



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2019.3.15.
COM(2019) 136 final

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

**Tőkepiaci unió: az erős gazdasági és monetáris uniót szolgáló egységes tőkepiac
megteremtése terén elért eredmények**

{SWD(2019) 99 final}

1. BEVEZETÉS

A tőkepiaci unió megteremtése a Juncker elnök vezette Bizottság egyik fő prioritása. Az elmúlt közel öt évben vitathatatlanul bebizonyosodott, hogy integráltabb és mélyebben összefonódó tőkepiacokra van szükség. A tőkepiaci unió terén az Unió vezetői 2018 decemberében a vezetőknek szóló eurócsoporti jelentés mentén nagyívű előrelépést szorgalmaztak, amelynek megvalósítását 2019 tavaszáig irányozták elő. A tőkepiaci unió előmozdításának szükségességét többször hangsúlyozta az Európai Központi Bank is¹.

A hosszabb távú uniós fellépés kiemelt területeire vonatkozó következő stratégiai menetrend előkészítése keretében az uniós vezetők az Európai Tanács március 22–21-i tavaszi ülésén megvitatják az egységes piac – ezen belül a tőkepiaci unió, az iparpolitika és az európai digitális politika – továbbfejlesztését.

A tőkepiaci unió elengedhetetlen a bankunió kiteljesítése, a gazdasági és monetáris unió megerősítése, illetve az euró nemzetközi szerepének alátámasztása szempontjából². A tőkepiaci integráció elmélyítése és a bankrendszerek integrációjának fokozása együttesen hozzájárulhat a határokon átnyúló tőkeáramlások fenntartásához és a jelentős aszimmetrikus makrogazdasági sokkok sújtotta tagállamok beruházási szintjének megőrzéséhez. Ezek a magánszektorbeli kockázatmegosztási mechanizmusok különösen nagy szerepet játszanak a gazdasági és monetáris unión belüli országspecifikus sokkhatások tompításában, és hozzájárulnak a pénzügyi ágazati kockázatok csökkentéséhez. Az új szabályozás alapján például az uniós befektetési vállalkozások több segítséget nyújthatnak a vállalkozásoknak a tőkepiaci lehetőségek kiaknázásához, az eszközök kezeléséhez és a piaci likviditás biztosításához, ami Unió-szerte előmozdítja a kockázatmegosztást és a beruházásokat.

A tőkepiaci unió egyúttal az egységes piac egyik jelentős projektje, amely összekapcsolja a helyi tőkepiaci rendszereket az Unió-szerte rendelkezésre álló tőkeforrásokkal és ezáltal – különösen a kisebb országokban – **elérhetőbbé teszi a vállalkozások és a polgárok számára a tőkepiacokat.** A tőkepiaci unió képes diverzifikálni az uniós vállalkozások finanszírozási forrásait, és ezáltal támogatni tudja az innovációs és a technológiafejlesztési beruházásokat és előmozdítja az EU globális versenyképességét.

A kibocsátási tájékoztatók és a kkv-tőkefinanszírozási piacok új szabályozásával például a vállalkozások könnyebben jutnak majd az EU más pontjairól származó finanszírozási forráshoz, akár úgy is, hogy egy másik tagállam tőzsdéjére lépnek. A megelőző szerkezetátalakításra vonatkozó új megközelítés elő fogja segíteni, hogy az életképes vállalkozások a csődöt elkerülve még idejekorán átszerveződjenek, illetve a tisztességes vállalkozók az első sikertelen üzleti kísérletük után második esélyt kapjanak ahelyett, hogy szankciókkal szembesülnének. A polgároknak új megtakarítási és befektetési lehetőségeket kínál az új páneurópai magánnyugdíjtermék, valamint számos, a befektetési alapok uniós piacának fejlesztésére irányuló intézkedés. A helyi piacok szempontjából számít, hogy a

¹ Lásd például Mario Draghi, az EKB elnökének az Európai Parlament ECON bizottsági ülésén elhangzott vitaindítóját, Brüsszel, 2019. január 28.
(<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190128~8b43137b4f.en.html>).

² Az „Úton az euró erősebb nemzetközi szerepe felé” című 2018. decemberi bizottsági közlemény egyik fő utánkövetési intézkedéseként a Bizottság 2019. január 25-én célzott konzultációt indított az euróról és a devizapiacokról. A március 31-ig tartó konzultáció célja az érdekelt felek véleményének felmérése az euró devizapiaci szerepét illetően, valamint annak értékelése, hogy az euró kereskedése kellő hatékonysággal és megfelelő piaci likviditás alapján folyik-e.

fedezett kötvények új szabályozásával a bankok stabil és költséghatékony finanszírozási forrást vehetnek igénybe.

Az EU-n belüli fejlett tőkepiaci unió a globális tőkepiacok szempontjából is nagy jelentőséggel bír, és még vonzóbbá teszi a külföldi befektetők szemében az EU-t. Megteremtése kiegészíti a szabad és méltányos kereskedelemre irányuló uniós programot. Az EU egyenértékűségi rendszere alapján bizonyos területeken a harmadik országbeli gazdasági szereplők is hozzáférhetnek az uniós piacokhoz, feltéve, hogy az érintett harmadik országban egyenértékű szabályozási és felügyeleti előírások alkalmazandók. Az Egyesült Királyság uniós kilépésével ugyanakkor oly módon kell továbbfejleszteni a tőkepiaci uniókat a tőkepiaci szolgáltatások biztosítására és felügyeletére vonatkozó kritikus funkcióit, hogy eközben fennmaradjon a likviditás, és elkerülhető legyen a regionális felaprózódás. A központi szerződő felekre vonatkozó új szabályozás például következetesebb és erőteljesebb felügyeletet fog biztosítani az uniós és harmadik országbeli központi szerződő felek felett. A pénzügyi piacok az uniós felügyeleti struktúra reformjának köszönhetően meg fognak erősödni és tovább integrálódnak, ami előnyös lesz az európai fogyasztók, befektetők és vállalkozások szempontjából egyaránt. Az uniós pénzügyi piacok integritását pénzmosás elleni korszerű keretrendszer fogja biztosítani. Ezen túlmenően további lépéseket kell tenni arra is, hogy a piaci infrastruktúra lépést tartson az ügyletek növekvő volumenével, összehasonlítható információk álljanak rendelkezésre, védelmet élvezzenek és megfelelően harmonizáltak legyenek a befektetői jogok, valamint hogy ne alakulhasson ki a felügyeleti előírások terén szabályozási arbitrázs vagy negatív verseny.

