

dr. Csáky Krisztián:

Tőkepiaci Unió – újabb lépések az egységes európai tőkepiac felé?

2014. júliusában Jean-Claude Juncker a Bizottság frissen kinevezett elnöke programjában hirdette meg a Tőkepiaci Uniót, amelyről akkor még keveset lehetett tudni. Már akkor is ismertek voltak a Tőkepiaci Unió fő céljai: a gazdaság tőkepiaci finanszírozásának fellendítése érdekében a tőkepiacok továbbfejlesztése és integrálása, emellett a banki finanszírozással szemben megfelelő alternatíva nyújtása és az Európai Unió befektetés vonzó képességének javítása, amiben kiemelt szerepet kapna a KKV-k tőkepiaci finanszírozása, mivel az induló és innovatív KKV-k gazdaságélénkítő és munkahelyteremtő képessége jelentős hatással lenne az EU gazdaságára.

Ezt követően a Tőkepiaci Unió a Juncker Bizottság által 2014 novemberében meghirdetett Európai beruházási terv fontos közép- és hosszú távú alkotóelemeként lett meghatározva. A Bizottságon belül a Tőkepiaci Unió fő felelőse Jonathan Hill biztos, akinek a pénzügyi stabilitás és a pénzügyi szolgáltatások mellett a Tőkepiaci Unió képezi a legfontosabb feladatát. 2015 februárjában a Bizottság egy részletes konzultációs dokumentumot (Zöld Könyv) jelentetett meg, amelyben vázolta a Tőkepiaci Unióval kapcsolatos főbb elképzeléseit, egyben kérte a piaci szereplők, szakmai szervezetek, szabályozó és felügyeleti hatóságok álláspontját a meghatározott célok és az azok eléréséhez tervezett lépésekkel kapcsolatban. A Zöld Könyvvel párhuzamosan a Bizottság külön konzultációt folytatott két kiemelt témával: a tájékoztatókról szóló irányelv felülvizsgálatával és a minősített értékpapírosítással kapcsolatban. A Zöld Könyv keretein belül lefolytatott írásos konzultációt követően (az ennek keretében érkezett véleményeket június 10-én hozták nyilvánosságra) a Bizottság június 8-án nyilvános meghallgatást is tartott a témába. A Bizottság az összes vélemény figyelembevételével fogja véglegesíteni prioritásait, és szeptemberre ki fog dolgozni egy részletes Akció Tervet, amely már tartalmazni fogja azokat a konkrét lépéseket, amelyeket az előre meghatározott menetrend szerint a Bizottság meg kíván valósítani. A Bizottság az Akció Terv véglegesítéséig várja a Tőkepiaci Unióval kapcsolatos további ötleteket és felvetéseket. A nyilvános meghallgatás alapján elmondható, hogy a piaci szereplők általánosságban egyetértenek a Bizottság rövid távú prioritásaival, de rövid időn belüli lépéseket szeretnének látni olyan további területeken is, mint például az alternatív finanszírozási formák. Az Akció Terv mellett még idén egy, a lakossági pénzügyi szolgáltatásokról szóló Zöld Könyvet is tervez készíteni a Bizottság.

A Tőkepiaci Unió célkitűzései

A kitűzött célok megértéséhez mindenféleképpen szükséges látni azt, hogy az EU sok tekintetben a világ fejlett és összetett (elsősorban az amerikai) tőkepiacaival hasonlítja össze az európai tőkepiacok méretét és struktúráját. A Bizottság által megfogalmazott főbb észrevételek a következők: az európai pénzügyi szektorban hagyományosan a banki finanszírozás a meghatározó, ugyanakkor a banki hitelezés feltételrendszere szigorodik. A pénzügyi válság óta az európai tőkepiacok mérete csökken, és nemzetközi összehasonlításban a GDP-hez mért arányuk még mindig alacsony (ráadásul e tekintetben az EU-n belül is jelentős eltérések mutatkoznak). A KKV szektor komplett finanszírozása kizárólagosan a bankszektoron keresztül nem valósítható meg. A kockázati tőkebefektetések még mindig alacsony szinten mozognak és a korábbi állapothoz képest jelenleg visszaszorultak az ilyen irányú magántőke befektetések. A lakossági befektetők tőkepiaci befektetései szintén kis volumenűek és azok is elsősorban a saját tagállamuk tőkepiacára irányulnak.

