



Brüsszel, 2015.2.18.
COM(2015) 63 final

ZÖLD KÖNYV

A tőkepiaci unió kiépítése

{SWD(2015) 13 final}

Előszó

A Bizottság prioritása – és egyúttal Európa prioritása – a munkahelyteremtés és a növekedés. Ha ismét növekedési pályára kívánjuk állítani Európát, meg kell oldanunk az európai vállalkozásokba és infrastruktúrába eszközölt beruházások kérdését. A 315 milliárd EUR értékű beruházási csomag segíteni fog e folyamat beindításában. Amennyiben azonban hosszú távon is meg akarjuk erősíteni a beruházásokat, ki kell építenünk a tőke valódi egységes piacát – a mind a 28 tagállamot felölelő tőkepiaci uniót.

A világ más részeihez képest az európai vállalkozások továbbra is erősen függenek a bankoktól kapott finanszírozástól, a tőkepiacoktól viszont kevésbé. Az erősebb tőkepiacok finanszírozási forrásként kiegészítenék a bankokat, továbbá

- több beruházást mozgósítanának az összes vállalkozás – különösen a kkv-k – és az infrastrukturális projektek számára;
- a világ többi részéből több befektetőt vonzanának az Unióba; valamint
- a finanszírozási források körének bővítése révén megszilárdítanák a pénzügyi rendszert.

Feladatunk dióhéjban nem más, mint megtalálni a befektetők és a megtakarítók, valamint a növekedés közötti kapcsolódási pontokat. A tőkepiaci unió nem egyetlen intézkedés eredményeként fog létrejönni. Sokkal inkább olyan intézkedéssorozatra kell gondolnunk, amelynek egyes elemei talán szerények lesznek, ám összességében jelentős hatást fognak elérni. Fel kell térképeznünk és fel kell számolnunk a befektetők pénze és a beruházási lehetőségek között álló korlátokat, és meg kell szüntetnünk a vállalkozások és a befektetők kapcsolatba kerülésének gátjait is. Ezen túlmenően ki kell alakítanunk a rendelkezésre álló források lehető leghatékonyabb becsatornázását szolgáló rendszert is, amely mind nemzeti szinten, mind határon átnyúlóan működőképes.

Miért éri meg ez a sok erőfeszítés? Az alábbiakban néhány példán keresztül szemléltetjük a potenciális előnyöket. Az Egyesült Államokban a középvállalkozások – amelyek számos országban a növekedés hajtóerejét jelentik – ötször annyi forráshoz jutnak a tőkepiacokról, mint az EU-ban. Ha az uniós kockázati tőke-piacok is ilyen mélyek lennének, akkor 2008 és 2013 között akár 90 milliárd EUR forrás lett volna elérhető a vállalkozások finanszírozására. Ha a kkv-értékpapírosítások jelenlegi szintje biztonságosan visszaállna akár csak a 2007-es szint felére, mintegy 20 milliárd EUR további forrás szabadulna fel.

Tagadhatatlan, hogy a terítéken levő kérdések közül sokról – a fizetéképtelenségre és az értékpapírokra vonatkozó jogszabályokról vagy az adózási elbánásról – már évek óta folynak a tárgyalások. Most azonban nagyobb szükség van az előrelépésre, mint eddig bármikor. Hosszú távú projektnek nézünk elébe, amely sok éven keresztül tartós erőfeszítést tesz majd szükségessé, ám ez nem akadályozhatja meg, hogy már a korai szakaszban eredményeket mutassunk fel. Ezért a Bizottság az elkövetkező hónapok során:

- javaslatokat dolgoz ki a minőségi értékpapírosítás ösztönzésére, valamint a bankok mérlegeinek hitelezési célú felszabadítására;

- felülvizsgálja a tájékoztatókról szóló irányelvet, hogy megkönnyítse a vállalkozások – kiváltképp a kisebb méretűek – számára a forrásbevonást és a határon átnyúló kapcsolatteremtést a befektetőkkel;
- dolgozni kezd a kkv-kra vonatkozó hitelinformációk hozzáférhetőségének javításán, ezáltal megkönnyítve a kkv-kba történő befektetést;
- együttműködik az iparággal a páneurópai zártkörű kibocsátási rendszer létrehozása érdekében, ami ösztönzőleg hat a kisebb vállalkozásokba történő közvetlen befektetésre; valamint
- előmozdítja az új európai hosszú távú befektetési alapok használatát, hogy a befektetéseket az infrastruktúrába és más hosszú távú projektekbe csatornázza.

Ezzel a zöld könyvvel egy három hónapos konzultáció veszi kezdetét. Meg szeretnénk ismerni mindazok – parlamenti képviselők, tagállamok, tőkepiaci szereplők és valamennyi további érdekelt – véleményét, akiknek számít a munkahelyteremtés, a növekedés és az európai polgárok érdeke. Visszajelzéseiből merítve cselekvési tervet dolgozunk ki a teljes körűen működő tőkepiaci unió alapjainak 2019-ig történő lefektetése céljából.

Nem kérdés, hogy milyen irányba kell haladnunk: alulról építkezve meg kell teremtenünk az egységes piacot, azonosítanunk kell az akadályokat, majd egyenként fel kell számolnunk őket, lendületben kell tartanunk a folyamatot, és elő kell mozdítanunk az Európa jövőjébe való befektetés iránti egyre növekvő bizalmat. A tőke szabad áramlása az Európai Unió egyik alapköve. Több mint ötven évvel a Római Szerződés megkötése után ideje megragadnunk a lehetőséget, hogy valóra váltsuk ezt az elképzelést.

1. szakasz: A tőkepiaci unió kiépítése

A Római Szerződés már több mint ötven éve rögzítette a tőke szabad mozgását. Az Európai Unió egyik alapvető szabadságáról van szó, amelyre az egységes piac sarokkövéként kell tekinteni. Mégis, az elért előrelépések dacára a tőkepiacok továbbra is töredezetten, és jellemzően nemzeti alapon szerveződnek. A mélyülő integráció időszakát követően a válság óta – a bankok és a befektetők nemzeti piacokra való visszahúzódása következtében – ismét csökken a pénzügyi piacok uniós szintű integrációjának mértéke.

Más joghatóságokhoz képest Európában nem kellőképpen fejlett a tőkepiaci alapú finanszírozás. Részvény-, kötvény- és egyéb piacaink kisebb szerepet játszanak a növekedés finanszírozásában, és az európai vállalkozások változatlanul nagymértékben támaszkodnak a bankokra, így gazdaságainkat érzékenyen érinti a banki hitelezés szigorítása. Emellett a megfelelő befektetői bizalom is hiányzik, és az európai megtakarításokat nem feltétlenül a leggyümölcsözőbb módon használják fel. A beruházások szintje Európa-szerte jócskán elmarad a korábban megszokottól, az európai tőkepiacok globális versenyképessége pedig visszaesett.

A növekedéshez és a munkahelyteremtéshez való tartós visszatérés – és ezzel egyidejűleg az üzleti környezetre vonatkozó további reformok – előmozdítása érdekében a tőkepiacoknak meghatározóbb szerepet kell játszaniuk a finanszírozási források gazdaságba csatornázása terén. A gyakorlatban ez a befektetők és a finanszírozást igénylő szereplők közötti tőkemozgás akadályainak azonosítását és felszámolását jelenti, egy-egy tagállamon belül és határon átnyúlóan egyaránt.

A tőkepiaci unió kiépítése a Bizottság munkaprogramjának kulcsfontosságú kezdeményezése. Célja, hogy diverzifikáltabb finanszírozási forrásokat biztosítson a gazdaságnak, továbbá csökkentse a tőkebevonás költségeit, különösen a kkv-k számára. Az integráltabb tőkepiacok – különösen a részvények tekintetében – javítanák az európai gazdaság sokkellenálló képességét, és több befektetést tennének lehetővé anélkül, hogy növekedne az eladósodottság. A tőkepiaci unió – a hatékony piaci infrastruktúrának és a közvetítőknek köszönhetően – várhatóan fellendíti a befektetőktől az európai beruházási projektek felé irányuló tőkeáramlást, javítja a kockázatok és a tőke uniós szintű elosztását, és végső soron ellenállóbbá teszi Európát a jövőbeli sokkokkal szemben.

A Bizottság ezért kötelezettséget vállalt arra, hogy 2019-ig lefekteti a valamennyi tagállamot felölelő, jól szabályozott és integrált tőkepiaci unió alapköveit, ezáltal maximalizálva a tőkepiacok és a nem banki pénzügyi intézmények által a gazdaságnak nyújtott előnyöket.

A tőkepiaci unió segítségével az EU közelebb kerül például ahhoz, hogy a kkv-k a nagyvállalatokhoz hasonlóan könnyen jussanak finanszírozáshoz; a befektetések költségei és a befektetési termékekhez való hozzáférési lehetőségek EU-szerte közeledjenek egymáshoz; egyre egyszerűbben lehessen finanszírozáshoz jutni a tőkepiacokon keresztül; valamint a más tagállami finanszírozási források keresését ne hátráltassák szükségtelen jogi vagy felügyeleti akadályok. Mindezek a változások segítenek mérsékelni a banki finanszírozástól való függést, ugyanakkor a gazdaság jelentős része számára hitelt nyújtó, illetve a tőkepiacokon közvetítőként megjelenő bankok változatlanul központi szerephez jutnak majd a tőkepiaci unióban, és továbbra is az európai gazdaság meghatározó szereplői lesznek.

Az előttünk álló kihívások nem mindegyike új keletű, ám az EU növekedés iránti igénye igencsak sürgetővé teszi kezelésüket. Ez egyúttal lendületet biztosít az előrelépéshez. E zöld

könyv célja, hogy a társjogalkotók, az egyéb uniós intézmények, a nemzeti parlamentek és valamennyi érdekelt fél bevonásával uniós és nemzeti szintű eszmecsere induljon az említett célok elérését szolgáló lehetséges rövid és hosszú távú intézkedésekről.

A tőkepiaci unió különbözni fog a bankuniótól: a tőkepiacok mélyítése a bankunió kulcsfontosságú elemeitől eltérő intézkedéseket tesz szükségessé. Mindazonáltal az, hogy a bankunió az euróövezeti bankcsődök és államadósságok közötti kapcsolat felszámolására helyezi a hangsúlyt, stabil alapot teremt az EU valamennyi tagállamára kiterjedő tőkepiaci unió kialakításához. Hasonlóképpen, a jól integrált tőkepiacok előmozdítják majd a gazdasági és monetáris unió ellenálló képességét.

A tőkepiaci unióban a következő alapelveknek kell érvényesülniük:

- maximalizálja a tőkepiacok által a gazdaság számára, továbbá a munkahelyteremtés és a növekedés terén biztosított előnyöket;
- az Unión belüli, határon átnyúló befektetések akadályainak felszámolása révén teremtsen meg a 28 tagállamra kiterjedő egységes tőkepiacot, és segítse elő a globális tőkepiacokkal való szorosabb kapcsolatok kialakulását;
- a pénzügyi stabilitás szilárd alapjaira épüljön, és rendelkezzen a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó, hatékonyan és következetesen végrehajtott, egységes szabálykönyvvel;
- biztosítson hatékony védelmet a fogyasztók és a befektetők számára; valamint
- járuljon hozzá a világszinten vonzó befektetési környezet megteremtéséhez és az Unió versenyképességének javításához.

1.1. A tőkepiaci unió megvalósítása

A tőkepiaci unió kiépítése hosszú távú vállalkozás. Az egységes szabálykönyv kidolgozására irányuló munka megkezdődött, és a folyamat szempontjából kulcsfontosságú reformok közül jó néhány¹ már a végrehajtás fázisában van. A kiemelt prioritások várható hatásairól és megvalósíthatóságáról alapos gazdasági elemzéssel, hatásvizsgálattal és konzultációval alátámasztott értékelés készül, és a Bizottság ennek alapján alakítja majd ki az alkalmazandó megközelítést.

A Bizottság a konzultáció eredményeire építve kívánja feltérképezni az alábbi célok eléréséhez szükséges intézkedéseket:

- a **forráshoz jutás** javítása valamennyi európai vállalkozás (különösen a kkv-k) és a beruházási projektek (például infrastrukturális beruházások) számára;
- az Unióban és a világ más részein tevékenykedő befektetőktől származó **finanszírozás forrásainak kiterjesztése és diverzifikálása**; valamint
- a **piacok működésének hatékonyabbá és eredményesebbé tétele**, a befektetők és a finanszírozást igénylők közti kapcsolatfelvétel költségeinek csökkentése tagállamokon belül és határon átnyúlóan egyaránt.

