

Brüsszel, 2013.4.9.
COM(2013) 150 final/2

Corrigendum:
Correction de la fonte d'un paragraphe (après le cadre contenant les questions 6, 7, 8 et 9).
Concerne toutes les langues.

ZÖLD KÖNYV

AZ EURÓPAI GAZDASÁG HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁSA

(EGT-vonatkozású szöveg)

{SWD(2013) 76 final}

1. BEVEZETÉS

Európa azzal a sürgető kihívással néz szembe, hogy visszaállítsuk az Uniót az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedési pályára, munkahelyeket teremtsünk és azokra a területekre építsünk, ahol versenyelőnyben vagyunk, ezzel javítva versenyképességünket a globális piacon.

Ennek megvalósítása során Európa nagy volumenű, hosszú távú beruházási szükségletekkel szembesül, az Európa 2020 stratégiában meghatározott prioritásokkal¹, az iparpolitikáról szóló közlemény 2012. évi frissített változatával², az Innovatív Unió kezdeményezéssel³ és az Európai Hálózatfinanszírozási Eszközzel összhangban⁴. A hosszú távú beruházás a hosszú élettartamú tőke felhalmozása, amely magában foglalja az innovációt és a versenyképességet előmozdító materiális javakat (mint az energia-, a közlekedési és a távközlési infrastruktúra, az ipari és a szolgáltató létesítmények, a lakhatással és az éghajlatváltozással kapcsolatos, valamint az ökoinnovációs technológiák) és az immateriális javakat (mint az oktatás és a kutatás-fejlesztés) egyaránt. Számos ilyen beruházás szélesebb körű társadalmi előnyökkel is jár, mivel a létfontosságú szolgáltatások támogatása és az életszínvonal emelése révén nagyobb megtérülést hoz a társadalom egésze számára. Hatásukat azonban már rövid távon is érzékelhetjük. E beruházások lehetővé teszik a vállalkozások és a kormányok számára, hogy kevesebb erőforrással többet termeljenek, ezzel válaszolva az új gazdasági, társadalmi⁵ és környezetvédelmi kihívásokra, megkönnyítve a fenntarthatóbb gazdaságba való átmenetet, és növelve a gazdaság termelési és ipari kapacitását. Az éghajlatváltozás terén mutatkozó tendenciák és a természeti erőforrások kimerülése még jobban kiemelik a fenntartható növekedés jelentette kihívást, mivel a karbonszegény energiába, az energia- és erőforrás-hatékonyságba és infrastruktúrába történő több hosszú távú beruházást tesznek szükségessé, ami összhangban áll az éghajlatváltozás két foknál alacsonyabb mértékűre történő korlátozására, valamint a gazdasági növekedésnek az erőforrások felhasználásától való függetlenítésére irányuló politikai célkitűzéssel.

E hosszú távú beruházások finanszírozása érdekében a kormányoknak és a különböző méretű vállalkozásoknak kiszámítható, hosszú távú finanszírozáshoz kell hozzájutniuk. A gazdaság azon kapacitása, hogy e hosszú távú finanszírozást elérhetővé tegye, attól függ, hogy a pénzügyi rendszer nyílt versenypiacok révén képes-e a kormányok, vállalkozások és háztartások megtakarításait eredményesen és hatékonyan a megfelelő felhasználókhoz és felhasználásokhoz irányítani. Ez megvalósítható különféle közvetítőkön (például bankok, biztosítók és nyugdíjalapok) keresztül vagy a tőkepiacokhoz való közvetlen hozzáféréssel. Ez a zöld könyv e folyamat működésére összpontosít. Annak előfeltételeként, hogy a hosszú távú finanszírozást ésszerű költségek mellett lehessen a megfelelő helyre irányítani, a gazdaságnak megtakarításokat kell létrehoznia és bevonania. A kormányzati szakpolitikák ezt szilárd költségvetési politika, hatékony adórendszerek és vállalkozásbarát környezet révén tudják előmozdítani, ami növeli a gazdaság vonzerejét a beruházások számára, ideértve a külföldi beruházásokat is.

¹ Lásd http://ec.europa.eu/europe2020/index_hu.htm

² Lásd <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:HU:PDF>.

³ Lásd <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:HU:PDF>.

⁴ Lásd http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf.

⁵ A „Szociális beruházás a növekedés és a kohézió érdekében” című bizottsági közlemény (COM(2013) 83) hangsúlyozza, hogy a tagállamoknak a szociális területen jobban ki kell használniuk az innovatívabb finanszírozási megközelítéseket, akár a magánszektor részvételén keresztül.

A hosszú távú finanszírozási folyamat megfelelő működése központi szerepet játszik a gazdaság szerkezeti reformjainak alátámasztásában és abban, hogy a gazdaság visszaálljon a hosszú távú növekedési pályára. Hosszú távú finanszírozásra ezenkívül a vállalkozások teljes életciklusa során szükség van, mivel ez segíti a vállalkozás beindítását és lehetővé teszi, később pedig fenntartja a növekedést. A hosszú távú finanszírozás támogatja a vállalkozások átalakulását életciklusuk során. Ehhez a különböző pénzügyi eszközök és folyamatok ismeretére és hozzáférhetőségére van szükség. A hosszú távú finanszírozás ezenkívül segíti a kivitel finanszírozását is, és így hozzájárul a külső versenyképesség javításához is. Nemzetközi szinten a G20-ak is felismerték a hosszú távú finanszírozás jelentőségét a növekedés és a munkahelyteremtés szempontjából⁶.

A pénzügyi válság hatást gyakorolt az európai pénzügyi szektor azon képességére, hogy a megtakarításokat a hosszú távú beruházási igényekhez irányítsa. Mindenekelőtt a pénzügyi válság és a jelenlegi gyenge makrogazdasági helyzet olyan légkört teremtett, amelyre – különösen a pénzügyi nyomás alatt álló tagállamokban és a kkv-k számára – a bizonytalanság és a kockázatkerülés jellemző. A pénzügyi válság csökkentette a bankok arra való képességét, hogy hosszú lejáratú kölcsönöket nyújtsanak, mivel csökkenteniük kell a tőkeáttételt a múltban elkövetett túlzások korrigálása érdekében. Ugyanakkor a válság negatív hatást gyakorolt a hitelfelvevők és az intézményi befektetők bizalmára és kockázatvállalási hajlandóságára is.

A válság egyik fő tanulsága, hogy a pénzügyi stabilitás és a piacokba vetett bizalom helyreállításához a pénzügyi szektor megfelelő szabályozására és felügyeletére van szükség. Szélesebb körű szakpolitikai válasz részeként helyénvaló biztosítani, hogy az új szabályozási és felügyeleti keret részletes kalibrálása a legeredményesebben tegye lehetővé a pénzügyi szektor számára a reálgazdaság támogatását, a pénzügyi stabilitás veszélyeztetése nélkül.

A pénzügyi válság utáni időszakot tekintve fontos kérdés, hogy Európa hagyományosan nagymértékű függése a bankok általi közvetítéstől a hosszú távú beruházások finanszírozása terén átadja-e majd a helyét egy olyan diverzifikáltabb rendszernek, amelyben a közvetlen tőkepiaci finanszírozás jelentősen nagyobb részt tesz ki, és amelyet az intézményi befektetők és az alternatív pénzügyi piacok nagyobb mértékű részvétele jellemez. Nem kétséges, hogy kockázatkezelési képességeik, valamint a vállalkozásokra vonatkozó helyi ismereteik és a vállalkozásokhoz fűződő kapcsolataik miatt a bankok továbbra is fontos szerepet fognak betölteni a hosszú távú beruházások csatornázásában. Ugyanakkor azonban bizonytalan, hogy a kereskedelmi bankok a korábbi szinten folytatják-e majd azt a gyakorlatot, hogy a hosszú távú eszközöket lejáratig tartják.

