



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2014.3.27.
COM(2014) 168 final

**A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE A TANÁCSNAK ÉS AZ EURÓPAI
PARLAMENTNEK**

az európai gazdaság hosszú távú finanszírozásáról

{SWD(2014) 105 final}

1. BEVEZETÉS

1.1. Gazdasági háttér

A gazdasági és pénzügyi válság következtében a pénzügyi szektor kevésbé képes a forrásokat a reálgazdaság felé irányítani, ami főként a hosszú távú beruházásokat érinti. A bankok közvetítő tevékenységétől való erős függés a bankok hitelállomány-leépítésével és a befektetők csökkenő bizalmával együtt a gazdaság minden szektorában a finanszírozás visszaeséséhez vezetett. Az Unió határozottan fellépett e tendenciák megfordítása, továbbá a fenntartható növekedés és a beruházások feltételeinek helyreállítása érdekében. Az államháztartásokat konszolidálták, a költségvetési és gazdaságpolitikák koordinációjának javítása érdekében pedig új eljárásokat vezettek be. Az EKB következetesen fellépett a piacok iránti bizalom helyreállítása érdekében, a bankunió létrehozása pedig a pénzügyi piacok töredezettségének csökkentését és az euróövezetbe vetett bizalom helyreállítását segíti.

E fejlemények azonban csak akkor hasznosulnak, ha lehetővé teszik az olyan hosszú távú beruházások megvalósulását, amelyek révén biztosítható az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedés. Európa fenntartható növekedési pályájának biztosításához elengedhetetlen, hogy a pénzügyi rendszer képes legyen a forrásokat a hosszú távú beruházásokhoz csatornázni.

1.2. A hosszú távú finanszírozás szükségessége

A hosszú távú finanszírozás alapvető jellemzői¹:

- *Termelő* tevékenységeket finanszíroz, amelyek a növekedést a költségek csökkentésével, a termelőeszközök diverzifikálásával, továbbá intelligens, fenntartható és inkluzív munkahelyteremtéssel segítik elő;
- *Türelmes*, mivel a befektetők a rövid távú áringadozások helyett a beruházások hosszú távú teljesítményét és kockázatait tartják szem előtt. E hosszú távú perspektíva anticiklikus módon hat és előmozdítja a pénzügyi stabilitást;
- *Elkötelezett*, mivel a befektetők a befektetési stratégia kialakításakor hosszabb távú szempontokat vesznek figyelembe, például környezetvédelmi, társadalmi, irányítási kérdéseket.

Az infrastruktúra-beruházások és a kkv-k a fenntartható növekedés kulcsfontosságú elemének számítanak. A magas színvonalú infrastruktúra javítja a gazdaság többi részének termelékenységét, ezzel utat engedve a növekedésnek, emellett lehetővé teszi a belső piac összekapcsolását. Az uniós jelentőségű közlekedési, energia- és távközlési infrastrukturális hálózatok beruházási igénye a 2020-ig tartó időszakban a becslések szerint 1000 milliárd EUR². Az Európa 2020 stratégia, illetve a 2030-as éghajlati és energiaügyi csomag keretében

¹ E fogalmakat az OECD vezette be a „Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies” című dokumentumban (Az intézményi befektetők hosszabb távú befektetéseinek előmozdítása: kiemelt ügyek és szakpolitikák), 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Európai Hálózatfinanszírozási Eszköz: kb. 500 milliárd EUR közlekedésre, 200 milliárd EUR energetikára és 270 milliárd EUR nagy sebességű szélessávra (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

is jelentős beruházásokra lesz szükség a humán tőke³, valamint a K+F, új technológiák és innováció területén⁴.

A kkv-k a foglalkoztatás mintegy kétharmadát és a hozzáadott érték csaknem 60%-át adják az EU-ban. Összesített súlyuk, valamint innovációs, növekedési és munkahely-teremtési képességük révén jelentősen hozzájárulnak a GDP növekedéséhez.

A pénzügyi és gazdasági válság miatti bizonytalanság és kockázatkerülés a finanszírozásnak mind a kínálati, mind a keresleti oldalát visszavetette. Keresleti oldalon ez a kkv-k, a PPP-konstrukciók és a hosszú távú finanszírozást igénylő egyéb beruházási projektek csökkenő finanszírozási igényében, és végső soron a hosszú távú beruházások és finanszírozás optimálistól elmaradó szintjében nyilvánult meg. Kínálati oldalon a válság a kockázatkerülés növekedéséhez, és így a likviditás előtérben részesítéséhez vezetett, amely – a banki hitelállomány-leépítéssel együtt – hátrányosan érintette a gazdaság hosszú távú finanszírozhatóságát. A hosszú távú finanszírozás optimálistól elmaradó szintje a piac hiányosságaira és a közvetítői lánc hatékonysági hiányaira is visszavezethető⁵.

E problémák kezelése európai prioritás. A gazdaság hosszú távú finanszírozása – amely az európai gazdaság és ipar versenyképességét is erősíti – attól függ, hogy a nyitott, biztonságos és versenyképes pénzügyi szektor képes-e a megtakarítások becsatornázására. E cél megvalósításához elengedhetetlen a jogbiztonság és a befektetői bizalom.

1.3. Zöld könyv és nyilvános konzultáció a hosszú távú finanszírozásról

Az Európai Bizottság 2013. március 25-én zöld könyvet fogadott el a hosszú távú finanszírozásról, széles körű vitát kezdeményezve azon különböző tényezőkről, amelyek az európai gazdaságnak a fenntarthatósághoz és az élénkítés felgyorsításához szükséges források megszerzésére irányuló képességét befolyásolják. A vitaanyag célja annak feltérképezése volt, hogy a kormányzat, a vállalkozások és a háztartások megtakarításait miként lehetne jobban a hosszú távú finanszírozás felé irányítani.

A zöld könyvvel kapcsolatos konzultáció igen népszerű volt az érdekeltek körében, végül 292 válasz érkezett be, lefedve a gazdaság minden szegmensét⁶. Az érdekeltek nagy többsége egyetértett az európai hosszú távú finanszírozási források bővítésének szükségességével, egyben elismerte, hogy a bankok a továbbiakban is jelentős szerepet fognak játszani, különösen a kkv-k életében. Számos érdekelt hangsúlyozta a jól meghatározott és stabil szabályozói környezet fontosságát, de felhívta a figyelmet arra is, hogy a hosszú távú finanszírozási célkitűzések érvényesüléséhez pontosan kiszámított szabályozói reformok szükségesek.

1.4. Egyéb európai és nemzetközi szakpolitikai kezdeményezések

A hosszú távú finanszírozásról folytatott vita európai és nemzetközi szinten is visszhanggal járt. A Gazdasági és Pénzügyi Bizottság magas szintű szakértői csoportot hozott létre, amely 2013. decemberben közzétette kkv-kra és infrastruktúrára összpontosító jelentését⁷. Az Európai Parlament 2014. február 26-án elfogadta az európai gazdaság hosszú távú

³ Lásd: szociális beruházási csomag, COM(2013) 83, 2013.2.20.

⁴ Közlemény: Éghajlat- és energiapolitikai keret a 2020–2030-as időszakra, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

⁵ Részletes ismertetőért lásd az európai gazdaság hosszú távú finanszírozásáról szóló zöld könyvhöz csatolt bizottsági szolgálati munkadokumentumot: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

⁶ A válaszok részletes összefoglalója és a nem bizalmas válaszok szövege a következő internetcímen található: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

finanszírozásáról szóló állásfoglalást⁸. Az állásfoglalás kitér az e közleményben tárgyalt kérdések jó részére.

Nemzetközi szinten a G20-ak 2013 szeptemberében munkatervet hagytak jóvá a beruházások finanszírozásáról⁹, és a hosszú távú finanszírozás további vizsgálatára munkacsoportot hoztak létre. Az OECD az intézményi befektetők számára magas szintű elveket dolgozott ki a hosszú távú finanszírozás kapcsán¹⁰.

