovaných EFSF členským štátom, ktorých menou je euro
- [11] Rozhodnutie Európskej rady č. 2011/199, ktorým sa mení a dopĺňa článok 136 Zmluvy o fungovaní Európskej únie v súvislosti s mechanizmom pre stabilitu pre členské štáty, ktorých menou je euro
- [12] Stanovy akciovej spoločnosti Európsky finančný stabilizačný nástroj zo dňa 07.10.2010
- [13] Zmluva o Európskej únii
- [14] Zmluva o fungovaní Európskej únie
- [15] Zmluva o založení európskeho mechanizmu pre stabilitu

### Články

- [16] BARTHA, E. *A Mixed Day for European Debt*. The Wall Street Journal. 2011, 1/2011
- [17] *Council reaches agreement on measures to strengthen economic governance*. Council of EU [online]. 2011 [cit. 2011-07-18]. Dostupný z: <[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/119888.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/119888.pdf)>
- [18] *Country Report Slovakia October 2010*. Economist Intelligence Unit [online]. 2011 [cit. 2011-07-20]. Dostupný z:



- <[https://store.eiu.com/login.asp?returnTo=%2Findex.asp%3Flayout%3Dacct\\_display\\_article%26submenu%3DMyContent%26article\\_id%3D687459653](https://store.eiu.com/login.asp?returnTo=%2Findex.asp%3Flayout%3Dacct_display_article%26submenu%3DMyContent%26article_id%3D687459653)>
- [19] ČECH, Z. *Pakt stability a růstu: problém stabilizačního pravidla nebo fiskálních politik*. EurActiv [online]. 2011 [cit. 2011-07-22]. Dostupný z: <<http://www.euractiv.cz/cl/24/123/Pakt-stability-a-rustu-problem-stabilizacniho-pravidla-nebo-fiskalnich-politik>>
- [20] DEMJAN, V. *Európsky stabilizačný mechanizmus*. Trim Broker [online]. 2011 [cit. 2011-07-20]. Dostupný z: <[http://www.trimbroker.com/zona\\_obchodnika/cik\\_views.php?typ=K&id=komentar-Europsky-stabilizacny-mechanizmus-110327](http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Europsky-stabilizacny-mechanizmus-110327)>
- [21] *Government finance statistics*. Eurostat [online]. 2011 [cit. 2011-07-18]. Dostupný z: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/data/main\\_tables](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables)>
- [22] *Italy sucked into the crisis one way or another*. Economist Meg [online]. 2011 [cit. 2011-07-21]. Dostupný z: <<http://economistmeg.com/2011/07/11/efsf-funds-to-go-on-member-state-balance-sheets-trouble-for-italy/>>
- [23] KIRKEGAARD, J. F. *Euro Zone Should Look to Brady Plan to Solve Its Crisis*. Spiegel [online]. 2011 [cit. 2011-07-22]. Dostupný z: <<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,756848,00.html>>
- [24] KRAJANOVÁ, D. *Portugalci dostanú úver. Euroval vysychá*. Ekonomika@sme.sk [online]. 2011 [cit. 2011-07-21]. Dostupný z: <<http://ekonomika.sme.sk/c/5879116/portugalci-dostanu-uver-euroval-vysycha.html>>.
- [25] *Lidri definitívne schválili trvalý euroval*. EurActiv [online]. 2011 [cit. 2011-07-22]. Dostupný z: <<http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/clanok/lidri-definitivne-schvalili-trvaly-euroval-016852>>
- [26] *Long-term interest rate statistics for EU Member States*. European Central Bank - EUROSISTEM [online]. 2011 [cit. 2011-07-20]. Dostupný z: <<http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>>
- [27] *Strengthening Economic governance in the EU*. Council of EU [online]. 2011 [cit. 2011-07-18]. Dostupný z: <[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf)>
- [28] *The European Financial Stability Facility (EFSF) – FAQ*. EFSF [online]. 2011 [cit. 2011-07-20]. Dostupný z: <[http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachment/faq_en.pdf)>

