



Brüsszel, 2015.9.30.
COM(2015) 468 final

**A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, A
TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK ÉS A
RÉGIÓK BIZOTTSÁGÁNAK**

Cselekvési terv a tőkepiaci unió megteremtésére

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Tartalomjegyzék

BEVEZETÉS	3
1. A NÖVEKEDÉSHEZ VEZETŐ ÚT – AZ INNOVÁCIÓ, AZ INDULÓ VÁLLALKOZÁSOK ÉS A TŐZSDÉN NEM JEGYZETT VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA.....	7
1.1. Az indulási szakasz finanszírozása	8
1.2. A korai növekedési szakasz.....	9
1.3. A finanszírozási forrásokat kereső kkv-k támogatása.....	10
1.4. Hitelnyújtó alapok	11
1.5. Zártkörű kibocsátások	12
2. A VÁLLALKOZÁSOK NYILVÁNOS PIACOKRA JUTÁSÁNAK ÉS AZ OTT VÉGREHAJTOTT TŐKEBEVONÁSÁNAK MEGKÖNNYÍTÉSE.....	14
3. HOSSZÚ TÁVÚ BERUHÁZÁSOK, INFRASTRUKTURÁLIS ÉS FENNTARTHATÓ BERUHÁZÁSOK	17
3.1. A beruházási környezet szabályozási kereten keresztüli javítása	17
3.2. A hosszú távú és az infrastruktúra-finanszírozás támogatása	18
3.3. A finanszírozási források kihasználása a környezeti fenntarthatóság megvalósításához	19
3.4. A hatályos szabályozási kerettel kapcsolatos konzultációs felhívás	19
4. A LAKOSSÁGI ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETÉS ELŐSEGÍTÉSE.....	21
4.1. Lakossági befektetők.....	21
4.2. Intézményi befektetők	23
5. A BANKI KAPACITÁS HASZNOSÍTÁSA A SZÉLESEBB ÉRTELEMBEN VETT GAZDASÁG TÁMOGATÁSÁHOZ	25
6. A HATÁROKON ÁTNYÚLÓ BEFEKTETÉS ELŐSEGÍTÉSE	27
6.1. A határokon átnyúló befektetéssel kapcsolatos jogbiztonság és piaci infrastruktúra	27
6.2. A határokon átnyúló befektetés nemzeti akadályainak felszámolása	28
6.3. A pénzügyi stabilitás és a felügyeleti konvergencia előmozdítása	30
6.4. A nemzetközi befektetés elősegítése.....	31
7. KÖVETKEZŐ LÉPÉSEK ÉS NYOMON KÖVETÉS.....	33

BEVEZETÉS

A Bizottság legfontosabb prioritása Európa versenyképességének megerősítése és a munkahelyteremtő beruházások ösztönzése. A jelenlegi Bizottság hivatalba lépése után kevesebb mint egy évvel létrehozott és már működő, 315 milliárd EUR értékű beruházási terv segíteni fog a folyamat beindításában. A beruházások hosszú távú megerősítése érdekében erősebb tőkepiacokra van szükségünk. Ezek új finanszírozási forrásokat biztosíthatnak a vállalkozások számára, hozzájárulhatnak a betétesek lehetőségeinek gyarapításához és ellenállóbbá tehetik a gazdaságot. A Bizottság elnöke, Jean-Claude Juncker ezért tűzte ki egyik legfontosabb prioritásaként a valódi egységes tőkepiac – mind a 28 tagállam tőkepiaci uniójának – kiépítését.

A tőke szabad áramlása az EU egyik alapköve. Az elmúlt 50 év alatti előrelépés ellenére Európa tőkepiacai még mindig viszonylag fejletlenek és szétagoltak. Az európai gazdaság ugyanakkora, mint az amerikai, azonban az európai részvénypiacok mérete az amerikaiénak kevesebb mint a felét, a kötvénypiacoké pedig kevesebb mint egyharmadát teszi ki. Az egyes tagállamok közötti szakadék még nagyobb, mint Európa és az USA között. Az integráltabb tőkepiacok hatékonyságnövekedést fognak eredményezni, emellett támogatni fogják Európa növekedésfinanszírozási képességét.

A tőkepiaci unió erősíteni fogja az európai beruházási terv harmadik pillérét. A tőkepiaci unió mind a 28 tagállam számára előnyöket fog biztosítani, ugyanakkor a gazdasági konvergencia támogatása és az euróövezeten belüli gazdasági sokkhatások ellensúlyozásának elősegítése révén támogatni fogja a gazdasági és monetáris uniót is, ahogyan az az öt elnök által a gazdasági és monetáris unió megvalósításáról készített jelentésben szerepel.

Az erősebb tőkepiacok ki fogják egészíteni a hosszú múltra visszatekintő európai bankfinanszírozást, továbbá:

- **több beruházást fognak mozgósítani az EU-ból és a világ többi részéből:** A tőkepiaci unió elő fogja segíteni a tőke Európán belüli mobilizálását és az összes vállalkozáshoz – többek között a kkv-khoz – való eljuttatását, továbbá elő fogja segíteni azokat az infrastrukturális és hosszú távú, fenntartható projekteket, amelyek tőkét igényelnek a növekedéshez és a munkahelyteremtéshez. A tőkepiaci unió jobb lehetőségeket fog biztosítani a háztartások számára a nyugdíjjal kapcsolatos céljaik eléréséhez.
- **EU-szerte jobban össze fogják kapcsolni a beruházási projektekre szánt finanszírozást:** A kis piacokkal és jelentős növekedési potenciállal rendelkező tagállamoknak sok előnye származik a projektjeikhez szükséges tőke és beruházások jobb elosztásából. A fejlettebb tőkepiacokkal rendelkező tagállamok számára több nemzetközi befektetési és megtakarítási lehetőség fog kínálkozni.
- **stabilabbá fogják tenni a pénzügyi rendszert:** az integrált pénzügyi és tőkepiacok segítséget nyújthatnak a tagállamok – különösen az euróövezet tagállamai – számára a sokkhatások közös viselésében. A finanszírozási források körének bővítése révén hozzájárulnak a pénzügyi kockázatok megosztásához, ami azt jelenti, hogy az uniós polgárok és vállalkozások a jövőben kevésbé lesznek kiszolgáltatottak a bankok megingásaival szemben. Ezen túlmenően a fejlettebb részvénypiacok, ellentétben a fokozódó adósságállománnyal, hosszú távon több befektetést tesznek lehetővé.
- **el fogják mélyíteni a pénzügyi integrációt és fokozni fogják a versenyt:** a fokozott nemzetközi kockázatmegosztás, a jobban összefonódó és likvidebb piacok, valamint a

változatosabb finanszírozási források el fogják mélyíteni a pénzügyi integrációt, csökkenteni fogják a költségeket és javítani fogják Európa versenyképességét.

Egyszerűen fogalmazva: a tőkepiaci unió meg fogja erősíteni a megtakarítások és a növekedés közötti kapcsolatot. Több lehetőséget és jobb megtérülést fog biztosítani a betétesek és a befektetők számára. A vállalkozások számára több finanszírozási lehetőséget fog biztosítani a fejlődésük különböző szakaszaiban.

Miért éri meg ez a sok erőfeszítés?

Az alábbiakban néhány példán keresztül szemléltetjük a potenciális előnyöket. Az USA-val összevetve az európai kkv-k ötször kevesebb forráshoz jutnak a tőkepiacokról. Ha az uniós kockázatitőke-piacok integrációja az USA-éhoz hasonló volna, akkor 2009 és 2014 között több mint 90 milliárd EUR forrás lett volna elérhető a vállalkozások finanszírozására. Ha az EU-n belüli értékpapírosítást – biztonságosan – fel lehetne futtatni a válság előtti átlagos kibocsátási szintre, a bankok több mint 100 milliárd EUR további hitelt tudnának nyújtani a magánszektorban. Ezenfelül ha a kkv-értékpapírosítási szintje visszaállna a válság alatti szint felére, mintegy 20 milliárd EUR további forrást teremthetne elő. A beruházási szükségletek szintén jelentősek – becslések szerint például az EU-nak a karbonszegény gazdaságra való áttéréshez évente 200 milliárd EUR beruházásra lesz szüksége.¹

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.

A tőkepiaci unióra vonatkozó cselekvési terv

A februárban indított konzultációk nyomán több mint 700 válasz érkezett be a Bizottsághoz. A visszajelzések egyöntetűen támogatják a tőkepiaci unió kiépítésének fontosságát, továbbá az Európai Parlament² és a Tanács³ egyaránt megerősítette, hogy határozottan támogatja a fokozatos megközelítést, és hogy a konzultációnk céljára helyesen határoztuk meg a hangsúlyosan kezelendő problémák körét.

A tőkepiaci unió nem egyetlen intézkedés eredményeként fog létrejönni. Sokkal inkább olyan intézkedéssorozatra kell gondolnunk, amely összességében jelentős hatást fog elérni. A Bizottság intézkedéseket fog tenni a befektetők pénze és a beruházási lehetőségek között álló korlátok felszámolására, és meg fogja szüntetni a vállalkozások és a befektetők kapcsolatba kerülésének gátjait is. A Bizottság a források becsatornázására szolgáló rendszert nemzeti és nemzetközi szinten egyaránt a lehető leghatékonyabbá fogja tenni.

Mivel a tőkepiacok szorosabb integrálása és a fennmaradó nemzeti akadályok felszámolása újabb kockázatokat teremthet a pénzügyi stabilitásra nézve, a Bizottság támogatni fogja a felügyeleti konvergencia fokozására irányuló intézkedéseket annak érdekében, hogy a tőkepiaci szabályozók egységesen lépjenek fel és a rendszerszintű kockázatok óvatos kezelése céljából megerősítsék a rendelkezésre álló eszközöket.

¹ PRIMES, 2030-ra vonatkozó hatásvizsgálat.

² Az Európai Parlament állásfoglalása a tőkepiaci unió kiépítéséről (2015/2634(RSP)).

³ [Az Európai Unió Tanácsának 2015. június 19-i következtetése](#) a tőkepiaci unióról.

A visszajelzések és a saját elemzése alapján a Bizottság az alábbi kiemelt területeken terjeszt elő intézkedéseket:

Több finanszírozási lehetőség biztosítása az európai vállalkozások és kkv-k számára

Az európai vállalkozások számára a tőkepiaci finanszírozás bevonása terén a finanszírozási lépcső minden szakaszában és a nyilvános piacok esetében is léteznek akadályok. Ezek az akadályok korlátozzák a kisebb vállalkozásokat a saját- és az idegentőke-jellegű finanszírozás bevonásában. A Bizottság:

- korszerűsíteni fogja a tájékoztatókról szóló irányelvet annak érdekében, hogy a vállalkozások számára kevésbé költségessé tegye a nyilvános forrásbevonást, felül fogja vizsgálni a részvény- és a kötvénypiacokon értékpapírokat jegyző kisvállalkozások számára felmerülő egyéb szabályozási akadályokat, és európai tanácsadó struktúrák közvetítésével támogatni fogja a kisvállalkozások jegyzési tevékenységeit;
- az EU-n belüli kockázattőke-finanszírozás és sajáttőke-bevonás támogatását célzó intézkedéscsomagot fog bevezetni, ideértve a páneurópai alapok alapjain keresztül, uniós források felhasználásával végrehajtott magánberuházások ösztönzését, a szabályozási reformot és az adókedvezményekre vonatkozó bevált gyakorlatok előmozdítását;
- elő fogja mozdítani innovatív vállalkozásfinanszírozási formák, például a közösségi finanszírozás, a zártkörű kibocsátás és a hitelnyújtó alapok fejlődését, ugyanakkor biztosítani fogja a befektetővédelmet és a pénzügyi stabilitást; továbbá
- fel fogja térképezni egy olyan páneurópai megközelítés kialakítását, amelynek révén a kkv-k jobban összekapcsolhatók különféle finanszírozási forrásokkal.

Megfelelő szabályozási környezet biztosítása a hosszú távú és fenntartható beruházásokhoz, valamint az európai infrastruktúra finanszírozásához

Európának jelentős mennyiségű új, hosszú távú és fenntartható beruházásra van szüksége versenyképességének megőrzéséhez és fokozásához. A 315 milliárd EUR értékű európai beruházási tervhez hasonló intézkedésekkel biztosított köztámogatás segíthet, a magánberuházások hosszabb távú mozgósításához azonban további intézkedésekre lesz szükség. A Bizottság:

- rövid időn belül felül fogja vizsgálni a Szolvencia II. irányelv szerinti kalibrálásokat, hogy azok jobban tükrözzék az infrastrukturális beruházások valódi kockázatát, azt követően pedig a bankok infrastruktúrával kapcsolatos kitétsége vonatkozásában felülvizsgálja a beruházások tőkekövetelmény-rendelet szerinti kezelését; továbbá
- a szabályozás javítására irányuló bizottsági kezdeményezés keretében, valamint a pénzügyi szolgáltatásokról szóló uniós jogszabályok következetessége tárgyában az Európai Parlamentben 2013-ban megkezdett munkát alapul véve, a következetesség és az egységesség biztosítása érdekében felül fogja vizsgálni a korábbi szabályozási reformok összesített hatását.

A befektetések körének és választékának bővítése a lakossági és az intézményi befektetők számára

Az eszközközvetítő társaságoknál, életbiztosítási társaságoknál és nyugdíjalapoknál közvetlenül vagy közvetett módon tartott lakossági megtakarítások kulcsfontosságúak a tőkepiacok

mozgósításához. A konzultáció feltárta, hogy a jövőről való gondoskodás céljával megtakarító lakossági befektetők számára a nagyobb befektetői bizalom, az átláthatóság, a jogbiztonság és a választék segítséget nyújthat a megfelelő befektetések kiválasztásában. Az európai vagyonkezelési üzletág általában véve jól működik, azonban többet kell tenni az úgynevezett forgalmazási „útlevelek” kiállításának szigorítása és a verseny fokozása érdekében. A Bizottság:

- az idén később közzéteendő zöld könyv segítségével meg fogja vizsgálni a határokon átnyúló lakossági pénzügyi szolgáltatási és biztosítási választék és verseny fellendítésének módjait. Értékelni fogja a lakossági befektetések szabályozási keretét is, ennek során különösen az átláthatóság javítását, valamint a befektetési tanácsadás minőségét és rendelkezésre állását fogja megvizsgálni az egyre gyakoribb online szolgáltatás összefüggésében;
- fel fogja térképezni, hogyan bővíthető a nyugdíjcélú megtakarítási választék és hogyan építhető ki a magánnyugdíjak uniós piaca, amelynek választására a magánnyugdíj-szolgáltatóknak EU-szerte lehetőségük lenne; továbbá
- a verseny fokozása és a fogyasztói választék növelése érdekében az európai alapokhoz tartozó működő „útlevelet” fog kidolgozni a tagállamok közötti díjak és akadályok felszámolására.