¹ Például a pénzügyi eszközök piacaira, a piaci visszaélésekre, az alternatív befektetésialap-kezelőkre, az európai piaci infrastruktúrára és a központi értéktárakra vonatkozó jogszabály.

A Bizottság széles körű konzultációt folytat a problémák jellegéről, a lehetséges intézkedésekről és azok fontossági sorrendjéről. A jogalkotás nem feltétlenül képes megfelelően kezelni ezeket a kihívásokat, és a megoldások kialakítása sok esetben a piac feladata lesz. Más területeken a nem jogalkotási intézkedések, valamint a versenyjog és az egységes piacra vonatkozó jog eredményes végrehajtása jelenthetik az előrelépés legjobb módját. A Bizottság támogatni fogja a piacvezérelt megoldásokat, amennyiben azok valószínűsíthetően eredményesek lesznek, a szabályozási változásokat viszont csupán akkor, ha tényleg szükségesek.

A zöld könyv az alábbi módon épül fel: A **2. szakasz** bemutatja az európai tőkepiacok jelenlegi szerkezeti felépítését, és előzetes elemzést nyújt a mélyebb és integráltabb tőkepiacok előtt álló egyes akadályokról. Részletesebb elemzés a zöld könyvet kísérő bizottsági szolgálati munkadokumentumban található. A **3. szakasz** azon szakpolitikai prioritásokkal kapcsolatban kívánja feltérképezni a véleményeket, amelyeket a Bizottság az „*Európai beruházási terv*” című közleményére² építve már a korai fázisban érvényesíteni kíván – ezek közé tartozik például az európai hosszú távú befektetési alapokról (EHTBA) szóló rendelet végrehajtása, a magas színvonalú értékpapírosítás, a kkv-kra vonatkozó hitelinformációk, a zártkörű kibocsátás és a tájékoztatókról szóló irányelv felülvizsgálata. A **4. szakasz** a forráshoz jutás, a finanszírozási források körének bővítése és a piacok eredményesebb működése előtt álló akadályok tekintetében kívánja feltérképezni az elképzeléseket, valamint megvizsgálja, hogy a kapott visszajelzések alapján mely területeken lehet előrelépni a munkával. A határon átnyúló tőkeáramlás akadályai közé tartoznak a fizetéképtelenségi, a társasági, az adóügyi és az értékpapír-jogszabályok – ezek tekintetében további elemzésre és visszajelzésekre van szükség az egyes területekre vonatkozó kihívások nagyságrendjének megállapításához, valamint a megfelelő megoldások és a prioritási sorrend kialakításához.

A tőkepiaci unió nyitottabbá teszi a nemzeti piacokat a befektetők, a kibocsátók és a közvetítők számára, előmozdítja a tőke szabad mozgását és a bevált gyakorlatok megosztását, és ebből a szempontból a piacok nemzeti szintű fejlődését ösztönző tényezőnek tekintendő. A tőkepiacok fejlettségi szintje Unió-szerte nagy szórást mutat, és a különböző tagállamok sajátos kihívásokkal néznek szembe, így a szakpolitikai válaszingtézkedések megfelelően testre szabott, nemzeti szintű fellépést tehetnek szükségessé, amelyhez többek között a Bizottság által az európai szemeszter keretében kidolgozott országspecifikus ajánlások szolgálhatnak alapul. A Bizottság felkéri a tagállamokat, hogy folytassanak konzultációt a tőkepiacaik fejlődését érintő sajátos kihívásokról, és következtetéseiket építsék be az eszmecserebe.

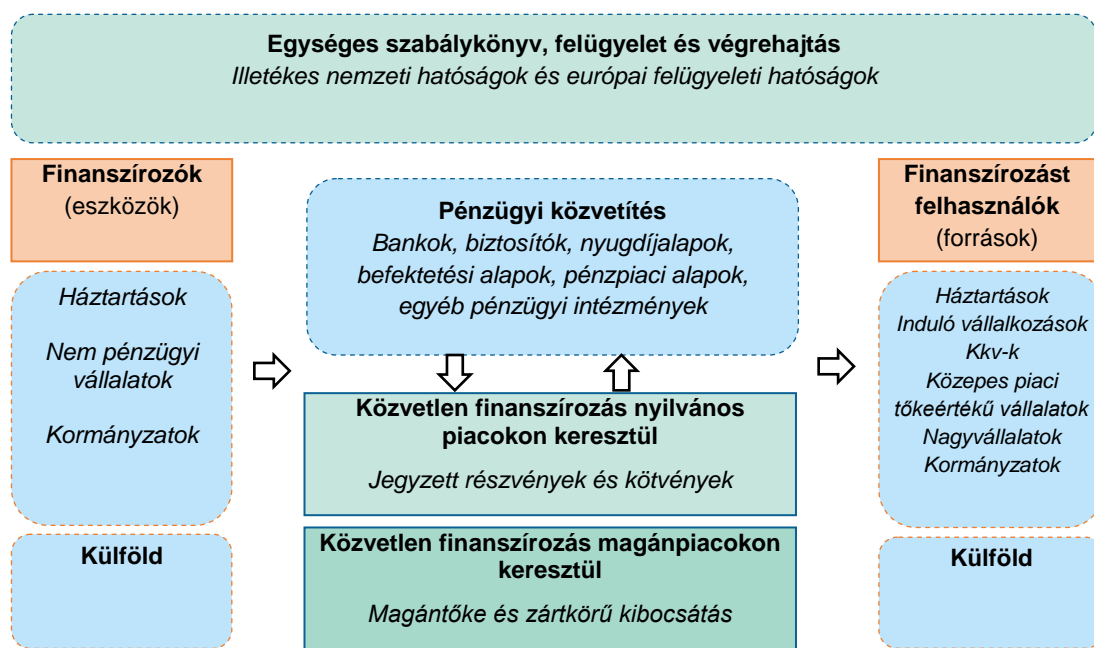
² COM(2014) 903 final, 2014.11.26.

2. szakasz: Az európai tőkepiacok aktuális kihívásai

2.1. Az európai tőkepiacok jelenlegi helyzete

A közvetlen banki hitelezés mellett a tőkepiacok biztosítják a potenciális befektetők és a finanszírozást igénylők közötti kapcsolatteremtés elsődleges mechanizmusát, valamint egy sor különféle finanszírozási forrást biztosítanak a gazdaság számára. Az 1. ábra leegyszerűsítve szemlélteti a források áramlását a gazdaságban. A tőkepiacok leginkább a közvetlen finanszírozásban érintettek, ugyanakkor szorosan kapcsolódnak a pénzügyi közvetítőkhez is, amelyek a megtakarított forrásokat gyakran a befektetőkhez csatornázzák.

1. ábra: A tőkepiacok a tágabb pénzügyi rendszerben

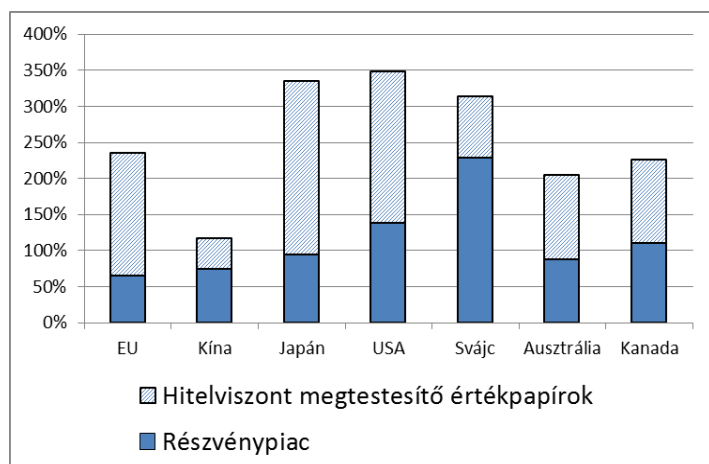


Az elmúlt évtizedekben bővültek az uniós tőkepiacok. Az uniós részvénytőkepiaci kapitalizáció például 2013 végére elérte a 8 400 milliárd EUR-t (nagyjából a GDP 65 %-a), míg 1992-ben csupán 1 300 milliárd EUR (a GDP 22 %-a) volt. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok teljes állománya az 1992-es 4 700 milliárd EUR (a GDP 74 %-a) után 2013-ban meghaladta a 22 300 milliárd EUR-t (a GDP 171 %-a)³.

Mindazonáltal a piacok más joghatóságokkal összevetve továbbra is alulfejlettek. A nyilvános részvénytőkepiacok az Egyesült Államokban csaknem kétszer, Svájcban pedig három és félszer nagyobbak, mint az Unióban (a GDP százalékában mérve, 2. ábra).

³ Az Európai Tőkepiaci Intézet (ECMI) 2014. évi statisztikai csomagja.

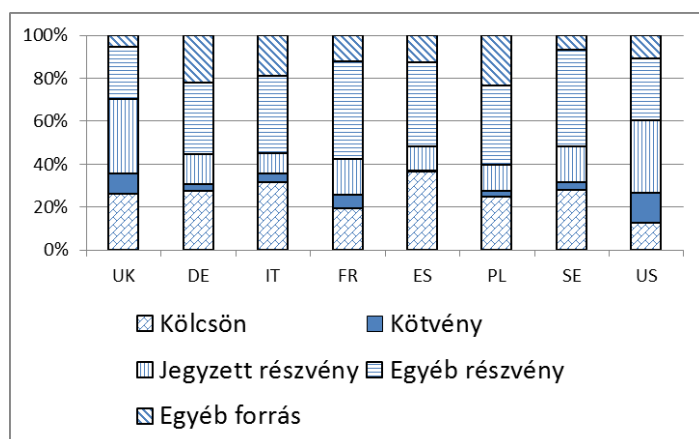
2. ábra: Részvénytőkepiaci kapitalizáció és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok (a GDP %-ában)



Az Egyesült Államokban a magántőkepiacok ugyancsak kétszer nagyobbak az uniósnál, a magánkötvénypiacok mérete pedig akár az uniós háromszorosát is elérheti. Ezzel egyidejűleg az uniós tagállamok tőkepiacainak fejlettségi szintje igen változó. A nemzeti részvénytőkepiaci kapitalizáció például az Egyesült Királyságban meghaladja a GDP 121 %-át, Lettorszában, Cipruson és Litvániában viszont még a GDP 10 %-át sem éri el.

Forrás: Az Európai Tőkepiaci Intézet (ECMI) statisztikai csomagja.

3. ábra: Vállalatok finanszírozási mintái (a teljes kötelezettségállomány %-ában)



Európa hagyományosan nagymértékben támaszkodik a banki finanszírozásra; a banki hitelezés jelentősebb szerepet játszik a vállalati szektor finanszírozásában, mint a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok piaci kibocsátása (3. ábra). A banki hitelezéstől való nagyobb mértékű függés a banki hitelezés szigorítása esetén összességében sérülékenyebbé teszi az európai gazdaságot – kiváltképp a kkv-kat –, amint arra a pénzügyi válság is rávilágított.

Forrás: Eurostat, OECD. Megjegyzés: a hitelek a banki és a vállalatközi hiteleket is magukban foglalják.

A tőkepiacokhoz való hozzáférés vállalatonként és tagállamonként lényeges eltéréseket mutat. Az EU-ban észrevehetően nőtt a nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátása, ami részben az alacsony kamatlábak miatt a kötvénykibocsátóknak kedvező piaci környezetre vezethető vissza. A kötvényeket azonban nem a kis- és középvállalkozások (kkv-k), hanem jobbra a nagyvállalatok bocsátották ki. Emellett a kötvénykibocsátás a nagyobb piacokra összpontosult, a súlyosabb vállalatfinanszírozási problémákkal küzdő piacokon kevésbé volt jellemző.

Bár a válság előtt az uniós tőkepiacok a határon átnyúlóan birtokolt pénzügyieszköz-állományok tekintetében integráltabbakká váltak, a válság rávilágított, hogy az integráció hajtóereje részben az adósságalapú források bankközi áramlása volt, amely sok esetén ki volt téve a gyors visszarendeződés kockázatának. Az EU részvénytőkepiacait még mindig a „hazafelé tekintés” jellemzi, vagyis a potenciális kockázatok és nyereségek nem oszlanak meg határon átnyúlóan. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok határon átnyúló állománya szintén

elmarad a teljes mértékben integrált piacon elvárt szinttől. Még az EU legjobban teljesítő nemzeti piacai sem elég nagyok, ami kisebb befektetői körhöz és a pénzügyi eszközök szűkebb kínálatához vezet.