Az ENSZ 2030-ig tartó időszakra szóló menetrendje és a Párizsi Megállapodás céljaival összhangban zajló, rendezett átmenet érdekében a tőkepiacoknak át kell alakulniuk. Az e kötelezettségvállalások teljesítésére irányuló nemzetközi erőfeszítések terén Európa élen jár. A 2050-ig megvalósítandó klímasemlegesség³ jegyében az EU rövid időn belül dekarbonizálni fogja a gazdaságot, miközben egyre sürgetőbbé válik a súlyosabb éghajlati eseményekkel szembeni reziliencia fejlesztése is⁴. A fenntarthatósági szempontú finanszírozásról szóló cselekvési terv⁵ intézkedései segíteni fognak a magán- és állami tőke fenntarthatóbb beruházások felé irányításában, többek között azzal az új szabályozással, amely megalapozottabb befektetői döntések meghozatalát teszi lehetővé a befektetések fenntarthatóságára vonatkozóan. A cselekvési terv végrehajtásáról a Bizottság 2019-ben tesz jelentést.

Ahhoz, hogy a mai digitális világban felkészítsük gazdaságainkat a jövőre, a fogyasztók védelmének biztosítása mellett ki kell aknáznunk a pénzügyi technológiában rejlő előnyöket. Ehhez ad útmutatást a pénzügyi technológiai cselekvési terv⁶. Az új technológiákból – például a mesterséges intelligenciából, a nagy adathalmazokból vagy a blokklánc-hálózatokból – adódóan a

³ COM (2018) 773: Tiszta bolygót mindenkinek: Európai hosszú távú stratégiai jövőkép egy virágzó, modern, versenyképes és klímasemleges gazdaságról.

⁴ 1,5 °C-os globális hőmérséklet-emelkedés. Az Éghajlatváltozási Kormányközi Testület (IPCC) az iparosodás előtti szinthez képest mért 1,5 °C-os globális hőmérséklet-emelkedés hatásairól és a kapcsolódó globális üvegházhatásúgáz-kibocsátási pályákról szóló különjelentése, az éghajlatváltozás veszélyeire adott globális válasz megerősítésével, a fenntartható fejlődéssel és a szegénység felszámolására irányuló erőfeszítésekkel összefüggésben.

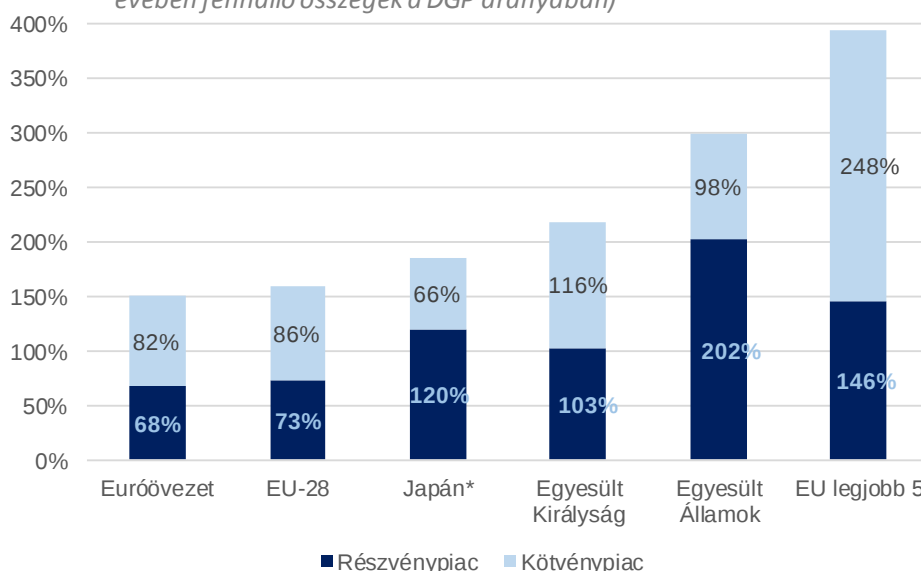
⁵ A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, az Európai Tanácsnak, a Tanácsnak, az Európai Központi Banknak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Cselekvési terv: A fenntartható növekedés finanszírozása, COM(2018) 97 final, 2018.3.8.

⁶ Pénzügyi technológiai cselekvési terv: Egy versenyképesebb és innovatívabb európai pénzügyi ágazat felé, COM (2018) 109 final.

pénzügyi ágazat átalakulása már megkezdődött. A pénzügyi technológia eredményesebben és költséghatékonyabban összekapcsolhatja a páneurópai piacokat és a helyi rendszereket. Ösztönözheti továbbá az Unión belüli innovációt és az uniós tőkepiacok nemzetközi versenyképességét.

Összességében elmondható, hogy az európai tőkepiacok az elmúlt öt évben tovább fejlődtek. A tőzsdén jegyzett uniós társaságok teljes piaci kapitalizációja immár meghaladja a válság előtti szintet, és az uniós első nyilvános részvénykibocsátások aránya a globális piacon belül továbbra is 30 % körül van. A nem pénzügyi vállalkozások által kibocsátott, tőzsdén jegyzett eszközök aránya az EU bruttó hazai termékének körülbelül 36 %-áról (2014) 41 %-ra (2018) nőtt. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok aránya 8 %-ról 10 %-ra emelkedett. Folyamatosan nő az uniós címkézésű befektetési alapok határokon átnyúló forgalmazása is. Ezek a tendenciák a jövőre nézve is kedvező irányú fejlődést ígérnek az európai tőkepiacokon.

**Ábra - Egyes regionális tőkepiacok nagysága (a 2018. 3. negyed-
évben fennálló összegek a GDP arányában)**



* 2017 végén

Forrás: Európai Tőkepiaci Intézet, Európai Központi Bank, Federal Reserve és saját számítások.