A bankok hitelezési kapacitásának javítása

A gazdaság jelentős hányadának hitelezőiként és tőkepiaci közvetítői minőségükben a bankok központi szerepet fognak játszani a tőkepiaci unióban. A bankok stabil helyi kapcsolatokkal és ismeretekkel rendelkeznek: a banki hitelezés sok vállalkozás számára továbbra is a fő finanszírozási forrás lesz a tőkepiacok mellett. A Bizottság:

- a bankok mérlegében rejlő kapacitások felszabadítása, valamint a hosszú távú befektetőknek szánt befektetési lehetőségekhez való hozzájutás biztosítása érdekében fel fogja élénkíteni az egyszerű, átlátható és egységesített európai értékpapírosítási lehetőségeket;
- minden tagállam esetében fel fogja térképezni azt a lehetőséget, hogy helyi szintű szövetkezeti hitelintézeteik működhetnek-e a bankokra vonatkozó uniós tőkekövetelmények hatályán kívül;
- értékelni fogja, hogy jól működő tagállami rendszerekre alapozva kiépíthető-e, illetve hogyan építhető ki a fedezett kötvények páneurópai keretrendszere, és fel fogja térképezni a hasonló finanszírozási eszközök megvalósíthatóságát a kkv-hitelek esetében.

A határokon átnyúló akadályok leépítése és tőkepiacok kialakítása mind a 28 tagállam számára

Az elmúlt évtizedekben az egységes tőkepiac kialakítása terén elért előrehaladás ellenére még mindig számos akadály áll a határokon átnyúló befektetés útjában. Ezek a nemzeti – például a fizetésképtelenségre, az adózásra és az értékpapírokra vonatkozó – jogszabályokból eredő akadályoktól a széttagolt piaci infrastruktúrából fakadó akadályokig terjednek. Ezért a Bizottság:

- konzultációt fog folytatni a fizetésképtelenség legfőbb akadályairól, és a vállalkozások fizetésképtelenségéről szóló jogalkotási kezdeményezést fog előterjeszteni, amelyben – jól

működő nemzeti rendszereket alapul véve – ki fog térni a tőke szabad áramlása előtt álló legjelentősebb akadályokra;

- kezelni fogja az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogokat övező bizonytalanságot, és folyamatosan tökéletesíteni fogja a határokon átnyúló értékpapírügyletek elszámolására és kiegyenlítésére vonatkozó rendelkezéseket;
- mind a 28 tagállamban elő fogja segíteni a tőkepiacok fejlesztését az európai szemeszter keretében, valamint azáltal, hogy a Strukturálisreform-támogató Szolgáltatáson keresztül az adminisztratív kapacitás megerősítését célzó, testre szabott támogatást fog nyújtani a tagállamoknak;
- együtt fog működni az európai felügyeleti hatóságokkal egy olyan stratégia kidolgozása és végrehajtása érdekében, amelynek célja a felügyeleti konvergencia megerősítése és azoknak a területeknek a meghatározása, ahol egy közös megközelítés javíthatja az egységes tőkepiac működését;
- támaszkodni fog az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) közelgő felülvizsgálatának és a nemzetközi tevékenységeknek az eredményeire annak érdekében, hogy a nemzeti és az európai makroprudenciális hatóságok rendelkezzenek a tőkepiaci fejleményekre való megfelelő reagáláshoz szükséges eszközökkel.

Ez a cselekvési terv egy jól működő és integrált, minden tagállamra kiterjedő tőkepiaci unió 2019-ig történő bevezetéséhez szükséges alapköveket határozza meg. Ez egy hosszú távú projekt, de gyorsan fogunk cselekedni. A Bizottság 2017-ben értékelné fogja az elért eredményeket, és ismételten értékelné fogja a prioritásokat.

Nem kérdés, hogy milyen irányba kell tartanunk: alulról építkezve meg kell teremtenünk az egységes tőkepiacot, 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 EU egyik alapköve. Több mint 50 évvel a Római Szerződés megkötése után ideje megragadnunk a lehetőséget, hogy valóra váltsuk ezt az elképzelést.

1. A NÖVEKEDÉSHEZ VEZETŐ ÚT – AZ INNOVÁCIÓ, AZ INDULÓ VÁLLALKOZÁSOK ÉS A TŐZSDÉN NEM JEGYZETT VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA

Az újonnan induló vállalkozások kritikus jelentőségűek a gazdasági növekedés előidézése szempontjából. EU-szerte a kis-és középvállalkozások (kkv-k) az alkalmazottak kétharmadát foglalkoztatják, és egy euró hozzáadott értékből 58 centet teremtenek.⁴ Az ígéretes üzleti tervekkel rendelkező vállalkozóknak lehetőséget kell teremtenünk arra, hogy ötleteik megvalósítása érdekében finanszírozáshoz jussanak. A sikeres vállalkozásoknak vonzó feltételekkel kínált finanszírozásra lesz szükségük ahhoz, hogy bővülésük érdekében forrásokhoz jussanak. A saját tőke bevonására törekvő vagy a bankrendszeren kívüli egyéb hitelformákat kereső növekvő vállalkozásoknak szánt finanszírozási csatornák azonban nem eléggé fejlettek Európában. Különösen ez a helyzet az európai kkv-k esetében, amelyek a külső finanszírozásuknak több mint 75 %-át bankhitelekkel szerzik. A sikeres tőkepiaci uniónak bővítenie kell a növekvő vállalkozásoknak szánt finanszírozási lehetőségeket.

⁴ Európai Bizottság (2014), Annual Report on European SMEs: A Partial and Fraile Recovery [Éves jelentés az európai kkv-król: Részleges és törékeny fellendülés], 24. o.

Ezeknek a lehetőségeknek létezniük kell és a vállalkozók rendelkezésére kell állniuk mind a 28 tagállamban és a finanszírozási lépcső valamennyi szakaszában.

1.1. Az indulási szakasz finanszírozása

A bankok szilárd helyi hálózatai és kapcsolatai lehetővé teszik, hogy biztosítsák a külső finanszírozás jelentős részét az európai kkv-k számára. Az elmúlt években ennek kiegészítése érdekében egyre több bankrendszeren kívüli finanszírozási lehetőség is megjelent a vállalkozások segítése céljával. Ezek a pénzkölcsönzéstől és a támogató platformoktól a számláikkal kereskedő vállalkozásokon, a személyközi hitelezésen, a befektetésalapú közösségi finanszírozásig, illetve az üzleti angyalok általi támogatásig terjednek.

Egyes tagállamokban például gyorsan fejlődik a közösségi finanszírozás. Jelenleg több mint 500 platform nyújt különféle szolgáltatásokat az EU-ban.⁵ Mivel ezek a tevékenységek túlnyomórészt helyben valósulnak meg, a legtöbb közösségi finanszírozási tevékenységnek otthont adó tagállamok lépéseket tesznek ezen új üzleti modell feltételeinek egyértelművé tétele érdekében. Az értékpapír-alapú közösségi finanszírozási platformok engedélyezhetők a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) értelmében, és e platformok szerepezhetnek az EU egész területén folytatandó szabályozott szolgáltatásokra és tevékenységekre feljogosító „útlevelet”.⁶ Jelenleg nincs olyan uniós keretrendszer, amely kifejezetten foglalkozna a hitelezésen alapuló közösségi finanszírozással. Az EU-nak körültekintően kell egyensúlyt teremtenie a befektetővédelemre, illetve a közösségi finanszírozás folyamatos bővítésére irányuló célkitűzés között. A korai szabályozás az elősegítés helyett gátolhatja ennek a gyorsan növekvő és innovatív finanszírozási csatornának a növekedését. Az e területen folytatott szakpolitika fejlődésének támogatása érdekében a Bizottság létrehozta a közösségi finanszírozással foglalkozó európai érdek-képviselői fórumot, és tanulmány készítésébe fogott az EU területén található közösségi finanszírozási piacokra vonatkozó adatok összegyűjtése és elemzése, valamint a nemzeti jogszabályok hatásának vizsgálata érdekében. A Bizottság a meglévő munkára⁷ támaszkodva az európai közösségi finanszírozás jövőjéről szóló jelentést fog közzétenni.

A Bizottság értékelni fogja a nemzeti rendszereket és bevált gyakorlatokat, valamint nyomon fogja követni a közösségi finanszírozási ágazat alakulását. Ezen értékelést követően a Bizottság dönteni fog arról a leghatékonyabb eszközzel, amellyel az Unió egészében lehetővé tehető ennek az új finanszírozási csatornának a kialakítása.

Az üzleti angyalok gyakran olyan, tapasztalt üzletemberek, akik hajlandóak pénzügyi és egyéb támogatást nyújtani induló vállalkozásoknak. Az üzleti angyalok egyre fontosabb sajáttőke-forrássá válnak a vállalkozásalapítás magvető és korai szakaszában. Az európai üzleti angyalok által befektetett összegek továbbra is alacsonyok⁸ – 2013-ban 357 millió

⁵ 22 uniós tagállam 2014. évi adatain alapuló becslés. Forrás: Crowdsurfer Ltd és Ernst & Young LLP, Crowdfunding: Mapping EU markets and events study [Közösségi finanszírozás: Az uniós piacok felmérése és esettanulmány], 2015.

⁶ Ha a közösségi finanszírozási platformot engedélyezik befektetési vállalkozásként, és az eleget tesz a MiFID vonatkozó követelményeinek.

⁷ Az Európai Értékpapír-piaci Hatóság véleménye és szakvéleménye a befektetésen alapuló közösségi finanszírozásról, ESMA/2014/1378 és ESMA/1560, 2014.12.18.; az Európai Bankhatóság véleménye a hitelezésen alapuló közösségi finanszírozásról, EBA/Op/2015/03, 2015.3.26.

⁸ Az üzleti angyalok nem minden befektetése mérhető közvetlenül. Egyes becslések szerint az üzleti angyalok összes befektetése egyes, fejlett üzleti angyali piacokkal rendelkező európai országokban meghaladhatja a kockázattőke-befektetéseket – lásd: OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel

EUR-t tettek ki, amelynek több mint fele mindössze három uniós tagállamban (az Egyesült Királyságban, Spanyolországban és Franciaországban) összpontosult.⁹ Európának erősebb üzleti angyali hálózatra van szüksége, amely képes az EU határain túl is működni. A Bizottság a továbbiakban is támogatni fogja az üzleti angyalok határokon átnyúló hálózatépítését, különös hangsúlyt helyezve Közép- és Kelet-Európára, és tovább fog dolgozni az üzleti angyalokat az innovatív kkv-kkal összekötő és a társfinanszírozást elősegítő, határokon átnyúló platformok kiépítésén.

1.2. A korai növekedési szakasz

A gyorsan növekvő, kiemelkedő növekedési potenciállal, de korlátozott mennyiségű működő tőkével rendelkező vállalkozások a növekedésük kritikus jelentőségű időszakaiban likviditáshiánnyal szembesülhetnek. A banki folyószámlahitelek vagy a rövid távú hitelfelvételi eszközök önmagukban gyakran nem tudják kielégíteni ezeket az igényeket. A konzultációra beérkezett válaszok a növekedésfinanszírozást határozták meg az EU pénzügyi rendszerének leginkább aluteljesítő ágaként. Mivel ezekben a vállalkozásokban megvan az a lehetőség, hogy a jövő nagy munkaadóivá növekedjenek, a kihagyott lehetőségek az EU egésze számára igen jelentősek lehetnek.¹⁰

A kockázati tőke kulcsszerepet tölt be a növekedés támogatásában, emellett lehetőséget biztosít a vállalkozóknak arra, hogy európai és tengerentúli forrásokat is bevonjanak. A kockázati tőke jellemzően az érdeklődő befektetőket tömörítő és a kockázatot megosztó pénzalapokon keresztül becsatornázott hosszú távú (saját) tőke. Az uniós kockázattőke-alapok azonban továbbra is viszonylag kis méretűek. Az átlagos, 60 millió EUR tőkével rendelkező európai kockázattőke-alap csak feleakkora, mint az USA-beli, és az uniós kockázattőke-befektetésnek 90 %-a mindössze nyolc tagállamban összpontosul.¹¹ A közszférabeli kockázattőke megosztás hozzájárulhat az európai kockázattőke-alapok méretének és az üzletág lábnyomának növeléséhez mind a 28 tagállamban, ezenkívül katalizátorként segítheti a magánszektorból érkező befektetéseket, elősegítve léptékük növekedését, változatosságuk fokozását és földrajzi hatókörük bővülését. Az alapok alapjainak előmozdítása az intézményi befektetők vonzása révén hozzájárulhat különösen a magánszektorbeli kockázattőke-befektetések bővítéséhez.

Az uniós jogszabályok kísérletet tettek a sikeres uniós kockázattőke-ágazat szabályozási feltételeinek kialakítására. Különösen az európai kockázattőke-alapokról szóló rendelet (EuVECA-rendelet)¹² és az európai szociális vállalkozási alapokról szóló rendelet (ESZVA-rendelet)¹³ meghatározza azokat a feltételeket, amelyek mellett ezek az alapok intézményi

Investors [A kiemelkedő növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozása: Az informális befektetők szerepe].

⁹ Forrás: Az Európai Üzleti Angyalok Hálózatának (EBAN) 2014. évi statisztikái. 21 tagállamra vonatkozóan állnak rendelkezésre adatok.

¹⁰ A 15 OECD-országból származó, a 2001–2011 közötti időszakra vonatkozó adatokból az derül ki, hogy a fiatal vállalkozások kulcsszerepet töltenek be a munkahelyteremtésben. A fiatal vállalkozások rendszeresen több munkahelyet teremtenek, mint amennyit elveszítene. Az 50 alkalmazottnál kevesebbet foglalkoztató fiatal vállalkozások az üzleti szférabeli foglalkoztatás 11 %-át és általában az üzleti szférabeli összes munkahelyteremtésnek több mint 33 %-át adják, míg a megszüntetett munkahelyek tekintetében részesedésük 17 % körül alakul. (Forrás: OECD (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard [Tudomány, technológia és ipar, 2013. évi eredménytábla]).

¹¹ Forrás: Európai Kockázati és Magántőke Szövetség.

¹² 345/2013/EU rendelet.

¹³ 346/2013/EU rendelet.

befektetőknek és magas tőkefedezettel rendelkező magánszemélyeknek forgalmazhatók az EU egész területén. Az EuVECA-útleveél és az ESZVA-útleveél azonban jelenleg csak az 500 millió EUR-nál alacsonyabb értékű eszközportfóliókat kezelő alapkezelők számára elérhető. E rendeletek módosítása javíthatja az útlevelek eredményességét, például azáltal, hogy lehetővé teszi a nagyobb alapkezelők számára, hogy európai kockázatitőke-alapokat és európai szociális vállalkozási alapokat hozzanak létre és forgalmazzanak, a több befektető vonzása érdekében csökkentsék a befektetési küszöbértéket, továbbá felgyorsítsák a határokon átnyúló forgalmazást és befektetést.