A bankok kisebb szerepe a hosszú távú hitelezés terén új igényeket és lehetőségeket nyit meg más pénzügyi intézmények és a piaci alapú közvetítés előtt a finanszírozás hosszú távú beruházásokhoz történő irányítása terén. Az intézményi befektetők és a piacok e hiány betöltésére való képessége azonban több feltételtől függ. A prudenciális szabályozási keret megfelelő kalibrálása mellett sokan azt állítják, hogy a számviteli elvek, az értékelési módszerek és az eszközközvetítők magatartása többletköltségekhez és rosszul kialakított ösztönzőkhöz vezet. Ezenkívül az európai vállalatikötvény-, részvény- és értékpapírosítási piacok más gazdaságokhoz képest viszonylag alulfejlettek, és a nem banki finanszírozás nagyrészt továbbra sem hozzáférhető a kkv-k számára.

A hosszú távú finanszírozás eredményes és hatékony közvetítési csatornáinak biztosítása összetett és többdimenziós feladat. E zöld könyv célja, hogy széles körű vitát

⁶ Lásd <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>.

kezdemenyezzon arról, hogyan mozdítsuk elő a hosszú távú finanszírozás kínálatát és hogyan javítsuk és diverzifikáljuk a hosszú távú beruházások európai pénzügyi közvetítési rendszerét. Mint az a konzultáció keretében feltett kérdésekből is megállapítható, e vitának figyelembe kell vennie a különböző pénzügyi piaci szereplők jellegzetességeit, és foglalkoznia kell az előfeltételek változatos köréhez kapcsolódó kérdésekkel is. A konzultációs kérdésekre adott válaszok hozzájárulnak majd a hosszú távú finanszírozás korlátainak a Bizottság általi további értékeléséhez, amelynek célja az ezen akadályok leküzdését szolgáló lehetséges szakpolitikai intézkedések megállapítása. A lehetséges következő lépések különböző formákat ölthetnek: egyes területeken új vagy kiigazított szabályozásra lehet szükség, míg más területeken az uniós szint az erősebb koordináció ösztönzésében és a legjobb gyakorlatok előmozdításában játszhat szerepet, vagy az európai szemeszter keretében az egyes tagállamokra vonatkozó konkrét nyomon követésben. E zöld könyvet bizottsági szolgálati munkadokumentum kíséri, amely részletesebben bemutatja az alapul szolgáló elemzést.

2. A HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁS KÍNÁLATA ÉS A HOSSZÚ TÁVÚ BERUHÁZÁS JELLEMZŐI

A gazdaság azon kapacitása, hogy finanszírozást biztosítson a hosszú távú beruházásokhoz, a megtakarítások generálására és a közvetlen külföldi befektetés (a továbbiakban: kkb) ösztönzésére és megtartására való képességétől függ.

Hosszú távú finanszírozást különböző szereplők biztosíthatnak, így a kormányok, a vállalkozások és a háztartások. A kormányok és a vállalkozások emellett a hosszú távú finanszírozás iránti keresletet is támasztanak. Európában a beruházások vagy megtakarítások GDP-hez viszonyított aránya egyaránt 20 % körül van, ami más régiókhoz képest kedvező. Ez az átfogó kép azonban elfedi azt a tényt, hogy a magánbefektetések 2011-ben jóval a 2007-es szint alatt maradtak, és ez a csökkenés négyszer több volt, mint a reál GDP csökkenése ugyanebben az időszakban⁷. A gyenge makrogazdasági helyzet és kilátások következtében jelenleg mind a megtakarításokkal rendelkezőket, mind a befektetőket nagyfokú bizonytalanság, kockázatkerülés és a bizalom hiánya jellemzi. Ez tartós hatásokkal járhat, további állandó akadályokat teremtve a hosszú távú finanszírozás kínálatára előtt, valamint a keresletet is érintheti:

- **Kormányok:** az adóztatásból és az államadósságból eredő állami források kulcsszerepet játszanak a hosszú távú beruházások finanszírozásában, tekintettel a kormányzati beruházásokhoz gyakran kapcsolódó pozitív externáliákra és a magánberuházásokkal való komplementaritásukra. Míg a kormányok mindig kulcsfontosságú szerepet fognak betölteni a közjavak és a közhasznú infrastruktúra szolgáltatásában, régóta kihívást jelent a kiadások nagyobb hatékonyságának biztosítása a rendszeresebb költség-haszon elemzésen és a projektek körültekintő kiválasztásán keresztül. Emellett a támogatások vagy kölcsönök formájában biztosított állami forrásokat arra használják, hogy támogassák a magánszektor hosszú távú beruházásait az olyan területeken, ahol a piaci hiányosságok a magánszféra általi finanszírozás és/vagy beruházás optimálisnál alacsonyabb szintjéhez vezettek. Ezeken a területeken az állami források nem helyettesíthetik a magánfinanszírozást, azonban segíthetnek annak katalizálásában és a kapcsolódó kockázatok kezelésében;

⁷ Lásd McKinsey Global Institute (2012).

- **Vállalkozások:** A vállalkozások a beruházásokat vagy saját forrásaikból finanszírozzák, vagy a pénzügyi rendszert veszik ehhez igénybe. A visszafogott kereslet és a piaci bizonytalanságok hatást gyakoroltak a vállalkozások bevételeire. Ugyanakkor még inkább visszaestek a vállalkozások általi beruházások, ami bizonyos tagállamokban – különösen a nagyvállalkozások részéről – a belső megtakarítási állomány növekedéséhez vezetett – a nagy cégek készpénz- és egyéb likvid eszközeinek állománya a becslések szerint 2009 és 2011 között körülbelül négy százalékponttal nőtt⁸. Sok kkv azonban folyamatos likviditási hiánnyal is küzd;
- **Háztartások:** a háztartások jelentik a beruházások fedezetét biztosító finanszírozás fő forrását. A háztartások által leginkább előnyben részesített pénzügyi eszköz azonban a rövid távú megtakarítás. Így például a 2000–2010 közötti időszakban a háztartások nyolc százalékponttal csökkentették részvénybefektetéseik pénzügyi eszközeikben képviselt arányát⁹. A háztartások általában előnyben részesítik a likviditást és a könnyű visszaválthatóságot, valamint a stabilitást, és jelenleg a kockázatkerülés is széles körben elterjedt. Ezért több hosszú távú megtakarítás mobilizálására van szükség; és
- **Külső finanszírozás:** A hosszú távú projektek finanszírozásának egy másik hagyományosan fontos forrását továbbra is a kkv jelenti. A válság ellenére az EU-ba irányuló kkv-beáramlás a legutóbbi évek meredek csökkenése után 2011-ben helyreállt. Az Unión belüli kkv-áramlások 2011-ben elérték a 242 milliárd EUR-t, ami a 2010-es szinthez képest 13 %-os növekedést jelent. Az Unión belül jelentős eltérések vannak az egyes országok között.

Bármely gazdaság hosszú távú növekedési kilátásai többek között attól függnek, képes-e a pénzügyi szektor a megtakarítások fent említett forrásait **termelő beruházásokhoz** irányítani. E zöld könyv a hosszú távú beruházással a hosszú élettartamú materiális és immateriális tőke felhalmozásának értelmében foglalkozik. A hangsúlyt tehát (a pénzügyivel szemben) a működőtőkére helyezzük, a nemzeti számlák rendszerének koncepciójához hasonlóan, ahol a beruházást bruttó állóeszköz-felhalmozásként határozzák meg. A működőtőke-felhalmozást a pénzügyi válság súlyosan érintette, és a beruházási szintek számos uniós országban még mindig nem érik el a válság előtti szintet. A materiális és immateriális működőtőkébe történő beruházás nélkülözhetetlen az uniós gazdaság fellendítéséhez, és bármely hosszú távú növekedési stratégia alapkövét fogja jelenteni.