Ezen előzményekkel a háttérben és a zöld könyv konzultációjára építve a Bizottság konkrét intézkedéscsomagot terjeszt elő. A hosszú távú beruházások diverzifikált finanszírozási módjainak kidolgozása összetett és többdimenziós feladat, amelynek megoldása egyetlen intézkedés vagy „csodafegyver” helyett számos intézkedést és kezdeményezést igényel. Az e közleményben javasolt intézkedések a következőkre összpontosítanak: i. magánforrások bevonása a hosszú távú finanszírozásba, ii. a közfinanszírozás jobb felhasználása, iii. a tőkepiacok fejlesztése, iv. a kkv-k finanszírozáshoz jutásának javítása, v. magánfinanszírozás vonzása az infrastruktúra-beruházásokhoz és vi. a fenntartható finanszírozás keretfeltételeinek javítása.

A Bizottság ezen közleménnyel együtt előterjeszt továbbá:

- egy javaslatot a foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekről szóló irányelv felülvizsgálatára, amelynek célja az ilyen intézmények, mint hosszú távon befektető jelentős uniós szereplők fejlődésének elősegítése;
- egy közleményt a közösségi finanszírozásról, a kkv-k egyre jelentősebb finanszírozási forrásáról.

2. MAGÁNFORRÁSOK BEVONÁSA A HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁSBA

A felelős banki hitelezés támogatása mellett elengedhetetlen az olyan nem banki finanszírozási források, mint az intézményi befektetők – biztosítók, nyugdíjalapok, hagyományos vagy alternatív befektetési alapok, állami befektetési alapok vagy alapítványok – szerepének előmozdítása is: noha a bankok továbbra is jelentős szerepet fognak játszani, fontos a finanszírozás diverzifikálása – rövid távon a finanszírozás elérhetőségének javítása, hosszú távon pedig az európai gazdaság jövőbeni válságokkal szembeni ellenálló képességének javítása céljából.

Bankok

A 2014 januárjától fokozatosan bevezetésre kerülő tőkekövetelmény-rendelet (CRR) és tőkekövetelmény-irányelv (CRD IV)¹¹ értelmében a bankoknak magasabb szintű tőkét kell tartaniuk annak érdekében, hogy az esetleges veszteségeket jobban el tudják viselni. A Bizottság 2014-ben és 2015-ben két szakaszban meg fogja vizsgálni, hogy a tőkekövetelmény-rendelet követelményei a hosszú távú finanszírozás szempontjából megfelelőek-e.

⁸ [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175\(INI\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175(INI)&l=en).

⁹ Lásd: <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>.

¹⁰ Lásd: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>.

¹¹ Az Európai Parlament és a Tanács 2013. június 26-i 575/2013/EU rendelete a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 2013. június 26-i 2013/36/EU irányelve a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályaon kívül helyezéséről.

A bankoknak új likviditáskezelési követelményeket is be kell tartaniuk annak érdekében, hogy ellen tudjanak állni a hirtelen likviditási sokkoknak. Mindezek várhatóan növelni fogják a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat, ugyanakkor felmerült, hogy a szigorodó likviditási szabályok miatt a bankok kevésbé lesznek képesek hosszú lejárat mellett hitelezni. A likviditásfedezeti ráta (LCR, egy hónapos időtávú likviditási ráta) európai alkalmazása és a nettó stabil finanszírozási ráta (NSFR, egy éves időtávú likviditási ráta) fogalom meghatározásáról jelenleg folyó nemzetközi vita keretében megfelelő egyensúlyt kell találni a bankszektor likviditási sokkokkal szembeni ellenálló képességének javítása és a lejárat transzformáció túlzott – hosszú távú finanszírozástól elriasztó – korlátozásának elkerülése között¹². A tőkekövetelmény-rendelet emellett előírja a likviditásfedezeti ráta alkalmazásának fokozatos bevezetését, a nettó stabil finanszírozási ráta tekintetében pedig hosszú megfigyelési időszakot irányoz elő, mielőtt sor kerülne bármely jogalkotási javaslat előterjesztésére.

A bankreform, különösen a bankunió döntő fontosságú a pénzügyi szektorba vetett bizalom helyreállításához és a piac jelenlegi – főként a kkv-kat érintő – töredezettségének csökkentéséhez. A reformok teljes körű megvalósítását követően a hitelfelvevők és a befektetők várhatóan egy nagyobb, mélyebben integrált, továbbá jobban szabályozott és felügyelt piac előnyeit élvezhetik.

Fontos szerep jut az európai bankok strukturális reformjára irányuló közelmúltbeli javaslatnak¹³ is, mivel annak célja az alapvető pénzügyi tevékenységek, például a gazdaságnak való hitelezés védelme, azoknak a kockázatos kereskedési tevékenységektől való elkülönítése révén. Ezzel vissza lehetne fogni a kereskedési tevékenységek jelenlegi, betétekkel való keresztfinanszírozását, növelve a bankok hajlandóságát a reálgazdaságnak való hitelezésre.

Intézkedések

- A Bizottság 2014-ben¹⁴ és 2015-ben¹⁵ jelentést fog készíteni a tőkekövetelmény-rendelet követelményeinek a hosszú távú finanszírozás szempontjából értékelt megfelelőségéről.
- A Bizottság a likviditásfedezeti rátáról szóló, felhatalmazáson alapuló jogi aktus¹⁶ (2014 első felére várt) elkészítésekor és a nettó stabil finanszírozási ráta végső kalibrálásakor¹⁷ a legteljesebb módon figyelembe veszi annak szükségességét, hogy indokolatlanul ne korlátozza a bankok által nyújtott hosszú távú finanszírozást. Emellett a tőkekövetelmény-rendeletben előírt monitoring-időszakot teljesen ki kell használni az új likviditási szabályok által a hosszú távú beruházásokra gyakorolt szándékolatlan potenciális hatások kiigazítására és kezelésére.

Biztosítók

¹² Lásd az 575/2013/EK rendelet (100) preambulumbekendését.

¹³ COM(2014) 043.

¹⁴ 505. cikk: A Bizottság 2014. december 31-ig „jelentést készít az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak arról, hogy az e rendeletben foglalt követelmények megfelelőnek tekinthetők-e figyelembe véve azt, hogy a gazdaságban a hosszú távú finanszírozás valamennyi formája számára megfelelő szintű forrásokat kell biztosítani, beleértve az Unión belül a közlekedés, az energia és a távközlés területén megvalósított kritikusinfrastruktúra-projektek is”.

¹⁵ 516. cikk: A Bizottság 2015. december 31-ig jelentést nyújt be arról, hogy e rendelet milyen hatást gyakorol a növekedést ösztönző infrastruktúrába való hosszú távú beruházások ösztönzésére.

¹⁶ A tőkekövetelmény-rendelet 460. cikke.

¹⁷ A tőkekövetelmény-rendelet 510. cikkének (3) bekezdése.

Az intézményi befektetők, például a biztosítók alkalmas szereplők hosszú távú finanszírozás nyújtására. Az intézményi befektetők kevésbé likvid eszközökbe, például infrastruktúra-eszközökbe történő befektetései eddig korlátozottak voltak, de az alacsony kamatkörnyezetben a magasabb hozamok reménye növeli az ilyen eszközök vonzerejét.

A 2016. január 1-jétől alkalmazandó Szolvencia II irányelv¹⁸ – különösen a kevésbé likvid eszközosztályok esetében – meg fog szüntetni bizonyos, a tagállamokban még megtalálható befektetési akadályokat. A biztosítók az óvatosság elvét követve bármely típusú eszközbe szabadon befektethetnek majd, amennyiben azok „kockázatát az érintett vállalkozás megfelelően tudja azonosítani, felmérni, figyelemmel kísérni, kezelni, ellenőrizni és jelenteni”¹⁹.