A sajáttőke-bevonás támogatására adózási ösztönzők is felhasználhatók, különösen az innovatív vállalkozások és az induló vállalkozások esetében.¹⁴ A Bizottság tanulmányozni fogja, hogy a kockázati tőkére és az üzleti angyalokra vonatkozó tagállami adókedvezmények hogyan segíthetik elő a kkv-kra és az induló vállalkozásokra irányuló befektetéseket, és hogyan mozdíthatják elő a bevált gyakorlatok elterjesztését a tagállamokban.

A beruházási terv keretében kockázati tőke céljára és kkv-k számára nyújtott finanszírozás kiegészítésére a Bizottság az EU-n belüli kockázatitőke-finanszírozás támogatását célzó átfogó intézkedéscsomagot fog előterjeszteni. A magántőke mozgósítása céljából ez az intézkedéscsomag többek között javaslatokat fog tartalmazni az EuVECA-ról és az ESZVA-ról szóló jogszabályok módosítása, valamint az uniós költségvetésből támogatott különféle páneurópai kockázatitőke-alapok alapjai és a több országra kiterjedő kockázatitőke-alapok tárgyában. Ez az átfogó csomag az adókedvezményekkel kapcsolatos bevált gyakorlatok előmozdítására is ki fog terjedni.

A kkv-k saját tőkéjének növelése érdekében az állami szervek is támogathatják a pénzügyi intézményeket a vállalkozások növekedését célzó alapok létrehozásában. A vállalkozások növekedését célzó alapok létrehozási módjára vonatkozó bevált gyakorlatok tagállamok közötti megosztása a kkv-k szélesebb körére terjeszthetné ki az e rendszerek által biztosított előnyöket. A Bizottság a kkv-knak nyújtott sajáttőke-beruházások előmozdítására együtt fog működni a tagállamokkal és a prudenciális felügyeleti hatóságokkal a vállalkozások növekedését célzó alapok üzleti szféra által vezetett fejlesztésének támogatása érdekében.

1.3. A finanszírozási forrásokat kereső kkv-k támogatása

A kkv-k és a befektetők közötti információhiány akadályt jelenthet a bankrendszeren kívüli finanszírozás szempontjából. A potenciális befektetőket különösen a keresési költségek akadályozzák a befektetés tárgyát képező vonzó vállalkozások felkutatásában és értékelésében. Egyrészt a finanszírozást igénylő kisvállalkozásokban jobban kell tudatosítani a rendelkezésükre álló piaci alapú finanszírozási lehetőségeket, másrészt a vállalkozásokat jobban meg kell ismertetni a leendő helyi és páneurópai befektetőkkel.

Az első lépés a kkv-k kormányzati és piaci alapú eszközök segítségével való tájékoztatása arról, hogy rendelkezésre állnak-e piaci alapú finanszírozási lehetőségek. Ez a tájékoztatás kezdődhet azzal, hogy a bankok visszajelzést adnak a kkv-knak arról, hogy miért utasítják vissza hitelkérelmüket¹⁵, aminek egyes esetekben az lehet az oka, hogy léteznek megfelelőbb alternatív finanszírozási lehetőségek.

¹⁴ A kockázatfinanszírozási célú állami támogatásra vonatkozó bizottsági iránymutatás (2014/C 19/04) egyértelművé teszi azokat a feltételeket, amelyek mellett a tagállamok kockázatfinanszírozást előmozdító támogatási programokat hozhatnak létre.

¹⁵ A legutóbbi tőkekövetelmény-rendelet 431. cikkének (4) bekezdésében foglalt előírás szerint.

Egyes tagállamokban számos magán- és közszférabeli rendszeren keresztül egyre több tanácsadási támogatás áll rendelkezésre¹⁶. A Bizottság elő fogja segíteni a bevált gyakorlatok cseréjét, hogy valamennyi tagállamban több tényleges információforrás álljon a piaci finanszírozást kereső kkv-k rendelkezésére, és előmozdítsa azok támogatását.

Ez az új finanszírozási lehetőségekről adott tájékoztatásra szolgáló helyi vagy országos infrastruktúra a külső finanszírozást nyújtó leendő szereplőket és az Európában finanszírozást kereső kkv-kat összekötő információs rendszer építőköve lehet. A határokon átnyúló kapcsolódási pontok összeköthetik a meglévő nemzeti rendszereket az Európa-szerte található befektetők és kkv-k összekapcsolása érdekében. A nemzeti struktúrákat összekapcsoló rendszer megőrizné a – kkv-ágazatban fontos – helyi szintű ismereteket és lehetővé tenné, hogy a kkv-k alapvető pénzügyi és hitelinformációkat bocsássanak az európai szintű befektetők rendelkezésére. Annak, hogy az említett rendszer hozzáadott értéket teremtsen, a kulcsfontosságú adatok megfelelő összehasonlíthatósága lenne a feltétele, annak érdekében, hogy az EU-n belüli leendő befektetőknek pontos és megbízható rálátásuk legyen a kkv-k pénzügyi helyzetére. A kkv-k e rendszerben való részvétele és az információszolgáltatás önkéntes lenne. A kkv-kra vonatkozó hitelinformációk közelmúltban végzett bizottsági feltérképezése¹⁷ feltárta, hogy az EU-n belül igen változó a megosztott információk köre, illetve az is, hogy ki, hogyan osztja meg azokat, és ki fér hozzá azokhoz. A hitelinformációk szabványosítását az EKB vállalati hiteleket tartalmazó, 2018-ban elérhetővé váló új adatbázisa, az AnaCredit fogja elősegíteni.

A Bizottság az alábbiak révén átfogó stratégiát fog előterjeszteni azoknak az információs akadályoknak a felszámolására, amelyek gátolják a kkv-kat és a leendő befektetőket a finanszírozási vagy befektetési lehetőségek feltárásában:

- **együtt fog működni az európai bankszövetségekkel és üzleti szervezetekkel a kkv-k hitelkérelmeit elutasító bankok általi visszajelzések szerkezetbe foglalása érdekében;**
- **az Enterprise Europe Network hálózattal együttműködésben fel fogja térképezni az EU-szerte rendelkezésre álló helyi, illetve nemzeti támogatási és tanácsadási kapacitásokat, annak érdekében, hogy előmozdítsa az alternatív finanszírozási lehetőségekre jogosult kkv-knak nyújtott segítséggel kapcsolatos bevált gyakorlatokat;**
- **az EKB és a tagállamok munkáját alapul véve meg fogja vizsgálni, hogyan alakíthatók ki, illetve hogyan támogathatók olyan páneurópai információs rendszerek, amelyek összekapcsolják a finanszírozási forrásokat kereső kkv-kat és a finanszírozókat tömörítő nemzeti rendszereket, és szükség esetén további intézkedést fog tenni.**

1.4. Hitelnyújtó alapok

A jelentős intézményi befektetők, illetve befektetési alapok befektethetnek közepes méretű vállalkozásokba vagy azok számára (időnként bankokkal létesített partnerség keretében) közvetlenül nyújthatnak hitelt, lehetőséget biztosítva ezáltal a hitelközvetítés további diverzifikálására és a finanszírozási lehetőségek bővítésére. Egyes becslések szerint 2014

¹⁶ Többek között említhető példák: Aktiespararna (Svédország), Médiateur du Crédit (Franciaország), Better Business Finance (Egyesült Királyság), Investomierz (Lengyelország), Industrie- und Handelskammern (Németország).

¹⁷ Lásd: European Financial Stability and Integration Report , 2015. április, 7. fejezet.

végéig 36 alternatív hitelező mindössze két év leforgása alatt több mint 350 ügyletet bonyolított le. Az európai közvetlen hitelezési alapok által lebonyolított ügyletek volumene 2013 és 2014 között 43 %-kal nőtt. Jelenleg 40 közvetlen hitelezési alap létezik (a 2012-ben nyilvántartott 18-cal szemben), és a piacon további 81 új alap számít mintegy 70 milliárd EUR bevonására.¹⁸ Ez a módozat a bankrendszeren kívüli hitelezés egyik lehetséges jövőbeli forrásaként fejlődhet.

Az európai kockázatitőke-alapok és az európai hosszú távú befektetési alapok (EHTBA-k)¹⁹ korlátozott mértékben nyújthatnak hiteleket. Egyes tagállamok nemzeti jogi keretrendszerükben már külön szabályrendszert is bevezettek az alternatív befektetési alapok hitelnyújtási feltételeinek keretszabályozása érdekében. E helyzet eredményeképpen a határokon átnyúlóan működő alapoknak más-más követelményeknek kell eleget tenniük hitelnyújtási tevékenységük során. A hitelnyújtó alapok szabályozási kereten belüli kezelésének egyértelművé tétele elősegítheti a határokon átnyúló tevékenységek fejlődését, ugyanakkor biztosíthatja, hogy az ezen alapokra vonatkozó szabályozás befektetővédelmi és pénzügyi stabilitási szempontból megfelelő legyen.

A Bizottság együtt fog működni a tagállamokkal és az európai felügyeleti hatóságokkal annak felmérése érdekében, hogy az alapok általi hitelnyújtáshoz szükséges-e összehangolt megközelítés, továbbá értékelni fogja egy jövőbeli uniós keretrendszer megvalósíthatóságát.

1.5. Zártkörű kibocsátások

Az európai vállalkozások egyre nagyobb érdeklődést tanúsítanak a „zártkörű kibocsátási” piacok (jellemzően 20 millió EUR-t meghaladó) tőkebevonáshoz való igénybevétele iránt, mégpedig oly módon, hogy hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat bocsátanak ki intézményi vagy más, tapasztalattal rendelkező befektetők számára. A befektetők korlátozott száma és jellege miatt ez a finanszírozási csatorna kevesebb terhet jelentő szabályozási követelményeket támaszt²⁰. Európában a zártkörű kibocsátások mintegy 30 %-kal emelkedtek 2014-ben – értékük a 2013. évi 13 milliárd EUR-ról 2014-ben 17 milliárd EUR-ra emelkedett.²¹ Az európai vállalkozások azonban még nagyobb összegű tőkebevonást hajtottak végre az USA piacain lebonyolított zártkörű kibocsátás útján. Emellett Európában a zártkörű kibocsátás csupán néhány országra korlátozódik. Ezek a tapasztalatok összességében arra utalnak, hogy van lehetőség e csatorna európai továbbfejlesztésére. A Bizottság korábban már feltárta, hogy a további fejlődés gátját a csekély számú szabványosított folyamat és a kevés dokumentáció jelenti. A Bizottság ezért teljes mértékben támogatja az ICMA²² és a német Schulscheine rendszer²³ e kérdésekkel kapcsolatos munkáját, emellett arra fog törekedni,

¹⁸ Forrás: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment [A gazdaság finanszírozása: Az alternatív eszközközvetítők szerepe a bankrendszeren kívüli hitelezési környezetben], 2015. május.

¹⁹ Az európai hosszú távú befektetési alapokról szóló rendelet, PE-CONS 97/14, 2015.3.20.

²⁰ A zártkörű kibocsátási ügyletek 52 %-a – a német Schulscheine-piac kivételével – tőzsdén jegyzett. Forrás: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

²¹ Forrás: S&P.

²² 2015 februárjában az ICMA közzétette a vállalati zártkörű kibocsátásról szóló páneurópai útmutatót. Ez az útmutató az (angolszász jog hatálya alá tartozó) Loan Market Association és a (francia jog hatálya alá tartozó) Euro-PP munkacsoport által összeállított egységes dokumentumok használatát szorgalmazza. Ez a kezdeményezés kizárólag a vállalati hitelekre összpontosít.

²³ A német biztosítási ágazat például egyszerű, a BaFIN által elismert rendszert dolgozott ki, amely lehetővé teszi a biztosítók számára, hogy könnyen kiszámítsák a hitelképesség értékelésére szolgáló, előre

hogy a bevált gyakorlatokra támaszkodjon, és azokat megfelelő kezdeményezések útján az EU egészében előmozdítsa.

meghatározott pénzügyi mutatókat, valamint értékeljék a zártkörű kibocsátási befektetésekhez kapcsolódó tőkekövetelményeknek való megfelelést.

2. A VÁLLALKOZÁSOK NYILVÁNOS PIACOKRA JUTÁSÁNAK ÉS AZ OTT VÉGREHAJTOTT TŐKEBEVONÁSÁNAK MEGKÖNNYÍTÉSE

Az 50 millió EUR-t meghaladó tőkebevonásra törekvő közepes és nagyvállalatok számára a hitelviszonyt vagy tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok nyilvános kibocsátása az elsődleges finanszírozási csatorna. Nyilvános kibocsátás révén a finanszírozók legszélesebb köre érhető el, ez a csatorna pedig kilépési lehetőséget biztosít a magántőke és az üzleti angyalok számára. A nyilvános piacok kulcsfontosságúak a kiemelkedő növekedési potenciállal rendelkező középvállalkozások számára ahhoz, hogy stabil globális szereplőkké váljanak. Az AIM piacon²⁴ jegyzett vállalkozások forgalma például az első nyilvános tőzsdei bevezetést követő évben átlagosan 37 %-kal, a foglalkoztatás pedig átlagosan 20 %-kal növekedett.²⁵ A hatékony nyilvános piacok ezért a finanszírozási lánc kritikus jelentőségű láncszemei.

Bár Európa nyilvános részvény- és kötvénypiacai jelentős fejlődésen mentek át az elmúlt évtizedekben, még mindig el vannak maradva más fejlett gazdaságok mögött. Az egyes uniós tagállamok ráadásul igen vegyes képet mutatnak. Ez részben a vállalkozások eltérő méretét és finanszírozási szükségleteit, valamint azt tükrözi, hogy a vállalkozások továbbra is előnyben részesítik a családi tulajdonlást és irányítást²⁶. A tőkepiaci unióról folytatott konzultáció azonban azzal kapcsolatos különféle aggodalmakra is rávilágított, hogy az uniós szabályozási környezet nem feltétlenül segíti e finanszírozási csatornák további fejlődését. Az első nyilvános tőzsdei bevezetéssel foglalkozó uniós munkacsoport becslése szerint például a 6 millió EUR alatti első nyilvános tőzsdei bevezetési ügyletek során önmagukban a jegyzési díjak az ügyletek értékének 10–15 %-át teszik ki. Ezzel szemben a nagyobb (50–100 millió EUR) értékű ügyletek esetében ezek a díjak kb. 5–8 %-ot tesznek ki.²⁷ Jelenleg számos kkv úgy ítéli meg, hogy az első tőzsdei bevezetéssel (és a tőzsdei jelenléttel) összefüggő jegyzési költségek jóval meghaladják a nyilvános tőzsdei szereplés előnyeit.²⁸ A belépési költségek csökkentése több vállalkozás számára tehetné lehetővé a nyilvános piacokon történő tőkebevonást.²⁹

A forrásokat kereső vállalkozások számára a kibocsátási tájékoztató nyit kaput a nyilvános piacokra. A kibocsátási tájékoztató a befektetők számára a tájékozott befektetési döntés meghozatalához szükséges összes információt tartalmazó, jogszabályban előírt dokumentum. A kibocsátási tájékoztatókra vonatkozó követelményeket az EU-n belüli befektetési lehetőségek összehasonlíthatósága érdekében harmonizálták. Ezek előállítására azonban költséges és terhet jelent, különösen a kkv-k számára, és e kiadványok jellemzően több száz oldalasak. A befektetők számára gyakran bonyolultak és túlságosan részletesek, és a befektetés szempontjából kritikus jelentőségű információk nehezen nyerhetők ki belőlük.