2.2. A tőkepiaci unió kiépítéséhez kapcsolódó kihívások és lehetőségek

Az Uniós tőkepiacok integrációját és fejlődését egy sor történelmi, kulturális, gazdasági és jogi eredetű akadályozó tényező hátráltatja, amelyek némelyike igen mélyen gyökerezik, és nehezen kiküszöbölhető. Ezek közé tartozik például, hogy a vállalkozások hagyományosan elsősorban részesítenek bizonyos finanszírozási eszközöket, továbbá a nyugdíj szolgáltatás jellemzői, a prudenciális szabályozás és az adminisztratív akadályok alkalmazása, a vállalatirányítási és a társasági jogi vonatkozások, a hiányos adatok és számos adórendszer sajátosságai, valamint a piaci struktúrák hatékonyságának hiánya. E nehézségek némelyike még a jól integrált tőkepiacokon is megjelenik. A teljes mértékben integrált egységes tőkepiac előnyeinek kiaknázása érdekében elsősorban az alábbi három kulcsterületen felmerülő kihívásokat kell kezelni.

Az első fontos prioritás, hogy a keresleti oldalon **javítani kell a forráshoz jutást – ideértve a kockázati tőkéhez jutást –, különösen a kkv-k, így például a gyorsan növekvő és innovatív induló vállalkozások számára.** A tartós siker az információs problémák áthidalásán, a fő piaci szegmensek töredezettségén és a tőkepiacokhoz való hozzáférés költségeinek csökkentésén múlik. Ezen túlmenően a hosszú távú projektek – köztük az infrastrukturális beruházások – esetében sajátos akadályokkal is számolni kell.

A második pont, hogy a kínálati oldalon az uniós tőkepiacok fejlődése a tőkepiaci eszközökbe áramló forrásoktól függ. A tőkepiacra irányuló **intézményi és magánbefektetések ösztönzése** előmozdítaná a finanszírozási források diverzifikálását. Az európai foglalkoztatási és magánnyugdíj-szolgáltatások bővülése nyomán a tőkepiaci eszközök révén egyre több forrás tudná kielégíteni az egyre változatosabb befektetési szükségleteket, és ez elősegítené a piaci alapú finanszírozás felé való elmozdulást. A lakossági befektetők tőkepiacokba és pénzügyi közvetítőkhöz vetett bizalmának fokozása révén a jelenleg főként ingatlan és bankbetétek formájában tartott háztartási megtakarítás nagyobb része áramolhatna tőkepiaci eszközökbe. E módon az európai tőkepiacok globális versenyképességének és vonzerejének növelése a befektetéseknek is lendületet adhat.

A harmadik pont, hogy a nagyobb, integráltabb és mélyebb tőkepiacok létrehozása azon múlik, hogy sikerül-e felszámolni a piac töredezettségét okozó és az egyes piaci szegmensek fejlődését visszavetítő akadályokat. **A piacok hatékonyságának fokozása** lehetővé tenné az EU számára a nagyobb méretű és mélyebben integrált piacok előnyeinek kihasználását. Ezek közé tartozik a kiterjedtebb verseny, a bővebb választék és az alacsonyabb költségek a befektetők számára, továbbá a kockázatok hatékonyabb eloszlása és a jobb kockázatmegosztás. Az integráltabb tőkepiacok – különösen a részvények tekintetében – javítanák az európai gazdaság sokkellenálló képességét, és több befektetést tennének lehetővé anélkül, hogy növekedne az eladósodottság. A jól működő tőkepiacok javítani fogják a tőke elosztását a gazdaságban, így elősegítve a vállalkozói kockázatvállalási tevékenységet, valamint az infrastruktúrába és az új technológiákba eszközölt befektetéseket.

3. szakasz: Az elsőként megvalósítandó kiemelt intézkedések

A Bizottság több olyan területet azonosított, amelyek fejlesztése egyértelműen szükséges, és amelyek a korai előnyök lehetőségével kecsegtetnek. Ez a szakasz felvázolja az erre vonatkozó lehetőségeket, és az egyes területek sajátos elemeivel kapcsolatban felhívja az érdekelt feleket véleményük kifejtésére.

3.1. A tőkepiacokhoz való hozzáférés akadályainak csökkentése

A kibocsátási tájékoztató a céginformációkat közlő, valamint a befektetés feltételeiről és kockázatairól részletes tájékoztatást nyújtó dokumentum. A forrásokat kereső vállalkozások számára ez nyit kaput a tőkepiacokra, és a kötvény- vagy részvénykibocsátást tervező vállalatok nagy részének el kell készítenie ezt a dokumentumot. Meghatározó jelentőségű, hogy a kibocsátási tájékoztató ne váljon indokolatlan tőkepiaci akadállyá. A Bizottság a zöld könyv közzétételével egyidejűleg **speciális nyilvános konzultációt indít, amely révén felülvizsgálja a tájékoztatóra vonatkozó jelenlegi szabályozást**, hogy a vállalkozások (köztük a kkv-k) számára Unió-szerte megkönnyítse a tőkebevonást⁴, és előmozdítsa a kkv-k növekedési piacainak térnyerését. A felülvizsgálat keretében felméri, hogy mikor van szükség tájékoztatóra, ésszerűsítik a jóváhagyási folyamatot, és egyszerűsítik a tájékoztatóban szereplő információkat.

3.2. A kkv-k befektetői körének bővítése

A válság a finanszírozáshoz jutás tekintetében érzékenyebben érintette kkv-kat, mint a nagyobb vállalkozásokat. A kkv-kra vonatkozó információk jellemzően korlátozottak és a bankok nyilvántartásaiban szerepelnek, ugyanakkor egyes kkv-k nehezen képesek a finanszírozási igényeiknek megfelelő, nem banki befektetők szélesebb körével kapcsolatba kerülni. A hitelinformációk javítása elősegítené **a kkv-k hatékony és fenntartható tőkepiacának** kiépítését. A hitelminősítés terén az összehasonlítható információk egységes minimumrendszerének kidolgozása elősegítheti, hogy a kkv-k minél több befektető számára vonzóvá váljanak. Emellett a hitelminősítésre vonatkozó szabványos tájékoztatás hozzájárulhat a kkv-hitelek refinanszírozását szolgáló pénzügyi eszközök – például a kkv-értékpapírosítás – fejlődéséhez.

A hitelbírálati minősítési rendszer kapcsán már kezdetét vette a munka, és a tagállamok széles körűen támogatják a kezdeményezést. A hitelbírálati minősítési rendszer a kkv-k hitelképességéről nyújt információkat a befektetőknek és a hitelezőknek. Európában ugyanakkor a vállalkozások 25 %-a és a tulajdonos által irányított vállalkozások mintegy 75 %-a nem rendelkezik hitelbírálati minősítéssel. Az e területre irányuló lehetséges intézkedések segíthetnek az innovatív és gyorsan növekvő induló vállalkozások finanszírozásának diverzifikálásában. Első lépésként a Bizottság a kkv-kra vonatkozó hitelinformációkkal foglalkozó műhelytalálkozókat kíván tartani 2015-ben, hogy megalapozza a további munkát.

3.3. A fenntartható értékpapírosítás kialakítása

Az értékpapírosítás, vagyis az a folyamat, amelynek során az eszközöket – például a jelzáloghiteleket – befektetési céllal összevonják a befektetők számára, hatékony

⁴ A célravezető és hatásos szabályozás (REFIT) programjának részeként.

kockázatátruházási mechanizmusnak bizonyulhat, és növelheti a bankok hitelezési kapacitását. Mindazonáltal az aktivitás az európai értékpapírosítások alacsony veszteségi rátája ellenére is gyenge maradt a válság után. Az európai értékpapírosítási kibocsátás 2014-ben nagyjából 216 milliárd EUR-t tett ki, míg 2007-ben 594 milliárd EUR volt⁵. Az Unió egyszerű, átlátható és szabványos értékpapírosítási eszközökre alapuló, fenntartható, **minőségi értékpapírosítási piaca** kapcsolatot teremthetne a bankok és a tőkepiacok között.

A Szolvencia II. és a likviditásfedezeti ráta tekintetében nemrégiben közzétett felhatalmazáson alapuló jogi aktusoknak köszönhetően már kezdetét vette az átfogó és következetes prudenciális megközelítés kialakítására irányuló munka az egyszerű, átlátható és szabványos értékpapírosítás érdekében. E kezdeményezéseken túl a központi bankok, a szabályozók, a nemzeti hatóságok és a magánszektor képviselői átfogóbb megközelítést sürgettek az uniós értékpapírosítás helyreállítása érdekében.

A befektetők szempontjából egy uniós szintű kezdeményezésnek biztosítania kell a magas színvonalat, a jogbiztonságot és az értékpapírosítási eszközök összehasonlíthatóságát. E keretnek továbbá fokoznia kell majd a kulcsfontosságú információk átláthatóságát, következetességét és hozzáférhetőségét, különösen a kkv-hitelek területén, valamint elő kell segítenie a másodlagos piacok bővülését, ezzel ösztönözve mind a kibocsátást, mind a befektetést. **A Bizottság e zöld könyvvel párhuzamosan az említett célok eléréséhez szükséges konkrét intézkedésekről is konzultációt fog folytatni.**

3.4. A hosszú távú befektetések fellendítése

A 2007-es csúcs után jelentősen visszaestek az uniós befektetések, és mindmáig a korábban megszokott szint alatt maradtak. Az Európai Bizottság már bejelentette a beruházási tervet, amely az Európai Stratégiai Beruházási Alap (ESBA) létrehozásán keresztül a következő három év folyamán legalább 315 milliárd EUR köz- és magánberuházást fog mozgósítani a gazdaságban⁶, továbbá közleményt adott ki az európai gazdaság hosszú távú finanszírozásáról, amelyben egy sor beruházásösztönző intézkedést irányzott elő. Az európai hosszú távú befektetési alapokra (EHTBA) vonatkozó, nemrégiben véglegesített szabályozási keretnek köszönhetően a befektetők tartósan a vállalkozásokba és az infrastrukturális projektekbe csatornáztathatják forrásaikat. Az EHTBA-k várhatóan olyan befektetők – például biztosítók vagy nyugdíjalapok – számára lesznek rendkívül vonzóak, amelyeknek állandó jövedelemáramlásra vagy hosszú távú tőkenövelésre van szükségük.

Várjuk az arra vonatkozó véleményeket, hogy milyen további szerepet játszhatnak a Bizottság és a tagállamok az EHTBA-k szerepének növelésében, ideértve a nemzeti rendszerek keretében jelenleg elérhető előnyöknek az EHTBA-kra való kiterjesztését.

3.5. Az európai zártkörű kibocsátási piacok kialakítása

A vállalatok számára a forrásbevonás egyik módja a zártkörű kibocsátás, amikor a vállalat nem a nyilvános piacokon kínál fel értékpapírokat egy egyéni befektetőnek vagy befektetők kis létszámú csoportjának. Ezen a módon a vállalkozások költséghatékonyabban végezhetnek forrásbevonást, és **bővíthetők** a közepes vagy nagyvállalatok, illetve adott esetben az infrastrukturális projektek számára **rendelkezésre álló források**.

⁵ SIFMA/AFME; Európai strukturális pénzügyi adattáblák (2014. negyedik negyedéve).

⁶ Javaslat – Az Európai Unió és a Tanács rendelete az Európai Stratégiai Beruházási Alapról, valamint az 1291/2013/EU és az 1316/2013/EU rendelet módosításáról, COM(2015) 10.

A közepes méretű európai vállalkozások éveken keresztül jelen voltak az egyesült államokbeli zártkörű kibocsátási piacokon, és 2013-ban 15,5 milliárd USD értékű forrást vontak be⁷. A pénzügyi válság kezdete óta nőtt a zártkörű kibocsátás népszerűsége Európában, és egyes tagállamok kialakították zártkörű kibocsátási piacukat. Ez különösen jelentős a német és a francia hazai zártkörű kibocsátási piacok esetében, amelyeken 2013-ban mintegy 15 milliárd EUR értékű kötvényt bocsátottak ki. A páneurópai piacok létrejöttét gátló tényezők közé tartoznak a nemzeti fizetésképtelenségi törvények közötti eltérések, valamint a szabványos eljárások, dokumentációk és a kibocsátók hitelképességére vonatkozó információk hiánya.