A hangsúlyt a hosszú élettartamú beruházási javakra helyezzük (például a gazdasági és a társadalmi infrastruktúra, az épületek és a K+F, az oktatás és az innováció), de nem azért, mert a növekedés szempontjából ezek fontosabbak, mint a rövidebb élettartamú beruházási javak (például a számítógépek, a mobiltelefonok és a gépjárművek), hanem mert a rövid élettartamú beruházási javakra irányuló beruházások nagyságrendje erőteljesen prociklikus. E beruházások volumene jelenleg alacsony a gyenge európai makrogazdasági kilátások miatt, de amint a gazdaság felélénkül, várhatóan ez is helyreáll. Ugyanez igaz a termelő vállalkozások más kiadásaira is, mint a személyzeti költségek (munkaerő-felvétel) és a közbenső inputok vásárlása.

Nagyon különböző ettől a helyzet a hosszú távú beruházási javak esetében, mivel ezeket hosszú beruházási/építési időszakok jellemzik és **hosszú távú finanszírozást** igényelnek,

⁸ A Fitch által minősített 170 nagy európai nem pénzügyi vállalkozás körében a készpénz és egyéb likvid eszközök változásáról végzett felmérés alapján.

⁹ Lásd McKinsey Global Institute (2011).

tekintettel arra, hogy a befektetés hozamát biztosító pénzforgalom csak jelentős idő elteltével indul meg. Mivel a hosszú távú működőtőke állományának jelentős részét közhasznú infrastruktúra alkotja, az ilyen típusú tőke hagyományosan stabilizáló szerepet tölt be a gazdaságban – ez attól függ, hogy a kormányok képesek-e anticiklikus módon állami beruházást biztosítani, valamint attól, hogy a pénzügyi szektor, amikor forrásokat biztosít a beruházásokhoz, eléggé bízik-e abban, hogy a gazdaság lendületben lesz, amikor az építkezési időszakok befejeződnek.

A hosszú távú finanszírozásnak nincs egyetlen általánosan elfogadott meghatározása. Tág értelemben a hosszú távú finanszírozás tekinthető azon folyamatnak, amelyen keresztül a pénzügyi rendszer forrásokat biztosít a hosszú időre kiterjedő beruházások kifizetéséhez. Ez a meghatározás a hosszú távú finanszírozáshoz kapcsolódó jellemzők körére helyezi a hangsúlyt¹⁰. Ezzel szemben a G20-ak keretében a hosszú távú beruházások tárgyában folyamatban levő nemzetközi munka a hosszú távú finanszírozást szűkebben határozza meg, az öt évnél hosszabb lejáratú finanszírozásra helyezve a hangsúlyt, ideértve olyan finanszírozási forrásokat is, amelyek nem rendelkeznek konkrét lejáratral (mint például a részesedések).

Kérdések:

- 1.) Egyetért a fenti elemzéssel a hosszú távú finanszírozás kínálatáról és jellemzőiről?*
- 2.) Véleménye szerint hogyan határozható meg a legmegfelelőbb a hosszú távú finanszírozás fogalma?*

3. AZ EURÓPAI GAZDASÁG HOSSZÚ TÁVÚ FINANSZÍROZÁSÁNAK ELŐMOZDÍTÁSA

Mint a finanszírozás minden típusa esetében, a gazdaság kapacitása a hosszú távú beruházások finanszírozására attól függ, képes-e a pénzügyi rendszer nyílt versenypiacok révén ezeket a forrásokat eredményes és hatékony módon a megfelelő felhasználókhoz és felhasználásokhoz irányítani. Ez a folyamat megvalósítható különféle közvetítőkön keresztül, ideértve a bankokat, a biztosítókat és a nyugdíjalapokat, valamint a pénzügyi piacokhoz való közvetlen hozzáférés útján. Ezeket azonban több tényező is visszatartja attól, hogy teljes mértékben eredményes hosszú távú finanszírozási szerepet töltsenek be. Egyes ilyen tényezők kezelése több időt fog igénybe venni, mint másoké.

A válság egyik fő tanulsága, hogy a pénzügyi stabilitás és a piacokba vetett bizalom helyreállításához a pénzügyi szektor megfelelő szabályozására és felügyeletére van szükség. Az Unió e tekintetben átfogó pénzügyi reformprogramot folytat, amely egy szélesebb körű költségvetési és gazdasági reformot egészít ki. A pénzügyi stabilitás nélkülözhetetlen, de önmagában nem elegendő. Egy szélesebb körű szakpolitikai válasz részeként az új szabályozási és felügyeleti keret részletes kalibrálásának eredményesen lehetővé kell tennie a pénzügyi szektor számára a reálgazdaság támogatását és ösztönöznie kell ezt, többek között az adózás területén is, a pénzügyi stabilitás veszélyeztetése nélkül.

A hatóságok és a piaci szereplők egyaránt felelősséggel tartoznak azért, hogy megteremtsék ezt a környezetet, helyreállítsák a bizalmat és a biztonságot, és javítsák Európát, mint beruházási célpont általános vonzerejét. Erre építve **az európai gazdaság hosszú távú**

¹⁰ E jellemzők között szerepelnek a befektető jellemzői, az eszköz jellege, a pénzügyi közvetítés típusa, valamint az eszköz értékelése és árazása. További részletekért lásd az e zöld könyvet kísérő bizottsági szolgálati munkadokumentumot.

finanszírozásának javítására irányuló fellépésnek kölcsönösen összefüggő tényezők széles körével kell foglalkoznia:

- **a pénzügyi intézményeknek a hosszú távú finanszírozás irányítására való kapacitásával;**
- **a pénzügyi piacok eredményességével és hatékonyságával abban a tekintetben, hogy hosszú távú finanszírozási eszközöket kínáljanak;**
- **a hosszú távú megtakarítást és finanszírozást lehetővé tevő, több területet érintő tényezőkkel; és**
- **a kkv-k banki és nem banki finanszírozáshoz való hozzájárulásának megkönnyítésével.**

3.1. A pénzügyi intézmények kapacitása a hosszú távú finanszírozás irányítására

Kereskedelmi bankok

Európában hagyományosan a bankok a legfontosabb pénzügyi közvetítők. Az uniós banki ágazat részesedése nemzetközi összehasonlításban jelentősnek tekinthető, különösen az Egyesült Államokkal összevetve, ami azt tükrözi, hogy Európa nagyobb mértékben függ a bankok általi közvetítéstől. A jövőre nézve ez kihívásokat jelent a hosszú távú finanszírozás szempontjából.

A válság rávilágított a tőkeáttétel és a lejárat transzformációk túlzott alkalmazásával járó kockázatokra. Amellett, hogy a recesszió alatt csökkentette a keresletet egyes országokban, ez számos bank részéről a tőkeáttétel csökkentéséhez is vezetett, ami különösen hozzájárult a hosszú távú finanszírozás jelenlegi szűkösségéhez¹¹. Még ha ez a tőkeáttétel-csökkentési folyamat véget is ér majd, a kockázatok válság utáni újraárazása növelni fogja a tőke költségét. A banki válságkezelés eszközeihez kapcsolódó költségek szintén emelhetik a tőkeköltséget, ugyanakkor azonban egy könnyebben szanálható banki ágazat megteremtése a társadalom és a gazdaság számára rendkívül kedvező pozitív hatásokkal jár majd. A bankok és az államok közötti összekapcsolódások és a szigorúbb szabályozás szintén erősítette a banki tevékenységek hazai piacokon történő összpontosulását, ami a határokon átnyúló finanszírozás csökkenéséhez és az egységes piac fragmentálódásához vezetett, ez pedig tovább csökkenti a források elérhetőségét és növeli a tőkeköltséget, különösen a jelenleg nyomás alatt álló országokban.