²⁴ A londoni tőzsde kkv-knak szánt multilaterális kereskedési rendszere.

²⁵ Improving the market performance of business information regarding SMEs [A kkv-kra vonatkozó üzleti információk piaci hasznosulásának javítása], ECSIP Konzorcium 2013.

²⁶ 2009-ben a családi vállalkozások az összes európai vállalkozásnak több mint 60 %-át tették ki. Forrás: Európai Bizottság, szakértői zárójelentés – A családi vállalkozásokkal kapcsolatos kérdések áttekintése: kutatás, politikai intézkedések és meglévő tanulmányok.

²⁷ Az első európai nyilvános tőzsdei bevezetéssel foglalkozó munkacsoport (European Issuers, EVCA és FESE) első uniós nyilvános tőzsdei bevezetésről szóló jelentése, 2015. március 23.

²⁸ Demarigny-jelentés, An EU-listing Small Business Act [Kis- és közepes méretű kibocsátók uniós jegyzési intézkedés-csomagja], 2010. március.

²⁹ Egy közelmúltbeli Oxera-tanulmányból kiderül, hogy a befektetési információt kereső befektetők átlagos költsége az USA-ban 58 USD, míg az EU-ban 430 EUR.

A Bizottság korszerűsíteni fogja a tájékoztatókról szóló irányelvet³⁰. Ennek keretében aktualizálja, mikor van szükség kibocsátási tájékoztatóra, ésszerűsíteni fogja a szükséges információk körét és a jóváhagyási folyamatot, és valóban arányos rendszert fog létrehozni a kkv-k számára kibocsátási tájékoztatóik kidolgozásához és tőkepiacokra jutásukhoz. A Bizottság azt is fel fogja térképezni, hogy a tőzsdei jegyzési folyamat során hogyan támogassa a kkv-kat európai tanácsadó struktúrák, például az Európai Beruházási Tanácsadó Platform segítségével.

A kibocsátási tájékoztatóon kívül a nyilvános tőkebevonással kapcsolatban számos egyéb nehézség jelentkezik. A MiFID II. irányelv által bevezetett kkv-növekedési piacok 2017-től ugródeszkát fognak jelenteni az új vállalkozások számára a nagyobb tőzsdén lebonyolítandó esetleges jegyzésre való felkészüléshez. E külön piac megteremtése különös jelentőséget nyerhet a feltörekvő helyi piacok vagy fiatal kibocsátók szempontjából. E célirányos platformok tőkepiaci unió szempontjából jelentkező előnyeinek maximális kihasználása érdekében a Bizottság a MiFID II. irányelv végrehajtása révén gondoskodni fog arról, hogy a platformokra vonatkozó előírások megfelelő egyensúlyt teremtsenek a kellő mértékű befektetővédelem és a szükségtelen adminisztratív terhek elkerülése között.

A befektetők számára a nyilvános piacokon működő, kiemelkedő növekedési potenciállal rendelkező kkv-k hozzáférhetősége vonzó lehet a potenciális hozam és a diverzifikálódásból fakadó előnyök miatt. A kevesebb információforrás és az alacsonyabb likviditás azonban visszatarthatja őket.³¹ A konzultáció keretében adott válaszok rávilágítottak arra, hogy a nyilvános piacokon megjelenni próbáló kkv-k számára a kkv-kra irányuló pénzügyi elemzések hiánya³² és a kiegészítő beszámolási követelmények jelentik a két legnagyobb akadályt. A multilaterális kereskedési rendszerek keretében szabályozott piacra bevezetett kkv-k közül sokan csak nemzeti számviteli standardok alapján jelentenek pénzügyi információkat, ami az összehasonlíthatóság hiánya miatt nem feltétlenül elegendő a nemzetközi befektetők igényeinek kielégítéséhez. A Bizottság ezenkívül a Nemzetközi Számviteli Standard Testülettel (IASB) együtt fel fogja térképezni, hogy kidolgozható-e a kkv-növekedési piacokra bevezetett vállalkozások által alkalmazható, önkéntes, testreszabott számviteli megoldás.

A Bizottság felül fogja vizsgálni a kisvállalkozások nyilvános piacra történő bevezetésének szabályozási akadályait és szoros együttműködést fog folytatni a MiFID II. irányelv szerinti új kkv-növekedési piacokkal annak biztosítása érdekében, hogy ezen inkubátorpiacok szabályozási környezete a célnak megfelelő legyen.

A nagyobb vállalkozások számára a vállalati kötvények kulcsfontosságú mechanizmust jelentenek az idegen tőkével történő finanszírozás szélesebb körű bevonásához. A nem pénzügyi vállalatok által összesen kibocsátott, euróban denominált vállalati kötvények kibocsátása a példátlanul alacsony kamatlábaknak köszönhetően 2008 és 2014 között csaknem megkétszereződött, 340 milliárd EUR-ra emelkedett.³³

³⁰ A Bizottság egyszerűsítésre és a szabályozási terhek csökkentésére irányuló REFIT-programja keretében.

³¹ Lásd a következő bizottsági tanulmányt: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs.

³² Az APG-nek a konzultációra adott válaszában például az szerepelt, hogy az Euronexten (Amszterdam, Brüsszel, Párizs és Lisszabon) jegyzett kkv-k 16 %-ával csak egy pénzügyi elemző foglalkozik, 50 %-ukkal pedig egy sem.

³³ Forrás: Bloomberg.

A rekordnak számító elsődleges kibocsátás ellenére egyes piaci szereplők aggodalmukat fejezték ki a másodlagos piacok szűkös likviditásával kapcsolatban, ami megnehezíti az ilyen eszközök vásárlását és eladását. A szűkös likviditás magasabb illikviditási felárakban és magasabb hitelfelvételi költségekben nyilvánulhat meg. A hitelkondíciók romlása esetén egyes vállalkozások számára rövid időn belül nehezebbé válhat a kötvénypiacokra jutás.

A Bizottság felül fogja vizsgálni a vállalati kötvények uniós piacainak működését, ennek során a piaci likviditás javításának módjára, a szabályozási reformok potenciális hatására, a piaci fejleményekre és a kibocsátási dokumentáció önkéntes szabványosítására helyezve a hangsúlyt.

A MiFID II. irányelv előírásainak megfelelően a részvények összevont adattárolásának 2017-ig történő megvalósítása, valamint a részvényekhez hasonló pénzügyi eszközök összevont adattárolásának 2018-ig történő megvalósítása révén a szabályozók és a piaci szereplők könnyebben szerezhettek megfelelőbb képet a piacról, ami várhatóan fokozni fogja az uniós tőkepiacok befektetési célpontként érvényesülő vonzerejét. A Bizottság továbbra is figyelemmel kíséri ennek a területnek a fejleményeit.

A különböző pénzügyi eszközök eltérő adóügyi megítélése akadályozhatja a hatékony tőkepiaci finanszírozást. Az adósságnak a fizetett kamatok levonhatóságából fakadó kedvezményes adóügyi megítélése más pénzügyi eszközök, különösen a részvények rovására nyújt előnyöket. Ennek a részrehajló adóügyi megítélésnek a kezelése több tőkebefektetést ösztönözne és szilárdabb tőkebázist teremtene a vállalkozásokban. Emellett nyilvánvaló előnyök jelentkeznének a pénzügyi stabilitás terén, mivel a szilárdabb tőkebázissal rendelkező vállalkozások kevésbé lennének kiszolgáltatottak a sokkhatásokkal szemben. Ez különösen a bankokra érvényes.

A közös konszolidált társaságiadó-alappal (KKTA) kapcsolatban folyamatban lévő átfogóbb munka keretében – ahol 2016-ra új javaslatot dolgoz ki – a Bizottság meg fogja vizsgálni, hogyan kezelhető a hitel és a tőke eltérő adóügyi megítélése.

3. HOSSZÚ TÁVÚ BERUHÁZÁSOK, INFRASTRUKTURÁLIS ÉS FENNTARTHATÓ BERUHÁZÁSOK

Európának jelentős mennyiségű új, hosszú távú és fenntartható beruházásra van szüksége versenyképességének megőrzéséhez és fokozásához, valamint a karbonszegény és erőforrás-hatékony gazdaságra való áttéréshez. A tőkepiaci unió támogatni fogja a befektetőket a tájékozott befektetési döntések meghatározásában és a releváns kockázatok nyomon követésében.

3.1. A beruházási környezet szabályozási kereten keresztüli javítása

A szabályozási keret fontos tényező különösen a hosszú távú beruházásokra vonatkozó befektetői döntéshozatalban. A nagy intézményi befektetők hagyományosan biztosítanak ilyen forrásokat. A biztosítótársaságokhoz, a nyugdíjalapokhoz és az újonnan létrehozott kötvényalapokhoz stabil bevételek áramolhatnak a hosszabb lejáratú kötelezettségekhez igazodó infrastruktúra-hitelekből. A nemzeti fejlesztési bankok mellett egyes bankok aktívan részt vesznek az infrastruktúra-finanszírozásban is.

A közelmúltig a határokon átnyúló infrastrukturális beruházásokat gátolta a tőkebevonásra és a befektetésre szolgáló, általánosan elismert eszközök hiánya. Az európai hosszú távú befektetési alapokról szóló, közelmúltban elfogadott, 2015 decemberétől alkalmazandó rendelet (a továbbiakban: EHTBA-rendelet) egy határokon átnyúló alapként működő új eszközt hoz létre az ilyen hosszú távú projektek számára (például az energetikai, közlekedési és távközlési infrastruktúrák, az ipari és szolgáltatási létesítmények, valamint a lakóingatlanok területén). Az EHTBA-rendelet a határokon átnyúló útlevél előnyeit a kisebb befektetőktől (helyi nyugdíjalapoktól, önkormányzatoktól, vállalati nyugdíjalapoktól stb.), többek között lakossági befektetőktől származó, hosszú távú tőke bevonásának lehetőségével ötvözi.³⁴ A rendelet új lehetőséget fog teremteni az eszközkezelők számára ahhoz, hogy a befektetők számára az eszközök jóval szélesebb körét – többek között infrastrukturális beruházásokat – kínálják, mint egyébként a már létező szabályozási keret szerint lehetséges volt. A nemzeti adóügyi megítélés fontos lesz az EHTBA-k igénybeviteléhez, és a Bizottság szorgalmazza, hogy a tagállamok a hasonló nemzeti rendszerekével megegyező adóügyi megítélést alkalmazzanak ezekre az alapokra.

Egy kritikus jelentőségű szabályozási kérdés az intézményi befektetők által az infrastrukturális beruházásokra tartandó szavatoló tőke jól körülírt és megfelelően kalibrált számításának hiányát érinti. A Bizottság javaslatában úgy fogja meghatározni az infrastrukturális beruházások fogalmát, hogy azok kiszámítható, hosszú távú pénzforgalmat biztosítsanak, és a biztosítók képesek legyenek megfelelően meghatározni, kezelni és nyomon követni azok kockázatát. Ez a közös fogalom meghatározás lehetővé fogja tenni az infrastruktúra külön eszközosztályként történő kezelését, és indokolt esetben lehetővé fogja tenni a szabályozási keret kiigazítását.

A bankok továbbra is fontos szerepet fognak betölteni az infrastrukturális projektekhez kapcsolódó hitelek nyújtásában és intézésében. 2015 júliusában a Bizottság a tőkekövetelmény-rendelet (CRR)³⁵ és a tőkekövetelmény-irányelv (CRD IV.)³⁶ által a

³⁴ Az ABAK-irányelv értelmében engedélyt szerzett és uniós székhellyel rendelkező eszközkezelők a több évig tartó stabil finanszírozást igénylő, hosszú távú, illikvid vagy nehezen értékesíthető eszközökre (például infrastrukturális projektekre és kkv-kra) irányuló befektetés céljával működtethetik ezeket az alapokat. Ezek az eszközök viszont valószínűleg magasabb vagy stabilabb megtérülést biztosító „illikviditási felárat” fizetnek, amely kárpótolja a befektetőket azért, ha egy előre meghatározott időpont előtt nem juthatnak a pénzükhöz.

³⁵ 575/2013/EU rendelet.

gazdaságnak történő banki hitelezésre kifejtett potenciális hatásról szóló konzultációs anyagot tett közzé, amelyben kitér a hosszú távú és az infrastruktúra-finanszírozás banki tőkekövetelményeinek felülvizsgálatára. A kitűzött cél, hogy jobban megértsük a tőkekövetelményekre vonatkozó új szabályok által az infrastrukturális és a hosszú távú, fenntartható növekedést támogató egyéb beruházásokhoz kapcsolódó finanszírozás rendelkezésre állására kifejtett hatást.

Az infrastrukturális és a hosszú távú, fenntartható beruházások Európán belüli finanszírozásának megkönnyítése érdekében a Bizottság a Szolvencia II. keretében felülvizsgált kalibrálásokat terjeszt elő annak biztosítása érdekében, hogy a biztosítótársaságok szabályozási megítélése jobban tükrözze az infrastrukturális beruházások és az EHTBA-befektetések kockázatát. A Bizottság be fogja fejezni a CRR felülvizsgálatát és adott esetben módosítani fogja az infrastruktúrával kapcsolatos megfeleltetéseket.