Az európai zártkörű kibocsátási piacok megteremtésének első lépéseként egy iparági testületből álló konzorcium kidolgozta a zártkörű kibocsátások közös piaci gyakorlataira, elveire és szabványos dokumentációjára vonatkozó piaci útmutatót, amely összeegyeztethető a különféle jogi keretekkel. Az útmutatót nemrégiben tették közzé, és várhatóan hamarosan megkezdődnek az e szerinti kibocsátások is. A Bizottság üdvözli ezt a piacvezérelt megközelítést, amely rövid távon megkönnyítheti az európai zártkörű kibocsátási piac megteremtését.

Kérdések

- 1. A rövid távú fellépések tekintetében azonosított öt kiemelt területen túl mely területeket kellene előnyben részesíteni?*
- 2. A **kkv-k hitelinformációinak** hozzáférhetősége és szabványosítása kapcsán milyen további lépések mozdíthatnák elő a kkv-k és az induló vállalkozások finanszírozási piacának mélyülését és a befektetői kör kiterjesztését?*
- 3. Miként segíthető elő az **EHTBA-k** szélesebb körű felhasználása?*
- 4. A közös szabványok kialakítását célzó piacvezérelt erőfeszítéseken kívül szükség van-e uniós fellépésre a **zártkörű kibocsátási** piacok létrehozása érdekében?*

⁷ Lásd: ICMA, 2014 harmadik negyedévi jelentés.

4. szakasz: A tőkepiacok kialakítását és integrációját célzó intézkedések

A teljes mértékben integrált egységes tőkepiac előnyeinek kiaknázása érdekében elsősorban az alábbi három kulcsterületen felmerülő kihívásokat kell kezelni:

- a **forráshoz jutás** javítása valamennyi európai vállalkozás (különösen a kkv-k) és a beruházási projektek (például infrastrukturális beruházások) számára;
- az Unióban és a világ más részein tevékenykedő befektetőktől származó **finanszírozási források kiterjesztése és diverzifikálása**; valamint
- a **piacok működésének eredményesebbé tétele**, valamint a befektetők és a finanszírozást igénylők közti kapcsolatfelvétel hatékonyságának fokozása és költségeinek csökkentése tagállamokon belül és határon átnyúlóan egyaránt.

4.1. A forráshoz jutás javítása

Méretükből és jelentőségükből adódóan a jól működő tőke- és kötvénypiacok végső soron meghatározó szerepet töltenek be a hatékony tőkepiaci unió és a széles körű forráshoz jutás szempontjából. Ugyanakkor lényeges akadályok nehezítik a finanszírozás áramlását, ami különösen a kis- és középvállalkozásokat, valamint a hosszú távú – például infrastrukturális – projekteket érinti hátrányosan, holott jórészt épp ezen a két tényezőn múlik a termelési kapacitás bővülése és a gazdaság növekedése. A válság által legsúlyosabban érintett országokban kifejezetten aggasztó méreteket öltenek ezek a finanszírozási problémák.

A **kkv-k** hagyományosan elsősorban banki finanszírozásra támaszkodnak. A válság során a bankok – egyrészt saját mérlegkorlátaik, másrészt pedig a hitelfelvevők fizetéseképtelenségi valószínűségének növekedése miatt – értelemszerűen egyre szelektivebb hitelezési döntéseket hoztak. A kkv-knak történő hitelnyújtás tekintetében a tőkepiacok ugyan kiegészíthetik a bankok szerepét, ám a kkv-k sokfélesége és a rendelkezésre álló hitelinformációk szűkössége gyakran a kapcsolatra alapozott hitelezési megoldások számára kedvez.

Az alternatív finanszírozási források mindazonáltal lényeges szerephez juthatnak, főként **az induló vállalkozások és az innovatív ágazatokban működő kisméretű, ám rohamosan növekvő vállalkozások** számára. Ezek a vállalkozások eleinte jellemzően igen csekély pénzforgalmat bonyolítanak és csak külső finanszírozás igénybevételével tudnak növekedni. Egyes vállalkozások jelentős immateriális javakkal rendelkeznek, amelyeket banki hitelfelvétel céljából igen körülményes biztosítékként használni, így az ilyen vállalkozásoknak gyakran nehézséget jelent a banki finanszírozáshoz – vagy más finanszírozási eszközökhöz, például lízinghez és faktoringhoz – való hozzáférés, sőt ezek a források nem mindig bizonyulnak elegendőnek.

A nyilvános tőkepiachoz való hozzáférés nem csupán a kkv-knak, hanem a **közepes méretű vállalkozásoknak** is költséges, pedig utóbbiak a kkv-knál nagyobb eséllyel képesek forrást bevonni a nyilvános piacokon. A részvény- és kötvénykibocsátás az átvilágításból és a szabályozói követelményekből adódóan számottevő állandó költségekkel jár. Ezek magukban foglalják a befektetők vagy a szabályozók által megkövetelt információk közzétételéhez, az egyéb vállalatiirányítási előírásoknak való megfeleléshez, valamint a külső minősítések készíttetéséhez kapcsolódó költségeket. A fejlődés korai szakaszában lévő vállalkozásoknak mindemellett kereskedelmi érdekük is fűződhet ahhoz, hogy ne hozzanak nyilvánosságra

részletes információkat üzleti tervükről. Lehetséges, hogy nem akarják kiengedni kezükből az ellenőrzést, vagy el akarják kerülni a szigorúbb külső ellenőrzést. Ezek a sajátosságok gyakran kizárják a kis- és közepes méretű vállalkozásokat a nyilvános részvény- és kötvénypiacról, és legtöbb esetben a magánkötvény- és magántőkepiacra terelik őket, amely piacok kevésbé szabványosak, összetettebbek és sokszor költségesebbek.

A **nagyvállalatok** mérete általában elegendő ahhoz, hogy fedezni tudják a tőkepiacokra való bejutás állandó költségeit, valamint hogy minden egyes kibocsátás kellően nagy legyen a garanciavállalók, a befektetők és az elemzők figyelmének felkeltéséhez. Ugyanakkor, míg a vállalati kötvények kibocsátása az elmúlt években számottevően nőtt – részben kompenzálva a banki hitelezés visszaesését –, a tőzsdén jegyzett részvények kibocsátása továbbra is visszafogott maradt Európában. A hatékonyabb és eredményesebb piacok hozzájárulhatnak az e piacokhoz való hozzáférés költségeinek mérsékléséhez, ami valamennyi vállalkozás számára előnyös lenne.

Végül, az EU-nak jelentős mennyiségű **új infrastrukturális beruházásra** van szüksége ahhoz, hogy megőrizze versenyképességét. Az ilyen projektek azonban a rövid távú szemléletmód, a szabályozási akadályok és egyéb tényezők miatt nem jutnak elegendő forráshoz. Szintén megfigyelhető, hogy számos infrastrukturális projekt rendelkezik a közjavak jellemzőivel, ami arra enged következtetni, hogy csak magánfinanszírozás révén nem feltétlenül érhető el az optimális beruházási szint. Az ESBA jelentősen hozzájárul majd az infrastrukturális projektekre irányuló beruházások ösztönzéséhez⁸, mindazonáltal a Bizottság várja az e cél megvalósításának egyéb eszközeivel kapcsolatos elképzeléseket is.

Az információhiány kezelése

Európában a kkv-k zöme kizárólag akkor fordul bankokhoz, amikor finanszírozási forrásra van szüksége. Az ilyen típusú kérelmek csaknem 13 %-át elutasítják, aminek gyakran az az oka, hogy az adott vállalkozás – még ha életképes is – a bank által kívánatosnak tartottól eltérő kockázati profillal rendelkezik. Bár a bankok olykor alternatív pénzügyi szolgáltatókhoz irányítják át a kkv-kat, ez a megoldás nem mindig működik, hiszen előfordulhat, hogy sem a bankok, sem a kkv-k nem ismerik eléggé a létező alternatívákat. Ösztönözni kellene a bankokat arra, hogy azoknak a kkv-knak, amelyek hitelkérelmét elutasították, adjanak részletesebb visszajelzést, továbbá hívják fel figyelmüket az alternatív finanszírozási lehetőségekre.

A nemzetközi pénzügyi beszámolási standardok (IFRS) kulcsszerepet játszottak az egységes számviteli nyelvezet uniós szintű elterjesztésében, ezáltal megkönnyítve a tőzsdén jegyzett uniós nagyvállalatok számára a globális tőkepiacokhoz való hozzáférést. A kisebb vállalkozások tekintetében azonban – és különösen azok esetében, amelyek hozzáférést szeretnének a kijelölt kereskedési helyszínekhez – az IFRS teljes körű alkalmazása további költségek felmerüléséhez vezetne. A bizonyos kereskedési helyszíneken⁹ jegyzett vállalkozások igényeinek megfelelő, egyszerűsített, egységes és színvonalas számviteli standard kidolgozása újabb előrelépést jelentene az átláthatóság és az összehasonlíthatóság terén, és arányos alkalmazása esetén hozzájárulhatna, hogy a határon átnyúló tevékenységet folytató befektetőket kereső vállalkozások vonzóbbá váljanak az ilyen befektetők számára. A

⁸ Az infrastrukturális beruházások összefüggésében az európai strukturális és beruházási alapok is jelentős szerepet játszhatnak, amennyiben teljesülnek a vonatkozó támogathatósági feltételek.

⁹ Például a multilaterális kereskedési rendszerek (MTF).

standard a kkv-k növekedési piacainak elválaszthatatlan részévé válhatna, és szélesebb körű felhasználás céljából is rendelkezésre állna.

Az **átláthatóbb infrastrukturális projektek vagy projektportfóliók** vonzóbbak lennének a magánberuházók számára, és a szabályozók számára elősegítenék az infrastrukturális beruházásokra vonatkozó testre szabottabb prudenciális rendszer kialakítását. A beruházásokkal foglalkozó munkacsoport 2014. decemberi jelentése egy uniós szintű központi honlap létrehozását javasolta, amely hozzáférést biztosítana a tagállami projektekhez/projektportfóliókhöz, illetve tájékoztatást nyújtana az uniós projektekről is (például az Európai Hálózatfinanszírozási Eszköz, valamint az európai strukturális és beruházási alapok keretében támogatott projektekről). A munkacsoport jelentésére építve a Bizottság egy európai beruházási projektportfólió létrehozására tett javaslatot, amely a befektetők számára megkönnyítené a tájékozódást az Unió-szerte elérhető beruházási lehetőségekről, valamint maximalizálná a befektetők részvételét a finanszírozásban¹⁰. E kezdeményezés keretében külön honlapot és közös standardokat dolgoznak majd ki az információk közzétételére. A projektportfólió létrehozása a néhány tagállamban már elkezdett munkára fog épülni.

Szabványosítás – a piacok fellendítésére szolgáló mechanizmus

Noha a szabványosításnak is vannak hátulütői, egyes piacok sikeresen lendületbe hozhatók egy sor közös piaci szabály, átlátható termékjellemzők, valamint következetes felügyelet és végrehajtás révén. A szabványosítás bizonyos foka több befektető számára lehet vonzó, és növelheti a piac mélységét és a likviditást. Ez különösen igaz a kisebb tagállamokra, ahol a piacok kizárólag a hazai tőke felhasználásával nem képesek elérni a hatékonysághoz szükséges minimális méretet. Ahol a közös szabványok bevezetése szükségtelen vagy túl nehéz, ott uniós szintű bevált gyakorlatok kialakítására lehet irányítani a szakpolitikai erőfeszítéseket bizonyos pénzügyi eszközök fejlesztésének előmozdítása érdekében.

A **fedezett kötvények integráltabb európai piacának** megteremtése elősegítheti a bankok költséghatékony finanszírozását, és változatos beruházási lehetőségeket kínálhat a befektetőknek. A fedezett kötvények mint finanszírozási eszközök sikere szorosan összefügg a célzott nemzeti jogi keretek kialakításával. A Bizottság 2015-ben konzultációt fog folytatni a fedezett kötvényekre vonatkozó esetleges uniós keret előnyeiről és potenciális felépítéséről, továbbá előterjeszti a fedezett kötvénypiacok nagyobb mértékű integrációjának megvalósítására vonatkozó szakpolitikai alternatívákat, amelyek a jól működő nemzeti keretek kapcsán szerzett tapasztalatokon alapulnak. A Bizottság emellett azt is mérlegeli, hogy a befektetőket részletesebben kell-e tájékoztatni a fedezett kötvények és más strukturált adósságok mögöttes biztosítékairól, a strukturált pénzügyi eszközökkel kapcsolatos hiteladatok közzétételére vonatkozó követelményhez hasonlóan.