Az érvelés szerint a tőkekövetelmények szigorítása, vagyis minden számszerűsíthető kockázatra, többek között a piaci kockázatra való kiterjesztése (ami az előző jogi szabályozás, tehát a Szolvencia I irányelv keretében nem merült fel) befolyásolhatja a biztosítók – mint intézményi befektetők – befektetési magatartását és hosszú távú kilátásait²⁰. A Bizottság ezen okból 2012 szeptemberében felkérte az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatónyugdíj-hatóságot (EIOPA) annak vizsgálatára, hogy a tőkekövetelmények kalibrálása és kialakítása szükségessé tesz-e bárminemű módosítást, nem veszélyeztetve a rendszer felügyeleti eredményességét, különösen az infrastruktúrát, a kkv-kat és a szociális vállalkozásokat érintő befektetések (és az ilyen célokat szolgáló adósságok értékpapírosítása) tekintetében. Az EIOPA elemzése 2013 decemberében készült el²¹. A hatóság kritériumokat ajánl a magas színvonalú értékpapírosítások meghatározása céljából, amelyek kapcsán a megfelelő stressztényezők csökkentésével kedvezőbb elbánást javasol²². Ez jelentős lépés a fenntartható értékpapírosítási piacok előmozdítását célzó tágabb program terén (lásd a 4. szakasz értékpapírosításról szóló részét). A Bizottság a Szolvencia II irányelvvel kapcsolatos, felhatalmazáson alapuló vonatkozó jogi aktusok szövegezésekor – ideértve az értékpapírosítástól eltérő eszközosztályok (infrastrukturákkal, kkv-kkal és szociális vállalkozásokkal kapcsolatos befektetések) kezelésének esetleges módosítását is – figyelembe fogja venni az EIOPA legfrissebb jelentését.

Emellett a II. salátairányelv²³ olyan intézkedéseket vezet be a Szolvencia II. irányelvbe, amelyeket kifejezetten arra terveztek, hogy fokozottan ösztönözzenek a hosszú lejáratú kötelezettségek és a hosszú lejáratú eszközök összhangjának megteremtésére, és az említett eszközök lejáratig való tartására. Az ilyen összhangteremtés céljaira alkalmas eszközök listája kibővült a hosszú távú befektetésekkel, például az infrastruktúra-projekt-kötvényekkel.

¹⁸ Az Európai Parlament és a Tanács 2009. november 25-i 2009/138/EK irányelve a biztosítási és viszontbiztosítási üzleti tevékenység megkezdéséről és gyakorlásáról (Szolvencia II).

¹⁹ A Szolvencia II irányelv 132. cikke.

²⁰ A tőkekövetelmények csak az egyik tényezőt képezik a befektetési döntések meghozatalakor az adószabályok, a számviteli előírások vagy a befektetők kevésbé likvid eszközökkel kapcsolatos hiányos tapasztalatai mellett.

²¹ Lásd: https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.

²² A bankszektortól eltérően a biztosítók tőkekövetelményei az adott biztosító kockázati profiljától függenek, és sokkal alacsonyabbak, mint a stressztényezők, mivel számításuk nem pusztán tényezőalapú. A tőkekövetelmény a biztosító piaci stresszhelyzetben bekövetkező potenciális veszteségének felel meg, figyelembe véve az adott biztosító sajátos mérséklő tényezőit is (a kötvénytulajdonosok jövőbeni bónuszainak csökkentése, halasztott adójóváírás, fedezés, más kockázati forrásokkal való diverzifikáció stb.). A legfrissebb európai szintű kvantitatív tanulmányok alapján a Bizottság úgy becsli, hogy egy tipikus, hosszú lejáratú kötelezettségekkel bíró életbiztosító piaci kockázataira vonatkozó tőkekövetelmény két-háromszor alacsonyabb, mint az egyes befektetési típusok stressztényezői.

²³ Egy 2011-ben előterjesztett irányelv (COM(2011) 8), amely a Szolvencia II. irányelvet a Lisszaboni Szerződéssel bevezetett végrehajtási intézkedések keretrendszeréhez és az EIOPA létrehozásához igazítaná.

Intézkedések

- A Bizottság legkésőbb 2014 szeptemberében el kívánja fogadni a Szolvencia II. irányelvvel kapcsolatos, felhatalmazáson alapuló jogi aktust, amely többek között számos ösztönzővel bátorítaná hosszú távú befektetésekre a biztosítókat.

Nyugdíjalapok

A nyugdíjalapok hosszú lejáratú kötelezettségekkel rendelkező intézményi befektetők. Ilyen minőségükben alkalmasak a „türelmes” befektetők szerepére. A Bizottság üdvözlí, hogy a nyugdíjalapok a portfóliók diverzifikációja és a magasabb hozamok reményében egyre növekvő mértékben fordulnak az olyan alternatív befektetések felé, mint a magántőke- és az infrastruktúra-befektetések²⁴. A foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekre vonatkozó, ma elfogadott javaslat (IORP 2) azzal, hogy csökkentené a tagállamok lehetőségeit bizonyos típusú hosszú távú befektetések korlátozására, hozzájárulhatna ahhoz, hogy a foglalkoztatónyugdíj-alapok nagyobb arányban végezzenek hosszú távú befektetéseket.

A foglalkoztatónyugdíj-alapok mellett az egyéni nyugdíjtermékek is potenciálisan ösztönözhetnek a hosszú távú befektetésekre. A Bizottság 2012 novemberében felkérte az EIOPA-t, hogy adjon technikai tanácsot az egyéni nyugdíjtermékekkel kapcsolatos tevékenységek és felügyelet uniós szintű keretének kidolgozásáról²⁵. E munka lehetővé tenné több megtakarítás bevonását a hosszú távú beruházások finanszírozásába, ezzel fokozva a nyugdíjjövedelmek megfelelőségét és a gazdasági növekedést. Az EIOPA-t legalább az alábbi két megközelítés vizsgálatára kérték fel: i. közös szabályok kidolgozása az egyéni nyugdíjrendszerek határon átnyúló tevékenységének lehetővé tételéhez; vagy ii. egy 29. rendszer, vagyis olyan uniós szabályok kidolgozása, amelyek nem lépnek a nemzeti szabályok helyébe, csupán alternatívát kínálnak. Az EIOPA 2014 februárjában előzetes jelentést adott ki az egyéni nyugdíjtermékekről.

Intézkedések

- A Bizottság szolgálatai 2014 második felében átfogó tanácsot fognak kérni az EIOPA-tól azzal a céllal, hogy létrehozzák az egyéni nyugdíjak egységes piacát, és így lehetőleg növeljék a hosszú távú finanszírozásba bevont egyéni nyugdíj-megtakarítások mértékét.

Egyéni megtakarítási számlák

A zöld könyv konzultációja során több érdekelt fél támogatta a megtakarítások határon átnyúló mozgásainak ösztönzésére szolgáló lehetőségek feltérképezését, ideértve egy olyan uniós megtakarítási számla bevezetését is, amelynek célja, hogy szabványosított kerete révén ösztönözze a megtakarítókat a hosszú távú finanszírozásban való részvételre. A feltérképezés során először a nemzeti modelleket vizsgálnák, és olyan szempontokat vennének figyelembe, mint a javadalmazási ráták, a nemzeti betétbiztosítás, kiegészítő jelleg a meglévő nemzeti rendszerek tekintetében, a forrásgyűjtés és a hitelezési feltételek.

Intézkedések

²⁴ Mindazonáltal az ilyen befektetések – különösen az infrastruktúrával kapcsolatosak – továbbra is csak kis hányadát teszik ki eszközeiknek. Egy közelmúltbeli, 86 nagy nyugdíjalapot és állami nyugdíjpénztárat megkérdező OECD-felmérés (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) szerint például eszközeiknek csupán 1%-a volt tőzsdén nem jegyzett infrastruktúra-befektetés, illetve 12–15%-a volt egyéb alternatív befektetés (az eszközök többi részét rögzített hozamú eszközök, pénzeszközök és tőzsdén jegyzett eszközök tették ki).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf.