Megjegyzések: Noha az EU és az USA piaci nem teljesen összehasonlíthatóak, az ábrából kiderül, hogy a tőkepiacok a 28 tagú EU-ban a GDP mintegy 160 %-át, míg az Egyesült Államokban a GDP 300 %-át teszik ki. Az ábra a pénzügyi és a nem pénzügyi vállalatok részvénytőkepiaci kapitalizációját és kibocsátott kötvényeit mutatja. Az EU 5 legjobb piacának átlaga Hollandia, Svédország, Írország, Dánia és Luxemburg piacának GDP-vel súlyozott átlagát jelenti, sorban 41 %-os, 25 %-os, 17 %-os, 15 %-os, illetve 2 %-os súlyozással.

Jelen állás szerint a Bizottság teljesítette az általa vállaltakat. Előterjesztette a tőkepiaci unió fő építőelemeire vonatkozó javaslatait, amelyek a következő három, egymást kölcsönösen erősítő dimenzió köré csoportosulnak: uniós egységes piac, egyértelmű és arányos szabályozás, valamint hatékony felügyelet. A tőkepiaci unió sikeréhez azonban továbbra is nélkülözhetetlen a tagállamok, valamint a nemzeti és uniós szintű érdekelt felek aktív részvétele. A tőkepiacok megerősítéséhez nemzeti reformokra és intézkedésekre van szükség, és a vállalkozásoknak, a pénzügyi piaci szereplőknek és a befektetőknek maradéktalanul ki kell aknázniuk a kínálkozó új lehetőségeket. Nyilvánvaló például, hogy a nemzeti adórendszerek jellege, valamint a fizetésektelenségi eljárások hatékonysága és időtartama is befolyásolja a határokon átnyúló befektetéseket és tőkeáramlásokat.

Ezeket a kérdéseket az EU az európai szemeszter keretében készülő országjelentésekben vizsgálja, és a Tanács több tagállamnak adott tanácsot vagy hivatalos országspecifikus ajánlást olyan kérdések orvoslásával kapcsolatban, mint a hitelfinanszírozás adóelőnye vagy a fizetésképtelenségi eljárások.

2. A JELENLEGI HIVATALI IDŐ EREDMÉNYEI

A Bizottság előterjesztette azokat a jogalkotási javaslatokat, amelyeket a tőkepiaci unió fő építőelemeinek létrehozása tekintetében a tőkepiaci unióról szóló cselekvési tervben és annak féléves felülvizsgálatában előírányzott⁷. Az alábbiakban bemutatott javaslatok mellett elfogadott más, a tőkepiaci unió szempontjából jelentős kiegészítő javaslatokat is. Ezek közé tartozik a közös társaságiadó-alapról (KTA)⁸, valamint a közös összevont társaságiadó-alapról (KÖTA) szóló javaslat, amelyek kétlépcsős eljárás keretében kerülnek végrehajtásra, továbbá a központi szerződő felek helyreállítására és szanálására irányuló keretrendszerrel szóló javaslat. Emellett a társjogalkotók 2019 februárjában megállapodtak az európai piaci infrastruktúra-rendelet (EMIR) célzott reformjáról, amelynek célja a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek egyszerűbb és arányosabb szabályozása.

A Bizottság 2018 novemberében felszólította a társjogalkotókat, hogy a 2019. májusi európai parlamenti választásokig fejezzék be a tőkepiaci unió fő építőelemeinek kialakítását. **A Bizottság üdvözlí az Európai Parlament és a Tanács politikai elkötelezettségét, amelynek eredményeként eddig tíz javaslatról született politikai megállapodás.**

A szabályozási reform azonban csak a szükséges változtatások egyik része. A Bizottság a jogalkotási program mellett több nem jogalkotási intézkedést is előírányzott a tőkepiaci unióról szóló cselekvési tervben és a féléves felülvizsgálatban. Ezeket a Bizottság mind megvalósította⁹. Az intézkedések önmagukban is nagy jelentőséggel bírnak a befektetői bizalom növelése, a kulcsfontosságú piaci infrastruktúra megerősítése és az új finanszírozási csatornák megnyitása szempontjából.

Nem volt azonban a kezdetekben sem kétséges, hogy a teljes körű tőkepiaci unió megteremtése nem megy egyik napról a másikra. Jóllehet az eddigi intézkedések hatása már jelentkezik, időbe telik, amíg a Bizottság által előterjesztett jogalkotási javaslatok teljes mértékben megvalósulnak, és eredményeik a gyakorlatban is érezhetőek lesznek. Ahhoz, hogy a tőkepiaci uniós reformok valóban a gazdasági és monetáris unió és a tágabb értelemben vett uniós gazdaságot szolgálják, a nemzeti hatóságoknak és a piaci szereplőknek meg kell ragadniuk a bennük rejlő lehetőségeket.

2.1. Az egységes piac maximális kiaknázása: új európai termékek, címkék és termékútvelek

A Bizottság hat jogalkotási intézkedést terjesztett elő a termékekre, a címkékre és termékútvelekre vonatkozó új uniós szabályozás bevezetésére. Ezek közül öt esetben az Európai Parlament és a Tanács a javaslatot elfogadta vagy arról politikai megállapodásra jutott. A fennmaradó egy intézkedés tekintetében sürgős előrelépésre lenne szükség.

⁷ Közlemény – Cselekvési terv a tőkepiaci unió megteremtésére, COM(2015) 468, 2015.9.30.; Közlemény – A tőkepiaci unióról szóló cselekvési terv féléves felülvizsgálata, COM(2017) 292, 2017.6.8.

⁸ A közös társaságiadó-alap a „növekedési és beruházási kedvezmény” (AGI) bevezetésével megoldást kínál arra a jelenlegi problémára, hogy a társaságok adózási okokból előnyben részesítik a hitelfinanszírozást. Az AGI alapján a vállalkozások ugyanakkora adókedvezményt kapnának saját tőkéjük után, mint amekkorában hitelek után részesülnek. A semlegesebb és beruházásbarátabb adózási környezet kialakításával az AGI hozzájárul az erős tőkepiaci unió megteremtéséhez.

⁹ Lásd az SWD(2019) 99 bizottsági szolgálati munkadokumentum 1. mellékletét.