A **vállalati kötvénykibocsátást** a nemrégiben tapasztalt fellendülés ellenére is a szabványosítás és az árak átláthatóságának alacsony szintje jellemzi. Bár az utóbbi években lakossági befektetőket célzó, új elektronikus kötvénykereskedési platformok jelentek meg néhány tagállamban, a szabványosítás hiánya visszavetheti a kötvénykereskedési helyszínnek és a likvid másodlagos piac fejlődését. A vállalati kötvénykibocsátás nagyobb mértékű szabványosítása lehetővé teheti, hogy kialakuljon a vállalati kötvények likvidebb másodlagos piaca. A Bizottság várja az arra vonatkozó véleményeket, hogy érdemes-e mélyrehatóbban

¹⁰ Lásd: COM(2015) 10 final, 9. cikk.

megvizsgálni a szabványosabb vállalati kötvénypiac kialakításának lehetőségét, valamint hogy ez egy piacvezérelt kezdeményezés vagy szabályozói beavatkozás révén érhető-e el leghatékonyabban.

A további forráshoz jutás potenciáljával rendelkező, újonnan megjelent befektetési kategóriák közé tartoznak a **környezetvédelmi, társadalmi és vállalatirányítási befektetések**, például a zöld kötvények. A zöld kötvények kibocsátásából származó forrásokat olyan projektekre és tevékenységekre fordítják, amelyek az éghajlatváltozás elleni küzdelmet vagy a környezeti fenntarthatósággal összefüggő egyéb célokat mozdítanak elő. Ezen piac gyors ütemű növekedésének egyik hajtóereje egy piacvezérelt szabványosítási folyamat, amely figyelembe veszi a zöld kötvényekre vonatkozó – többek között a Világbank, az Európai Beruházási Bank és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank által kidolgozott – kiválasztási kritériumokat. A piaci szereplők jelenleg is dolgoznak a „zöld kötvények elvei” néven ismert, önkéntes alapon alkalmazandó iránymutatáson, amely a zöld kötvények kibocsátására vonatkozó megközelítés tisztázása révén átláthatóságot és integritást szorgalmaz a zöld kötvények piacának létrehozása során.

Az alternatív finanszírozási eszközök fejlődésének lehetővé tétele

Noha a közösségi hitelezéshez és a közösségi finanszírozáshoz hasonló mechanizmusok online jellegükből adódóan igen ígéretesnek tűnnek a gazdaság nemzeti határokon átnyúló finanszírozásának előmozdítása szempontjából, kevés bizonyíték támasztja alá a tényleges határon átnyúló vagy páneurópai tevékenységet. A közösségi finanszírozásról szóló közlemény¹¹ nyomán követésének jegyében a Bizottság feltérképezi a tájékoztatásra vonatkozó iparági megközelítéseket és a szabályozásban alkalmazott tagállami szemléleteket. Az előzetes eredmények azt sejtetik, hogy az e területeken érvényesülő különböző nemzeti megközelítések helyi szinten ugyan ösztönözhetik a közösségi finanszírozást, ám határokon átnyúló léptékben nem feltétlenül egyeztethetők össze egymással.

Kérdések

5. Milyen további intézkedések mozdíthatják elő, hogy könnyebben lehessen forráshoz jutni, és hogy a források oda irányuljanak, ahol valóban szükség van rájuk?

6. Szükség van-e a vállalati kötvénypiacok nagyobb likviditását elősegítő intézkedésekre, például szabványosításra? Amennyiben igen, melyek ezek az intézkedések, és ezek a piac által is megvalósíthatók, vagy szabályozói beavatkozást igényelnek?

7. A piac által kidolgozott iránymutatások támogatásán kívül szükség van-e uniós fellépésre a szabványosított, átlátható és elszámoltatható környezetvédelmi, társadalmi és vállalatirányítási befektetések – köztük a zöld kötvények – kialakításának előmozdítása terén?

8. Van-e létjogosultsága a multilaterális kereskedési rendszerekben jegyzett kis- és középvállalkozásokra vonatkozó, uniós szintű közös számviteli standard kidolgozásának? A kkv-k növekedési piacainak szerves részévé kell-e tenni ezt a standardot? Ha igen, milyen feltételek mellett?

¹¹ COM(2014) 172.

9. *Vannak-e akadályai a megfelelően szabályozott közösségi finanszírozási vagy közösségi hitelezési platformok létrejöttének, akár határon átnyúló szinten? Amennyiben igen, miként lehet áthidalni őket?*

4.2. A finanszírozási kínálat fejlesztése és diverzifikálása

A tőkepiacok mérete végső soron attól függ, hogy milyen mértékben folynak be megtakarítások a tőkepiaci eszközökbe. Ezért a tőkepiacok növekedéséhez **az intézményi, lakossági és nemzetközi befektetők bevonására van szükség.**

Az intézményi befektetések ösztönzése

A hosszú távú intézményi befektetők tőkepiaci szerepe jelentősen megnőtt. Az intézményi befektetők hosszú távú projektekbe, többek között az infrastruktúrába eszközölt hosszú távú befektetéseit azonban szabályozási akadályok és más tényezők korlátozzák.

Az **európai vagyonkezelési üzletág** az általa kezelt több mint 17 000 milliárd EUR összegű eszközzel kulcsfontosságú szerepet tölt be a befektetők pénzének gazdaságba csatornázása terén. E siker jelentős részben a befektetési alapok európai keretrendszerének tulajdonítható. A befektetési alapokra vonatkozó ÁÉKBV-keretrendszer (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások keretrendszere)¹² elismert nemzetközi szabvány, míg az alternatív befektetési alap-kezelőkre vonatkozó irányelv (ABAK-irányelv)¹³ az európai alternatív befektetési alapkezelők működését szabályozó keret.

Az alapok létrehozásával, az alapkezelők engedélyezésével és a határokon átnyúló értékesítéssel járó szabályozási költségek jelenleg tagállamonként eltérnek. Az alapok létrehozásával és általában a határokon átnyúló forgalmazással járó költségek csökkentése mérsékelné a piacra lépést akadályozó tényezőket, és ösztönözné a versenyt. A új belépők engedélyezése mellett fontos továbbá, hogy az alapok növekedhessenek, és így részesülhessenek a méretgazdaságosság előnyeiből. A Bizottság várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy az intézményi befektetőket milyen további politikai intézkedésekkel lehetne nagyobb összegek előteremtésére ösztönözni, valamint arra, hogy ezeket az összegeket az eszközök szélesebb körébe, így például hosszú távú projektekbe, induló vállalkozásokba és a kkv-kba fektessék.

A **nyugdíj- és a biztosítási ágazat** szintén jelentős, mintegy 12 000 milliárd EUR összegű eszközök felett rendelkezik, amelyek segítségével beruházásokat lehet finanszírozni. A **biztosítókra** vonatkozó, 2016. január 1-jétől alkalmazandó új prudenciális rendszer, a Szolvencia II. irányelv¹⁴ lehetővé teszi majd a vállalkozások számára, hogy nagyobb mértékben eszközöljenek beruházásokat hosszú távú eszközökbe, mivel megszűnnek az eszközportfólió összetételére vonatkozó nemzeti korlátozások¹⁵. Továbbá a Bizottság biztosította, hogy a biztosítók tőkekövetelményeinek kiszámítására vonatkozó szabványos

¹² 2014/91/EU irányelv.

¹³ 2011/61/EU irányelv, a 2003/41/EK és 2009/65/EK módosító irányelvek, valamint az 1060/2009/EK és 1095/2010/EU rendeletek.

¹⁴ 2009/138/EK irányelv.

¹⁵ Ettől elkülönülve, a bankokra vonatkozó prudenciális szabályozás terén a likviditásfedezeti rátáról szóló, felhatalmazáson alapuló bizottsági jogi aktus fokozott ösztönzőket biztosít az infrastrukturális és a kkv-kba eszközölt beruházásokhoz, hogy ezzel megkönnyítse a kkv-kba való beruházást.

képlet nem nehezíti meg sem a hosszú távú beruházásokat, sem a hosszú lejáratú kötelezettségek és a hosszú lejáratú eszközök egymásnak való megfeleltetését¹⁶. Míg ezt az erőfeszítést üdvözölték, egyes vélemények szerint a biztosítók és a bankok tőkekövetelményeinek kalibrálása során külön kellene kezelni az infrastrukturális beruházásokat. További munkát igényel az alacsony kockázatú infrastruktúra-kötvények és/vagy -résztesedésszerzés azonosítása, és ez alapján a prudenciális szabályok esetleges átdolgozása, valamint az infrastruktúra-alosztályok megalkotása.

A tőkealapú **nyugdíjbiztosítási** rendszerek egyre fontosabb szerepet töltenek be egyes tagállamokban. Az ilyen rendszerek, amennyiben azokat körültekintően és társadalmi funkciójuknak megfelelően kezelik, hozzájárulhatnak a nyugdíjrendszerek fenntarthatóságához és megfelelőségéhez, és egyre fontosabb befektetői szerepet vállalhatnak az európai gazdaságban. A foglalkoztatói nyugdíjakra vonatkozó, jelenleg megvitatás alatt álló új szabályok megszüntethetik azokat az akadályokat, amelyek gátolják, hogy bővüljön a hosszú lejáratú eszközökbe befektető nyugdíjrendszerek köre. A bevált gyakorlatok cseréje emellett növelheti a nemzeti rendszerek összeegyeztethetőségét.

Az egyéni nyugdíj számos uniós jogszabály tárgyát képezi. Ennek kapcsán felvetődik a kérdés, hogy egy szabványosított termék bevezetése (például egy páneurópai vagy „29.” rendszer), amely megszünteti a határokon átnyúló hozzáférés előtti akadályokat, megerősítené-e az egységes piacot az egyéni nyugdíj területén. Mindenképpen biztosítani kell a hatékony fogyasztóvédelmet, ugyanakkor javítani kell a megtakarítások lefedettségét, igénybevételeit és megfelelő biztonságát.

A hagyományos bankhitelek, illetve a kötvények vagy részvények kibocsátása útján történő finanszírozás alternatívájaként a **magántőke és a kockázati tőke** fontos szerepet tölthet be az európai gazdaságban. A kockázati tőke-piacok azonban gyakran nem élhetnek a méretgazdaságosság adta előnyökkel; ez pedig nemcsak a nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatok finanszírozására szakosodott tőzsdékre érvényes, hanem az induló vagy kezdeti szakaszban lévő vállalkozásokba vagy a csúcstechnológiai vállalatokba irányuló kockázati tőke-befektetésekre is. Ehhez jönnek a kockázati tőke-piacok fejlődését jellemző, tagállamok közötti nagy eltérések: az összes kockázati tőkealap-kezelő mintegy 90 %-a nyolc tagállamban összpontosul¹⁷.

Egyes tagállamokban a kockázati tőkealapok számára problémás lehet a portfólió kockázatának szétterítéséhez szükséges nagyságrend elérése. Ennek fő oka a tőkebefektetések hiányzó kultúrája, a hiányzó információk, a szétdarabolt piac és a magas költségek.

Az Unió 2013-ban rendeleteket alkotott az EuVECA (European Venture Capital Funds – európai kockázati tőke-alapok)¹⁸ és az ESZVA (európai szociális vállalkozási alapok)¹⁹ vonatkozásában annak érdekében, hogy előmozdítsa az induló vállalkozások és a szociális vállalkozások kockázati tőkével való ellátását, ami bizonyos feltételek mellett nyújtott tőkerészesedés vagy hitelek formájában valósul meg. Az eddigi eredmények biztatóak, de van még tér a további növekedésre. Ugyanakkor valószínűsíthető, hogy a szélesebb körű alkalmazás egy sor akadályba ütközik. Többen nehezményezték, hogy az 500 millió EUR-t meghaladó összegű portfóliók kezelői nem hozhatnak létre és nem kezelhetnek ilyen alapot,

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm

¹⁷ Egyesült Királyság, Németország, Svédország, Dánia, Finnország, Hollandia, Franciaország és Spanyolország

¹⁸ 345/2013/EU rendelet.

¹⁹ 346/2013/EU rendelet.

továbbá nem használhatják a fenti megnevezéseket az alapok uniós forgalmazása során. A piaci szereplők körének szélesítése adott esetben növelhetné az elérhető EuVECA és ESZVA alapok számát.