3.2. A hosszú távú és az infrastruktúra-finanszírozás támogatása

A válság kiterjedése és a fellendülés jellege miatt az EU gazdaságában hatalmas törés mutatkozik az infrastrukturális beruházások terén. Az Európai Beruházási Bank (EBB) becslése szerint az EU-ban az infrastrukturális beruházás iránti összes halmozott szükséglet a 2020-ig tartó időszakban elérheti a 2 billió EUR-t.³⁷

Az intézményi és más magánbefektetők fontos finanszírozási forrás szerepét tölthetik be az infrastrukturális beruházások esetében, mivel ezek a beruházások stabil megtérülést és viszonylag tartós hitelteljesítményt biztosíthatnak.³⁸ Vannak arra utaló jelek, hogy ezek a befektetők egyre inkább infrastrukturális projektekbe való befektetésre törekednek. A legnagyobb, hosszú távú és a képet átformáló projektek esetében gyakran állami beavatkozás szükséges a folyamat beindításához.³⁹

A beruházási terv szerint az Európai Stratégiai Beruházási Alap (ESBA) 2015 és 2017 között az EU-ban 315 milliárd EUR további új befektetést fog mozgósítani, ebből 240 milliárd EUR közvetlenül infrastrukturális és innovációs projektekre fog irányulni. A Beruházási Projektek Európai Portálja lehetővé fogja tenni az uniós projektgazdák számára, hogy beruházási projektjeikhez és ötleteikhez kapcsolatépítés és információmegosztás révén potenciális befektetőket keressenek, az Európai Beruházási Tanácsadó Platform (EBTP) pedig egyablakos rendszert fog biztosítani az EU-n belüli infrastrukturális beruházásokat támogató útmutatáshoz és tanácsadáshoz.

Az új Európai Stratégiai Beruházási Alap (ESBA) – adott esetben az európai strukturális és beruházási alapokkal (esb-alapokkal) együtt – innovatív pénzügyi eszközök, például beruházási platformok, illetve alapok segítségével különféle finanszírozási és

³⁶ 2013/36/EU irányelv.

³⁷ Lásd az EBB 2013/02. munkadokumentumát: *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe* [Infrastruktúrára irányuló magánfinanszírozás és -beruházás Európában], 11. o.

³⁸ A Moody's 1983 és 2012 közötti nemteljesítési és visszatérülési arányról készült globális tanulmányából az derül ki, hogy az infrastruktúra-ágazatban a 10 év alatti halmozott nemteljesítési arány 6,6 %. Ez alacsonyabb, mint a projektfinanszírozási bankhitelek mutatója. Ezen túlmenően a nemteljesítő infrastruktúra-hitelek esetében a visszatérülési arány is magas (eléri a 80 %-ot).

³⁹ 2013-ban például az EU-28 országaiban az infrastrukturális közberuházások összesen 450 milliárd EUR-t tettek ki. Ebből az összegből a közberuházások aránya 90 %, a magánberuházásoké pedig (a köz-magán társulásokat is beleértve) nagyjából 10 % volt, az EBB 2013/02. munkadokumentuma, 7. o.

kockázatmegosztási lehetőségeket teremt. A befektetési alapok – többek között EHTBA-k formájában működő – struktúráinak igénybevétele, amely révén a lakossági befektetőktől vagy az ESBA szerinti beruházási platformoktól lehet tőkét bevonni, ötvözhetik a köz- és magánszférabeli forrásokat, és jobb kilátásokhoz vezethetnek a kockázat/megtérülés tekintetében.

Az ESBA tekintetében a Bizottság és az Európai Beruházási Bank (EBB) útmutatással fog szolgálni a társberuházási struktúrára vonatkozó, az alapból nyújtott támogatásra való jogosultsággal összefüggő követelményekkel kapcsolatban. Ezenfelül az EBTP keretében hozzáférhető lesz technikai segítségnyújtás azon befektetők számára, amelyek meg kívánják vizsgálni ezeknek a struktúráknak az igénybevételét. Ezen túlmenően a Bizottság készen áll arra, hogy a magánbefektetőkkel együttműködve támogassa a magán- és az uniós forrásoknak az infrastrukturális beruházások és a fenntartható növekedés területén történő egyesítését.

3.3. A finanszírozási források kihasználása a környezeti fenntarthatóság megvalósításához

A hatékony tőkepiacok segíthetnek a befektetőknek a tájékozott befektetési döntések meghozatalában, valamint a fenntartható és éghajlatbarát gazdaságra való áttérésekből fakadó hosszú távú kockázatok és lehetőségek elemzésében és árazásában. A befektetések elmozdulása hozzájárulhat a 2030-ra vonatkozó éghajlat- és energiapolitikai célkitűzések, valamint a fenntartható fejlesztési célokkal kapcsolatos uniós kötelezettségvállalások teljesítéséhez. A környezeti, társadalmi és irányítási kötvények (ESG-kötvények) közelmúltbeli megjelenése különösen a tőke fenntartható befektetésekhez irányításában nyújthat segítséget: 2014-ben exponenciálisan növekedett a zöld kötvények kibocsátása – a 2013. évi 8 milliárd EUR-val és a 2012. évi kevesebb mint 1 milliárd EUR-val szemben 35 milliárd EUR volt. Az ezen a piacon tapasztalható gyors ütemű növekedést piacvezérelt szabványosítás támogatja, amely figyelembe veszi a nemzetközi pénzügyi intézmények – például a Világbank, az EBB és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) – által kidolgozott projektkiválasztási kritériumokat. A piaci szereplők a „zöld kötvények elvei” néven ismert, önkéntes alapon alkalmazandó iránymutatáson is dolgoznak annak érdekében, hogy a zöld kötvények piacának kialakítása során előmozdítsák az átláthatóságot és az integritást, és pontosan meghatározzák a „zöld kötvény” minősítésű papírok fogalmát. Annak érdekében, hogy a befektetők hosszabb távú, fenntartható megközelítést alkalmazhassanak a befektetési döntésekhez, a Bizottság a továbbiakban is értékelné és támogatni fogja a környezeti, társadalmi és irányítási befektetésekkel kapcsolatos, említett és egyéb fejleményeket, valamint nyomon fogja követni, szükség van-e az uniós zöld kötvényekre vonatkozó standardok kialakítására.

3.4. A hatályos szabályozási kerettel kapcsolatos konzultációs felhívás

Az EU nemzetközi konszenzus keretében jelentős lépéseket tett a pénzügyi stabilitásnak és a lakosság pénzügyi rendszerbe vetett bizalmának helyreállítása érdekében. Fontos, hogy az uniós jogszabályok megfelelő egyensúlyt teremtsenek a kockázatok csökkentése és a növekedés lehetővé tétele között, és ne alakítsanak ki új, szándékolatlan akadályokat. Ezt szem előtt tartva a Bizottság ezzel a cselekvési tervvel párhuzamosan a pénzügyi válságra válaszlépésként elfogadott pénzügyi jogszabályok összesített hatására és következetességére vonatkozó, átfogó felülvizsgálatot indít. E felülvizsgálat célja a meglévő keretrendszer általános következetességének értékelése. Az elmúlt évek során elfogadott különböző jogszabályokra és a közöttük lévő számos kölcsönhatásra tekintettel fennáll az a kockázat, hogy az együttes hatásuk esetleg szándékolatlan következménnyel jár, amelyek nem feltétlenül tárhatók fel az egyes ágazati felülvizsgálatok keretében. A szabályozás

egységessége, következetessége és jobbiztonsága kulcsfontosságú a befektetői döntéshozatalhoz. A konkrét és célzott módosítások helyességét alátámasztó egyértelmű vélemények további segítséget nyújthatnak a befektetői környezet javításához és a tőkepiaci unió célkitűzéseinek megvalósításához.

Az Európai Parlament és nemzetközi testületek – például a Pénzügyi Stabilitási Tanács és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság – munkáját alapul véve a Bizottság ma konzultációs felhívást tesz közzé a szabályok, valamint a pénzügyi reform befektetési környezetre kifejtett összesített hatása közötti kölcsönhatások értékelése érdekében.

4. A LAKOSSÁGI ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETÉS ELŐSEGÍTÉSE

A tőkepiaci unió célja az európai megtakarítások jobb hasznosítása, a betétesek és a hitelfelvevők hatékonyabb összekapcsolásának elérése, valamint az uniós gazdaság teljesítményének fokozása.⁴⁰ A nagyobb befektetői bizalom és jogbiztonság segítheti a befektetőket a megfelelő befektetési döntések meghozatalában. Széles körben elfogadott tény, hogy a várható élettartam növekedése és a demográfiai változások miatt a lakossági befektetőknek többet kell megtakarítaniuk nyugdíjaskori szükségleteik kielégítéséhez. Ugyanakkor számos, alacsony kamatkörnyezetben működő intézményi befektető nem tud elegendő befektetést találni, amely biztosítaná a kötelezettségvállalásainak teljesítéséhez szükséges megtérülést.

4.1. Lakossági befektetők

Napjainkban az európai lakossági befektetők jelentős megtakarításokkal rendelkeznek bankszámlákon, a tőkepiaci részvételük azonban a korábnál kevésbé közvetlen. Az európai háztartások által közvetlenül birtokolt részvények aránya az 1975. évi 28 %-ról 2007 óta 10–11 %-ra esett vissza⁴¹, és az összes részvényes közül a lakossági befektetők aránya nem éri el az 1970-es években tapasztalt szint felét. A lakossági befektetők tőkepiacokon keresztül megtakarítása előtti akadályok felszámolásához versenyképes, megfelelő választékot nyújtó pénzügyi piacokra van szükség, amelyek lehetővé teszik az ügyfelek számára a termékek összehasonlítását és a legmegfelelőbb, versenyképes árú megtakarítási eszközök megtalálását. A lakossági termékek átláthatóságának további előmozdítása érdekében a Bizottság fel fogja kérni az európai felügyeleti hatóságokat arra, hogy dolgozzanak a hosszú távú lakossági és nyugdíjtermékek átláthatóságán, és az európai felügyeleti hatóságokat létrehozó rendelet 9. cikkében foglaltaknak megfelelően elemezzék a tényleges nettó teljesítményt és díjakat.

A Bizottság 2015 végéig a lakossági pénzügyi szolgáltatásokról és a biztosításról szóló zöld könyvet tesz közzé, amelyben összegyűjti az azzal kapcsolatos véleményeket, hogyan bővíthető a lakossági pénzügyi termékek választéka, hogyan fokozható az e termékek terén fennálló verseny, e termékek határokon átnyúló kínálata, valamint a digitalizálás lakossági pénzügyi szolgáltatásokra kifejtett hatása.

Mivel a lakossági befektetők csak alkalmanként vásárolnak befektetési termékeket, nehezen szerzik meg a releváns tőkepiaci ismereteket, illetve tapasztalatokat.⁴² Bár a lakossági befektetők tőkepiacokra vetett bizalmának helyreállítása elsősorban a pénzügyi ágazat feladata, a szabályozás és a felügyelet segíthet a „játékszabályok” kialakításában.

A jobb minőségű tájékoztatás és tanácsadás előfeltétele annak, hogy a lakossági befektetők visszatérjenek a piaci alapú finanszírozáshoz. Az első lépés az átláthatóságon keresztül vezet. Az egyes befektetési termékekre vonatkozóan – többek között azok kulcsfontosságú tulajdonságairól (például a költségeikről, a lehetséges megtérülésükről és a kockázataikról) –

⁴⁰ Lásd például Oliver Wyman *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* [Az igazi pénzügyi válság: miért vall kudarcot a pénzügyi közvetítés?] című, 2012. évi jelentését; az első nyilvános tőzsdei bevezetéssel foglalkozó munkacsoport *Rebuilding IPOs in Europe* [Az első tőzsdei bevezetés átalakítása Európában] című, 2015. március 23-i jelentését.

⁴¹ OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012* [Ki az európai gazdaság tulajdonosa? A tőzsdén jegyzett uniós vállalkozások tulajdonosi szerkezetének alakulása 1970 és 2012 között].

⁴² 2013-ban a lakossági befektetőknek mindössze 35 %-a bízott meg abban, hogy a befektetési szolgáltatók tiszteletben tartják a fogyasztóvédelmi szabályokat. Európai Bizottság (2013), a 2010–2013 közötti időszakra vonatkozó piacfelügyeleti felmérés.

összehasonlítható és átlátható módon kell érdemi és jó minőségű információkat biztosítani. Az elmúlt években az EU valamennyi ágazatban jelentős előrelépést tett a közzétételi követelmények javítása terén. Különböző jogalkotási intézkedések⁴³ útján új közzétételi követelmények bevezetésére került sor. A részletes végrehajtási szabályok egy része még kidolgozás alatt áll, hatályba lépésük az elkövetkezendő években fokozatosan történik meg. Annak biztosítása érdekében, hogy a közelmúltbeli jogalkotási reformok teljesítsék a célkitűzéseiket, az említett új közzétételi feltételek hatékonyságának átfogó értékelése segíthet a következetesség biztosításában, a lehetséges hiányosságok vagy a szükségtelen párhuzamosságok feltárásában, és szükség esetén alapul szolgálhat a követelmények ésszerűsítéséhez.

A tőkepiacokon keresztül becsatornázott megtakarítások hatékonyabb mobilizálása érdekében a lakossági befektetőknek könnyen hozzá kell férniük megfelelő és költséghatékony befektetési termékek köréhez, valamint megfizethető és független tanácsadáshoz. A konzultáció keretében beérkezett egyes válaszok kihangsúlyozták, hogy a lakossági befektetők a magasabb közvetítési és forgalmazási díjak miatt jelenleg kevés ellentételezést kapnak a piaci alapú befektetésekkel összefüggő magasabb kockázatok vállalásáért. A MiFID II. irányelvben, a lakossági befektetési csomagtermékekről és biztosítási alapú befektetési termékekről szóló irányelvben, valamint a biztosításforgalmazási irányelvben foglalt rendelkezések jelentős változtatásokat vezetnek be a befektetési tanácsadásra és a termékek közzétételére irányadó szabályokban. A befektetési termékek online forgalmazására való áttérés és az új pénzügyi informatikai megoldások megjelenése lehetőséget biztosít további tanácsadási szolgáltatások és „nyílt hozzáférésű” online forgalmazási platformok kialakítására. Fontos lesz annak biztosítása, hogy ezeket a változásokat a lakossági befektetőknek kínált befektetési megoldások és eredmények kritikus értékelése kísérje.

A Bizottság szakértői információk alapján átfogó értékelést fog készíteni a lakossági befektetési termékek európai piacairól, többek között a forgalmazási csatornákról és a befektetési tanácsadásról. Az értékelés fel fogja tárni a szakpolitikai keret és a közvetítési csatornák tökéletesítésének módjait annak érdekében, hogy a lakossági befektetők költséghatékony és tisztességes feltételek mellett férhessenek hozzá a megfelelő termékekhez. Az értékelés meg fogja vizsgálni, hogy az online szolgáltatások és a pénzügyi informatika kínálta új lehetőségek kihasználása érdekében hogyan alakuljon a szakpolitikai keret.

Az élettartam meghosszabbodásával, az egyes országokban érvényesülő adóterhekkel és a tartósan alacsony kamatlábakkal összefüggésben az európai háztartások számos kihívással szembesülnek a megfelelő nyugdíjra irányuló takarékoskodás terén⁴⁴. E célból a Bizottság támogatja az állami nyugdíjrendszereket kiegészítő kollektív és magánnyugdíj-alapok kialakítását.