A jövőre nézve a bankokra vonatkozó közös európai **prudenciális szabályok** célja a múltban elkövetett túlzások megelőzése, a bankok kockázatokkal szembeni ellenálló képességének növelése és a bizalom megteremtése, valamint egységes szabályok kialakítása az egységes piac integritásának védelme érdekében. A hosszú távú finanszírozás szempontjából a prudenciális szabályoknak foglalkozniuk kell azokkal a kockázatokkal, amelyekkel a bankok szembesülnek, amikor rövid távú betéteket használnak a hosszú távú hitelezés finanszírozására. Nem szükségszerű, hogy az olyan szabályok, amelyek korlátozzák a bankok képességét a rövid távú források ilyen felhasználására, a reálgazdaságba irányuló hitelezés szűküléséhez vezessenek. A stabilitás biztosítása érdekében a likviditásteremtés korlátozása és a reálgazdaság hosszú távú finanszírozásának biztosítása közötti lehetséges kölcsönhatás

¹¹ Például az EKB 2012. októberi banki hitelezési felmérése szerint az euróövezeti bankok által a vállalkozások részére nyújtott kölcsönökre vagy hitelkeretekre vonatkozó hitelkövetelmények szigorúsága nettó értelemben 15 %-kal nőtt a 2012 második negyedévében mért 10 %-hoz képest. Ugyanígy, az új hosszú távú kölcsönök mennyisége 2012 első felében határozottan csökkent, állományuk nagyon rövid távon jelentős lefelé irányuló tendenciát mutat.

azonban indokolja a szabályok megfelelő kalibrálásának és fokozatos végrehajtásának szükségességét. A Bázeli Bizottság likviditási követelményekre vonatkozó újabb javaslatai a bankok ellenálló képességének növelésére irányulnak, biztosítva ugyanakkor, hogy a lejárat transzformációkra vonatkozó korlátozások nem járnak szándékolatlan következményekkel. A Bizottság nyomkövetési időszakot javasolt, valamint a likviditási követelményekre vonatkozó paraméterek kalibrálásának felülvizsgálatát¹².

A válság egy másik következménye, amely érintheti a bankok képességét a hosszú távú finanszírozás irányítására, a fokozódó vita arról, hogy a közvetlenül a szerkezetükre irányuló újabb reformok tovább csökkentenék-e a kudarc valószínűségét és hatását, jobban biztosítanák-e a létfontosságú gazdasági funkciók folytatását és hatékonyabban védenék-e a kiszolgáltatott lakossági ügyfeleket. Az **uniós banki ágazat szerkezetének megreformálásával** foglalkozó magas szintű szakértői csoport nemrég közzétett jelentése bemutatja, hogy a bankok magatartása az elmúlt évtizedekben hogyan vezetett a pénzügyi szektoron belüli tevékenységek aránytalan növekedéséhez az ügyfelek felé irányuló tevékenységek rovására, ideértve a vállalkozásoknak nyújtott hosszú távú finanszírozást is. A szakértői csoport a kockázatos kereskedési gyakorlatok korlátozását és elkülönítését ajánlotta. A Bizottság jelenleg vizsgálja, hogy milyen intézkedéseket hozzon a csoport jelentése nyomán.

A bankok természetesen nem fognak eltűnni a közvetítési láncból Európában. Hitelkockázat-értékelési képességeik, valamint a vállalkozásokra vonatkozó helyi ismereteik és a vállalkozásokhoz fűződő kapcsolataik miatt továbbra is fontos szerepet fognak játszani és kell is játszaniuk. A banki ágazatban a válság óta végbement fejleményekre tekintettel azonban új igények és lehetőségek nyílnak meg más közvetítők előtt arra, hogy kiegészítsék a bankok szerepét úgy, hogy kiegyensúlyozottabb módon irányítják a finanszírozást a hosszú távú beruházásokhoz.

Kérdés:

3.) Tekintettel a banki ágazat fejlődő jellegére, a jövőben milyen szerepet képzel el a bankok számára a finanszírozás hosszú távú beruházásokhoz történő irányítása terén?

Nemzeti és multilaterális fejlesztési bankok és pénzügyi ösztönzők

A nemzetközi és nemzeti szinten egyaránt aktív fejlesztési bankoknak szerepet kell játszaniuk a hosszú távú finanszírozás katalizálásának elősegítésében, valamint a pénzügyi piacok és eszközök hatékonyságának és eredményességének fokozásában. Egyes beruházásoknak a gazdasági jóléthez való pozitív nettó hozzájárulása ellenére a piaci hiányosságok megakadályozhatják a befektetőket abban, hogy bizonyos kockázatokat vállaljanak és/vagy bizonyos beruházási döntéseket meghozzanak. Ezekben az esetekben a nemzeti és a multilaterális fejlesztési bankok hasznos szerepet játszhatnak a magánfinanszírozás ösztönzésében, tekintettel arra, hogy meghatározott közpolitikai célokat követnek, amelyek tágabb gazdasági, társadalmi és környezeti (és nem pusztán pénzügyi) hozzáadott érték eléréséhez kapcsolódnak. Amennyiben bizonyított piaci hiányosságokra koncentrálnak, részvételük fontos anticiklikus szerepet tölthet be, többek között csökkentve a finanszírozási költségek volatilitását a befektetők bizonyos kategóriái számára, és enyhítve a magánpiaci szereplők rövid távú szemléletmódját. Fontos, hogy a fejlesztési bankok irányításának biztosítania kell, hogy a finanszírozási költségek terén fennálló előnyüket ne használják a magánfinanszírozás kiszorítására. Ehelyett arra kell törekedniük, hogy katalizálják a magánfinanszírozást az olyan területen, ahol lassan halad előre.

¹²

Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

A közszféra beavatkozása megvalósítható – közvetlenül vagy közvetve – különféle finanszírozási termékek kínálása vagy azokhoz való hozzájárulás révén, ideértve a kockázatok megosztását és/vagy garantálását¹³ is, valamint a pénzügyi közvetítők összehozását megfelelő hálózatokban¹⁴. A jelenlegi uniós költségvetés keretében számos uniós szintű pénzügyi eszköz¹⁵, amelyek közül többet a Bizottság, az Európai Beruházási Bank (EBB) és az Európai Beruházási Alap (EBA) közösen, valamint a tagállamokkal partnerségben működtet, célja konkrét piaci hiányosságok kezelése és a finanszírozáshoz való hozzáférés megkönnyítése, ideértve a hosszabb távú finanszírozást is¹⁶. A jövőben az uniós többéves pénzügyi keret egyre nagyobb mértékben fogja igénybe venni a pénzügyi eszközöket, amelyek fontos szerepet játszhatnak az uniós kiadások hatásának fokozásában, valamint a hosszú távú magánfinanszírozás további ösztönzésében és katalizálásában. Így a többéves pénzügyi keret nagy része, ideértve az összes uniós strukturális eszközt is, elérhető lesz pénzügyi eszközökben történő felhasználás céljára. Ezek eredményessége a Bizottság, az EBB-csoport és a tagállamok közötti szoros hálózatépítéstől és együttműködéstől függ majd.

Fontos továbbá, hogy a közszféra beavatkozása ne járuljon hozzá az egységes piac fragmentálódásához. A nemzeti és az uniós szintű fellépések közötti koordináció, értékelés és elszámoltathatóság segíthet ezt megelőzni, tovább növelve az európai megközelítés nyújtotta hozzáadott értéket. A nemzeti és a multilaterális fejlesztési bankok közötti, a Bizottság és az EBB égisze alatt megvalósuló szorosabb együttműködés e koordináció eszközéül szolgálhat, többek között a határokon átnyúló projektek finanszírozására irányuló európai gazdasági egyesülések létrehozásának támogatásán keresztül is. A külföldi állami alapok hatását, valamint az ilyen európai alapok erősítésének vagy létrehozásának lehetőségét szintén meg lehetne vizsgálni.