- A Bizottság szolgálatai 2014 végéig tanulmányt készítenek a megtakarítások határon átnyúló mozgásaival kapcsolatos esetleges piaci hiányosságokról és egyéb buktatókról, ideértve a nemzeti megtakarítási számlák áttekintését és az uniós megtakarítási számla bevezetésével kapcsolatos lehetőség értékelését is.

3. A KÖZFINANSZÍROZÁS JOBB FELHASZNÁLÁSA

A közszektor a tárgyeszköz- és immateriális beruházások formájában megvalósuló bruttó állóeszköz-felhalmozás kulcsszereplője. Mindent meg kell tenni a közforrások átláthatóbb és hatékonyabb felhasználásáért, továbbá a közberuházások megtérülésének, növekedéshez való hozzájárulásának és a magánberuházások mobilizálására irányuló képességének maximalizálásáért. A Bizottság továbbra is figyelemmel fogja kísérni a tagállamok fiskális politikáit, ideértve a közkiadások színvonalát és a túlzott hiány-eljárásnak való megfelelés nyomán követését az európai szemeszter keretében. Emellett a látókörbe be kell vonni a nemzeti fejlesztési bankok és az exporthitel-ügynökségek tevékenységét is.

Nemzeti fejlesztési bankok

A nemzeti és a regionális fejlesztési bankok az EBB/EBA, illetve az egyéb multilaterális fejlesztési bankok (például az EBRD) mellett fontos katalizátorszerepet játszanak a hosszú távú finanszírozásban. Az elmúlt években fokozták tevékenységeiket, megpróbálva betölteni a kereskedelmi banki hitelezők csökkenő mérlegfőösszege miatt keletkező űrt. A stabilizálódó gazdasági környezet és az említett intézmények korlátozott hitelezési kapacitása miatt a piaci hiányosságokra és a hozzáadott értéket teremtő műveletekre kell összpontosítani. A konzultációk során többen jelezték, hogy – az uniós költségvetés, illetve az EBB/EBA, a multilaterális fejlesztési bankok és a nemzeti fejlesztési bankok közötti együttműködés és szinergia előmozdítása, továbbá a nemzeti fejlesztési bankok uniós szakpolitikákban való részvételének és uniós forrásokhoz való hozzáféréseinek növelése érdekében – szükség lenne a közös uniós-nemzeti, vagy multinacionális kezdeményezések számának növelésére és az eljárások egyszerűsítésére. Az érintett szakpolitikák közé tartozik például a környezetvédelem, az éghajlati szélsőségek kezelése, az innováció, valamint a szociális és a humán tőke fejlesztése. A szinergiák és az egymást kiegészítő jelleg optimalizálása érdekében, illetve az átfedések és a kettős finanszírozás elkerülése céljából jelentős szerepet tulajdonítottak a multilaterális és a nemzeti fejlesztési bankok közötti koordináció kérdésének.

Intézkedések

- A Bizottság 2014-ben egy közleményben iránymutatást fog adni a fejlesztési bankoknak az alapvető elvekről; az irányításról és az átláthatóságról, vagyis a befektetői bizalom és a kedvező finanszírozási feltételek megszerzésének két kulcseleméről; felügyeleti és szabályozási szempontokról; valamint a nemzeti fejlesztési bankoknak az uniós költségvetési források társbefektetőjeként és közvetítőjeként a 2020-ra és későbbre szólóan meghatározott európai szakpolitikai prioritások támogatásában betöltött szerepéről.
- A Bizottság az Európai Tanács 2013. júniusi ülésén elhangzott kérésnek megfelelően ösztönzi és figyelemmel kíséri a nemzeti fejlesztési bankoknak az EBB/EBA-val és esetlegesen más multilaterális fejlesztési bankokkal folytatott együttműködését, amelyről a Tanács 2014. decemberi ülésén fog jelentést tenni.

Exporthitel-ügynökségek

Az exporthitel-ügynökségek a hosszú távú finanszírozás kapcsán egyszerre befektetők és garanciavállalók/jegyzési garanciavállalók. Ilyen minőségükben fontos szerepet játszhatnak az EU-n belüli nemzetközi befektetések és az EU-n kívüli tőkeexport előmozdításában. Ez

egy olyan terület, amelyen a szuverén kockázatokkal kapcsolatos feszültségek azonnali hatást gyakorolnak a hosszú távú finanszírozásra, főként a hosszú lejáratú garanciák esetében.

Intézkedések

- A Bizottság szolgálatai jelentést fognak közzétenni a meglévő tagállami exporthitelprogramok közötti koordináció és együttműködés javításának lehetőségeiről.

4. AZ EURÓPAI TŐKEPIACOK FEJLESZTÉSE

A finanszírozási csatornák diverzifikálása érdekében Európában szakpolitikai erőfeszítésekre van szükség. Az európai tőkepiacok általában viszonylag fejletlenek, és jelenleg nem alkalmasak a banki hitelállomány-leépítés miatti finanszírozási rés betöltésére. Megfelelő pénzügyi eszközökre van továbbá szükség ahhoz, hogy a pénzügyi piacok tevékeny és eredményes szerepet játszhassanak a források hosszú távú beruházások felé való terelésében. Ide tartoznak az európai fenntartható növekedés alapvető kihívásaihoz kötődő olyan innovatív pénzügyi eszközök is, mint például az infrastruktúra-, a klíma- és a szociális kötvények.

Részvény- és vállalatikötvény-piacok

A tőkepiaci finanszírozás a válság óta jelentősen visszaesett, de a negatív trend már az 1990-es évek óta tart. Az első nyilvános részvénykibocsátások (IPO-k) száma Európában és az Egyesült Államokban mintegy ötször kisebb, mint 1999 előtt²⁶. Egyesült államokbeli tanulmányok arra is rámutattak, hogy az első nyilvános részvénykibocsátásig tartó időszak az 1980-as évek elején jellemző 4,8 évről kétszer akkora, 2007-ben több mint 9 évre nőtt²⁷. E trend – különösen a munkahelyteremtés kapcsán – akkor is aggodalomra ad okot, ha figyelembe vesszük, hogy az IPO-k ciklikusak: az említett tanulmányok kimutatták, hogy a vállalkozások növekedésének 92%-a az első nyilvános részvénykibocsátás után történik. Több piaci szövetség²⁸ is üdvözölné, ha az első nyilvános részvénykibocsátással kapcsolatos problémák kezelésére munkacsoportot hoznának létre.

Vállalati kötvényeket nagy, minősített vállalatok bocsátanak ki; a kibocsátott kötvények nagy címletűek, vásárlóik pénzügyi intézmények. Piacuk az elmúlt években nőtt. Ez az eszköz azonban jellemzően nem áll a kkv-k és a közepes piaci tőkeértékű vállalatok rendelkezésére, noha az elmúlt években a lakossági kötvények számára is létrejött néhány piac (Németországban 2010-ben a BondM, az Egyesült Királyságban 2010-ben az ORB, Franciaországban 2012-ben az IBO és Olaszországban 2013-ban az ExtraMOT PRO).

Az ilyen nemzeti kezdeményezések ellenére az európai tőkepiacok mind a kötvények, mind a részvények esetében töredezettek maradtak és nem elég vonzóak a kkv-k és a közepes piaci tőkeértékű vállalatok számára, a határokon átnyúló befektetések tekintetében pedig – a blue chipet nem számítva – alacsony szintű forgalmat bonyolítanak. Továbbra is jelentős akadályt jelentenek az értékpapírok és a csódtörvények különbözőségei.

²⁶ Az Egyesült Királyságban, Németországban, Franciaországban, Olaszországban és Spanyolországban az első nyilvános részvénykibocsátások száma az 1996–2000 közötti évi mintegy 350-ről évi mintegy 70-re csökkent 2008–2012 között (lásd az OECD vitaanyagát: „Making Stock Markets Work to Support Economic Growth” (A részvénypiacok ösztönzése a gazdasági növekedés támogatására) http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Az Egyesült Államokban hasonló csökkenés volt tapasztalható, az 1999 előtti évi mintegy 500 IPO 1999 után évi mintegy 100-ra csökkent (lásd: <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

²⁷ Lásd: <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>.