A fentiekre tekintettel a Zöld Könyvben a Bizottság alapvetően hat elrendő célt tűzött ki a Tőkepiaci Unió kapcsán: 1) egységes tőkepiac megteremtését a határon átnyúló befektetések előtt álló akadályok felszámolásával; 2) az európai gazdaság finanszírozásának javítását; 3) a finanszírozási csatornák kibővítését a tőkepiac erősítésével és a finanszírozás költségeinek csökkentésével; 4) a tőkepiacok fellendítése által a gazdaság élénkítését és munkahelyek teremtését; 5) a KKV-k tőkepiaci finanszírozásának könnyebbé tételét és 6) az EU befektetővonzó- és versenyképességének javítását.

A Tőkepiaci Unió megteremtéséhez vezető lépések

A Tőkepiaci Unió vonatkozásában a Bizottság különbséget tesz a *rövidtávú prioritások* és a *hosszabb távú lépések* között. A *rövid távú prioritások* közül több témában már a Zöld Könyv megjelenését megelőzően is folyt előkészítő munka, így ezeknél a legvalószínűbb, hogy a Bizottság rövid távon konkrét eredményeket fog majd tudni felmutatni:

- 1) *Minősített értékpapírosítás szabályozása.* A pénzügyi válságot követően az európai értékpapírosítási piac (az amerikaihoz hasonlóan) jelentősen visszaesett, annak ellenére, hogy az ilyen európai nem-teljesítő eszközök aránya messze elmaradt az amerikaiakétól. Az értékpapírosítás fellendülése előnyös lenne a KKV-k, mint hitelfelvevők; a bankok, mint hitelezők; általában az intézményi befektetők és az EKB számára is. Egyes értékpapírosítással kapcsolatos szabályozási elemek jelenleg is megjelennek az európai szintű banki és biztosítási szabályokban, azonban az európai minősített értékpapírosítás önálló szabályozási koncepció lenne, amely az egyszerű, átlátható és szabványos értékpapírosítási eszközökön alapul. A magyar hatóságok jelenleg is dolgoznak a magyar értékpapírosítási szabályozás kialakításán, amelynek majd figyelemmel kell lennie az európai minősített értékpapírosítással kapcsolatos fejleményekre is.
- 2) *A tájékoztatókra vonatkozó szabályok felülvizsgálata.* A Bizottság a felülvizsgálat során azon kérdésekre kíván választ kapni, hogy mikor van szükség feltétlenül a kibocsátói tájékoztatóra, hogyan lehet ésszerűsíteni a tájékoztatók engedélyezési folyamatát, és egyszerűsíteni a tájékoztatóban szereplő információkat. Az ESMA (az MNB részvételével) jelenleg is dolgozik egy, a tájékoztatók engedélyezési gyakorlatával kapcsolatos felmérésen, amely hasznos információt fog szolgáltatni a Bizottság részére az irányelv felülvizsgálata során.
- 3) *KKV-kra vonatkozó hitelinformációk egységesítése.* Egy egységes európai rendszer kialakítása szélesebb befektetői kör számára tenné elérhetővé a KKV-kra vonatkozó hitelinformációkat / hitelbírálati minősítéseket, ráadásul támogatná a KKV-hitelek refinanszírozását szolgáló pénzügyi eszközök, így például a kkv-értékpapírosítás fejlődését. Itt érdemes megemlíteni, hogy a Bizottság mellett működő szakértői testület: az Expert Group on Credit Histories (EGCH) 2009-ben még nem javasolta az egységes európai hitelinformációs rendszer felállítását, de az egyes nemzeti rendszerek közötti együttműködés javítását több szempontból is indokoltnak tartotta. 2015-ben ez a szakértői munka folytatódna a KKV-kra koncentrálva.
- 4) *Hosszú távú finanszírozás elősegítése.* Az erre irányuló munka egyik központi eleme az Európai Parlament és a Tanács 2015/760/EU számú, az európai hosszú távú befektetési alapokról (EHTBA) szóló rendelete, illetve annak megfelelő végrehajtása. Egy másik kulcsfontosságú elem az Európai Stratégiai Beruházási Alap (ESBA), amelyről a Tanács és a Parlament május 28-án ideiglenes megállapodást ért el, és amely a következő három év során legalább 315 milliárd euró köz- és magánberuházást fog mozgósítani a gazdaságban. E két konkrét javaslaton kívül azonban további lépések is szükségesek a hosszú távú befektetések ösztönzése érdekében.
- 5) *Zártkörű kibocsátások páneurópai piacának kialakítása.* A páneurópai zártkörű kibocsátási piacok kialakulását és fejlődését gátló tényezőnek tartja a Bizottság a nemzeti fizetésképtelenségi jogsza-