Kérdések:

4.) Hogyan segíthetnék elő a legjobban a nemzeti és a multilaterális fejlesztési bankok a hosszú távú beruházások finanszírozását? Van-e tere az e bankok közötti nagyobb mértékű koordinációnak az uniós célok elérése érdekében? Hogyan tudnák az uniós költségvetésben előirányzott pénzügyi eszközök jobban elősegíteni a fenntartható növekedésbe történő hosszú távú beruházás finanszírozását?

¹³ Így például az ún. „áthidaló termékek” olyan eszközök, amelyek enyhíthetik a befektetők vagy a pénzügyi intézmények kockázatkerülését. Ezek között szerepelhet első veszteségviselő hitelre vagy mezzanine hitelre vonatkozó hitelminőség-javítás, valamint a magánszektor mellett a közszféra általi finanszírozás jellemezte, korai szakaszban levő és nagy léptékű demonstrációs projektekre szakosodott eszközök.

¹⁴ Például a hosszú távú befektetők klubján keresztül. Lásd <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ A központi uniós költségvetésből vagy a strukturális alapok költségvetéséből támogatott tőke vagy kockázati tőke, garanciák vagy más kockázatmegosztási eszközök. További részletekért lásd „Az innovatív pénzügyi eszközök következő generációjának kerete: az EU tőke- és hitelfinanszírozási platformjai” című bizottsági közleményt (COM(2011) 662).

¹⁶ Például a projektkötvény-kezdemenyezés és a strukturális és beruházási alapokból származó forrásokat használó eszközök, amelyek adósság-, mezzanine és tőkefinanszírozást biztosítanak kkv-knek, önkormányzatoknak és infrastrukturális projekteknél. 2011-ben a Bizottság infrastrukturális csomagot terjesztett elő, amely egy új költségvetési eszközből, az Európai Hálózatfinanszírozási Eszközből, az átdolgozott közlekedési, energetikai és ikt-iránymutatásokból és a vállalkozások versenyképességét és a kis- és középvállalkozásokat segítő programból (COSME) állt. A Bizottság és az EBB két kockázatmegosztási pénzügyi eszközt dolgozott ki, a kockázatmegosztó finanszírozási mechanizmust (RSFF) kutatásintenzív és innovatív vállalkozások számára, és a TEN-közlekedési projektek hitelgarancia-eszközét (LGTT) közlekedési projektekhez. A 2007–2013 közötti időszakra szóló strukturális alapok keretében eddig legalább 10,7 milliárd EUR uniós forrás került befektetésre pénzügyi konstrukciókba, főként az ERFA részéről a kkv-k finanszírozáshoz való hozzájárása céljára. Ezt a pénzt hosszú távon az európai gazdaság előnyére újból be fogják fektetni.

5.) Vannak-e más közpolitikai eszközök és keretek, amelyek elősegíthetik a hosszú távú beruházások finanszírozását?

Intézményi befektetők

Üzleti modelljeik hosszabb időhorizontja miatt az intézményi befektetők – például az (élet)biztosítók, a nyugdíjalapok, a kölcsönös befektetési alapok és az alapítványok – a hosszú távú finanszírozás biztosítására alkalmas szereplők. A becslések szerint ezek együtt összesen 13,8 billió EUR vagyonnal rendelkeznek, ami meghaladja az EU GDP-jének 100 %-át¹⁷. Egyéb intézményi befektetők – mint az állami befektetési alapok, a szakosodott infrastrukturális alapok és bizonyos mértékig a magántőke – is megjelentek, mint hosszú távú tőkét biztosító szereplők. A kockázati tőke is biztosíthat hosszú távú finanszírozást.

Kötelezettségeik hosszabb időtartama – legalábbis elvileg – lehetővé teszi az intézményi befektetők számára, hogy hosszú lejáratú termelőeszközökbe történő „buy and hold” beruházásokat eszközöljenek, és így magasabb hozamokat érjenek el, ami ellensúlyozza a számos ilyen eszközre jellemző hosszabb távú kockázatokat és alacsonyabb likviditást. Hosszabb időhorizontjuk lehetővé teszi az intézményi befektetők számára, hogy türelmes, anticiklikus módon viselkedjenek, korlátozva a rövid távú szemléletmódot és csökkentve a lejárat transzformációk szükségességét. A diverzifikáció szükségessége és az alacsony kamatlábak jellemezték környezetben a megtérülés keresése a hosszú távú finanszírozás területén történő terjeszkedésre ösztönözte az intézményi befektetőket, akik így portfólióik jelentős részét hosszú távú eszközökbe, így tőkébe, magántőkébe és egyéb illikvid eszközökbe helyezték ki (például egyes nyugdíjalapok az elmúlt években közvetlenül beruháztak megújuló energiához kapcsolódó nagy léptékű projektekbe).

Erre tekintettel a bankokhoz hasonlóan az intézményi befektetőknek különféle prudenciális szabályoknak kell eleget tenniük és számviteli standardokat kell követniük. A **biztosítókra** vonatkozó új prudenciális szabályok (a Szolvencia II irányelv)¹⁸ megkövetelik, hogy a kötelezettségeik jellegét és időtartamát lefedő eszközökkel rendelkezzenek. A hosszú távú beruházásokkal rendelkezés összhangban van e vállalkozások társadalmi funkcióival. A Szolvencia II célja harmonizált, gazdasági kockázaton alapuló rendszer bevezetése, az eszközöket pedig a piaccal összeegyeztető gazdasági értéken értékeli. Az új prudenciális szabályok hatása a biztosítók hosszú távú finanszírozási képességére részben egyéni kiindulópontjuktól fog függni, valamint a hosszabb távú eszközök kezelésének pontos finomhangolásától. A véleménycsere során a hangsúly azon volt, hogyan biztosítsuk, hogy a szabályozás által előírt, az eszközökhöz kapcsolódó kockázati tőkekövetelmények ne terheljék túlzottan a hosszú távú eszközök tartását, valamint, hogy ne gyengüljenek a Szolvencia II keret pozitív ösztönzői, amelyek jutalmazzák a hosszú távú kötelezettségek lejáratainak hosszú távú beruházásokon keresztül történő megfizetését.

Ezzel összefüggésben a bizottsági szolgálatok felkérték az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatónyugdíj-hatóságot (EIOPA) annak megvizsgálására, hogy ki kell-e igazítani a bizonyos eszközökbe történő beruházásokra vonatkozó tőkekövetelmények részletes kalibrálását a Szolvencia II rendszer keretében (ideértve az infrastruktúra-finanszírozást és a projektkötvényeket, a kkv-finanszírozást, az adósságok értékpapírosítását stb.) annak biztosítása érdekében, hogy ne álljanak akadályok a hosszú távú finanszírozás útjában, ugyanakkor azonban újabb prudenciális kockázatok teremtése nélkül. A Bizottság, a Tanács és a Parlament ezenkívül tárgyalt a Szolvencia II keretében a hosszú távú garanciákkal és

¹⁷ Lásd Fitch 2011 és Európai Alap- és Vagyonkezelők Szövetsége (2012).

¹⁸ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

hosszú távú beruházásokkal kombinált biztosítási termékek nyújtásának megkönnyítését célzó intézkedésekről is. Az EIOPA ezeket az intézkedéseket 2013 júniusáig fogja értékelni. E részletes megállapítások alapján a Bizottság beszámol majd a Szolvencia II irányelvbe vagy a kapcsolódó felhatalmazáson alapuló jogi aktusokba beépíthető megfelelő intézkedésekről.