- Az **európai kockázatitőke-alapokról, valamint a szociális vállalkozási alapokról** szóló, a társjogalkotók által 2017 októberében elfogadott rendeletek célja a kockázati tőkére és a szociális projektekre irányuló beruházások fellendítése. E rendeletek megkönnyítik az innovatív kis- és középvállalkozásokba történő befektetést, mivel mérettől függetlenül valamennyi alapkezelő számára kaput nyitnak, valamint kibővítik a befektetési célpontnak számító vállalkozások körét.
- Az értékpapírosítás jogi keretének harmonizálásáról, valamint az **egyszerű, átlátható és egységesített (STS) értékpapírosítások** létrehozásáról szóló, 2017 decemberében elfogadott rendelet hozzájárul az értékpapírosítási piac iránti bizalom kiépítéséhez, a korábbi hibák elkerüléséhez és a bankok mérlegének felszabadításához. A szakpolitikai célok megvalósítása érdekében az EU szabályozási és végrehajtási technikai standardokat dolgoz ki a megújult értékpapírosítási keretrendszer részleteinek meghatározása, valamint a keretrendszer egyértelműségének és következetes alkalmazásának biztosítása céljából. Az értékpapírosítási rendelet mellett módosult a bankokra és a biztosítókra vonatkozó prudenciális keret is: az értékpapírosítási pozíció kockázatahoz immár szorosabban kapcsolódik a megkövetelt szavatoló tőke.
- A **páneurópai magánnyugdíjtermékről** szóló rendelet, amelyről 2018 decemberében született politikai megállapodás, az ezt igénylő polgárok számára Uniószerre elérhető önkéntes nyugdíjterméket vezet be a nemzeti kötelező és foglalkoztatói nyugdíjak kiegészítésére. Ezáltal bővül a polgárok által választható nyugdíj-megtakarítási lehetőségek köre, és az állami és foglalkoztatói nyugellátás kiegészítése segít kezelni az idősödő népesség okozta demográfiai kihívásokat.
- A társjogalkotók 2019 februárjában politikai megállapodásra jutottak a **fedezett kötvényekre vonatkozó közös szabályozásról**. A szigorú nemzeti előírásokon és bevált módszereken alapuló harmonizált szabályozás hozzájárul ahhoz, hogy a fedezett kötvények stabilabb és költséghatékonyabb finanszírozási forrást képezzenek az uniós bankok számára. Ezáltal a bankok könnyebben biztosíthatnak finanszírozást a reálgazdaság számára. Emellett a szabályozás szélesebb körű, biztonságosabb befektetési lehetőséget biztosít a befektetők számára.
- A társjogalkotók 2019 februárjában megállapodtak a **kollektív befektetési alapok határokon átnyúló forgalmazásának megkönnyítéséről** szóló csomagról. Az új szabályozással egyszerűbbé, gyorsabbá és olcsóbbá válik az alapok határokon átnyúló forgalmazása. Átláthatóbbá válnak a nemzeti követelmények, csökken a bürokrácia és összehangoltabbak lesznek az eltérő nemzeti szabályozások. Ezáltal több választási lehetőség áll majd a befektetők rendelkezésére és csökkennek a költségeik, miközben védelmük is biztosított lesz.
- A **közösségi finanszírozásról** szóló rendeletre irányuló, még a társjogalkotók előtt álló javaslatok lehetővé tennék a platformok egységes szabálykészleten alapuló uniós engedélyezését, amelynek alapján a közösségi finanszírozási platformok az EU egész területén nyújthatnák szolgáltatásaikat. A keret könnyebben hozzásegítené egy innovatív finanszírozási formához a forráshiányos vállalkozásokat – különösen az induló vállalkozásokat –, ugyanakkor erős befektetővédelmi intézkedéseket biztosítana.

A vállalkozások finanszírozási csatornáinak bővítése érdekében a Bizottság megvizsgálta a kis- és közepes méretű kölcsönökre, valamint infrastrukturális hitelekre vonatkozó, biztosítékkal fedezett európai befektetési jegy bevezetésének létjogosultságát is. A biztosítékkal fedezett európai befektetési jegy túlmutat a fedezett kötvényeknél használt hagyományos biztosítéktípusokon, mivel esetében biztosítékként felhasználhatók a kis- és középvállalkozásoknak nyújtott kölcsönök és az infrastrukturális hitelek is. A biztosítékkal fedezett európai befektetési jegy tehát – különösen a kis- és

középvállalkozások tekintetében – potenciálisan javíthatja a bankok hitelezési képességét, és ezáltal ösztönözheti a vállalkozások növekedését és a munkahelyteremtést. A további uniós szintű fellépés indokoltságát a Bizottság az Európai Bankhatóság véleménye, a magánszféra érdekelt feleivel folytatott konzultáció és egy megvalósíthatósági tanulmány alapján fogja értékelni.

A lakossági befektetők bizalmának fellendítése érdekében a Bizottság megvizsgálta a befektetési termékek forgalmazását. Ennek során megállapította, hogy a potenciális befektetők számos kihívással szembesülnek. Ezek közül néhányra már megoldást nyújtanak az átláthatóság javítására és a lakossági befektetők védelmének erősítésére irányuló közelmúltbeli uniós jogszabály-módosítások. A Bizottság tovább fogja folytatni a lakossági befektetőkre vonatkozó szabályozási keret hatékonyságának és megfelelőségének nyomon követését és értékelését, többek között a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv, valamint lakossági befektetési csomagtermékekről és a biztosítási alapú befektetési termékekről szóló rendelet felülvizsgálata kapcsán.

A Bizottság számos olyan eszközt is értékelt, amelyek elősegíthetik a lakossági befektetők tőkepiaci részvételét. **A munkavállalói részvénytulajdonosi program részvénybefektetési tapasztalatokkal ruházza fel a lakossági befektetőket. A befektetési célú megtakarítási számlák átlátható feltételeikkel általánosabban tudnak hozzájárulni az adminisztratív terhek csökkentéséhez és tőkepiaci részvételre ösztönözni a befektetőket.** Ezen eszközök kidolgozása terén a Bizottság továbbra is együtt fog működni a magánszektorbeli érdekelt felekkel.