bályok közötti eltéréseket, valamint a szabványos eljárások/dokumentációk, és a kibocsátók hitelképességére vonatkozó információk hiányát. A szabványos eljárások/dokumentációk hiánya tekintetben a Bizottság elsősorban piaci kezdeményezésekre számít (mint a zártkörű kibocsátások közötti piaci gyakorlataira, elveire és egységes dokumentációjára vonatkozó piaci útmutató).

A hosszabb távon teendő lépéseket a Bizottság három fő terület köré csoportosítja: 1) a forráshoz jutás javítását valamennyi európai vállalkozás (különösen a kkv-k) és a beruházási projektek (például infrastrukturális beruházások) számára; 2) a befektetői oldal kiterjesztését és diverzifikálását és 3) a piacok működésének hatékonyabbá és eredményesebbé tételét. Fontos kiemelni, hogy ezen területeken a Bizottság nem csak és kizárólag szabályozással kívánja elérni a kitűzött célokat, hanem akár alternatív eszközök alkalmazása révén.

A forráshoz jutás javításának lehetőségét a Bizottság egyrészt a *transzparencia fejlesztésében és a nyilvános, összehasonlítható információk* (pl. hitelinformációk) *elérhetővé tételében* látja. Ennek keretében például a nemzetközi pénzügyi beszámolási standardok (International Financial Reporting Standards - IFRS) multilaterális kereskedési rendszereken jegyzett KKV-k általi alkalmazása szintén elősegítheti a befektetők szélesebb köre számára elérhető, összehasonlítható információk rendelkezésre állását. Ugyanígy az infrastrukturális projektekre vonatkozó információk központi elérhetővé tétele szintén segíthetné a befektetők tájékozódását. A *forráshoz jutást* segíthetné az európai szintű *standardizálás*, például a fedezett kötvények, a vállalati kötvénykibocsátás és a környezetvédelmi, társadalmi és vállalati irányítási célok iránt elkötelezett befektetések (ESG) vonatkozásában. De szintén a forráshoz jutást támogatnák az olyan innovatív, alternatív finanszírozási eszközök térnyerése, mint a közösségi finanszírozás.

A befektetői oldal kiterjesztése és diverzifikálása keretében a Bizottság azt vizsgálja, hogy miként lehet fokozni az intézményi, lakossági és nemzetközi befektetéseket a tőkepiacokon. Az *intézményi befektetők* között a befektetési alapok, nyugdíjpénztárak és a biztosítók érdemelnek külön figyelmet. Fontos felülvizsgálni a vonatkozó európai szabályozási keretrendszert, és szükség esetén fel kell számolni azon korlátokat, amelyek gátolhatják, vagy olyan új elemeket kell kialakítani, amelyek segíthetik a minél nagyobb volumenű és minél szélesebb körű befektetéseket, különösen a hosszú távú, valamint a KKV szektort és az infrastrukturális projekteket támogató befektetések vonatkozásában. A kockázati tőke szerepének megerősítése érdekében a Bizottság egyrészt az európai kockázati tőke-alapokra és az európai szociális vállalkozási alapokra vonatkozó támogató szabályozási környezetet, illetve az induló vállalkozásoknál intenzívebb kockázati tőke jelenlétet támogatna. A *lakossági befektetők* a tőkepiacokon leginkább befektetési jegyeket vesznek, de még ez is alacsony szintnek tekinthető, ezért az elérhető választék növeléséhez a Bizottság a határon átnyúló jelenlét és verseny fokozását támogatja. A lakossági befektetők tőkepiaci befektetéseihez magas szintű bizalom, fogyasztóvédelem és fogyasztó tudatosság lenne szükséges. Ebben az ESA-knak is fontos szerepük lehetne. A *nemzetközi befektetőket* elsősorban a nyitott, globálisan is versenyképes, jól szabályozott és integrált tőkepiaccal lehet az EU-ba csábítani. Az EU kereskedelmi és beruházási politikájának megfelelően támogatnia kell a harmadik országból érkező befektetéseket és minél szélesebb körben lehetővé kell tenni az EU-s pénzügyi termékek harmadik országok felé történő értékesítését.