²⁸ Európai Tőzsdeszövetség (FESE), European Issuers és Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA). Lásd: <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

Intézkedések

- A MiFID 2 irányelvben előírt²⁹, felhatalmazáson alapuló bizottsági jogi aktus biztosítani fogja, hogy a kkv-k növekedési piacaira vonatkozó követelmények minimálisra csökkentsék az e piacokon kibocsátók adminisztratív terhet, de fenntartsák a befektetők magas szintű védelmét. E követelmények közé tartozik például az e piacokon lévő kkv kibocsátók minimumaránya, a szabályozott piacra történő bevezetés megfelelő feltételrendszere, a befektetőknek nyújtandó tájékoztatás és a pénzügyi beszámolás.
- A Bizottság szolgálatai tanulmányt készítenek arról, hogy a MiFID 2 irányelvben a nem részvényjellegű értékpapírok tekintetében bevezetett javításokat követően szükségesek-e további intézkedések ahhoz, hogy az EU-ban lehetővé váljon a vállalatikötvény-kereskedelem likvid és átlátható másodlagos piacának létrehozása.
- A Bizottság 2015 végéig értékelni fogja a tájékoztatóról szóló irányelvben foglalt szabályok következményeit és hatásait³⁰. Ennek során értékelni fogja különösen a kkv kibocsátókra és csökkentett piaci tőkeértékű vállalatokra vonatkozó arányos közzétételi szabályokat.
- A Bizottság fel fogja térképezni, hogy az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások (ÁÉKBV-k) befektetéseire vonatkozó alkalmassági feltételek a MiFID 2 irányelv végrehajtásával összefüggésben kiterjeszthetők-e a kkv-k növekedési piacain jegyzett olyan értékpapírokra, amelyek rendelkeznek bizonyos likviditási jellemzőkkel. Az a kérdés, hogy az európai hosszú távú befektetési alapok (EHTBA-k) is befektethessenek-e a tőzsdén jegyzett kkv-kba, kulcskérdés a Bizottság idevágó EHTBA-javaslatának vitájában³¹. A Bizottság javaslata a tőzsdén nem jegyzett kkv-kat már azon eszközosztályok között szerepelteti, amelyek alkalmasak az EHTBA-k általi befektetésre.

Értékpapírosítás

Az értékpapírosítási ügyletek lehetővé teszik, hogy a bankok eszközeik összevonásával és intézményi befektetők számára vonzó értékpapírrá alakításával refinanszírozzák hiteleiket. A bank szempontjából az ilyen ügyletek felszabadítják a bank tőkéjét, fokozva a bank hitelezési és gazdaságfinanszírozó (növekedéstámogató) képességét. Az intézményi befektetők szempontjából az ilyen értékpapírok, amennyiben kellő méretűek, likvid befektetési lehetőséget kínálnak olyan eszközosztályokba, amelyekbe közvetlenül nem fektetnek be, például kkv-kba vagy záloglevelekbe.

Egyes értékpapírosítási modelleket a múltban nem szabályoztak kellőképpen. E modellek gyenge pontjait a későbbi uniós pénzügyi reformok során hamar azonosították és kezelték. Az uniós bankszektorban 2011 óta kockázatmegtartási követelményeket kell teljesítenie („saját bőrét vigye a vásárra”), amelyeket minden pénzügyi szektorra kiterjesztettek. Emellett szigorították a közzétételi követelményeket annak érdekében, hogy a befektetők alaposan megismerhessék a befektetés tárgyául szolgáló eszközöket.

²⁹ A pénzügyi eszközök piacairól és a 2004/39/EK irányelv hatályaon kívül helyezéséről szóló európai parlamenti és tanácsi irányelv (végső kompromisszumos szöveg) 35. cikkének megfelelően.

³⁰ Az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról szóló 2003/71/EK és a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK irányelv módosításáról szóló, 2010. november 24-i 2010/73/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv 4. cikke.

³¹ Lásd például az Európai Parlament Kratsa–Tsagaropoulou-jelentését (tervezet) az európai hosszú távú befektetési alapokról szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletjavaslatról.

A hatóságok sok konkrét intézkedést hoznak az értékpapírosítási ügyletek szabványosabbá és átláthatóbbá tétele érdekében, ezzel is növelve a befektetők bizalmát³². Az uniós intézményeknek és ügynökségeknek fokozniuk kell együttműködésüket és törekedniük kell a szinergiára, például az adatszolgáltatási űrlapok szabványosítása révén. E célkitűzések eléréséhez ezenkívül az olyan iparági kezdeményezések is hozzájárulnak, mint a címkézés.

Mindezen intézkedések ellenére az érintett piacon érdemi élénkülés még nem tapasztalható. Ez jórészt annak tudható be, hogy ezen ügylettípus és szabályozói kezelése még mindig ellenérzéseket vált ki. Számos érdekelt fél kérte, hogy az értékpapírosítási termékeket a felügyeleti célok alkalmazásában differenciálják, és így előmozdítsák a fenntartható értékpapírosítási piacok fejlődését. Az EIOPA-nak a Szolvencia II irányelv kapcsán készített technikai jelentése és a bankrendszer strukturális reformjára irányuló bizottsági javaslat bevezeti a „magas” színvonalú értékpapírosítási termékek differenciált kategóriáját.

Intézkedések

- A Bizottság folytatni fogja a „magas” színvonalú értékpapírosítási termékekkel kapcsolatos munkát, amelynek célja, hogy e téren biztosítsa a pénzügyi szektorok közötti koherenciát és feltérképezze ezen termékek felügyeleti elvekkel összeegyeztethető kedvezményes kezelésének lehetőségét. A Bizottság meg fogja fontolni, hogy e megközelítést minden pénzügyi szektor kapcsán bevezesse a vonatkozó uniós jogszabályokban. A Bizottság figyelembe fogja venni különösen, hogy a további differenciálásnak és szabványosításnak köszönhetően a jövőben esetlegesen megnőhet bizonyos értékpapírosítási termékek likviditása.
- A Bizottság az egységesség biztosítása és a szabályozási arbitrázs elkerülése érdekében a nemzetközi standardalkotó testületekkel, legfőképp a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottsággal és az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezetével együttműködve globális standardokat kíván kidolgozni és alkalmazni különösen a kockázatmegtartási szabályok, a magas színvonalú szabványosítás és az átláthatóság kapcsán.

Fedezett kötvények

A fedezett kötvények standard eszközök a jó minőségű eszközökkel fedezett tőkepiaci finanszírozás megszerzésére. A befektetők számára ezek az eszközök az elsőrendű fedezetlen értékpapíroknál nagyobb biztonságot és likviditást kínálnak, a kibocsátók számára pedig például a költséghatékony és diverzifikált finanszírozás előnyeit nyújtják. A fedezett kötvényekre számos uniós szabály vonatkozik, ezek azonban nem alkotnak egységes, harmonizált keretet. Egyes tagállamoknak nincsenek is konkrét vonatkozó jogszabályaik. Bizonyos konvergencia azért megvalósult, miután a bankszektorban alkalmazandó kedvezményes tőkekövetelmények alkalmassági feltételei széles körben elfogadott piaci standardokká fejlődtek³³.

Intézkedések

³² A fő kezdeményezések közé a hitelminősítő intézetekről szóló rendeletnek azon jogi rendelkezései sorolhatók, amelyek az Európai Értékpapír-piaci Hatóság számára előírják egy nyilvános weboldal (a rendelet 8b. cikke), illetve az EKB által szponzorált központi európai adattárház (European Data Warehouse) létrehozását.

³³ A 2006 óta a tőkekövetelmény-irányelvben, ma már a tőkekövetelmény-rendeletben rögzített rendelkezések a fedezett kötvények szempontjából alkalmas eszközök köre tekintetében már jelentős harmonizációhoz vezettek. A tőkekövetelmény-rendelet már átláthatósági minimumstandardokat is előírt.