Az állami finanszírozásnak is juthat szerep: a regionális önkormányzatok több tagállamban is a kockázati tőke jelentős finanszírozói. Az uniós pénzügyi eszközök, mint például a versenyképességi és innovációs keretprogram, az európai strukturális és beruházási alapok (esb-alapok)²⁰ és a strukturális alapok programjai által támogatott tőkealapú finanszírozás sikeresnek bizonyultak a kockázati tőke kkv-k számára történő mobilizálása során. A vállalkozások versenyképességét és a kis- és középvállalkozásokat segítő program (COSME)²¹, valamint a Horizont 2020 programok erre fognak épülni. Ezenfelül 2014 júliusában módosították az állami támogatásra vonatkozó előírásokat, ami által nagyobb mozgástér nyílt a kockázatfinanszírozási piac fejlődését támogató, valamint a kkv-k és a kisebb közepes piaci tőkeértékű vállalatok vagy az innovatív közepes piaci tőkeértékű vállalatok hozzáférését javító állami beavatkozások előtt²². Kihívást jelent a kockázati tőkealapok volumenének növelése, valamint a köz- és magánfinanszírozás ehhez való együttes hozzájárulásának a módja.

A befektetők hiányzó kilépési lehetőségei további akadályt jelenthetnek a kockázatitőke-finanszírozás fejlesztése számára. Az Európai Bizottság véleményeket vár azzal kapcsolatban, célszerű-e intézkedéseket hozni annak érdekében, hogy az üzleti angyalok²³, a kockázati tőke és az első nyilvános forgalomba hozatal (IPO) vonatkozásában kedvezőbb, a befektetők számára jobb kilépési stratégiákat és az induló vállalkozások számára rendelkezésre álló kockázatitőke-kínálat bővítését biztosító környezetet hozzunk létre.

A bankok kibocsátóként, befektetőként és közvetítőként valószínűleg továbbra is a tőkepiacok kulcsfontosságú szereplői és résztvevői maradnak, és a finanszírozás, valamint az információk rendelkezésre bocsátása révén továbbra is jelentős szerepet töltenek majd be a hitelközvetítésben. Ezzel egyidejűleg új technológiák és üzleti modellek jelennek meg, mint például a közösségi hitelezés vagy a bankon kívüli közvetlen hitelnyújtás egyéb formái, amelyek célja a kkv-k és az induló vállalkozások finanszírozása. A Bizottság örömmel fogadja a banki hitelezés kiegészítését szolgáló említett szolgáltatások nyújtását és elterjedését jelentősen gátló akadályokkal kapcsolatos észrevételeket.

Kérdések

10. Milyen szakpolitikai intézkedések ösztönözhetnék az intézményi befektetőket nagyobb összegek előteremtésére és arra, hogy ezeket az összegeket eszközök szélesebb körébe, különösen hosszú távú projektekbe, kkv-kba és innovatív, valamint intenzíven növekvő induló vállalkozásokba fektessék be?

²⁰ 1303/2013/EU rendelet.

²¹ 1287/2013/EU rendelet.

²² 2014/C 19/04.

²³ Az üzleti angyalok rendszerint üzleti tapasztalattal rendelkező egyéni befektetők, akik induló vállalkozások számára biztosítanak tőkét.

11. Milyen intézkedések által lehetne csökkenteni az alapkezelőknek az alapok létrehozásával és működtetésével kapcsolatos költségeit az Unió egész területén? Mely tényezők akadályozzák, hogy az alapok kihasználhassák a méretgazdaságosság előnyeit?

12. Az infrastrukturális beruházások külön kezelésére irányuló törekvésnek egyes egyértelműen azonosítható eszközalosztályokra kell-e összpontosulnia? Ha igen, a Bizottságnak mely kategóriákat kellene prioritásként kezelnie a prudenciális szabályok, mint például a CRD IV/CRR és a Szolvencia II. irányelv jövőbeli felülvizsgálatai során?

13. Egy szabványosított termék bevezetése vagy a határokon átnyúló hozzáférést jelenleg gátló akadályok felszámolása az egységes piac megerősítését szolgálná-e a nyugdíjbiztosítás terén?

14. Az EuVECA és az ESZVA alapokról szóló rendelet módosítása megkönnyítené-e a nagyobb uniós alapok kezelői számára az ilyen típusú alapok működtetését? Milyen egyéb változásokra lenne szükség az ilyen típusú alapok számának növeléséhez?

15. Mit tehetne az Unió a magántőke és a kockázati tőke mint a gazdaság alternatív finanszírozási forrásainak továbbfejlesztése érdekében? Konkrétan milyen intézkedésekkel lehetne növelni a kockázati tőkealapok volumenét, és javítani a kockázati tőke-befektetők kilépési lehetőségeit?

16. Milyen akadályai vannak a finanszírozásra szoruló vállalkozások számára biztosítandó banki hitelezés és bankon kívüli közvetlen hitelezés biztonságos kiterjesztésének??

A lakossági befektetők ösztönzése

A lakossági befektetők hajlandósága a tőkepiacokba való közvetlen befektetésre Unió-szerte általában véve alacsony; ezt a területet a kollektív intézményi befektetők dominálják. Ugyanakkor az európai háztartások jelentős, bankszámlákon tartott megtakarításokkal rendelkeznek, amelyeket adott esetben hatékonyabban lehetne felhasználni. A betéti kamatok csökkenése bizonyos mértékben ösztönözheti a háztartásokat arra, hogy pénzügyi eszközeiket a banknál való elhelyezés helyett egyre inkább piaci értékpapírokba fektessék.

A befektetési alapok, például az ÁÉKBV-k, ugyan népszerűek a tőkepiacon befektetni szándékozó lakossági befektetők körében, a lakosság közvetlen részesedése az ÁÉKBV-kban mindamelllett továbbra is viszonylag alacsony: 2013-ban az egyéni háztartások az euróövezetben a befektetési alapok eszközértékének csupán 26 %-át birtokolták²⁴. A befektetési alapok közötti nagyobb választék és a fokozott verseny biztosításához a Bizottság érdeklődéssel fogadja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy hogyan lehetne az ÁÉKBV-kban való határokon átnyúló lakossági részvételt növelni.

A lakossági befektetők számára csak akkor lesz vonzó a tőkepiacokba való befektetés, ha megbíznak ezekben a piacokban és az ott működő pénzügyi közvetítőkben, továbbá ha kiindulhatnak abból, hogy megtakarításaik jobb megtérülést eredményeznek, biztonságos módon. A befektetői bizalom helyreállítása kulcsfontosságú feladatot és kihívást jelent a pénzügyi szektor számára. A pénzügyi műveltség erősítése is lehetővé tenné a fogyasztók számára, hogy hatékonyabban és könnyebben választhassanak a pénzügyi termékek közül,

²⁴ Fact Book, 2014. Európai Alap- és Vagyonkezelők Szövetsége.

valamint könnyebben tudják ezeket egymással összehasonlítani. A pénzügyi műveltség és oktatás javítására irányuló számos nemzeti program mellett egy uniós program is működik, amely a Consumer Classroom (Fogyasztóképzés az osztályban) elnevezést viseli. Bizonyos esetekben az egyes tagállamokban már rendelkezésre álló, nagyobb mértékben szabványosított vagy egyszerűbb pénzügyi termékek is hasznosak lehetnének.

A szabályozás és a felügyelet hozzájárulhat a befektetői bizalom kiépítéséhez. Az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) és az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság (EIOPA) hatásköre a MiFID II²⁵ és más rendeletek révén bővült a befektetővédelem terén. Az európai felügyeleti hatóságok közelmúltban végzett felülvizsgálatában²⁶ a Bizottság megemlíti, hogy a hatóságok fogyasztó/befektetővédelem terén fennálló felhatalmazását egyértelműbbé kell tenni, és szükség esetén meg kell erősíteni.

A lakossági pénzügyi szolgáltatások terén a határokon átnyúló verseny növelése nagyobb választékot, alacsonyabb árakat és jobb szolgáltatásokat eredményezne. Az elektronikus és mobil eszközök által igénybe vehető pénzügyi szolgáltatások támogatást jelenthetnek ezen a téren, amennyiben sikerül felszámolni a fogyasztók csalástól, adatfeltöréstől és pénzmosástól való félelmét anélkül, hogy ez az egyszerű felhasználás kárára válna. A Bizottság előkészítő munkát kezd arra vonatkozóan, hogy a lakossági pénzügyi szolgáltatások egységes piaca hogyan tehető előnyösebbé a fogyasztók számára.

Kérdések

17. Hogyan bővíthető az ÁÉKBV-kban való határokon átnyúló lakossági részvétel?

18. Hogyan járulhatnak hozzá az európai felügyeleti hatóságok a fogyasztók és a befektetők védelmének biztosításához?

19. Mely szakpolitikai intézkedések növelhetik a lakossági befektetések mértékét? Mi mást lehetne tenni annak érdekében, hogy az uniós polgárok a tőkepiacokhoz való hozzáférés során nagyobb ellenőrzést gyakorolhassanak, és nagyobb védelemben részesüljenek?

20. Léteznek-e bevált és megosztható tagállami gyakorlatok a fogyasztók számára nyújtott egyszerű és átlátható befektetési termékek fejlesztése terén?

A nemzetközi befektetések vonzása

Az európai tőkepiacoknak nyílnak és globálisan versenyképesnek, jól szabályozottnak és integráltnak kell lenniük ahhoz, hogy vonzani tudják a külföldi befektetéseket, vagyis magas szintű uniós szabványokat kell meghatározni a piaci integritás, a pénzügyi stabilitás és a befektetők védelmének biztosítására. Tekintettel a tőkepiacok globális jellegére, fontos, hogy a tőkepiaci unió fejlesztése a szélesebb, globális összefüggések figyelembevételével történjen.

Bár a bruttó tőkeáramlás válságot követő fokozatos csökkentése valamennyi régióra kihatott, a GDP százalékában kifejezett bruttó tőkebeáramlás és -kiáramlás nagyságrendileg az

²⁵ A 2014/65/EU irányelv, a 2002/92/EK módosító irányelv és a 2011/61/EU irányelv.

²⁶ COM(2014) 509.

Unióban (és különösen az euróövezetben) csökkent a legjelentősebben. A bruttó tőkebeáramlás valamennyi komponense (portfóliobefektetések, közvetlen külföldi befektetések és bankhitelek) alacsonyabb volt 2013-ban, mint 2007-ben.

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) adatai szerint 2013 végén a határokon átnyúló összes portfóliobefektetés globálisan 25 000 milliárd EUR-t tett ki. Az uniós tagállamok közötti, határokon átnyúló portfóliobefektetések összege 9 600 milliárd EUR volt, míg az Unión kívülről érkező portfóliobefektetések 5 000 milliárd EUR-t tettek ki. Ebből következően továbbra is tág tér biztosítható a harmadik országokból származó további tőkebefektetések és adósságalapú befektetések számára.

Az Unió nemzetközi kereskedelmi és beruházási politikája²⁷ fontos szerepet tölt be a nemzetközi befektetések támogatásában. A nemzetközi kereskedelmi és beruházási megállapodások liberalizálják a tőkemozgásokat, szabályozzák a piacra jutást és a piaci befektetéseket, beleértve a pénzügyi szolgáltatások nyújtását, és elősegíthetik mind a befektetők megfelelő szintű védelmét Európában, mind pedig az egyenlő versenyfeltételek biztosítását Uniós-szerte²⁸. Ezenfelül a Bizottság kiveszi részét a tőke szabad mozgásának biztosítására hivatott nemzetközi erőfeszítésekből, ideértve például az OECD a tőkemozgások liberalizációjára vonatkozó szabályzatának kidolgozását is.

Meg kell könnyíteni az uniós befektetési alapok és egyéb befektetési eszközök harmadik országokban történő közvetlen forgalmazását. Ezt úgy lehetne megvalósítani, ha csökkennének az uniós pénzügyi intézményeket és szolgáltatásokat a harmadik országok piacaira való belépés során gátló akadályok, és a jövőben megkötendő kereskedelmi megállapodásokban szerepelne a piacok megnyitása a határokon átnyúló vagytonkezelési szolgáltatások előtt.

E tendenciák fényében, a Bizottság érdeklődéssel várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy milyen intézkedésekkel lehetne vonzóbbá tenni az uniós piacokat a nemzetközi befektetők számára.

Kérdések

21. Vannak-e olyan további intézkedések a pénzügyi szolgáltatások szabályozása terén, amelyek által biztosítható lenne, hogy az Unió nemzetközi szinten versenyképes legyen, és vonzó befektetési célponttá váljon?