A lakossági befektetések terén **a Bizottság vizsgálja azokat a jelenlegi technológiaalapú digitális eszközöket is,** amelyekkel a magánszemélyek megbízható, átlátható és hiteles módon kereshetnek megfelelő és költséghatékony lakossági befektetési terméket. Egy idén elkészülő tanulmány olyan online digitális eszköz kifejlesztésének lehetséges forgatókönyveit fogja megvizsgálni, amely támogatja a lakossági befektetők befektetési döntéseit.

Végezetül a Bizottság tanulmányt készített a nyugdíjalapok és az életbiztosítók határokon átnyúló befektetéseinek potenciális adózási akadályairól. A tanulmány eredményeit a Bizottság meg kívánja vitatni a tagállamokkal annak érdekében, hogy azok még önként, a Bizottság által tett esetleges jogi lépések nélkül megszüntessék a feltárt akadályokat.

2.2. A vállalkozások és a vállalkozók támogatása világosabb és egyszerűbb szabályozással

A Bizottság öt jogalkotási intézkedést terjesztett elő a vállalkozók, a vállalkozások és a pénzügyi intézmények szabályozásának egyszerűbbé, világosabbá és arányosabbá tételére. Ezek közül négy esetben az Európai Parlament és a Tanács a javaslatot elfogadta vagy arról politikai megállapodásra jutott. A fennmaradó egy intézkedés tekintetében további előrelépésre lenne szükség.

- A **tájékoztatóról** szóló, a társjogalkotók által 2017 júniusában elfogadott rendelet enyhíti a finanszírozási lehetőséget igénylő vállalkozások bürokratikus terheit azáltal, hogy egyszerűen elkészíthető és a befektetők számára könnyen érthető kibocsátási tájékoztatót határoz meg.
- A befektetési vállalkozásokra vonatkozóan a társjogalkotók 2019 februárjában **arányosabb és kockázatrészekezebb szabályozást** fogadtak el. Az új szabályozás egyenlő versenyfeltételeket biztosít a nagy és rendszerszintű pénzügyi intézmények számára, amelyekre a bankokhoz hasonló szabályozás és felügyelet vonatkozik, miközben a nem rendszerszintű befektetési vállalkozásokra egyszerűbb és kevésbé terhes prudenciális szabályokat vezet be. Ez a kiegyensúlyozott megközelítés serkenteni fogja a versenyt és növeli a beruházásokat, miközben megóvja a pénzügyi stabilitást.

- 2018 decemberében politikai megállapodás született a **megelőző szerkezetátalakítás kereteiről, a második esélyről, valamint a szerkezetátalakítási, fizetéseképtelenségi és mentesítési eljárások hatékonyságának növelését célzó intézkedésekről** szóló irányelvről. Az irányelv elő fogja segíteni a pénzügyi nehézségekkel küzdő életképes vállalkozások hatékony szerkezetátalakítását, és csőd után második esélyt biztosít a becsületes vállalkozóknak. Mindez alapvető fontosságú az olyan dinamikus üzleti környezet biztosításához, amely előmozdítja az innovációt, elkerüli a szükségtelen felszámolásokat, megakadályozza a know-how és a munkahelyek elvesztését, és megelőzi a nemteljesítő hitelek felhalmozódását.
- A társjogalkotók 2019 márciusában megállapodtak a kisvállalkozások tőkepiaci finanszírozását megkönnyítő új szabályozásról. A javasolt szabályozás csökkenteni fogja az úgynevezett kkv-tőkefinanszírozási piacokra (a kis kibocsátók számára fenntartott kereskedési helyszínekre) lépő kis- és középvállalkozások bürokratikus terheit azáltal, hogy arányosabb megközelítést vezet be a kis- és középvállalkozások tőzsdei jegyzésének elősegítése érdekében. A javaslat célja továbbá a befektetővédelem és a piaci integritás biztosítása.
- További munkára van szükség ahhoz, hogy megállapodás szülessen a **követelések engedményezésének harmadik felekre kifejtett hatásaira alkalmazandó jogról szóló rendeletjavaslatról**. A rendelet meghatározza, hogy melyik nemzeti jog alkalmazandó határokon átnyúló jellegű követelésengedményezésnél a harmadik felekre gyakorolt hatásokra, és ezáltal nagyban fokozza a jogbiztonságot és előmozdítja a határokon átnyúló befektetéseket.

Hosszú távú befektetőként a reálgazdaság finanszírozásában fontos szerepet töltenek be a biztosítók is azáltal, hogy többet fektetnek be a tőkepiacokra. A **Bizottság elfogadta a Szolvencia II. keretrendszer módosítását a minősített magántőke és a zárt körű kibocsátás keretében keletkezett hitel prudenciális kezelése tekintetében. A Bizottság emellett már elfogadta a biztosítók hosszú távú tőkebefektetéseinek személyre szabottabb prudenciális kezelését is.** A módosításokat a társjogalkotók jelenleg vizsgálják. A változtatások alacsonyabb tőkekövetelményeket vezetnek be a biztosítók minősített magántőke-befektetéseire, különösen azokra, amelyek hosszú távú tőkebefektetésnek minősülnek. A zárt körű kibocsátás keretében keletkezett hitel esetében emellett az új bizottsági szabályozás lehetővé teszi, hogy a tőkekövetelmények kiszámításakor külső minősítések helyett más megoldásokra támaszkodjanak. Ezzel megszűnik a zárt körű kibocsátás keretében keletkezett hitelek hátránya a befektetésre ajánlott vállalati kötvényekhez képest.

A Bizottság felülvizsgálta az uniós vállalatikötvény-piacok működését. A vállalati kötvény a nagyobb vállalatok jelentősebb volumenű hitelfinanszírozásának fontos eszköze. Jóllehet az uniós nem pénzügyi vállalatok vállalatikötvény-kibocsátásai az elmúlt évtizedben bővültek, továbbra is tartogatnak még kiaknázatlan vállalatfinanszírozási lehetőségeket. Az uniós vállalati piacok értékelésére a Bizottság szakértői csoportot hozott létre. Ennek feladata az volt, hogy készítsen több piacra kiterjedő elemzést a vállalatikötvény-piacokról, és fogalmazzon meg ajánlásokat működésük javítására vonatkozóan. A szakértői csoport ajánlásai alapján a Bizottság már meg is tette az első lépéseket: a vállalati kötvények kibocsátóira háruló adminisztratív terhek csökkentése érdekében elfogadta például a kkv-k tőzsdei bevezetését előmozdító jogalkotási javaslatot. A vállalati kötvények piacának értékelése ~ ~ – adott esetben – hozzájárul majd a későbbi uniós jogszabály-felülvizsgálatokhoz is.