- A Bizottság 2014 végéig felül fogja vizsgálni a tőkekövetelmény-rendeletnek a fedezett kötvények kezelésére vonatkozó szabályait³⁴, amivel célja, hogy megteremtse a fedezett kötvények integrált európai piacának alapjait. A felülvizsgálat a hitelminősítésre, az elfogadható biztosítókra és az átláthatóságra fog összpontosítani. Adott esetben kiterjedhet a felügyelet erősítésére, az elsőbbségi jogok érvényesíthetőségére és a csőddel kapcsolatos szétválasztási szempontokra is.
- A Bizottság szolgálatai az említett felülvizsgálat megállapításait figyelembe véve tanulmányt készítenek a fedezett kötvényekre vonatkozó uniós keret bevezetésének célszerűségéről.

Zártkörű kibocsátás

A zártkörű kibocsátás alternatívát jelenthet a banki hitelezéssel és a nyilvános vállalati kötvénykibocsátással szemben, potenciálisan bővítve a közepes–nagy méretű tőzsdén nem jegyzett vállalatok, illetve potenciálisan az infrastruktúra-projektek finanszírozási lehetőségeit. A jelenlegi szabályozási keret lehetővé teszi a zártkörű kibocsátást, egyes tagállamokban már működnek ilyen piacok (Németországban a „Schuldschein”-piac, Franciaországban az „Euro PP”). E finanszírozási csatorna iránt egyre nagyobb a kereslet, amint azt a meglévő uniós piacok bővülése, illetve az egyesült államokbeli zártkörű kibocsátási piacra belépő európai kibocsátók száma is bizonyítja³⁵.

E megoldás Európában azonban még nem igazán terjedt el. Ennek oka többek között a kibocsátók hitelképességére vonatkozó szabványosított dokumentációk és információk hiánya, illetve a másodlagos piaci likviditás hiánya. A megtérülésre vonatkozó információk igen fontosak e termékek befektetői számára, akik az európai fizetéseptelenségi jogszabályok eltéréseit gyakran említik a zártkörű kibocsátási piac tágabb, határokon átnyúló fejlődésének akadályaként.

Intézkedések

- A Bizottság szolgálatai 2014 végéig tanulmányt készítenek az európai zártkörű kibocsátási piacok és az egyéb helyszínek/gyakorlatok különbségeiről, elemzik azok sikerének fő alkotóelemeit és szakpolitikai ajánlásokat dolgoznak ki e sikeres megoldások unión belüli átvételének lehetőségeiről. Emellett értékelni fogják a potenciális kockázatokat is, hiszen a zártkörű kibocsátási piacok definíció szerint kevésbé átláthatóak, mint a nyilvános tőkepiacok, és rendkívül illikvidek. A tanulmány a 2007/2008-ban folytatott nyilvános konzultációra és hatásvizsgálatra³⁶ fog épülni.

5. A KKV-K FINANSZÍROZÁSHOZ JUTÁSÁNAK JAVÍTÁSA

A banki finanszírozástól való különös függőségük miatt a válság a kkv-kat érintette a legsúlyosabban. Még ma is nehezen jutnak hitelhez, különösen a periféria gazdaságaiban, részben a bankszektor töredezettsége miatt³⁷.

³⁴ Lásd a tőkekövetelmény-rendelet 503. cikkét.

³⁵ 2012-ben 36 európai vállalat (ebből 11 kisebb, 500 millió USD alatti árbevételű társaság) élt az egyesült államokbeli zártkörű kibocsátási piac lehetőségével, összesen csaknem 20 milliárd USD értékben. Lásd: <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>.

³⁶ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

³⁷ Lásd az EKB felmérését az euróövezeti kkv-k finanszírozáshoz jutásáról (Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area), 2013 április–szeptember <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. A Görögországban hitelt igénylő kkv-knak csupán 33%-a kapja meg a teljes

A kkv-finanszírozás kulcskérdése az induló vállalkozástól a kkv-n keresztül a közepes piaci tőkeértékű vállalatig tartó fejlődés, vagyis az ún. „finanszírozási mozgólépcsőn” való feljutás elősegítése. Életciklusuk során a kkv-k a finanszírozási források kombinációjára támaszkodnak, ideértve a banki hiteleket, az üzleti angyaloktól származó idegen tőkét, a kockázati tőkét, a magántőkealapokat és végül a tőkepiacokat. A kkv-k gyakran nehéznek találják az egyes finanszírozási mixek közötti váltást. A növekedés különböző szakaszaiban a társaságok finanszírozási és ismerethiánnyal szembesülnek. Ez különösen a korai és a növekedési szakaszra igaz, részben az európai kockázati tőke-finanszírozás korlátozott voltának köszönhetően.

A Bizottság 2011-ben elfogadta a kkv-finanszírozási cselekvési tervet. A tervben szereplő intézkedések közül sokat, köztük szabályozói intézkedéseket, pénzügyi programokat és segítő kezdeményezéseket már végrehajtottak. A cselekvési terv áttekintését az e közleményt kísérő szolgálati munkadokumentum tartalmazza. Az intézkedések egy része még folyamatban van, például a kkv-k ismeret- és információhiányát csökkenteni hivatott kezdeményezések az Enterprise Europe Network keretében. A 2015-ben működőképessé váló hálózat³⁸ átfogóbb tanácsokat és segítséget ad majd a kkv-knak a finanszírozáshoz való hozzáférés kapcsán, és szorosan együtt fog működni az egyéb helyi szolgáltatókkal, például pénzügyi közvetítőkkel és könyvelőkkel. Nemzeti szinten különböző felkészítő programokat is kidolgoztak, ezek célja legfőképp a kkv-k tőkepiaci hozzáféréseinek előkészítése volt (például a Borsa Italiana által kidolgozott ELITE program)³⁹.

Gyakran említették a kkv-kat hagyományosan a helyi banki finanszírozáshoz kötő akadályként, hogy a kkv-król nem állnak rendelkezésre megfelelő, összehasonlítható, megbízható és könnyen hozzáférhető hitelinformációk. A Bizottság 2013 novemberében az érdekeltek széles körének részvételével műhelytalálkozót szervezett a tagállamokban szokásos magán és állami gyakorlatok és új kezdeményezések megvitatására, azzal a céllal, hogy módot találjon a kkv-információk javítására. A műhelytalálkozó megerősítette, hogy a befektetők és a pénzügyi szolgáltatók egyértelmű akadályokkal szembesülnek, ha megbízható, elérhető és összehasonlítható kkv-információkhoz szeretnének jutni az EU-ban. Az ilyen akadályok részben a nyilvános információk és közzétételük tekintetében a tagállamok között lévő hatalmas eltérésekre vezethetők vissza, ami főként a nemzeti jogi keretek kialakításával magyarázható.

Intézkedések

- A Bizottság szolgálatai 2014-ben fel fogják térképezni a kkv-kra vonatkozó hitelinformációk rendelkezésre állására hatást gyakorló uniós és nemzeti jogszabályokat és gyakorlatokat, azzal a céllal, hogy esetlegesen uniós megközelítéseket dolgozzanak ki a hitelbírálati minősítési ágazat tekintetében és értékeljék, megvalósítható-e a kkv-adatok uniós szintű harmonizálása vagy összehasonlíthatóságának növelése.
- A Bizottság szolgálatai a kkv-k pénzügyi jártasságának javítása érdekében fel fogják élénkíteni a bankok és a kkv-k közötti párbeszédet, különösen a bankok által a hitelkérelmek kapcsán nyújtott visszacsatolások tekintetében. A Bizottság szolgálatai

összeget, Spanyolországban és Olaszországban csupán 50%-uk (szemben az euróövezet 65%-os átlagával és a németországi 87%-kal). Egyes adatok azonban némi bizakodásra adnak okot: az írországi kkv-k 60%-a számolt be a hiteligénylés teljes sikeréről, szemben az előző hat hónap 30%-ával, Spanyolországban is javulást jelent az 50% (40%-ról).

³⁸ Lásd a Bizottság közelmúltbeli pályázati felhívásait (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm).