22. Milyen intézkedések hozhatók annak érdekében, hogy az uniós vállalkozások könnyebben hozzáférhessenek a harmadik országbeli befektetőkhöz és tőkepiacokhoz?

4.3. A piaci hatékonyság fejlesztése – közvetítők, infrastruktúrák és átfogóbb jogi keretet

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ Az Unió kereskedelmi és beruházási megállapodásaiban továbbá arra is törekszik, hogy megfelelő garanciákat határozzon meg a megfelelő védelem biztosítására az olyan területeken, mint például a biztonság, az egészség, a környezetvédelem és a kulturális sokszínűség.

Egységes szabálykönyv, végrehajtás és verseny

Az egységes szabálykönyv kidolgozása az elmúlt évek során óriási előrelépést jelentett a tőkepiacok fokozottabban harmonizált szabályozási keretrendszere felé, ami lehetővé teszi, hogy a vállalkozások egyenlő feltételekkel vehessenek részt a határokon átnyúló versenyben. Az egységes szabálykönyv sikere a szabályok hatékony végrehajtásán és következetes érvényesítésén is múlik. Még mindig van néhány olyan kulcsfontosságú uniós jogszabály, amely lehetővé teszi a tagállamok számára további követelmények meghatározását, vagyis a túlszabályozást, és problémát okozhat a szabályok eltérő értelmezése is. A Bizottság, a tagállamokkal és az európai felügyeleti hatóságokkal együttműködve azon dolgozik, hogy biztosítsa az Unió pénzügyi szabályozásának megfelelő végrehajtását és gyakorlati érvényesítését.

A verseny nagy mértékben hozzájárul ahhoz, hogy a fogyasztók a legjobb termékeket és szolgáltatásokat kapják megfelelő áron, továbbá, hogy a befektetések felhasználása a lehető legproduktívabb legyen. A versenytársakat akadályozó belépési korlátokat lehetőség szerint fel kell számolni, és biztosítani kell a pénzügyi piaci infrastruktúrához való hozzáférést. A hatékonyabb és jól működő tőkepiacok biztosításának érdekében a Bizottság az elmúlt években több esetben is élt a versenyjogot érintő hatáskörével. A Bizottság továbbra is biztosítani fogja a versenyjog szigorú alkalmazását a verseny olyan korlátozásának vagy torzulásának elkerülése érdekében, amely hátráltathatja az integrált és jól működő tőkepiacok kialakulását.

A tőke szabad mozgásának elvét az Unión belüli befektetésáramlást gátló indokolatlan akadályokkal szemben is érvényesíteni kell. Például a fogadó tagállamok által az olyan piaci szereplők számára előírt követelmények, amelyek részére a székhely szerinti tagállam kiállította az európai forgalmazási útlevelet, bizonyos esetekben indokolatlanul akadályozzák a tőke szabad mozgását. A befektetők számára biztosított stabilabb, átláthatóbb és kiszámíthatóbb keret hozzájárulhatna a bizalom kiépítéséhez és az egységes piac mint a hosszú távú befektetések számára kedvező hely vonzerejének növeléséhez.

Felügyeleti konvergencia

Jóllehet a tőkepiacokra vonatkozó keretszabályok nagymértékben harmonizálták, a reformok sikere a szabályok végrehajtásán és következetes érvényesítésén is múlik. Az európai felügyeleti hatóságok jelentős szerepet töltenek be a konvergencia támogatása terén. A Bizottság a közelmúltban jelentést tett közzé az európai felügyeleti hatóságok és a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszere kapcsán²⁹, amely számos olyan területet tárt fel, amelyeken rövid és középtávon javításokat lehetne eszközölni. A Bizottság továbbra is figyelemmel fogja kísérni az európai felügyeleti hatóságok működését, irányítását és finanszírozását.

Az európai felügyeleti hatóságok fontos szerepet töltenek be a még nagyobb felügyeleti konvergencia ösztönzésében azáltal, hogy nagyobb hangsúlyt fektetnek a szakértői értékelésekre, felhasználják azok eredményeit, valamint biztosítják a megfelelő nyomon követést. Ezenkívül a vitarendezés eszközének szükség esetén történő igénybevétele és a vizsgálati hatáskör alkalmazása az uniós jog állítólagos megsértése kapcsán megkönnyítené az uniós jog egységes végrehajtását és alkalmazását az egységes piacon.

²⁹ COM(2014) 509.

További átgondolást érdemelne az a kérdés, hogy ezzel kapcsolatban milyen szerepet vállalhatnak az európai felügyeleti hatóságok. Ameddig a nemzeti felügyeleti rendszerek eltérő befektetővédelmi szinteket eredményezhetnek, amelyek akadályozzák a határokon átnyúló műveleteket, és visszatartják a vállalkozásokat attól, hogy egy másik tagállamban keressenek finanszírozási forrásokat, az európai felügyeleti hatóságok további feladatokat is vállalhatnak a konvergencia erősítésében.

Adatok és jelentéstétel

Az adatokra és jelentéstételre vonatkozó közös szabványok kidolgozása elősegítheti a szorosabb piaci integrációt. Például a részvénytőzsdéken az összesítettadat-szolgáltatás elengedhetetlenül szükséges a kereskedés utáni információk minőségének, elérhetőségének és időszerűségének biztosításához. Amennyiben a piacvezérelt erőfeszítések elégtelennek bizonyulnak a piaci résztvevők számára könnyen hozzáférhető és használható, méltányos üzleti alapokon nyugvó összesítettadat-szolgáltatás biztosítására, fontolóra kell venni más megoldásokat, például egy kereskedelmi szervezet megbízását e feladat ellátásával. A Bizottság törekedni fog továbbá a konszolidált információk gazdaságilag ésszerű feltételek melletti akadálytalan terjesztésének biztosítására is.

A felügyeleti és a piaci adatoknak a nemzeti hatóságok vagy az ESMA felé való jelentése területén alkalmazott hatékonyabb megoldások, például a közös informatikai megoldások bizonyos jelentéstételi kötelezettségek vonatkozásában, szintén hasznosak lehetnek a piaci résztvevők számára. A Bizottság érdeklődéssel várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy az Unióban szükségesek-e az adatok és jelentéstétel területét érintő további intézkedések, és ha igen, melyek.

Piaci infrastruktúra és értékpapírjog

A piaci infrastruktúra és az értékpapírjog, vagyis egyfelől azok a „csatornák”, amelyeken a befektetések áthaladnak, másfelől a befektetésekre irányadó jogszabályok, meghatározó tényezői a befektetések hatékonyságának és könnyű kezelhetőségének. A központi szerződő felek és központi értéktárak megbízhatóságának biztosításáról szóló jogszabályok alapján, valamint az eurórendszer által működtetett Target 2 Securities projekt keretében jelenleg is folyamatban van a piaci infrastruktúrákra alkalmazandó szabályozási keretrendszer bevezetése. A bizottsági munkaprogramban bejelentettek szerint a Bizottság szándéka, hogy jogalkotási javaslatot terjesszen elő a rendszerszintű fontossággal bíró pénzügyi intézmények, mint például a központi szerződő felek helyreállítására és szanálására vonatkozó európai keretrendszer létrehozására. A kereskedelmet támogató piaci infrastruktúrák egyes aspektusai azonban további fejlesztést tehetnek szükségessé.

A **biztosítékok** a pénzügyi rendszer alapvetően fontos részeit képezik, mivel nagy számú piaci ügylet háttérét biztosítják, valamint problémás helyzetekben biztonsági hálóként működnek. A biztosítékok szabad áramlása jelenleg korlátozott az Unióban, ami akadályozza a piacok hatékony működését. A pénzügyi válság óta a biztosítékok iránti igény megnőtt, ami a biztonságosabb finanszírozás iránti piaci keresletre, valamint az új, például az európai piaci infrastruktúra-rendeletben³⁰ és a tőkekövetelmény-rendeletben³¹ meghatározott szabályozási követelményekre vezethető vissza. A biztosítékok iránti növekvő igények miatt fennáll annak a kockázata, hogy ugyanaz az értékpapír egyidejűleg több ügylet biztosítékául is szolgál,

³⁰ 648/2012/EU rendelet.

³¹ Az 575/2013/EU rendelet és a 648/2012/EU módosító rendelet.

ahogyan ez a válságot megelőzően is gyakorlat volt; e kérdést jelenleg nemzetközi szinten vizsgálják. A Bizottság érdeklődéssel várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy szükség van-e olyan intézkedésekre, amelyek megkönnyítik a biztosítékok megfelelően szabályozott áramlását az Unión belül.

Ezenfelül, noha jelentős előrelépés történt az értékpapírpiac átláthatóságához és integritásához szükséges harmonizációs szabályok területén, **a befektetők értékpapírokhoz fűződő jogaira vonatkozó jogszabályok tagállamonként eltérőek.** Ennek eredményeként a befektetők nehézségekkel szembesülnek a különböző tagállamokban eszközölt tőkebefektetések kockázatainak értékelése során. Az erről a kérdéstről szóló, a második Giovanni-jelentéssel kezdődő megbeszélések már több mint egy évtizede tartanak. Ez a téma azonban összetett, hiszen nemcsak a tulajdon-, a szerződési és a társasági jogot, valamint a fizetéseképtelenségre vonatkozó jogszabályokat érinti, hanem az értékpapírjogot és a kollíziós szabályokat is. Az ellenzők azt a véleményt képviselik, hogy szükségtelen az uniós szintű harmonizáció és az értékpapírok Unió-szerte egységes fogalom meghatározása. Azzal érvelnek továbbá, hogy a Target 2 Securities 2015 közepén történő bevezetése jogrendszereken átívelően megszünteti az értékpapírok átruházásával és tartásával kapcsolatos jogi és működési kockázatokat, csökkenti a költségeket, és növeli a határokon átnyúló befektetéseket. Az említettek fényében a Bizottság várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy lehetséges és kívánatos-e az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogokról szóló jogszabályok olyan célzott módosítása, ami jelentősen hozzájárulhatna az Unión belüli integrált tőkepiacokhoz.

Az értékpapírosítás és a pénzügyi biztosítékok páneurópai piacának létrehozása, valamint egyéb tevékenységek, mint például a faktoring során további fontos szempont, hogy nagyobb jogbiztonságot kell teremteni a követelések határokon átnyúló átruházása és az ilyen átruházások prioritási sorrendjének esetében, különös tekintettel a fizetéseképtelenség esetére. A Bizottság 2015-ben jelentést fog közzétenni a problémákról és a lehetséges megoldásokról.

A bankok kulcsszerepet játszanak nemcsak a hitelezésben, hanem a tőkepiaci közvetítésben is, nevezetesen azért, hogy az árjegyzéssel piaci likviditást biztosítsanak. Egyes kutatások szerint a piac egyes szegmenseiben csökkent a likviditás, ugyanakkor elképzelhető, hogy a likviditás a válság kialakulásakor túlságosan alulárzott volt. A likviditás visszaesése egyesek szerint a szükséges piaci korrekciónak, valamint a piaci bizalom válságot követő csökkenésének, míg mások szerint a válság után globálisan bevezetett szabályozási intézkedéseknek tudható be. Az Európai Bizottság várja az arra vonatkozó észrevételeket, hogy hogyan lehetne kedvezőbb áron stabilabb likviditási feltételeket biztosítani, és különösen, hogy hozhatók-e intézkedések a likviditás támogatására a sérülékeny szegmensekben, továbbá, hogy az olyan új piaci szereplők, akik szerepet játszhatnak a vásárlók és az eladók összekapcsolásában, akadályokkal szembesülnek-e a piacra lépés során.

Társasági jog, vállalatirányítás, fizetéseképtelenség és adózás

A **vállalatirányítás** vonatkozásában ugyan léteznek uniós jogszabályok (például a vállalatirányítási nyilatkozatokról³² vagy a részvényesi jogok határokon átnyúló gyakorlásáról³³), de a vállalatirányítást gyakran továbbra is a nemzeti jogok és szabványok határozzák meg. A pénzügyi válság után az uniós vállalatirányítási keret felülvizsgálata két konzultáció tárgyát képezte³⁴. A részvényesek jogairól szóló irányelv folyamatban lévő

³² 2006/46/EK irányelv.

³³ 2007/36/EK irányelv.

³⁴ COM(2010) 284 és COM(2011) 164.

felülvizsgálatának célja, hogy arra ösztönözzék az intézményi befektetőket és eszközközlekedőket, hogy fokozottabban nyújtsanak hosszú távra tőkét vállalatok számára.