A nyugdíjalapoknak kezelniük kell kockázataikat annak érdekében, hogy elérjék a szükséges mértékű éves hozamot kedvezményezettjeik számára. A nyugdíjalapokra vonatkozó tőkeszabályok tagállamról tagállamra eltérően alakulnak, és különböznek a biztosítókra irányadó szabályoktól annak érdekében, hogy tekintetbe vegyék a foglalkoztatói nyugdíjalapokhoz kapcsolódó eltérő kockázatokat és a számukra elérhető finanszírozási forrásokat. A Bizottság a foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekről szóló irányelv felülvizsgálatát tervezi¹⁹. A felülvizsgálat célja többek között a rendszerek tagjai védelmének erősítése és a határokon átnyúló tevékenység megkönnyítése e területen. Fontos lesz annak biztosítása, hogy a foglalkoztatói nyugellátási rendszerekre vonatkozó új prudenciális szabályok ne tartsák vissza az intézményeket a fenntartható hosszú távú finanszírozástól. A foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekről szóló irányelv felülvizsgálata során ezért figyelembe kell majd venni a hosszú távú finanszírozásra és a gazdasági növekedésre gyakorolt lehetséges hatásokat.

A prudenciális szabályokon kívül azonban számos strukturális tényező is befolyásolja az intézményi befektetők arra való képességét, hogy szerepet játsszanak a hosszú távú finanszírozásban. A gazdasági visszaesés a konzervatívabb befektetési stratégiák ösztönzése révén valószínűleg tartós hatással lesz az intézményi befektetők hosszú távú eszközhelyezési stratégiáira. Például az intézményi befektetők infrastruktúra-eszközökkel szembeni átlagos kitettsége továbbra is alacsony az ingatlanokba kihelyezett részhez és a tényleges infrastrukturális beruházási igényekhez képest. A kockázatkezelést és a diverzifikációt illetően az intézményi befektetőknek aggályaik lehetnek a hosszú távú beruházási projektek jelentős nagyságrendjével összefüggésben. A nem banki intézményi befektetők eszközkezelési funkciói számára adott esetben szintén szokatlan a kevésbé likvid eszközök kezelése, mivel e feladatokat korábban gyakran kötvénybiztosítók látták el, akik garantálták az ilyen eszközöket. Idővel ez azt jelentheti, hogy egyes befektetőknek bővíteniük kell meglévő képességeiket a befektetési döntéseik alátámasztása érdekében.

Ezért érdemes megvizsgálni a pénzügyi erőforrások összefogását szolgáló kezdeményezéseket²⁰, és strukturálni a finanszírozási csomagokat a különböző kockázati szakaszok szerint. Ebben segíthet a befektetők és a nem pénzügyi szereplők közti párbeszéd, valamint a jó gyakorlatok és esettanulmányok terjesztése²¹. A Bizottság továbbá már vállalta²², hogy javaslatokat fog előterjeszteni a **hosszú távú befektetési alapok** lehetséges formáira vonatkozóan. Az érdekeltektől érkező korai jelzések arra utalnak, hogy egy ilyen befektetési eszköz Uniószerre megkönnyíthetné a tőkéhez jutást. Segítheti a nagy- és közepes méretű intézményi befektetőket például a különböző infrastrukturális projektekbe való beruházásban. A hosszú távú befektetési alap segíteni fogja az intézményi befektetőket a diverzifikálásban és a kockázatok szétterítésében. Ezenkívül a hosszú távú befektetési alapok kezelői további szakértelmet képviselhetnek a tekintetben, hogyan tekintsük az alapul

¹⁹ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

²⁰ A létező példák között szerepel a javasolt nyugdíjinfrastruktúra-platform az Egyesült Királyságban, valamint az egyes regionális nyugdíjalapok közös magántőke- és infrastruktúra-alapjára vonatkozó elképzelések.

²¹ Pénzügyi kerekasztal jött létre például az erőforrás-hatékonysággal összefüggő fellépések támogatását szolgáló megfelelő finanszírozási módok és innovatív pénzügyi eszközök kialakítása céljára.

²² Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_hu.htm.

szolgáltató ügyleteket vagy hogyan válasszuk ki és kezeljük a hosszú távú infrastrukturális projekteket.

Kérdések:

6.) Milyen mértékben és hogyan játszhatnak nagyobb szerepet az intézményi befektetők a hosszú távú finanszírozás változó területén?

7.) Hogyan lehet a legjobban egyensúlyba hozni a prudenciális célkitűzéseket és a hosszú távú finanszírozás támogatásának igényét a biztosítókra, viszontbiztosítókra és nyugdíjalapokra, például a foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézményekre vonatkozó megfelelő prudenciális szabályok kialakításában és végrehajtásában?

8.) Milyen korlátai vannak az egyesített befektetési eszközök létrehozásának? Ki lehetne-e alakítani platformokat uniós szinten?

9.) Milyen egyéb lehetőségeket és eszközöket lehetne még megvizsgálni a bankok és az intézményi befektetők hosszú távú finanszírozás irányítására való kapacitásának növelésére?

A szabályozási reform pénzügyi intézményekre gyakorolt egyesített hatásai

Az Unió átfogó pénzügyi reformprogramot folytat. A különböző pénzügyi szereplőket (bankok, biztosítók, nyugdíjalapok stb.) megcélzó prudenciális szabályozások valamennyi már elfogadott és tervezett jövőbeli módosításainak áttekintése során fontos kérdés, hogy ezek kumulatív hatása a hosszú távú makrogazdasági tőkefelhalmozásra nagyobb lehet-e, mint az egyes elszigetelt reformok hatásainak pusztá összege. Például ha a bankok a növekvő likviditási követelmények következményeként csökkentik a hosszú távú reáleszközökkel szembeni kitettségüket, a hosszú távú kötelezettségekkel rendelkező intézményi befektetők betölthetik ezt a rést, amíg a szabályozási keret nem helyez túlzott hangsúlyt a rövid távú volatilitásra. A különböző piaci szereplőkre vonatkozó likviditási követelmények egyidejű bevezetése azonban akadályozhatja a kevésbé likvid eszközökbe való beruházást és így egyszerre zárhatja el a hosszú távú beruházások több lehetséges finanszírozási csatornáját is.

Ez megköveteli a prudenciális reformok kumulatív hatásainak szoros figyelemmel kísérését. Nemzetközi szabályozási testületek, mint a Pénzügyi Stabilitási Tanács és a G20-ak pénzügyminisztereinek és központi bankjainak csoportja már vizsgálja ezt. A kihívás abban áll, hogy oly módon érjük el a nagyobb makroszintű pénzügyi stabilitásra és az általános szabályozási konvergenciára irányuló szabályozási célokat, amely ugyanakkor minimalizálja a hosszú távú termelő beruházások finanszírozásához kapcsolódó negatív ösztönzőket.

Kérdés:

10.) Járnak-e a jelenlegi és a tervezett prudenciális reformok kumulatív hatással az összesített hosszú távú beruházás szintjére és ciklikusságára, és mennyire jelentősek ezek a hatások? Hogyan lehetne ezeket a legjobban kezelni?

3.2. A pénzügyi piacok eredményessége és hatékonysága a hosszú távú finanszírozási eszközök kínálata szempontjából

Az intézményi befektetők mellett jól működő és mély tőkepiacokra és infrastruktúrákra van szükség, amelyek a hosszú távú finanszírozást csatornázó eszközök széles körét kínálják.

Az európai kötvénypiacok az elmúlt évtizedekben figyelemre méltóan erős fejlődésen mentek keresztül²³. A nem pénzügyi vállalati kötvények azonban más gazdaságokhoz képest Európában még mindig csak 15 %-át teszik ki a vállalati adósságnak. A gyakorlatban csak a nagyvállalkozások férnek hozzá az európai kötvénypiacokhoz, míg a legtöbb közepes piaci tőkeértékű vállalat és kkv alig képes arra, hogy részt vegyen a kötvénypiacokon. Az európai értékpapírosítási piacok a világ más részeihez képest szintén alulfejlettek, ami tovább korlátozza az elérhető hosszú távú finanszírozási eszközök körét.