Az EU pénzügyi rendszerének támogatnia kell az embereket abban, hogy személyes megtakarításaik révén gondoskodjanak nyugdíjukról. Ezt a („harmadik pillérbe” tartozó)

⁴³ 2014/91/EU irányelv; 1286/2014/EU rendelet; 2014/65/EU irányelv; biztosításforgalmazási irányelv, 10747/15; 2009/138/EK irányelv, valamint az értékpapír-finanszírozási ügyletek bejelentéséről és átláthatóságáról szóló rendeletre irányuló bizottsági javaslat (COM(2014) 40 final).

⁴⁴ 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU [2015. évi jelentés a nyugdíjak megfelelőségéről: az időskori jövedelmek jelenlegi és jövőbeli megfelelősége az EU-n belül] (megjelenés alatt).

európai egyéni nyugdíjprogramok kialakításának ösztönzését és az ezeket gátló akadályok felszámolását célzó szakpolitikai intézkedésekkel teheti meg.

A „harmadik pillérbe” tartozó magánnyugdíjakkal jelenleg nincs tényleges egységes piaca. A magánnyugdíjak kiterjedt és versenyképes piacának teljes körű kialakítását akadályozza az uniós és nemzeti szinten szétagolt szabályrendszer.⁴⁵ A piac szétagoltsága gátolja, hogy a magánnyugdíj-szolgáltatók maximalizálhassák a méretgazdaságosságot, a kockázatok diverzifikálását és az innovációt, ezáltal csökken a nyugdíjcélú megtakarítóknak kínált választék, és emelkednek a szerződők költségei. A szerződő aktív hozzájárulását igénylő európai magánnyugdíj olyan szabályozási mintaként szolgálhatna, amelynek használatát – a fogyasztók védelmének megfelelő szintje mellett – a nyugdíjszolgáltatók EU-szerte választhatnák termékeik felkínálásakor. Egy nagyobb „harmadik pillérbe” tartozó európai nyugdíjpiac az intézményi befektetőknek történő forrásbiztosítást és a reálgazdaságba való befektetést is elősegítené.

A Bizottság értékelni fogja, hogy létrehozható-e szakpolitikai keret az egyszerű, hatékony és versenyképes magánnyugdíj-szolgáltatások sikeres európai piacának létrehozásához, és el fogja dönteni, hogy szükséges-e uniós jogszabály ennek a piacnak a támogatásához.

4.2. Intézményi befektetők

Az intézményi befektetők, különösen az életbiztosítási társaságok és a nyugdíjalapok hagyományosan hosszú távú befektetők. Az elmúlt években azonban csökkentették a hosszú távú projektekre és a vállalkozásokra irányuló befektetéseket. A biztosítók és a nyugdíjalapok által birtokolt részvényállomány az 1992. évi uniós részvénytőzsi kapitalizáció több mint 25 %-áról 2012 végére 8 %-ra esett vissza.⁴⁶ Jelenleg portfóliójuk jelentős részét viszonylag kevés eszköztípusban tartják. Az EU-nak – hatékony, eredményes és prudens eszköz-forrás gazdálkodás fenntartása mellett – támogatnia kell az intézményi befektetőket oly módon, hogy lehetővé teszi számukra kiterjedt vállalkozás hosszú távú eszközökben és kkv-kban.

A prudenciális szabályozás a tőkekövetelmények kalibrálása révén befolyásolja az intézményi befektetők arra való hajlandóságát, hogy konkrét eszközökbe fektessenek be. A Bizottság több, kockázatra érzékeny kalibrálást fog bevezetni az infrastruktúra és az EHTBA-k esetében (lásd a 3. fejezetet), valamint az egyszerű és átlátható értékpapírosítási termékek esetében (lásd az 5. fejezetet). Ezen intézkedéseken túl a konzultáció keretében beérkezett visszajelzések arra is rávilágítottak, hogy a Szolvencia II. keretében a magántőke és a magánadósság prudenciális kezelése gátolja az ezen eszközosztályokba való befektetést.

A Bizottság értékelni fogja, hogy indokoltak-e a változtatások, és amennyiben igen, a Szolvencia II. felülvizsgálata keretében előterjeszhető módosításokat fog kidolgozni.

A befektetési alapok az uniós részvénytőzsi piacokon birtokolt részvényállományukat az 1990-es években mért 10 %-ról 2012-re 21 %-ra növelték. Az elmúlt években egyre jelentősebb vállalkozástulajdonosi birtokossá is váltak. Ezek az alapok a legaktívabb, több országot megcélzó

⁴⁵ A jelenlegi piaci és szabályozási keretre vonatkozó áttekintés megtalálható az EIOPA szabványosított páneurópai magánnyugdíj-termék létrehozásáról szóló, 2015. július 3-i konzultációs anyagában.

⁴⁶ Forrás: Végleges jelentés: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012, Observatoire de l'Épargne Européenne és Insead OEE Data Services [Ki az európai gazdaság tulajdonosa? A tőzsdén jegyzett uniós vállalkozások tulajdonosi szerkezetének alakulása 1970 és 2012 között], 2013. augusztus.

befektetők között vannak, a piac széttagoaltsága azonban továbbra is domináns probléma az európai vagyonkezelési ágazatban. A konzultáció számos válaszadója azzal érvelt, hogy több tényező korlátozza ezen alapok határokon átnyúló tevékenységét, többek között a diszkriminatív adóügyi megítélés, az alapok forgalmazására vonatkozó eltérő nemzeti követelmények, valamint a határokon átnyúló ügyletek bejelentését terhelő díjak. Az indokolatlan akadályok felszámolása arra ösztönözné az alapkezelőket, hogy fokozottabban részt vegyenek alapjaik határokon átnyúló forgalmazásában és csökkentsék a befektetők költségeit.

A Bizottság alátámasztó adatokat fog gyűjteni a befektetési alapok határokon átnyúló forgalmazását gátló legfőbb akadályokról. Ennek keretében kitérne különösen az aránytalan forgalmazási követelményekre, díjakra és a fogadó országok által előírt egyéb adminisztratív intézkedésekre, valamint az adózási környezetre. A Bizottság az összegyűjtött alátámasztó adatok alapján a fő akadályok felszámolására fog törekedni, és szükség esetén jogalkotási eszközöket is bevet.

5. A BANKI KAPACITÁS HASZNOSÍTÁSA A SZÉLESEBB ÉRTELEMBEN VETT GAZDASÁG TÁMOGATÁSÁHOZ

A gazdaság jelentős hányadának hitelezőiként és tőkepiaci közvetítői minőségükben a bankok központi szerepet fognak játszani a tőkepiaci unióban és a szélesebb értelemben vett gazdaságban. A bankok stabil helyi kapcsolatokkal és ismeretekkel rendelkeznek, ami sok kisvállalkozás számára azt jelenti, hogy a banki hitelezés továbbra is fontos finanszírozási forrás lesz. Más vállalkozások számára a banki finanszírozáshoz való hozzájutás továbbra is fontos marad a finanszírozási lehetőségeik diverzifikálása keretében. Ezért a Bizottság – a kockázatkezelés és a növekedés lehetővé tétele közötti optimális egyensúly biztosítása érdekében – a tőkepiaci unióval kapcsolatos munkával párhuzamosan felülvizsgálja a bankok szabályozását.⁴⁷

A kisebb vállalkozások számára az erős helyi hálózatok fontos szerepet töltenek be a növekedés támogatásában. Egyes tagállamokban működnek szövetkezeti hitelintézetek, amelyek keretében például a kkv-k nem nyereségorientált alapon finanszírozhatják egymást. Elősegíthetik a know-how tagok közötti cseréjét is. A bonyolult és összetett banki szabályozás alkalmazása időnként aránytalan akadályt képezhet a szövetkezeti hitelintézetek és a kkv-kat szolgáló egyéb nonprofit szövetkezetek előtt. Ez a helyzet különösen akkor állhat elő, ha kis méretűek és elsősorban arra helyezik a hangsúlyt, hogy a tagoktól szerezzenek forrásokat, és azokat a tagok között osszák el, így a szélesebb értelemben vett pénzügyi rendszert érintő kockázatok korlátozottak maradnak.

Egyes tagállamokban a szövetkezeti hitelintézetek jelenleg is mentesülnek a tőkekövetelményekről szóló irányelvek szabályozási kerete alól. Az egyenlő versenyfeltételek biztosítása érdekében minden tagállamban lehetővé kell tenni szövetkezeti hitelintézetek működését, amelyeknek a kockázataikkal arányos nemzeti szabályozási biztosítékok hatálya alá kell tartozniuk. E célból a Bizottság fel fogja térképezni, hogy minden tagállamban engedélyezhető-e a bankokra vonatkozó uniós tőkekövetelmények keretrendszerén kívül működő szövetkezeti hitelintézetek.

Az értékpapírosítás bővítheti a rendelkezésre álló hitelek körét, és csökkentheti a finanszírozási költséget. Finanszírozási eszközként az értékpapírosítás hozzájárulhat egy megfelelően diverzifikált finanszírozási bázis kialakításához. A tőkehatékonyság javítását és a kockázat kereslethez rendelkezését célzó, fontos kockázátátruházási eszköz is lehet.

A válságot követően az uniós értékpapírosítási piacok – az értékpapírosítási folyamattal és a felmerülő kockázatokkal kapcsolatos aggodalmak által megbélyegezve – továbbra is jelentős gyengeséget mutatnak. Bár ezek a hiányosságok elsősorban USA-beli másodrendű jelzáloghiteleken⁴⁸ alapuló értékpapírosítás keretében jelentkeztek, a szabályozási reform keretében tett későbbi válaszlépések valamennyi értékpapírosításra vonatkoztak. A Bizottságnak nem áll szándékában az igen összetett és nehezen átlátható értékpapírosításokban rejlő kockázatokkal foglalkozó uniós reformok érvénytelenítése. Az értékpapírosítás fellendítése azonban fontos annak biztosításához, hogy az értékpapírosítás a

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf.

⁴⁸ A válság csúcsidőszakában a legrosszabbul teljesítő AAA minősítésű uniós értékpapírosítási termékek az esetek 0,1 %-ában mutattak fizetéseképtelenséget. Ezek USA-beli megfelelői ugyanakkor az esetek 16 %-ában mutattak fizetéseképtelenséget. A kockázatosabb (BBB minősítésű) uniós értékpapírosítási termékek szintén igen jól teljesítettek, a legrosszabbul teljesítő osztályok a válság csúcsidőszakában az esetek 0,2 %-ában mutattak fizetéseképtelenséget. A BBB minősítésű USA-beli értékpapírok fizetéseképtelenségi aránya ugyanakkor elérte a 62 %-ot. Forrás: EBA.

szélesebb értelemben vett gazdaság számára eredményes finanszírozási csatornaként, valamint a kockázatok diverzifikálására szolgáló mechanizmusként működhessen. A Bizottság a beruházási terv keretében már nyújt pénzügyi támogatást értékpapírosítási műveletekhez. A ma elfogadott új jogalkotási javaslatok távolabbra fognak mutatni. A befektetői bizalom támogatása és az átvilágítási terhek csökkentése érdekében jobban különbséget fognak tenni az egyszerű, átlátható és egységesített (STS) termékek és más értékpapírosítások között. A Bizottság az Európai Bankhatóság (EBA) szakvéleménye alapján ezenkívül megfelelőbb prudenciális követelményekre tesz javaslatot a bankok és a biztosítók STS-termékekbe való befektetéseinek tekintetében. Ez az intézkedéscsomag remélhetőleg elősegíti, hogy a bankok mérlegében kapacitás szabaduljon fel, és javuljon bankok képessége a szélesebb értelemben vett gazdaság hitelezésére, valamint hozzájárul egy hosszabb távú befektetői bázis kiépítéséhez.

A Bizottság ma javaslatot tesz közzé az egyszerű, átlátható és egységesített (STS) értékpapírosítás uniós keretrendszeréről, valamint a bankok CRR szerinti szavatolóteke-követelményeinek újrakalibrálása tárgyában. Az STS-keretrendszer elfogadását követően ugyanilyen kalibrálási változások következnek a biztosítók tekintetében is a Szolvencia II. irányelv felhatalmazáson alapuló jogi aktusának az STS-kritériumok beillesztését célzó módosításával.

Egyes tagállamokban a finanszírozási eszközök másik különös jelentőségű körét a fedezett kötvények képviselik. A fedezett kötvények piaca azonban jelenleg nemzeti szabályok mentén széttagolt. A fedezett kötvényekre vonatkozó külön jogszabályokat kihirdetett tagállamok jogi kerete és felügyeleti gyakorlata közötti eltérés korlátozza a jegyzési és a közzétételi gyakorlatok terén adódó piaci szabványosítási lehetőségeket. Ennek következtében – különösen több országot érintő ügyletek esetében – akadályok jelentkehetnek a piac mélysége, a likviditás és a befektetői hozzáférés terén. A fedezett kötvények piacának integráltabb uniós kerete elősegítheti a fedezett kötvényeket kibocsátó bankok finanszírozási költségének csökkentését, különösen bizonyos tagállamokban.

A Bizottság ma konzultációt indít a fedezett kötvények páneurópai keretének kidolgozása tárgyában; e kerethez jól működő – és továbbra is fennmaradó – nemzeti rendszerek, valamint szigorú minőségi előírások és bevált piaci gyakorlatok szolgálnak alapul. A konzultáció a kkv-hitelek támogatását célzó hasonló struktúrák igénybevitelével kapcsolatos vélemények összegyűjtésére is törekszik.

6. A HATÁROKON ÁTNYÚLÓ BEFEKTETÉS ELŐSEGÍTÉSE

Az egységes tőkepiac kialakítása terén az elmúlt évtizedekben elért jelentős eredmények ellenére még mindig számos, régóta fennálló és mélyen gyökerező akadály áll a határokon átnyúló befektetések útjában. Ezek a nemzeti – például a fizetéképtelenségre, az adózásra és az értékpapírokra vonatkozó – jogszabályokból fakadó akadályoktól a szétagolt piaci infrastruktúrával, az adóügyi akadályokkal, valamint a szabályozási környezetnek a közvetlen befektetésekre vonatkozó szabályok kiszámíthatóságát veszélyeztető módosításaival kapcsolatos akadályokig változnak. A válság kezdete óta a határokon átnyúló kockázatmegosztás romlott az EU-n belül, és ugyanezen időszakban az EU-n kívülről érkező befektetés is visszaesett.

A befektetőket a földrajzi portfóliójuk diverzifikálásától visszatartó, régóta fennálló egyes akadályok felszámolása jelentős előnyökkel járna a tőkefelhasználók, a befektetők és az uniós gazdaság egésze számára. Az integráltabb uniós tőkepiacok az uniós tagállamok befektetési célpontként érvényesülő vonzerejét is fokoznák a harmadik országbeli befektetők számára.