A kisebbségi részvényesek jogainak védelme javítja a vállalatirányítást, és növeli a vállalat vonzerejét a külföldi befektetők számára, mivel utóbbiak gyakran szintén kisebbségi befektetők. A jól működő vállalatirányítás szempontjából fontos továbbá, hogy a felügyelőbizottságok hatékonyan ellenőrizzék az ügyvezetést. Mivel a felügyelőbizottságok a befektetők érdekeit védik, a hatékony és jól működő felügyelőbizottságok szintén kulcsfontosságú szerepet töltenek be a befektetések vonzásában.

Dacára a társasági jogról szóló különböző irányelveknek³⁵, a vállalatok továbbra is jelentős akadályokkal szembesülnek **a határokon átnyúló mobilitás és szerkezetátalakítás** során. A társasági jogot illető további reformok hasznosak lehetnek a vállalatok határokon átnyúló létrehozását és működtetését gátló akadályok felszámolásában.

Az egymástól eltérő nemzeti **kollíziós szabályok** a társaság belső működésének tekintetében jogi bizonytalanságot okozhatnak, mivel azt eredményezhetik, hogy a vállalatra különböző tagállamok jogszabályai vonatkoznak, például olyan esetekben, amikor a valamely tagállamban bejegyzett vállalatot elsősorban egy másik tagállamból működtetik.

Míg a **fizetéseképtelenségre vonatkozó jogszabályok** harmonizálását övező vita a kérdés összetettsége miatt lassú volt az elmúlt 30 évben, a határokon átnyúló fizetéseképtelenségi eljárásokra vonatkozó kollíziós szabályok terén jelentős előrehaladás történt³⁶. Az alapul szolgáló nemzeti fizetéseképtelenségi keretrendszerek alapvető jellemzői és hatékonysága azonban még mindig eltérő.³⁷ Ezeknek a különbségeknek a csökkentése hozzájárulhat a páneurópai részvény- és kötvénypiacok létrejöveteléhez, mivel mérséklődne a különböző tagállamokban felmerülő kockázatok értékelésével kapcsolatos befektetői bizonytalanság. Ezen túlmenően a korai adósságátütemezést számos tagállamban lehetővé tevő szabályok hiánya vagy elégtelensége, a „második esélyre” vonatkozó rendelkezések hiánya, valamint a formális fizetéseképtelenségi eljárás túlzott időtartama és költségei alacsony visszafizetési rátát eredményezhetnek a hitelezők számára, és elriaszthatják a befektetőket. A fizetéseképtelenség kérdésében történő előrelépés érdekében a Bizottság ajánlást fogadott el egy, az üzleti kudarc és a fizetéseképtelenség esetén alkalmazandó új megközelítés vonatkozásában³⁸, amely ajánlásban arra ösztönzi a tagállamokat, hogy léptessenek életbe korai reorganizációs eljárásokat, valamint „második esély” jellegű rendelkezéseket. Az ajánlás arra is felszólítja a tagállamokat, hogy vegyék fontolóra ezen elvek alkalmazását a fogyasztók túlzott eladósodására és a csődre. Az ajánlás értékelését 2015-re tervezik.

A tagállami **adórendszerek** közötti különbségek hátráltathatják az egységes tőkepiac kialakítását. Akadályt jelenthetnek például a határokon átnyúló befektetések, így a nyugdíj- és életbiztosítások számára. A nyugdíjakról szóló fehér könyv³⁹ nyomán követéseként a Bizottság tanulmányt készített a nyugdíjmegtakarítások és az életbiztosítási vagyion, a

³⁵ Például a 2157/2001/EK tanácsi rendelet és a 2005/56/EK irányelv.

³⁶ A fizetéseképtelenségi eljárásról szóló 1346/2000/EK rendelet helyébe 2015-ben egy továbbfejlesztett jogi eszköz lép majd.

³⁷ Bizottsági szolgálati munkadokumentum (2014) 61 final.

³⁸ A Bizottság C(2014) 1500 ajánlása.

³⁹ „A megfelelő, biztonságos és fenntartható európai nyugdíjak menetrendje” című fehér könyvet a 2010. évi zöld könyvvel kapcsolatos konzultáció alapján, 2012. február 16-án fogadták el. A fehér könyv számba veszi a nyugdíjrendszerek megfelelőségével és fenntarthatóságával kapcsolatos kihívásokat, és javaslatot tesz számos uniós szintű szakpolitikai intézkedésre.

járulékok és a kifizetések területével kapcsolatos megkülönböztető szabályokról. Diszkriminatív szabályok vagy a későbbiek során az életbiztosítási társaságokra és a nyugdíjalapokra a határokon átnyúló beruházásokra alkalmazott diszkriminatív adózási szabályok megállapítása esetén a Bizottság meg fogja tenni a szükséges intézkedéseket. Folytatódik a munka a **kereskedés utáni szakasszal kapcsolatos forrásadó-mentességi eljárások egyszerűsítésével kapcsolatban** is.

A tagállamok különböző piaci résztvevőinek eltérő adóügyi megítélésén felül további eltérések mutatkoznak a különböző finanszírozási formák adóügyi megítélése terén is, ami a verseny torzulását okozhatja. Például az adóssággal és a tőkével való finanszírozás eltérő adóügyi megítélése ahhoz vezethet, hogy a vállalatok fokozottabban támaszkodnak a adósságfinanszírozásra és a bankhitelekre. Ezenfelül a tagállamok közötti eltérések az idegen tőke és a saját tőke fogalom meghatározása terén, ideértve a szavatolótőke-elemek meghatározását is, valamint az ezekre vonatkozó eltérő adóügyi megítélés gátolhatja az egyenlő versenyfeltételeket, a piac szétaprózódásához vezethet, valamint lehetőséget teremthet a nyereségátcsoportosításra.

Különösen nehéz az induló vállalkozások finanszírozása, mivel nem rendelkeznek megfelelő biztosítékkal és olyan igazolt eredményekkel, amelyek kiszámíthatóbbá tennék finanszírozásukat. Az induló vállalkozások azonban nagyobb valószínűséggel hajtanak végre a piacon jelen lévő jelentős vállalatok piaci helyzetét veszélyeztető innovációt. A közelmúltban egy, az Európai Bizottság megbízásából készült tanulmány⁴⁰ arra a következtetésre jutott, hogy az újonnan alapított innovatív vállalkozások **K+F ráfordításaira biztosított adókedvezmény** hatékony módszernek bizonyul.

Technológia

A tőkepiacok integrálásának fontos mozgatórugója az új technológiák gyors fejlődése, ami például hozzájárult az elektronikus kereskedelmi platformok, a nagyfrekvenciájú kereskedés és az ún. fintech vállalatok létrejöttéhez. A fintech fogalma az innovatív pénzügyi szolgáltatások és az új (digitális) technológia használata által elérhető tőke kombinációjaként határozható meg; ilyen módon valósul meg például a közösségi finanszírozás. Egy közelmúltban megjelent jelentés szerint 2008 óta a fintech vállalatokba eszközölt globális befektetések összege megháromszorozódott, és 2013-ban mintegy 3 milliárd USD volt; ez a trend várhatóan folytatódni fog, így a globális befektetések összege 2018-ra 8 milliárd USD-re emelkedhet⁴¹.

Az európai és a nemzeti társasági jog nem tartott lépést a technológiai fejlődéssel, és például elégtelenül **integrálta a digitalizálás előnyeit**. A vállalatok, részvényesek és közigazgatási szervek közötti információcsere gyakran még mindig papíralapú. Például számos vállalatban a részvényesek nem szavazhatnak elektronikus úton, és még mindig nincs egész Európára kiterjedő elektronikus cégbejegyzési platform sem. A korszerű technológiák használata ezeken a területeken elősegíthetné a költségek és akadályok csökkentését, továbbá – különösen a határokon átnyúló esetekben – biztosíthatná a hatékonyabb kommunikációt.

Kérdések:

⁴⁰ CPB (2014), „Study on R&D tax incentives”, a Taxation papers 52. száma.

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

23. *Léteznek-e a piacok működésének és hatékonyságának javítására szolgáló, e dokumentumban nem említett mechanizmusok, különösen a részvény- és a kötvénypiac működése és likviditása terén?*
24. *Véleménye szerint vannak-e olyan területek, ahol az egységes szabálykönyv továbbra sem eléggé kidolgozott?*
25. *Megítélése szerint az európai felügyeleti hatóságok elegendő hatáskörrel rendelkeznek-e a következetes felügyelet biztosítására? Milyen további, az uniós szintű felügyeletre vonatkozó intézkedések jelenthetnének lényeges hozzájárulást a tőkepiaci unióhoz?*
26. *Figyelembe véve a korábbi tapasztalatokat, vannak-e olyan, az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogokkal kapcsolatos célzott változtatások, amelyek elősegíthetnék a fokozottabban integrált tőkepiacok kialakulását az Unión belül?*
27. *Milyen intézkedéseket lehetne hozni a biztosítékok határokon átnyúló áramlásának javítása érdekében? Szükség van-e intézkedések kidolgozására a biztosítékok és a pozíciólezáró nettósítási megállapodások jogi érvényesítésének határokon átnyúló javítása érdekében?*
28. *Melyek az integrált tőkepiacok társasági jogból fakadó főbb akadályai, ideértve a vállalatirányításra vonatkozó rendelkezéseket is? Vannak-e olyan célzott intézkedések, amelyek hozzájárulhatnak ezen akadályok felszámolásához?*
29. *A fizetésképtelenségre vonatkozó jogszabályok mely specifikus aspektusainak harmonizálására lenne szükség a páneurópai tőkepiac létrejöttének támogatásához?*
30. *Milyen az adórendszert érintő akadályok állnak fenn, amelyeket prioritásként kellene kezelni a fokozottabban integráltabb uniós tőkepiacok és a stabilabb vállalati szintű finanszírozási struktúrák elősegítése érdekében? Mely eszközöket lehetne ennek érdekében igénybe venni?*
31. *Hogyan tudja az Unió a leginkább támogatni az integrált és hatékony tőkepiacok létrehozását elősegítő új technológiák és üzleti modellek kifejlesztését?*
32. *Vannak-e olyan, e zöld könyvben nem azonosított kérdéskörök, amelyek esetében véleménye szerint fellépésre van szükség a tőkepiaci unió létrehozása érdekében? Ha igen, melyek ezek, és milyen formát ölthetnének a vonatkozó intézkedések?*

5. SZAKASZ: A KÖVETKEZŐ LÉPÉSEK

E konzultáció eredménye alapján a Bizottság mérlegelni fogja, hogy mely intézkedések szükségesek elsődlegesen ahhoz, hogy 2019-ig mind a 28 uniós tagállamban lerakhatók legyenek az integrált, jól szabályozott, átlátható és likvid tőkepiaci unió alapjai. A piacvezérelt kezdeményezések támogatása mellett az Unió – ahol csak lehetséges – nem jogalkotási intézkedések, jogszabályok, a versenyjogi előírások végrehajtása, kötelezettségsegési eljárások lefolytatása, valamint a tagállamok részére az európai szemeszter keretében kiadott országspecifikus ajánlások megfogalmazása által léphet fel. A Bizottság arra ösztönzi a tagállamokat, hogy mérlegeljék a nemzeti jogszabályokból és gyakorlatokból adódó akadályokat, valamint ezek felszámolásának leghatékonyabb módjait.

Felkérjük az érdekelt feleket, hogy az e zöld könyvben feltett kérdésekre 2015. május 13-ig válaszoljanak a következő **online kérdőív** segítségével:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm A konzultációs folyamat során az Európai Bizottság:

- együttműködik az Európai Parlamenttel annak érdekében, hogy a képviselők részéről közvetlen visszajelzéseket kapjon;
- felkéri a tagállamokat, hogy szervezzenek nyilvános, valamint a nemzeti parlamenti képviselőkkel folytatott konzultációkat és eseményeket a tőkepiaci unióra vonatkozó tagállami eszmecsere ösztönzése érdekében; valamint
- átlátható és kiegyensúlyozott módon műhelytalálkozókat szervez a speciális szakértelemmel rendelkező szereplőkkel (tudományos kutatókkal, piaci résztvevőkkel stb.) való konzultáció érdekében, hogy ilyen módon megalapozott véleményt alkothasson konkrét kérdésekben.

A Bizottság 2015 nyarán konferenciát fog szervezni a konzultáció lezárására. A tőkepiaci unióra vonatkozó cselekvési tervet 2015 folyamán teszik majd közzé.