A Bizottság reformokat javasolt, amelyek célja a piac szerkezetének javítása új kereskedési helyszínek létrehozása útján, az átláthatóság és az információhatékonyság javítása, a rövid távú és spekulatív kereskedési tevékenységek korlátozása érdekében a követelmények erősítése, és a befektetők védelmének javítása²⁴. Figyelemmel kell majd kísérni, hogy e reformokkal mennyiben sikerül biztosítani, hogy a tőkepiacok a lehető leghatékonyabban csatornázzák a hosszú távú finanszírozást. Adott esetben további erőfeszítésekre lehet szükség.

A **fedezett kötvények**²⁵ piaci viszonylag ellenállónak bizonyultak a válság során. A piacok azonban a nemzeti vonalak mentén fragmentáltak, és további elemzésre van szükség annak vizsgálatához, hogy a nagyobb mértékű harmonizáció ösztönözhetné-e, és ha igen, mennyiben a fedezett kötvények használatát, a közelmúltbeli piaci alapú kezdeményezésekkel összhangban, ugyanakkor megfelelően figyelembe véve a bankok mérlegeiben az eszközök esetleges fokozódó terheit.

Az **értékpapírosítási piacok** átalakítása szintén elősegítheti, hogy a hosszú távú finanszírozás további forrásait szabadítsuk fel. A megfelelő felügyelet és az adatok átláthatósága mellett ezek segíthetnek a pénzügyi intézményeknek abban, hogy tőkét szabadítsanak fel, amelyet ezt követően mobilizálni lehet további hitelezés céljára, valamint a kockázatkezelésben. Az értékpapírosítási piacok ösztönzésére irányuló, piaci alapú kezdeményezések között szerepel besorolás alkalmazása a kiváló minőségű, átlátható és standardizált értékpapírosításokra vonatkozóan. Van tere az egyszerű értékpapírosítási termékek kidolgozásának, amelyek világos és áttétel nélküli struktúrákon alapulnának és jól megválasztott, diverzifikált és alacsony kockázatú eszközöket használnának fel. Fontos vizsgálandó témát jelentenek a kifejezetten a kkv-knek szánt piacok, a megfelelő prudenciális szabályok és a felügyeleti rendszerek. További figyelmet lehetne szentelni az egyes konkrét ágazatokhoz kapcsolódó termékeknek.

Az EU-nak mint egésznek soha nem volt valódi **európai projektkötvénypiac**²⁶. A Bizottság az EBB-vel együtt foglalkozni kezdett ezzel a kérdéssel a projektkötvény-kezdeményezés végrehajtása útján, amely a piaci hiányosságok és a hitelképesség kezelésére szolgáló pénzügyi piaci megoldás. A kezdeményezés célja, hogy bemutassa az infrastrukturális projektek kötvényeken keresztüli finanszírozásának megvalósíthatóságát, valamint végső soron megteremtse a likvid projektkötvénypiacot. Bár még csak kis léptékben, de a piaci szereplők is dolgoznak ki különböző beruházási platformokat, termékeket és eszközöket a projektkötvények piacának élénkítésére. Érdemes megvizsgálni, hogyan ösztönözzük tovább a

²³ Például a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok forgalomban levő összesített állománya az euróövezetben 2012 júliusában 940 milliárd EUR-t tett ki, a 2008. eleji mintegy 652 milliárd EUR-t kitevő szintről történő emelkedést követően (forrás: EKB).

²⁴ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ A fedezett kötvények olyan kötvények, amelyeket a kibocsátó mérlegében maradó jelzálogok csoportja fedez, a jelzálog-fedezett értékpapírokkal szemben, ahol az eszközök kikerülnek a mérlegből.

²⁶ A projektkötvények a projekt cég által egy adott mérlegen kívül projekt finanszírozása érdekében kibocsátott magánadósságot testesítenek meg.

projektkötvények használatát, figyelembe véve a kezdeményezés tervezett időközi értékelését is²⁷.

Sokan azt is állítják, hogy a gazdaságnak, a vállalkozásoknak és a beruházási projekteknek több **tőkére**, nem pedig több adósságra van szüksége. A tőke jobb finanszírozási eszközt jelenthet a hosszú távú, magas kockázattal járó beruházások, valamint a jelentős információs aszimmetriák és erkölcsi kockázat jellemezte beruházások esetében. A válság óta a makrogazdasági bizonytalanság és az alacsony kamatlábak jellemezte környezet hatással lehetett a vállalkozások hosszú távú saját tőke iránti igényére és kockázatvállalási hajlandóságára. A befektetők ehelyett az erős hitelképességű állampapíroknál kerestek menedéket. Ezzel párhuzamosan az első nyilvános tőzsdei bevezetés lehetőségei szűkebbek mint valaha, ami korlátozza a vállalkozások tőkéhez való hozzájutását, és az európai értéktőzsdékre egyre inkább az jellemző, hogy új tőke helyett likviditást biztosítanak. A saját tőke költsége általában véve magas marad, míg az adósságfinanszírozás költsége csökkent. Ez rávilágít az európai tőkehiányra, amelynek kezeléséhez valószínűleg időre lesz szükség. Úgy tűnik, ezek a fejlemények nagyobb hatást gyakoroltak a közepes piaci tőkeértékű vállalatokra. A kormányzati szakpolitikáknak és szabályozásoknak a lehető legsemlegesebbnek kell lenniük a magánszereplők tőke- és adósságfinanszírozás közötti választása tekintetében (például lásd alább, a társasági adók vonatkozásában).

Kérdések:

11.) Hogyan lehetne javítani a hosszú távú beruházások tőkepiaci finanszírozását Európában?

12.) Hogyan járulhatnak hozzá a tőkepiacok az európai tőkehiány orvoslásához? Minek kellene megváltoznia a piaci alapú közvetítés működésének módjában annak biztosításához, hogy a finanszírozás jobban tudjon a hosszú távú beruházásokhoz áramlani, jobban támogassa a gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi szempontból fenntartható növekedésbe történő hosszú távú beruházás finanszírozását, ugyanakkor biztosítva a befektetők és a fogyasztók megfelelő védelmét?

13.) Milyen érvek szólnak a fedezett kötvények harmonizáltabb keretének kialakítása mellett, és milyen érvek szólnak ez ellen? Milyen elemek alkothatnák ezt a keretet?

14.) Hogyan lehetne feléleszteni az uniós értékpapírosítási piacot annak érdekében, hogy megfelelő egyensúlyt érjünk el a pénzügyi stabilitás és a pénzügyi rendszer által végrehajtott lejárati transzformációk javításának szükségessége között?

3.3 A hosszú távú megtakarítást és finanszírozást lehetővé tevő, több területet érintő tényezők

A hosszú távú beruházások szempontjából releváns számos, több területet érintő tényezőt is figyelembe kell venni, mivel ezek hatással lehetnek a hosszú távú finanszírozás kínálatára és közvetítésére egyaránt.