6.1. A határokon átnyúló befektetéssel kapcsolatos jogbiztonság és piaci infrastruktúra

A hatékony és biztonságos kereskedés utáni infrastruktúrák a jól működő tőkepiacok kulcsfontosságú elemei. A konzultáció keretében beérkezett válaszokban kiemelt helyen szereplő egyik aggodalom az, hogy az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogok meghatározhatósága tekintetében jelenleg nincs jogbiztonság, ha az értékpapír-kibocsátó és a befektető eltérő tagállamban található, és/vagy az értékpapírokat eltérő tagállambeli pénzügyi intézmények tartják. Ezek az esetek egyre gyakoribbak. A zöld könyv számos válaszadója kérte olyan rendelkezések bevezetését, amelyek egyértelművé teszik, hogy az egyes határokon átnyúló értékpapírügyletekben melyik ország nemzeti joga alkalmazandó. E célból a Bizottság azt tervezi, hogy tökéletesíteni fogja az e területen hatályos szabályokat, és bővíteni fogja azok körét. Tekintettel a határokon átnyúló értékpapírügyleteknek a Target2-Securities (T2S) elindítása miatt várható növekedésére, a jogszabályok korszerűsítése még nagyobb jelentőséggel bír.

Ezenfelül a hitelkövetelés-engedményezés⁴⁹ harmadik felekre kifejtett hatásainak eltérő nemzeti kezelése bonyolítja ezen eszközök határokon átnyúló biztosítékként történő felhasználását, a befektetők számára pedig megnehezíti a hitelviszonyt megtestesítő befektetések kockázatának árazását. Ez a jogbizonytalanság megakasztja a gazdaságilag jelentős pénzügyi műveleteket, például az értékpapírosítást, ami megbízható biztosítékkezelést tesz szükségessé.

A Bizottság mielőbb, célirányosan fog foglalkozni az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogokat övező jogbizonytalanság kérdésével. A Bizottság további konzultáció és hatásvizsgálat alapján egységes szabályokat is fog javasolni annak érdekében, hogy jogi megalapozottsággal meg lehessen határozni, melyik ország nemzeti joga alkalmazandó a hitelkövetelés-engedményezés harmadik felekre kifejtett hatásaira.

Az elmúlt években az uniós jogszabályok – például az európai piaci infrastruktúra-rendelet (EMIR)⁵⁰, a központi értéktárakról szóló rendelet (CSDR)⁵¹ és a MiFID II. – számos, az

⁴⁹ A művelet során az eredeti hitelező másra ruház át hitelkövetelést.

⁵⁰ 648/2012/EU rendelet.

⁵¹ 909/2014/EU rendelet.

értékpapírok határokon átnyúló elszámolása és kiegyenlítése előtti akadályt felszámolt. Azonban azáltal, hogy számos rendelkezésnek még hatályba kell lépnie, és a közelmúltban létrejött a T2S elnevezésű, egységes kiegyenlítési platform, a kereskedés utáni rendszer jelentősen változik. E változások átalakítják a kereskedés utáni infrastruktúra szerkezetét, ugyanakkor innovatív piaci gyakorlatokat ösztönöznek, különösen a fedezetkezelés területén. A piacokat figyelemmel kell kísérni annak biztosítása érdekében, hogy a jogszabályok lépést tartsanak a változó gyakorlatokkal, ugyanakkor ezzel egyidejűleg garantálják, hogy a kereskedés utáni rendszer biztonsága és hatékonysága ne romoljon.

Ezen eredmények ellenére továbbra is állnak akadályok a hatékonyan folyó, határokon átnyúló elszámolás és kiegyenlítés előtt, beleértve a Giovannini-jelentésben⁵² több mint egy évtizeddel ezelőtt meghatározott egyes akadályokat is. Ezen akadályok közül sok a tulajdonra és a fizetéseképtelenségre vonatkozó nemzeti jogszabályok különbségeiből, valamint az értékpapír-állományokra vonatkozó, az eszközök jogi természetének függvényében jelentős eltéréseket mutató nemzeti jogszabályokból fakad. Ezek a különbségek bizonytalanságot idézhetnek elő azzal kapcsolatban, hogy nemteljesítés esetén ki az értékpapír tulajdonosa, és kinek a joga élvez elsőbbséget fizetéseképtelenség esetén. Az ezekkel az alapvető kérdésekkel kapcsolatos bizonytalanság azonban jelentős jogi kockázatokat keletkeztet, például a biztosíték végrehajthatósága szempontjából, és veszélyeztetheti a határokon átnyúló kiegyenlítés és biztosítékforgalom stabilitását.

A hatékonyabb és stabilabb kereskedés utáni rendszerek és biztosítékpiacon támogatása érdekében a Bizottság a közelmúltbeli jogszabályok végrehajtását és a piaci infrastruktúra fejlesztését követően átfogóbb felülvizsgálatra fog sort keríteni a határokon átnyúló elszámolás és kiegyenlítés Giovannini-jelentésben szereplő akadályainak felszámolása terén elért eredményekről.

6.2. A határokon átnyúló befektetés nemzeti akadályainak felszámolása

A jogi és felügyeleti keret alkalmazásának, végrehajtásának és érvényesítésének következetessége elengedhetetlen a tőke szabad mozgásához és az egyenlő versenyfeltételek megteremtéséhez. Most, hogy számos uniós pénzügyi rendelkezés van érvényben a határokon átnyúló befektetés elősegítésére, a hangsúlynak át kell tevődnie az eredményes végrehajtásra és érvényesítésre. Előfordulhat, hogy az akadályok nemzeti jogszabályokból vagy adminisztratív gyakorlatból fakadnak. Egyes akadályok az uniós minimumszabályok tagállami túlszabályozásához kapcsolódnak, míg mások az uniós szabályok eltérő alkalmazásából fakadhatnak. Más akadályok olyan területeken hozott nemzeti intézkedésekből származnak, ahol nincs uniós szabályozás, vagy ahol a felelősség nemzeti szinten marad.

Ami az egyéb intézkedésekkel – többek között felügyeleti konvergencia útján – nem kezelt akadályokat illeti, azokat a Bizottság a tagállamokkal együtt, együttműködésen alapuló megközelítés keretében fogja meghatározni és felszámolni. A Bizottság:

- 28 nemzeti kapcsolattartó pontból álló hálózatot fog létrehozni és kétoldalú megbeszéléseket fog folytatni az akadályok felszámolását célzó nemzeti fellépés lehetőségéről;
- a hálózaton belüli munka alapján bevált gyakorlatokat, teljesítménymutatókat, ajánlásokat és iránymutatásokat fog kidolgozni.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf.

A Bizottság a tagállamokkal együttműködve fel fogja térképezni és meg fogja szüntetni a tőke szabad mozgása előtt álló, többek között az egységes szabálykönyv és a nemzeti jogszabályok nem megfelelő végrehajtásából vagy eltérő értelmezéséből fakadó, a tőkepiaci unió megfelelő működését gátló, indokolatlan nemzeti akadályokat, és 2016 végéig jelentést fog közzétenni.

A fizetésképtelenségi és a szerkezetátalakítási eljárás közelítése elősegítené a jogbiztonság növelését a határon átnyúló tevékenységet folytató befektetők számára, továbbá ösztönözné a pénzügyi nehézségekkel küzdő, életképes vállalatok kellő időben végzett szerkezetátalakítását. A konzultáció válaszadói nagyrészt egyetértettek abban, hogy a fizetésképtelenségre vonatkozó jogszabályok hatékonyságának hiánya és eltérő volta egyaránt megnehezíti a befektetők számára a hitelkockázat értékelését, különösen a határokon átnyúló befektetések esetében.

A Világbank 2015. évi Doing Business jelentése a fizetésképtelenségre vonatkozó keretrendszer erőssége szerint az országokat 0 és 16 közötti skálán rangsorolja. Az uniós egyszerű átlag 11,6, amely így 5 %-kal elmarad a magas jövedelmű országok esetében meghatározott OECD-átlagtól (12,2). Egyes tagállamok pontszáma 8 alatti.

A Bizottság 2014-ben az üzleti kudarc és a fizetésképtelenség új megközelítéséről szóló ajánlást⁵³ tett közzé, amely arra ösztönzi a tagállamokat, hogy hajtsanak végre korai szerkezetátalakítási eljárásokat és adjanak „második esélyt” a vállalkozóknak. Az ajánlás meghatározza a nehéz helyzetben lévő vállalkozásokra vonatkozó nemzeti fizetésképtelenségi eljárások közös elveit, valamint az eljárások hosszának és költségeinek a kkv-k esetében történő csökkentését célzó intézkedéseket (például szabványos formanyomtatványok, távközlési eszközök használata). Bár egyértelmű, hogy az ajánlás érdemben mutatott irányt a fizetésképtelenség területén reformokat végrehajtó tagállamok számára, a Bizottság által végzett értékelésből az derül ki, hogy a végrehajtás a reformokat bevezető tagállamokban is csak részlegesen történt meg.⁵⁴

A Bizottság az ajánlással kapcsolatos tapasztalatok figyelembevételével a vállalkozások fizetésképtelenségéről szóló jogalkotási kezdeményezést fog előterjeszteni, amelyben a korai reorganizációra és a „második esélyre” is ki fog térni. A kezdeményezés arra fog törekedni, hogy jól működő nemzeti rendszereket alapul véve kezelje a tőke szabad áramlása előtti legjelentősebb akadályokat.

A határokon átnyúló befektetési döntések meghozatalában az adózás is kiemelkedő jelentőségű kérdés. Az érintettek a határokon átnyúló befektetések előtt álló akadályok közül kettőt különösen lényegesnek tartanak a tőkepiaci unió összefüggésében. Először is számos befektető kiemelte, hogy a saját országában fizetendő forrásadón felül a gyakorlatilag visszaigényelhetetlen helyi forrásadó alkalmazása révén „büntetést fizet” a határokon átnyúló befektetés során. A probléma a forrásadó alkalmazásának eltérő nemzeti megközelítéseiből és az ezen adó alóli mentesség kérelmezésére szolgáló eljárások összetettségéből fakad. A nyugdíjalapok és az életbiztosítási társaságok potenciálisan diszkriminatív adóztatása szintén akadályt képez a határokon átnyúló befektetés előtt.

⁵³ COM(2014) 1500 final, 2014.3.12.

⁵⁴ Az üzleti kudarc és a fizetésképtelenség új megközelítéséről szóló ajánlás végrehajtásának értékelése (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

Annak érdekében, hogy ösztönözze a tagállamokat forrásadó-mentességi rendszerek elfogadására, valamint gyors és egységesített visszatérítési eljárások kidolgozására, a Bizottság elő fogja mozdítani a bevált gyakorlatokat, és a tagállamokkal együtt a forrásadó-mentesség elveire vonatkozó magatartási kódexet fog kidolgozni. A Bizottság ezenfelül tanulmányt fog készíteni az életbiztosítási társaságok és a nyugdíjalapok határokon átnyúló befektetését gátló diszkriminatív adóügyi akadályokról, és szükség esetén kötelezettségességi eljárásokat fog indítani.

Jelenleg a tagállamok között mintegy 200 kétoldalú befektetési egyezmény létezik, amelyek eltérő előírásokat állapítanak meg az egységes piacon belüli határokon átnyúló befektetés megítélésére, és összeegyeztethetetlenek az uniós jogszabályokkal. A Bizottság a közelmúltban eljárást indított az EU-n belüli kétoldalú befektetési egyezmények felszámolására. A Bizottság a tagállamokkal együttműködésben fel fogja térképezni, hogy szükségesek-e további intézkedések a határon átnyúló tevékenységet folytató befektetőknek szánt biztosítékok megerősítéséhez, és ennek során az egységes piac befektetési célpontként érvényesülő vonzerejének fokozásához.

6.3. A pénzügyi stabilitás és a felügyeleti konvergencia előmozdítása

A tőkepiaci unió a diverzifikáltabb finanszírozási csatornák előmozdítása révén hozzá fog járulni az uniós pénzügyi rendszer ellenálló képességének fokozásához.⁵⁵ Ugyanakkor oda kell figyelni a tőkepiacokon jelentkező, a pénzügyi stabilitást veszélyeztető kockázatokra. Az elmúlt években az EU a tőkepiacok átláthatóbbá tételét, jó szabályozását és megszilárdítását célzó különféle reformokat vezetett be; idetartozik például a származtatott termékek piacain felmerülő kockázatok csökkentése az EMIR-rendelet útján, a biztonságosabb és átláthatóbb kereskedésre vonatkozó szabályok a MiFID-irányelv révén, az EU-ban működő valamennyi alternatív alap-kezelő bevonása a szabályozás alá az ABAK-irányelv útján. Az értékpapír-finanszírozási ügyletek finanszírozásáról szóló rendelet⁵⁶, a pénzpiaci alapokról szóló javaslat, valamint a központi szerződő felek helyreállítására és szanálására vonatkozó, közeljövőben előterjesztendő jogalkotási javaslat révén további reformok vannak folyamatban. A Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) kiemelt figyelmet fordít a tőkepiacon bankrendszeren kívüli tevékenységet folytató szervezetekkel kapcsolatos gyengeségek megértésére és kezelésére. A potenciálisan felmerülő rendszerszintű kockázatok globális szabályozási megközelítése hozzá fog járulni a pénzügyi stabilitáshoz, és a határokon átnyúló befektetést is elő fogja segíteni.

A Bizottság az FSB-vel, az európai felügyeleti hatóságokkal, valamint az Európai Rendszerkockázati Testülettel (ERKT) együttműködésben értékelné fogja a pénzügyi stabilitást a piaci alapú finanszírozás miatt veszélyeztető lehetséges kockázatokat. A Bizottság további elemző munkát fog folytatni, például annak érdekében, hogy jobban megértse a piaci likviditás és a pénzügyi rendszeren belüli egymásrautaltság kérdését, valamint hogy felmérje a további makroprudenciális eszközök kidolgozásának szükségességét. Az ERKT által a közeljövőben végzendő felülvizsgálat összefüggésében a Bizottság elő fogja végezni a makroprudenciális keret szükséges módosításait.

⁵⁵ Vitor Constâncio, az EKB alelnökének beszéde.

⁵⁶ Ahogyan az az értékpapír-finanszírozási ügyletekről szóló rendeletben szerepel, a Bizottság a megfelelő nemzetközi fórumok munkájának eredményét követően, az ESMA, az EBA és az ERKT segítségével 2017-ben jelentést fog tenni az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak az értékpapír-finanszírozási ügyletekkel kapcsolatos kockázatok mérséklését célzó nemzetközi erőfeszítések – többek között a nem központilag elszámolt értékpapír-finanszírozási ügyletekre alkalmazott haircutokra és az európai piacok szempontjából vett megfelelőségükre vonatkozó ajánlások – eredményeiről.