³⁹ Lásd: <http://elite.borsaitaliana.it/en>.

értékelni fogják továbbá a kkv-k tőkepiacokhoz való hozzáférését segítő bevált gyakorlatokat is.

6. MAGÁNFINANSZÍROZÁS VONZÁSA AZ EURÓPA 2020-AS CÉLOKAT MEGVALÓSÍTÓ INFRASTRUKTÚRA-BERUHÁZÁSOKHOZ

Az infrastruktúra-beruházások célja eredetileg leginkább nagy tőkeprojektek, például közúti és vasúti hálózatok, energia-távvezetékek és átviteli hálózatok, valamint országos távközlési gerincvezetékek finanszírozása volt. Az Európai Hálózatfinanszírozási Eszköz és az európai strukturális és beruházási alapok (esb-alapok) keretében kialakított új megközelítés a hangsúlyt a fenntarthatóságra, az energiahatékonyságra, az innovációra és a multimodális európai infrastruktúrák interoperabilitására és összekapcsolására helyezi. Ez a közlekedési szektorban a vasútra és az intelligens közlekedésszervezésre, az energia- és az IKT-szektorban pedig az alacsony szén-dioxid-kibocsátású villamosenergia-termelésre, az épületek energiahatékonyságára és az összeköttetésekre való átállást jelenti.

Sok érdekelt fél a magántőke infrastruktúraprojektekhez vonzásának pozitív példaként említette az EU projektkötvény-kezdeményezését⁴⁰; a Bizottság szolgálatai jelenleg azt vizsgálják, miként lehetne tökéletesíteni e kezdeményezést, illetve hogy ki lehet-e terjeszteni a projektkötvények alkalmazását más infrastrukturális szektorokra, többek között a fenntartható közlekedésre, a megújuló energia termelésére és az intelligens hálózati eszközökre. Itt különösen az esb-alapok keretében megvalósuló, a vonatkozó szabályozásnak megfelelő gyakorlati megoldások kerülhetnek szóba.

A Bizottság ezzel összefüggésben Európa-szerte bátorítani fogja a döntéshozókat, hogy a gazdaságilag előnyös esetekben fontolják meg a magánszektor bevonását az infrastruktúra-projektek végrehajtásába; emellett a közbeszerzési irányelvek közelmúltbeli változásainak figyelembevételével bátorítani fogja a hatóságokat a teljes életciklus és az ár-érték-arány vizsgálatára, valamint a többféle finanszírozásra támaszkodó ajánlatok előnyben részesítésére. Ha javulna a PPP-konstrukcióban megvalósuló új projektekre vonatkozó átlátható információk és adatok rendelkezésre állása, az szintén növelhetné az európai projektek vonzerejét az intézményi befektetők számára.

Az infrastruktúra-beruházások jelentősége ellenére az infrastruktúra-hitelek teljesítményéről igen kevés egységes páneurópai adat áll rendelkezésre. Az EIOPA 2013 decemberében a Bizottsághoz címzett jelentésében olyan akadályként nevezte meg az adathiányt, amely miatt nem végezhető el az annak vizsgálatához szükséges elemzés, hogy ajánlható-e az infrastruktúra-kötvényekre vonatkozó tőkekövetelmények alacsonyabb szinten való megállapítása.

Az infrastruktúra-kötvények nagy címletűek, elemzési mintájuk így szükségszerűen kisebb, mint a tipikus vállalati kötvények esetében. Az adatok gyakran a bankok és a szponzorok tulajdonát képezik, és szigorú üzleti titoktartási szabályokkal védettek. Ezen adatoknak a szélesebb piac számára való rendelkezésre bocsátása nem csupán a részt vevő intézményi befektetők körét bővítené, hanem a szabályozókat is segítené az infrastruktúra-befektetésekre vonatkozó speciális felügyeleti rendszer lehetőségeinek feltérképezésében.

Intézkedések

- A Bizottság szolgálatai 2014-ben meg fogják vizsgálni annak megvalósíthatóságát, hogy a nemzeti, regionális és helyi önkormányzatok – ha lehetséges, egyetlen

⁴⁰ A projektkötvény-kezdeményezés a Bizottság és az EBB által létrehozott kockázatmegosztási eszköz, amely lehetővé teszi, hogy projektársaságok a kötvénypiaci befektetők számára vonzó projektkötvényeket bocsássanak ki a közlekedési (TEN-T), energetikai (TEN-E), illetve távközlési és szélessávú transzeurópai hálózatok projektjeihez.

weboldalon – önkéntes alapon közzétegyék az infrastruktúra-beruházási tervekre és projektekre vonatkozó meglévő információkat.

- A Bizottság szolgálatai 2014-ben meg fogják vizsgálni annak megvalósíthatóságát és gyakorlati megoldásait, hogy az infrastruktúra-kötvények tekintetében – egyetlen hozzáférési pont használatával – miként gyűjthetők, és adott esetben miként bocsáthatók rendelkezésre átfogó és szabványosított hitelstatisztikák. E feladat támogatná az FSB és a G20-ak keretében végzett munkát, elvégzéséhez igénybe lehetne venni az EBB, az EBRD, a nemzeti fejlesztési bankok és az intézményi befektetők segítségét is.

7. A FENNTARTHATÓ FINANSZÍROZÁS KERETFELTÉTELEINEK JAVÍTÁSA

A gazdaságnak a források hosszú távú finanszírozáshoz való irányítására vonatkozó képességét számos több területet érintő tényező is befolyásolja, többek között a vállalatirányítás, a számvitel, az adózási és a jogi környezet. Az általános üzleti és szabályozói környezet egyaránt fontos a hazai és a határokon átnyúló beruházások szempontjából is.

Vállalatirányítás

Az eszközközkezelés módja fontos szerepet játszhat a hosszú távú finanszírozással összefüggésben, mivel összehangolja az intézményi befektetők, az eszközközkezelők és a vállalatok hosszú távú stratégiai ösztönzőit és mérsékli a rövid távú gondolkodással, a spekulációval és a hitelminősítő ügynökségekkel fenntartott viszonyokkal összefüggő aggályokat.

Sok érdekelt és számos empirikus tanulmány és jelentés is rámutatott a munkavállalók pénzügyi részvételének és a munkavállalói részvénytulajdonlásnak az előnyeire, egyfelől a termelékenység és a versenyképesség növelése, másfelől a munkavállalók motivációja és megtartása kapcsán. Az ilyen programok hosszú távon orientált és elkötelezett tulajdonosok színre lépéséhez vezethetnek.

Arra vonatkozóan is vannak gyakorlati tapasztalatok, hogy a környezetvédelmi, társadalmi és irányítási kérdések jelentős hatást gyakorolnak az ilyen kérdéseket felvállaló vállalatok és befektetők hosszú távú fenntartható teljesítményére. A Bizottság már több kezdeményezést útnak indított a vállalatok társasági átláthatóságának fokozására, például a nem pénzügyi beszámolásra vonatkozó javaslatát⁴¹. Mindazonáltal a portfóliók kialakításakor a befektetőknek csupán kis száma vesz figyelembe környezetvédelmi, társadalmi és irányítási kérdéseket, sőt, egyes befektetők úgy vélik, az ilyen tényezők integrálása ellentétes lenne az ügyfelek hasznának maximalizálására irányuló megbízotti kötelezettségükkel.

Intézkedések

- A Bizottság az intézményi befektetők, az eszközközkezelők és a vállalatok hosszú távú érdekeinek jobb összehangolása céljából meg fogja fontolni a részvényesi jogokról szóló irányelv felülvizsgálatát.
- Az Európai Parlament kísérleti projektje („A munkavállalói tulajdonlás és részvétel előmozdítása”) keretében a Bizottság 2014-ben EU-szerte meg fogja vizsgálni a munkavállalói részvénytulajdonlás meglévő megoldásait annak érdekében, hogy azonosítsa a munkavállalói részvételi és részvénytulajdonlási programok határokon átnyúló végrehajtásával kapcsolatos problémákat, és kidolgozza a munkavállalói

⁴¹ COM(2013) 207.

részvétel és különösen a munkavállalói részvénytulajdonlás előmozdítását szolgáló lehetséges uniós intézkedéseket.