A Bizottság elkötelezte magát a zárt körű kibocsátások bevált módszereinek feltérképezése és előmozdítása mellett is. A zárt körű kibocsátás keretében keletkezett hitel piaci bővíthet a tőzsdén

nem jegyzett közép vállalkozások finanszírozási forrásainak körét. Egy tanulmány¹⁰ szerint a jövőben a közép vállalkozások finanszírozásában nagyobb szerephez juthat a zárt körű kibocsátás keretében keletkezett hitelek intézményi befektetőkhez való kihelyezése. A tanulmány rávilágított arra is, hogy az újabb belföldi piacok kialakulásával és a határokon átnyúló tevékenységek bővülésével az EU-ban igen nagy a zárt körű kibocsátás növekedési potenciálja. A tanulmány eredményei alapján a Bizottság arra ösztönzi a tagállamokat, hogy alternatív finanszírozási forrásként támogassák a zárt körű kibocsátások fejlesztését.

Az eddig lezárult bizottsági intézkedéseken túl számos olyan folyamatban lévő fellépés is van, amelyek a Bizottság jövőbeli munkájába épülnek majd be. Ezek közé tartozik az **ellátásilánc-finanszírozásról szóló tanulmány**, valamint a **kkv-elemzések lefedettségi helyzetét és a pénzügyi eszközök piacairól szóló új irányelv kutatási kifizetések szétválasztására vonatkozó szabályainak hatásait értékelő tanulmány**.

Az innovációs potenciál kiaknázása érdekében a Bizottság **szakértői csoportot**¹¹ is felkért az **innovatív üzleti modellek és technológiák szabályozásának értékelésére**. A tanulmányok és vizsgálatok eredményeinek áttekintése még folyamatban van, így az esetleges utánkövetési intézkedésekről már a következő Bizottságnak kell majd döntenie.

A jelenleg végső kísérleti szakaszában járó **Európai Innovációs Tanács** (EIC) az ugrásszerű és diszruptív innovációk igényeihez alkalmazkodva egyablakos rendszerben fogja majd össze a magas potenciállal rendelkező innovátorok által igénybe vehető uniós programokat. Az EIC, amely a következő uniós kutatási és innovációs programmal, a Horizont Európával válik majd teljeskörűen működőképesé, vissza nem térítendő támogatást és (vissza nem térítendő támogatásból és tőkéből álló) vegyes finanszírozást fog biztosítani a nagy kockázatú innováció finanszírozásában fennálló piaci hiányosságok leküzdéséhez és a magánberuházások bevonásához.

Az uniós beruházások ösztönzéséhez elengedhetetlen a beruházási környezet stabilitása. A Bizottság 2018. július 19-én közleményt fogadott el, amelyben ismerteti, hogyan védi az uniós jog a beruházásokat, és miként érvényesíthetik a beruházók az uniós jog szerinti jogait a nemzeti közigazgatási szervek és bíróságok előtt¹².

A beruházások védelme az Achmea-ügyben 2018. március 6-án hozott ítéletre figyelemmel még fontosabbá vált. Az ítélet megerősítette a Bizottság azon álláspontját, hogy az uniós beruházók nem hagyatkozhatnak az EU-n belüli kétoldalú beruházási szerződésekre, és különösen, hogy az e szerződésekben foglalt, beruházó és állam közötti választottbírósi eljárás nem egyeztethető össze az uniós joggal. A Bizottság és a tagállamok közötti párbeszédet követően 2019 januárjában valamennyi tagállam vállalta az EU-n belüli kétoldalú beruházási szerződések felmondását, és a tagállamok többsége elkötelezte magát annak biztosítása mellett, hogy az Energia Charta Egyezmény ne szolgálhasson a beruházó és az uniós tagállamok közötti választottbírósi eljárás alapjaként.

2.3. Az uniós tőkepiacok hatékonyabb felügyelete

A Bizottság két jogalkotási intézkedést terjesztett elő az integráltabb és hatékonyabb tőkepiaci felügyelet biztosítására, amely központi fontosságú a tőkepiaci unió szempontjából, és

¹⁰ Lásd a [zárt körű kibocsátások uniós piacairól szóló bizottsági weboldalt](#).

¹¹ A pénzügyi innováció szabályozási akadályait foglalkozó szakértői csoport.

¹² A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak – Az EU-n belüli beruházások védelme, COM(2018) 547 final.

elengedhetetlen a fokozott pénzügyi integrációhoz és magánszektorbeli kockázatmegosztáshoz. Ezek közül egy javaslatról politikai megállapodás született. A fennmaradó egy intézkedés tekintetében sürgős előrelépésre lenne szükség:

- 2019 márciusában az uniós pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében elfogadásra került a **központi szerződő felek szigorúbb felügyeletéről** szóló átdolgozott szabályozás. Ez a reform kellően szilárd uniós felügyeleti keretet fog biztosítani az uniós központi szerződő feleknél és az uniós ügyfeleknek szolgáltatásokat nyújtó Unión kívüli rendszerszintű központi szerződő feleknél jelentkező kockázatok előrejelzésére és mérséklésére.
- A tárgyalások során számottevő haladás történt **az európai felügyeleti hatóságok** reformja terén, amelynek célja **az európai pénzügyi felügyelet megerősítése és integrálása**, valamint a **pénzmosás és a terrorizmus finanszírozása elleni felügyeleti keret megerősítésére** irányuló javaslat terén, amely 2018 szeptemberében módosította az eredeti javaslatot¹³. **A Bizottság felszólítja az Európai Parlamentet és a tagállamokat, hogy sürgősen érjenek el politikai megállapodást, és készen áll arra, hogy e célból továbbra is minden támogatást megadjon.**