Ami a felügyeletet illeti, a konzultáció keretében beérkezett visszajelzések pozitívan értékelték az EU által a pénzügyi válságot követően, 2011-ben bevezetett struktúrát. Bár történt előrelépés a Pénzügyi Felügyeletnek Európai Rendszerének létrehozása és az egységes szabálykönyv bevezetése révén, a konzultáció válaszadói annak fontosságát is kiemelték, hogy biztosítani kell a felügyeleti konvergenciát, valamint a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó uniós jogszabályok következetes végrehajtását és alkalmazását, amelynek kérdését az öt elnök által az európai gazdasági és monetáris unió megvalósításáról készített jelentés is kiemelte.

Az elmúlt években elfogadott tőkepiaci jogszabályok számos területen fontos szerepet szánnak az európai felügyeleti hatóságoknak. A konzultáció keretében beérkezett visszajelzések különösen azt kérték, hogy az ESMA a tőkepiaci szabályozás és a piaci adatok bejelentése területén megvalósítandó szabályozási konvergencia javítása érdekében lépjen fel határozottabban és biztosítsa, hogy az egységes szabálykönyv alkalmazása az EU egész területén következetes legyen. Az elmúlt években a tőkepiacokra vonatkozó egységes szabálykönyv kidolgozására tett erőfeszítéseknek integráltabb és hatékonyabb tőkepiacokat kell eredményezniük. Az elmélyítettebb pénzügyi integráció mellett az ESMA-nak – az egységes piac megfelelő működésének biztosítása érdekében – fokozottabban kell összpontosítania a felügyeleti eredmények EU-n belüli konvergenciájának megvalósítására, többek között a számviteli elszámolás terén. A tagállami felügyeleti eljárások eredményességének és az EU-szerte összehasonlítható eredményeknek a biztosítása érdekében az ESMA fokozottabban összpontosíthatna a bevált gyakorlatok feltárására, támogatására és előmozdítására. Ezzel összefüggésben az ESMA-nak módszeresebben és hatékonyabban kell felhasználnia az eszközeit, különösen a tematikus és az egyes országokra vonatkozó partneri felülvizsgálatokat.

A Bizottság az ESMA-val együttműködésben stratégiát fog kidolgozni és végrehajtani a felügyeleti konvergencia megszilárdítása, valamint azoknak a területeknek a meghatározása érdekében, ahol egy integráltabb megközelítés javíthatja az egységes tőkepiac működését. A Bizottság a tematikus és az egyes országokra vonatkozó partneri felülvizsgálatra vonatkozó döntéshozatal eredményesebbé tétele érdekében is együtt fog működni az ESMA-val. A Bizottság 2016-ban fehér könyvet fog közzétenni az európai felügyeleti hatóságok irányítása és finanszírozása tárgyában.

A tőkepiaci unió megvalósítása mind a 28 tagállam javát és az egységes piacot szolgáló alapvető feladat. Annak elősegítése érdekében, hogy a gazdasági szereplők kihasználhassák a tőkepiacokban rejlő összes lehetőséget, a Bizottság a Strukturálisreform-támogató Szolgálat segítségével olyan stratégiát fog kidolgozni, amellyel szükség esetén technikai segítségnyújtás biztosítható a tagállamoknak a nemzeti tőkepiacok konkrét kapacitásainak megerősítéséhez.

6.4. A nemzetközi befektetés elősegítése

Ahhoz, hogy az uniós tőkepiacok növekedhessenek, nyitottnak és globálisan versenyképesnek kell lenniük, valamint vonzóknak kell lenniük a nemzetközi befektetők által végrehajtott további, tulajdonviszonyt és hitelviszonyt megtestesítő befektetések számára. A tőkepiaci unió – a határokon átnyúló műveletek jogi és adminisztratív költségének felszámolása, valamint a felügyeleti tevékenység Európán belüli konvergenciájának javítása révén – elő fogja segíteni, hogy az uniós tőkepiacok vonzóbbá váljanak a nemzetközi befektetők számára. A tőkepiacok globális jellegére tekintettel a tőkepiaci uniónak figyelembe kell vennie a szélesebb, globális összefüggéseket, és biztosítania kell, hogy az európai tőkepiacok továbbra is a nemzetközi pénzügyi rendszer szerves részét képezzék. A Bizottság a nemzetközi

fórumokon – például az FSB és az IOSCO égisze alatt – a továbbiakban is szoros együttműködést fog folytatni az uniós tagállamokkal és harmadik országokkal, hogy egységes szakpolitikai választ adjon a globális tőkepiacok kialakításának támogatása érdekében. A Bizottság arra is törekedni fog, hogy a tőkepiaci integráció elmélyítése érdekében keretrendszereket hozzon létre a legfontosabb partnerekkel a pénzügyi szolgáltatások területén folytatandó szabályozási együttműködés tárgyában.

Az EU nemzetközi kereskedelem- és beruházási politikája fontos szerepet tölt be a nemzetközi befektetések támogatásában. A nemzetközi kereskedelmi és beruházási megállapodások liberalizálják a tőke mozgásokat, szabályozzák a piacra jutást és a piaci befektetéseket – a pénzügyi szolgáltatások nyújtása terén is –, és elősegítik a befektetők megfelelő szintű védelmének és egyenlő versenyfeltételeinek megvalósítását. A Bizottság továbbra is részt fog venni a tőke szabad mozgásának biztosítására irányuló nemzetközi munkában, többek között a tőke mozgások liberalizációjára vonatkozó OECD-szabályzat kidolgozása keretében.

7. KÖVETKEZŐ LÉPÉSEK ÉS NYOMON KÖVETÉS

Ez a cselekvési terv meghatározza az összes tagállamban és az EU-szerte végrehajtandó befektetések ösztönzéséhez, valamint a megtakarítások és a növekedés jobb összekapcsolásához szükséges kiemelt intézkedéseket. A javasolt intézkedések kidolgozása a célkitűzések különféle megvalósítási lehetőségeivel kapcsolatos megfelelő konzultáció és hatásvizsgálat alapján fog történni.

Ezen intézkedések sikeres elfogadása és végrehajtása tartós és összehangolt erőfeszítést tesz szükségessé. Mind a 28 tagállamot érintő projektről van szó, és a Bizottság szoros együttműködést fog folytatni a tagállamokkal és az Európai Parlamenttel e javaslatok továbbvitele érdekében.

A lendületes munka mielőbbi megkezdése érdekében a Bizottság ma konkrét javaslatokat jelent be, amelyeket hamarosan további javaslatok követnek. Az első intézkedések között a következők szerepelnek: az értékpapírosításra vonatkozó átfogó csomag, ezen belül a tőkekövetelmény-rendelet tekintetében aktualizált kalibrálások, a Szolvencia II. irányelv esetében az infrastruktúra fogalmának meghatározása és felülvizsgált kalibrálások, továbbá a tájékoztatókról szóló irányelv felülvizsgálatára irányuló javaslat. Más területeken az érdekelt felekkel folytatott további konzultációra lehet szükség. Ezzel párhuzamosan a Bizottság szorgalmazni fogja a tagállamokkal – például az adózás és a fizetéseképtelenség tárgyában – folytatandó egyeztetéseket, hogy lehetővé tegye a közép- és hosszú távon megvalósítandó előrelépést.

A tőkepiaci unió sikere a piaci szereplőktől is függ majd. A pénzügyi közvetítőknek szerepet kell vállalniuk az ügyfelek bizalmának helyreállításában és az európai tőkepiacok iránti bizalom kialakításában. Ez a cselekvési terv piacvezérelt kezdeményezéseket tartalmaz, és a Bizottság szorgalmazza, hogy az érintett felek fordítsanak kiemelt figyelmet az e területeken teendő előrelépésre.

Ezen túlmenően a Bizottság továbbra is dolgozni fog azon, hogy meghatározza az európai tőkepiacok elmélyítésének fő hatékonysági hiányosságait és akadályait, és ki fogja dolgozni ezek felszámolásának legjobb módját, ugyanakkor továbbra is hangsúlyosan fogja kezelni a befektetővédelmet és a piacfelügyeletet.

A Bizottság az éves eredményjelentések mellett 2017-ben átfogó helyzetértékelést fog végezni, amelynek alapján eldönti, hogy szükség van-e további intézkedésekre.

A Bizottság rendszeresen jelentést fog tenni az Európai Parlamentnek és a tagállamoknak az elért eredményekről.

1. melléklet: Az intézkedések felsorolása és előzetes ütemterve

Az innováció, az induló vállalkozások és a tőzsdén nem jegyzett vállalkozások finanszírozása		
A kockázati tőke-finanszírozás és a saját tőke-bevonás támogatása	Páneurópai kockázati tőke-alapok alapjaira és több országra kiterjedő alapokra irányuló javaslat	2016 második negyedéve
	Az EuVECA-ról és az ESZVA-ról szóló jogszabályok felülvizsgálata.	2016 harmadik negyedéve
	A kockázati tőke és az üzleti angyalok számára biztosított adókedvezmények tanulmányozása	2017
A kkv-befektetések információs akadályainak felszámolása	A kkv-k hitelkérelmeit elutasító bankok általi visszajelzések fejlesztése	2016 második negyedéve
	Az EU- belül meglévő helyi, illetve nemzeti támogatási és tanácsadási kapacitások feltérképezése a bevált gyakorlatok előmozdítására	2017
	A páneurópai információs rendszerek fejlesztésére és támogatására nyitva álló lehetőségek vizsgálata	2017
A vállalati finanszírozás innovatív formáinak előmozdítása	A közösségi finanszírozásról szóló jelentés	2016 első negyedéve
	Az alapok általi hitelnyújtás összehangolt megközelítésének kidolgozása és egy jövőbeli uniós keret megvalósíthatóságának értékelése	2016 negyedik negyedéve
A vállalkozások nyilvános piacokra jutásának és az ott végrehajtott tőkebevonásának megkönnyítése		
A nyilvános piacokra jutás lehetőségének megerősítése	A tájékoztatókról szóló irányelv korszerűsítésére irányuló javaslat	2015 negyedik negyedéve
	A kkv-k nyilvános piacokra és a kkv-növekedési piacokra történő bevezetése előtt álló szabályozási akadályok felülvizsgálata	2017
	A vállalati kötvények uniós piacának felülvizsgálata, középpontban a piaci likviditás javításának lehetőségeivel	2017
A saját tőke-bevonás támogatása	A hitel és a tőke eltérő adóügyi megítélésének kezelése a közös konszolidált társaságiadó-alapra irányuló jogalkotási javaslat keretében	2016 negyedik negyedéve
Hosszú távú beruházások, infrastrukturális és fenntartható beruházások		
Az infrastrukturális beruházások támogatása	A Szolvencia II. irányelv szerinti kalibrálások kiigazítása a biztosítók infrastrukturális beruházásai és az európai hosszú távú befektetési alapok tekintetében	2015 harmadik negyedéve
	A CRR bankok tekintetében történő felülvizsgálata, adott esetben az infrastruktúrával kapcsolatos kalibrálások módosítása	Folyamatban

A pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó uniós szabálykönyv következetességének biztosítása	A pénzügyi reform összesített hatásával kapcsolatos konzultációs felhívás	2015 harmadik negyedéve
A lakossági és az intézményi befektetés elősegítése		
A lakossági befektetési választék bővítése és a verseny fokozása	A lakossági pénzügyi szolgáltatásokról és a biztosításról szóló zöld könyv	2015 negyedik negyedéve
A lakossági befektetők segítése a jobb üzletkötésben	A lakossági befektetési termékek uniós piacainak értékelése	2018
A nyugdíjcélú megtakarítás támogatása	Az európai magánnyugdíjak létrehozását célzó szakpolitikai keret megvalósíthatóságának értékelése	2016 negyedik negyedéve
Az intézményi befektetők és az alapkezelők lehetőségeinek bővítése	A Szolvencia II. irányelvben a magántőke és a zártkörű kibocsátás keretében keletkezett hitel prudenciális kezelésének értékelése Konzultáció a befektetési alapok határokon átnyúló forgalmazását gátló legfőbb akadályokról	2018 2016 második negyedéve
A banki kapacitás hasznosítása a szélesebb értelemben vett gazdaság támogatásához		
A helyi finanszírozási hálózatok megerősítése	Annak feltérképezése, hogy minden tagállamban engedélyezhető-e a szövetkezeti hitelintézeteknek a bankokra vonatkozó uniós tőkekövetelmények keretrendszerén kívüli működése	Folyamatban
Az uniós értékpapírosítási piacok kiépítése	Az egyszerű, átlátható és egységesített (STS) értékpapírosításokra irányuló javaslat, valamint a tőkével kapcsolatos kalibrálások felülvizsgálata a bankok tekintetében	2015 harmadik negyedéve
A szélesebb értelemben vett gazdaság banki finanszírozásának támogatása	Konzultáció a fedezett kötvények uniós keretéről és a kkv-hitelekre vonatkozó hasonló struktúrákról	2015 harmadik negyedéve
A határokon átnyúló befektetés elősegítése		
A határokon átnyúló befektetés nemzeti akadályainak felszámolása	A tőke szabad mozgása előtt álló nemzeti akadályokról szóló jelentés	2016 negyedik negyedéve
A határokon átnyúló befektetéshez kapcsolódó piaci infrastruktúra fejlesztése	Az értékpapírokhoz fűződő tulajdonjogokkal, valamint a hitelkövetelés-engedményezés harmadik felekre kifejtett hatásaival kapcsolatos, célirányos intézkedések A Giovannini-jelentésben szereplő akadályok fennmaradó részének felszámolása terén elért eredmények értékelése	2017 2017
A fizetéseképtelenségi	A vállalkozások fizetéseképtelenségéről szóló, a tőke szabad	2016

eljárások közelítésének támogatása	áramlása előtt álló legfontosabb akadályokra kitérő jogalkotási kezdeményezés	negyedik negyedéve
A határokon átnyúló adóügyi akadályok felszámolása	A forrásadó-mentességi eljárásokkal kapcsolatos bevált gyakorlatok és magatartási kódex Tanulmány a nyugdíjalapok és az életbiztosítók határokon átnyúló befektetése előtt álló diszkriminatív adóügyi akadályokról	2017 2017
A felügyeleti konvergencia megerősítése és tőkepiaci kapacitásépítés	A felügyeleti konvergenciáról szóló stratégia az egységes tőkepiac működésének javítása érdekében Az európai felügyeleti hatóságok finanszírozásáról és irányításáról szóló fehér könyv A tagállamoknak a tőkepiaci kapacitás támogatása érdekében biztosítandó technikai segítségnyújtásra irányuló stratégia kidolgozása	Folyamatban 2016 második negyedéve 2016 harmadik negyedéve
A pénzügyi stabilitás megőrzését célzó kapacitás fejlesztése	Az uniós makroprudenciális keret felülvizsgálata	2017