- A Bizottság meg fogja fontolni, hogy ajánlást adjon ki a vállalatirányítási beszámolás színvonalának javításáról, illetve hogy jelentést készítsen az intézményi befektetőket és az eszközekezelőket a környezetvédelmi (például a szénlábnyom és az éghajlati kockázatok), a társadalmi és irányítási információk jobb figyelembevételére sarkalló ösztönzőkről, és végül, hogy tanulmányt készítsen a megbízotti kötelezettségekről és a fenntarthatóságról.

Számviteli standardok

A zöld könyv megvizsgálta a befektetőknek adott információk pontossága és a hosszú távú befektetések tartására és kezelésére sarkalló megfelelő ösztönzők közötti egyensúlyteremtés kérdését. Ezzel összefüggésben több érdekelt fél is kritizálta a valós értéken történő értékelést, mivel az beemeli a piac volatilitását a pénzügyi beszámolóba és ezért rövid távú gondolkodásra ösztökél. Sok válaszadó kiemelte az IASB fogalmi keretének jelentőségét annak biztosításában, hogy a jövőben a számviteli standardok kidolgozása ne a hosszú távú befektetések szempontjából káros módon történjen. Kiemelték továbbá az IASB által a pénzügyi instrumentumok számvitelének módosításával kapcsolatban végzett munkát (IFRS 9).

A nemzetközi számviteli standardokról szóló 2002. évi rendelet értékelése is folyamatban van, ennek során azt is vizsgálják, hogy a 2002-ben megállapított jóváhagyási feltételek továbbra is megfelelőek és elég szilárdak-e a mai és a jövőbeni európai viszonyok között⁴².

E tekintetben fontos szerepet játszik a kkv-k számviteli kezelése. Sok érdekelt fél kérte, hogy a tőzsdén jegyzett kkv-k az összes tőzsdén jegyzett vállalatra vonatkozó teljes körű IFRS-anyag helyett egy egyszerűsített változatot alkalmazhassanak, noha elismerték, hogy a befektetői bizalom fenntartásához megbízható standardokra van szükség⁴³. Emellett a tőzsdén nem jegyzett kkv-k esetében a határokon átnyúló csoportok számára hasznos lenne kidolgozni egy teljesen önálló számviteli keretet. A tőzsdén nem jegyzett kkv-k ma a közelmúltban módosított uniós számviteli irányelven alapuló nemzeti szabályok hatályába tartoznak; az irányelv közös alapelveket határoz meg a tagállamok számára a kkv-kra alkalmazandó nemzeti számviteli keret kidolgozásához (*lásd a szolgálati munkadokumentumot*).

Intézkedések

- A módosított IFRS 9 standard jóváhagyásának keretében a Bizottság mérlegelni fogja, hogy helyénvaló-e a valós értéket alkalmazni abban a standardban, különösen a hosszú távú befektetések üzleti modellje szempontjából.
- A Bizottság fel fogja kérni az IASB-t, hogy kellően fontolja meg döntéseinek a befektetők befektetési horizontjára gyakorolt hatását mind a konkrét releváns projektek esetében, mind pedig a fogalmi keret kidolgozásakor, különös figyelmet fordítva a körültekintés fogalmának újbóli bevezetésére.

⁴² Lásd Philippe Maystadt jelentését: „Should IFRS Standards be More European?” (*Európaibbá kell-e tennünk az IFRS standardokat?*),

http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁴³ A Nemzetközi Számviteli Standardok Testülete (IASB) kidolgozott egy sor egyszerűsített standardot, az úgynevezett kkv-IFRS-eket. Ezek a standardok azonban a tőzsdén nem jegyzett vállalatokra vonatkoznak.

- A Bizottság szolgálatai 2014-ben az érdekelt felek bevonásával értékelni fogják az IAS rendeletet, amelynek során Európa hosszú távú finanszírozási igényeit figyelembe véve kitérnek a jóváhagyási kritériumok megfelelőségére is.
- A Bizottság szolgálatai 2014-ben konzultációt indítanak a következők vizsgálatára: i. a tőzsdén jegyzett kkv-k összevont pénzügyi kimutatásaira vonatkozó egyszerűsített számviteli standardok kérdése és ii. a tőzsdén nem jegyzett kkv-kra vonatkozó, teljesen önálló számviteli standardok hasznossága a számviteli irányelv kiegészítése céljából.

Adózási és jogi környezet

Az európai (és a nemzetközi) társaságiadó-rendszerek nagy többsége a hitelfinanszírozást előnyben részesíti a sajáttőke-bevonással szemben, hiszen a kamatköltségek leírhatók, a tőkebevonás költségei viszont nem. A hitelfinanszírozás adóügyi pozitív megkülönböztetése a vállalatokat hitelfelvételre ösztönzi, és rosszabb helyzetbe hozhatja a sajáttőke-bevonással finanszírozott innovatív és induló vállalatokat. A kérdés jelentős érdeklődést váltott ki a konzultáció során.

Ami a hosszú távú finanszírozás jogi környezetét illeti, a tagállamok fizetésektelenségi jogszabályai közötti eltérések és e jogszabályok rugalmatlansága miatt a befektetők magas költségekkel, a hitelezők alacsony hozamokkal, a határokon átnyúlóan tevékenykedő vagy külföldi tulajdonú vállalkozások pedig nehézségekkel szembesülnek. E hatékonysági hiányosságok egyszerre befolyásolják a finanszírozás rendelkezésre állását, illetve a vállalkozások – különösen a kkv-k – megalakulásának és növekedésének lehetőségét. Emellett jogi akadályok övezik a követelések átadását, jogi nyelven az engedményezést is, amely számos, határokon átnyúló pénzügyi tranzakció, például értékpapírosítási és faktoringügyletek részét képezi. Az egyértelmű uniós szabályozás hiánya⁴⁴ jogbizonytalanságot teremt a határokon átnyúló engedményezés kapcsán.

Intézkedések

- A Bizottság az európai szemeszter keretében kiadott országspecifikus ajánlások útján folytatni fogja a tulajdonviszonyt megtestesítő befektetések népszerűsítését különösen azokban a tagállamokban, amelyek társaságiadó-rendszere fokozottan előnyben részesíti a hitelfinanszírozást.
- Az életképes vállalkozások korai szerkezetátalakítását lehetővé tevő gyakorlati elvekről és a csődbe jutott vállalkozók második esélyéről szóló 2014. márciusi ajánlásának⁴⁵ megfelelően a Bizottság felül fogja vizsgálni az ajánlás végrehajtását és megvizsgálja a további intézkedések lehetőségét.
- A Bizottság szolgálatai 2014-ben jelentést tesznek közzé a követelésengedményezés harmadik felekre vonatkozó vetületeire alkalmazandó jogról.

8. KÖVETKEZTETÉS

A hosszú távú finanszírozás előmozdítása elengedhetetlen Európa intelligens, fenntartható és inkluzív növekedéséhez. Ez a közlemény kezdeményezések széles körét határozza meg különböző területeken. Egyes kezdeményezések a hatályos jogszabályokkal kapcsolatosak, mások viszont új utakat keresnek. Mindazonáltal mindegyikük célja, hogy javítsa a pénzügyi rendszert, és erőforrásokat irányítson a hosszú távú beruházásokhoz.

⁴⁴ A szerződéses kötelezettségekre alkalmazandó jogról szóló 593/2008/EK (Róma I.) rendelet e kérdést nem szabályozza kifejezett formában.

⁴⁵ C(2014) 1500.

A Bizottság elkötelezett ezen cselekvési terv végrehajtása mellett. E célból a szükséges mértékben rendszeresen találkozni fog minden érdekelt féllel. A Bizottság felhívja a tagállamokat és az Európai Parlamentet, hogy támogassák ez e közleményben bemutatott kezdeményezéseket.