A hatékony felügyelet fontos a lakossági befektetések fellendítéséhez, mivel a megtakarítóknak bízniuk kell abban, hogy a potenciális befektetés a vállalt kockázat mértékéhez képest megfelelő megtérülést biztosít. **A három európai felügyeleti hatóság a Bizottság kérésére 2019 januárjában közzétette** a megtakarítóknak szóló befektetési termékek fő kategóriáinak – pl. kölcsönös befektetési alapok, biztosítások, nyugdíjak és strukturált termékek – **költségeire és teljesítményére vonatkozó első átfogó elemzése eredményeit.** Az első eredmények kiindulási alapot szolgáltatnak a jövőbeli értékelésekhez és a jelentéstételi követelmények továbbfejlesztéséhez, beleértve – adott esetben – az alkalmazási kör bővítését és a módszertan tökéletesítését.

2.4. Fenntarthatósági szempontú finanszírozás

A Bizottság három jogalkotási javaslatot fogadott el annak érdekében, hogy az uniós pénzügyi szektor élen járjon a klímasemleges, erőforrás-hatékonyabb és ellenállóképesebb körforgásos gazdaság felé vezető úton. **Ezek közül kettőről az Európai Parlament és a Tanács politikai megállapodásra jutott. A három jogalkotási javaslat egyike tekintetében további előrelépésre lenne szükség:**

- A társjogalkotók még mérlegelik az egységes **uniós osztályozási rendszer** (taxonómia) bevezetését, amely meghatározná a környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységek körét. Ezáltal egyértelművé válna a befektetők és más gazdasági szereplők számára, hogy mely tevékenységek minősülnek „zöldnek”. A rendszer alapul szolgálna a fenntarthatóság szempontjait érvényesítő pénzügyi termékekre vonatkozó standardokhoz és címkézéshez is. A Bizottság javaslata szerint 2021 végéig értékelnék, hogy helyénvaló-e a taxonómia kiterjesztése más fenntarthatósági célkitűzésekre, különös tekintettel a szociális célkitűzésekre.
- 2019 márciusában politikai megállapodás született a **fenntarthatósági szempontú befektetésekkel és a fenntarthatósági kockázatokkal kapcsolatos közzétételekről** szóló

¹³ A Bizottság javaslatot terjesztett elő az európai felügyeleti hatóságról szóló eredeti javaslat módosítására, amelynek célja a pénzügyi ágazattal kapcsolatos pénzmosás elleni hatásköröknek az Európai Bankfelügyeleti Hatóságon belüli koncentrálása, valamint az EBH megbízatásának megerősítése annak érdekében, hogy az érintett hatóságok hatékonyan és következetesen felügyeljék a pénzmosási kockázatokat, és hogy az érintett hatóságok együttműködjenek és információkat osszanak meg egymással.

rendeletéről. Az új szabályozás alapján az intézményi befektetők következetesebben és egyértelműbben fogják integrálni befektetési döntéshozatali folyamataikba a környezeti, társadalmi és irányítási (ESG) tényezőket. Emellett az ESG szempontú befektetési stratégiák a végső befektetők számára is átláthatóbbá válnak.

- Végezetül a társjogalkotók 2019 februárjában politikai megállapodásra jutottak **az uniós éghajlat-változási referenciaértékekről és a Párizsi Megállapodáshoz igazodó referenciaértékekről** szóló rendeletről. Ez az új piaci szabályozás a vállalatok szénlábnymán alapul, és egyértelműbben tájékoztatja a befektetőket arról, hogy befektetéseik mennyiben járulnak hozzá az éghajlatváltozás elleni küzdelemhez.

A fenntarthatósági szempontú finanszírozással kapcsolatos nem jogalkotási intézkedések közül több szintén jól halad. Ezek közé tartozik a fenntarthatósági szempontú finanszírozással foglalkozó technikai szakértői csoport részéről a környezeti szempontból fenntartható gazdasági tevékenységek meghatározására alkalmazandó taxonómia kidolgozása, amely beépül majd az egységes uniós besorolási rendszerre irányuló bizottsági javaslatához kapcsolódó jogalkotási folyamatba; az éghajlattal kapcsolatos tájékoztatással foglalkozó szakértői csoport jelentése; valamint az uniós zöldkötvény-standarddal kapcsolatos technikai munka. A technikai szakértői csoport jelentése alapján a Bizottság jelenleg aktualizálja és 2019 közepéig közzéteszi a vállalatok által nyújtandó nem pénzügyi tájékoztatásról szóló, nem kötelező erejű iránymutatásokat is. Folyamatban van a pénzügyi termékekre vonatkozó leendő uniós ökocímke kialakításának előkészítése is, valamint az Európai Értékpapírpiaci Hatósággal közösen annak értékelése, hogy a minősítésekbe be kell-e építeni a fenntarthatóság szempontjait. Végezetül az Európai Bankhatóság, az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság és az Európai Rendszerteszti Testület jelenleg vizsgálja a fenntarthatóság prudenciális követelményekbe való beépítésének megvalósíthatóságát.

2.5. Helyi tőkepiacok

A tőkepiaci unió egyik fő célja a helyi tőkepiacok fellendítése. Az erős helyi piacok különösen azon középvállalkozások számára előnyösek, amelyek elég nagyok ahhoz, hogy igénybe vegyék a helyi tőkepiacokat, de túl kicsik ahhoz, hogy más tagállamból vegyenek igénybe tőkét. A földrajzi közelség révén csökkennek a tranzakciós költségek, áthidalhatóbbá válnak a leküzdendő kulturális akadályok, miközben a befektetőknek módjukban áll alaposabban megismerni az általuk pénzügyileg támogatandó vállalkozást. Emellett bővül a helyi megtakarítások produktív felhasználásának lehetősége is.