A piacok működésének hatékonyabbá és eredményesebbé tétele keretében fontos hangsúlyt kap a már kialakított Egységes Európai Szabálykönyv egységes alkalmazása és magas szintű felügyeleti konvergencia megteremtése. Az egységes szabályrendszer feltétele, hogy a még létező nemzeti opciók, diszkréciók és többletelírások leépítésre kerüljenek. Ugyanígy a határon átnyúló szolgáltatások esetleges akadályait is szükséges megszüntetni. A Bizottság továbbra is nagy hangsúlyt kíván fektetni az európai versenyszabályok betartatására. A megfelelő minőségű adatok és adatszolgáltatás létezése szintén alapvető fontosságú a tőkepiaci integráció szempontjából. A piaci infrastruktúrára (különösen azok helyreállítására és szanálására) vonatkozó szabályozásnak és az értékpapírjognak megfelelően kiszámítható és biztos hátteret kell biz-

tosítaniuk a tőkepiacok számára, emellett kiemelt szerepük van a biztosítékokra és a részvényesi jogokra vonatkozó előírásoknak is. A Bizottság több tekintetben is előrelépést tart szükségesnek a vállalatirányítás, a kisebbségi jogok, a társasági jog (pl. határon átnyúló kérdések, társasági átalakítás, alkalmazandó jog, felszámolás), az adózás területén, annak ellenére, hogy ezekben a témákban a korábbi európai szintű javaslatok nem tekinthetők sikeresnek. A szabályozásnak szintén figyelemmel kell lennie a tőkepiacokon bekövetkezett technológiai fejlesztésekre és megfelelő módon támogatnia kell azokat.

Időzítés

A Zöld Könyv a Tőkepiaci Unió megvalósítása tekintetében a 2019-es dátumot határozta meg, azonban tekintettel arra, hogy a Bizottság is külön számol a rövidtávú prioritásokkal és a hosszabb távon megvalósítandó lépésekkel, ezért az Akció Tervben minden konkrét feladathoz külön céldátum fog tartozni.

A Tőkepiaci Unió által jelentett kihívások

Általánosságban elmondható, hogy a Zöld Könyv egyes célkitűzései jelentős kihívásnak tekinthetőek, hiszen pl. a befektető kör szélesítése: a lakossági befektetők nagyobb mértékű bevonása csak alapvető szemléletváltás és megfelelő támogató programok mellett lehetséges. Ugyanígy egy sor olyan jogharmonizációs lépés (pl. csődjog, társasági jog, adójog, értékpapírjog), ahol az eddigi európai szintű próbálkozások sikertelenek voltak, csak megfelelő politikai támogatottság mellett tűnnek megvalósíthatónak. A leglátványosabb eredmények valószínűleg az intézményi befektetői kör tőkepiaci jelenlétének fokozásával és a KKV szektor számára kínált finanszírozási formák fejlesztésével és támogatásával érhetőek el.

A Tőkepiaci Unió egyelőre semmiféleképpen sem tekinthető egy, a tőkepiacon megvalósuló 'Bankunió'nak', bár vannak olyan álláspontok is, amelyek hosszabb távon látnak esélyt egy jóval koncentráltabb és egységes európai felügyelet alá tartozó tőkepiac kialakulására. Emellett a Tőkepiaci Unió az EU összes tagja tekintetében kerülne kidolgozásra és nem csak az eurózóna tagjai részére. A magyar gazdaság és tőkepiac szempontjából a Tőkepiaci Unió kapcsán kiemelkedő fontosságúnak tekinthető az, hogy a Tőkepiaci Unió megfelelően figyelembe vegye a kis és kevésbé fejlett tőkepiacok érdekeit is, illetve, hogy a tőkepiacoknak nem feltétlenül a banki finanszírozás kiszorítására és felváltására kell törekedniük, hanem a finanszírozást keresők számára a legalkalmasabb finanszírozási formát kell kínálniuk.

„Szerkesztett formában megjelent az Mfor.hu oldalon 2015. július 6-án.”