A helyi tőkepiacok fejlesztéséhez tagállami szintű kiegészítő intézkedések, határokon átnyúló és regionális kezdeményezések, valamint uniós szintű fellépések szükségesek. Nemzeti szinten számos intézkedés zajlik, ideértve a tőkepiac fejlesztésére, az üzleti környezet javítására és a forráshoz jutás nyilvános támogatására irányuló nemzeti stratégiai terveket. Ezekhez a nemzeti kezdeményezésekhez technikai támogatást nyújt a Bizottság Strukturálisreform-támogató Szolgálat. A Bizottság a regionális együttműködést is ösztönzi a piacok megnyitása és a határokon átnyúló kapcsolatok előmozdítása, a külföldi tőzsdéi jegyzések és befektetések megkönnyítése, a piaci infrastruktúrák összekapcsolása és a szabályozás regionális harmonizációja érdekében. Uniós szinten az Európai Beruházási Bank által kínált pénzügyi eszközök által járulnak hozzá a helyi tőkepiacok fejlesztéséhez, hogy bővítsék a pénzügyi termékek elérhetőségét, és orvosolják a kis- és középvállalkozások finanszírozási hiányát.

3. KÖVETKEZTETÉS

A Bizottság megvalósította azokat az intézkedéseket, amelyekre a tőkepiaci unió építőelemeinek létrehozása tekintetében a hivatalba lépésekor és a félidős felülvizsgálat során elkötelezte magát. Ezek a jogalkotási, illetve nem jogalkotási intézkedések fontos lépést jelentenek az olyan hatékonyabb és likvidebb uniós tőkepiacok létrehozása felé, amelyeken a vállalkozások és a beruházók egyenlő feltételek mellett juthatnak piaci finanszírozáshoz, függetlenül attól, hogy az egységes piacon belül fizikailag hol találhatók. Azáltal, hogy tőkepiaci unió határokon átnyúló befektetési és finanszírozási lehetőségeket tesz elérhetővé a befektetők és a vállalkozások számára, javítja a magánszektorbeli kockázatmegosztást, csökkenti a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatokat, és segít mérsékelni az euróövezetben és azon túl jelentkező gazdasági sokkhatásokat. A megfelelően integrált tőkepiacok erősítik az egységes piacot, támogatják a szabad és méltányos kereskedelem programját, és még vonzóbb beruházási célponttá teszik az EU-t a változó és egyre összetettebb geopolitikai környezetben.

A Bizottság a teljes hivatali ideje alatt szorosan együttműködött az Európai Parlamenttel és a Tanáccsal, és számos javaslat tekintetében jelentős előrelépést tett. A még függőben lévő jogszabályok mielőbbi elfogadása szempontjából fontos, hogy a társjogalkotók továbbra is elkötelezettséget tanúsítsanak. A Bizottság ezeket az erőfeszítéseket továbbra is támogatni fogja. A jogszabályokkal önmagukban azonban még nem valósul meg a tőkepiaci unió. Annak kiépítésében létfontosságú szerepet játszanak a tagállamok, a nemzeti hatóságok és a magánszereplők egyaránt.

Jóllehet a bizottsági intézkedések hatása már jelentkezik, időbe telik, amíg eredményeik a gyakorlatban is teljes mértékben érezhetőek lesznek. Nyilvánvaló azonban, hogy az EU-n belüli dinamikus tőkepiaci unió létrehozásához további lépésekre van szükség. Mindenesetre a jövőbeli fellépéseknek tükrözniük kell az Egyesült Királyság uniós kilépésének tőkepiaci hatását, valamint az egyéb rövid és középtávú gazdasági és társadalmi kihívásokat. Ezek közé tartoznak a gazdaság dekarbonizációjából, az éghajlatváltozásból és a technológia fejlődéséből eredő alapvető – és minden bizonnyal rövidesen bekövetkező – változások.

A Bizottság felkéri az Európai Tanácsot, hogy újítsa meg a tőkepiaci unió iránti elkötelezettségét, és a következő stratégiai menetrendjében is támogassa az erre irányuló erőfeszítéseket. Ez alapvető fontosságú az egységes piac, a gazdasági és monetáris unió, az erős euró, és végső soron az EU globális versenyképessége szempontjából.

4. A TŐKEPIACI UNIÓVAL KAPCSOLATOS JOGALKOTÁSI AKTÁK HELYZETÉNEK ÁTTEKINTÉSE

SZAKPOLITIKA MEGNEVEZÉSE	 Európai Parlament	 Az Európai Unió Tanácsa
	TŐKEPIACI UNIÓ	
Értékpapírosítás	Elfogadva	Elfogadva
Kibocsátási tájékoztató	Elfogadva	Elfogadva
Európai kockázattőke-alap (EuVECA)	Elfogadva	Elfogadva
Páneurópai magánnyugdíjtermék (PEPP)	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
Fedezett kötvények	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
Közösségi finanszírozás	Tárgyalási meghatalmazás	Nincs megállapodás
Kollektív befektetési alapok határokon átnyúló forgalmazása	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
A befektetési vállalkozások felülvizsgálata	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
Megelőző szerkezetátalakítási, második esélyt nyújtó és hatékonysági eljárások	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
A kkv-tőkefinanszírozási piac előmozdítása	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
A követelések engedményezésének harmadik felekre kifejtett hatásaira alkalmazandó jog	Tárgyalási meghatalmazás	Nincs megállapodás
Az európai felügyeleti hatóságok felülvizsgálata, beleértve a pénzmosás elleni szabályozás megerősítését	Tárgyalási meghatalmazás	Tárgyalási meghatalmazás
Európai piaci infrastruktúra-rendelet (felügyelet)	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
FENNTARTHATÓSÁGI SZEMPONTÚ FINANSZÍROZÁS		
Fenntarthatósági szempontú finanszírozás: Taxonómia	Nincs megállapodás	Nincs megállapodás
Fenntarthatósági szempontú finanszírozás: Közzétételek	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
Fenntarthatósági szempontú finanszírozás: Alacsony szén-	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás

EGYÉB, A TŐKEPIACI UNIÓ SZEMPONTJÁBÓL RELEVÁNS JAVASLATOK

Közös összevont társaságiadó-alap	A jelentés elfogadva	Nincs megállapodás
Európai piaci infrastruktúra-rendelet (REFIT)	Politikai megállapodás	Politikai megállapodás
A központi szerződő felek helyreállítása és szanálása	Tárgyalási meghatalmazás	Nincs megállapodás