Az állami szervek intézkedései, az adózási rendszereket is ideértve, fontos szerepet játszanak a hosszú távú beruházási projektek elindításában, valamint abban, hogy ösztönzőket és

²⁷

Ezek között szerepelhet: a) az uniós projektcégek által kibocsátott projektkötvények szabványosítása és besorolással való ellátása; b) szükség van-e különös szabályozási keretre; és c) egy projektkötvénypiac (például egy kereskedési platformon keresztül) kialakítására irányuló munka szükségességének és hasznának elemzése. Hasonlóképpen, a projektkötvényeket ki lehetne terjeszteni a zöld kötvényekre és a célzott ipari demonstrációs projektek kötvényeire, ideértve az adott típusban első, kereskedelmi léptékű ipari demonstrációs projektekhez kapcsolódóakat is.

kapacitást építsenek ki a háztartások számára a hosszú távú megtakarításhoz és a piaci szereplők számára a hosszú távú finanszírozásnak a termelő beruházásokhoz való irányításához. A hatóságok által elfogadott hosszú távú szakpolitikai keretek elősegítik a politikai cikluson átívelő stratégiai beruházási tervek kialakítását, mivel nagyobb átláthatóságot és biztonságot nyújtanak a befektetőknek és a vállalkozásoknak. Fontos, hogy az e területen történő állami beavatkozás ne torzítsa a versenyt, ne szorítsa ki a magánbefektetőket és ne rontsa le az egyenlő versenyfeltételeket az egészséges piacon.

Egyes tagállamok olyan intézkedéseket is hoztak, amelyek ösztönzik a háztartások hosszú távú megtakarítási és beruházási döntéseit. Egyes országokban automatikus beléptetéssel járó nyugdíjrendszereket fogadtak el. Másutt célzott megtakarítási számlákat²⁸ vezettek be a hosszú távú beruházási projektek finanszírozásának támogatása érdekében, amelyekhez (államilag) garantált rögzített hozamok és egyes esetekben bizonyos adókedvezmények kapcsolódnak. Az e számlákon található forrásokat ezt követően közjavakba, például kórházakba, szociális lakásokba és egyetemekbe fektetik be. Hosszabb távon érdemes lehet megfontolni, hogy a tágabb társadalmi célkitűzésekhez közvetlenebb módon kapcsolódó **uniós szintű különleges eszközök rendelkezésre állása** elősegíthetné-e több hosszabb távú megtakarítás mobilizálását. Ezt a modellt ki kell igazítani, hogy uniós szinten alkalmazható legyen.

Az eszközközvetítő által alkalmazott értékelési módszereket, számviteli elveket és stratégiákat szintén több hozzászóló említi olyan tényezőként, amely bonyolítja a közvetítési láncot, növeli a közvetítés költségeit és nem megfelelő ösztönzőket teremt, például olyanokat, amelyek a spekuláció és a rövid távú szemléletmód irányába való torzításból erednek, és amelyek ugyanakkor a hosszú távú beruházással járó, magasabbnak tekintett kockázatokból és késleltetett megtérülésből adódnak.

Kérdés:

15.) Milyen előnyei vannak a külön megtakarítási számlára vonatkozó, uniós szinten elérhető egyes modelleknek? Ki lehetne-e alakítani egy uniós modellt?

Adózás

Az adózás szerkezete és szintje hatással lehet a beruházási és megtakarítási döntésekre, és így a növekedésre is. Az adórendszereket általában úgy kell kialakítani, hogy a polgárok és vállalkozások gazdasági döntéseit a lehető legkisebb mértékben torzítsák, kivéve, ha az adókkal konkrét és jól körülhatárolt piaci hiányosságokból eredő externáliákat kívánnak korrigálni:

- **Adó és beruházás:** A beruházások mértékéről és finanszírozásának módjáról való döntéseket befolyásoló számos tényező egyike a társasági adó. A társaságiadó-rendszerek a legtöbb tagállamban általában előnyben részesítik az adósságot a tőkével szemben, ami a vállalkozások számára a nagyobb tőkeáttétel irányába mutató ösztönzőket teremt, mivel a kamatfizetések levonhatók, míg a tőke hozamára vonatkozóan általában nincs ilyen kedvezmény. Egy jól kialakított adóalap, amely csökkenti a tőkeáttételhez kapcsolódó torzítást, a vállalkozásokat a hitelek rövid távú csökkenésével szemben is kevésbé sebezhetővé tehetné. Az e torzítás megszüntetésére törekvő reformok azonban nagyon kevés tagállamban vannak jelen. A társasági adó

²⁸

Például a „Livret A” Franciaországban vagy a „libretti postale” Olaszországban, és a „Bausparvertrag” (szerződéses megtakarítás lakásfinanszírozás céljára) Németországban.

alapjának kialakításáról annak finanszírozási semlegessége tekintetében folytatott további véleménycsere ezért Unió-szerte hasznos lehetne;

- **Adó és megtakarítás:** A megtakarítások adóztatása több fontos gazdasági vonzattal jár, többek között a gazdaságban jelen levő megtakarítás teljes összegére gyakorolt hatáson és így a tőkekihelyezés és a beruházás befolyásolásán keresztül. E hatásokra tekintettel az e területre vonatkozó adópolitikákat körültekintően kell kialakítani. Számos tagállam már vezetett be ösztönzőket a (hosszú távú) megtakarítások növelése érdekében, nevezetesen a nyugdíjhoz kapcsolódó megtakarítások tekintetében. Emellett több tagállam kettős jövedelemadó-rendszert alkalmaz, amelyben a tőkejövedelmeket általában külön adóztatják, az egyéb forrásokból származó jövedelemnél alacsonyabb adókulccsal; és
- **Adóügyi ösztönzők:** Az adóügyi ösztönzőket gyakran tekintik bizonyos típusú beruházások ösztönzésére szolgáló eszköznek. Az adókedvezmény indokolt lehet, ha a beruházás társadalmi megtérülése nagyobb, mint a befektető által elért hozam, és ezért a beruházási szintek a társadalom szempontjából optimális szint alatt maradnak (például K+F és környezetvédelmi kérdések). Míg vannak az adóügyi ösztönzők alkalmazása mellett szóló érvek, ezek igazgatási terhet is teremthetnek az alkalmazandó kivételek vagy további szabályok számának növelése révén. Emellett a nagy számú különböző nemzeti szabály bizonyos esetekben lehetőséget teremthet az arbitrázsra is.

Kérdések:

16.) Milyen típusú társaságiadó-reformokkal lehetne javítani a beruházások feltételeit az adósság és a tőke közötti torzítás kiküszöbölése révén?

17.) Milyen megfontolásokat kell figyelembe venni nemzeti szinten a hosszú távú megtakarításra vonatkozó megfelelő ösztönzők megállapítása során? Így különösen, hogyan kellene alkalmazni az adóügyi ösztönzőket a hosszú távú megtakarítás kiegyensúlyozott módon történő ösztönzése érdekében?

18.) A társasági adóhoz kapcsolódó mely típusú ösztönzők járnak kedvező hatással? Milyen intézkedéseket lehetne alkalmazni az arbitrázs kockázatának kezelésére azokban az esetekben, amikor bizonyos tevékenységekre vonatkozóan mentességeket/ösztönzőket biztosítunk?

19.) Elősegítené-e a mélyebb adóügyi koordináció az EU-ban a hosszú távú beruházások finanszírozását?

Számviteli elvek

A számvitel nem semleges, hanem alakítja a gazdasági döntéseket: a számviteli standardok és intézkedések (mint az IFRS) segítenek abban, hogy közös nyelvet biztosítsunk a vállalkozók, a befektetők és a hatóságok között, alátámasztva ezzel a bizalmat és a biztonságot. Ez azzal jár, hogy különböző nézőpontokat kell összeegyeztetniük: a gazdasági érdeket és a pénzügyi/befektetői érdeket. A **valós értéken történő értékelési elvek** növelhetik a pénzügyi információk átláthatóságát és következetességét, mivel megmutatják az eszközök és források piaci értékét, és információval szolgálnak a különböző intézmények relatív pénzügyi helyzetéről. Ugyanakkor azonban kedvezőtlen hatással lehetnek a stabilitásra és a hosszú távú finanszírozási horizontra. Bizonyos kutatások például kiemelik, hogy az intézményi befektetők csökkentik a részvényekbe kihelyezett részt a beruházási portfóliókban, mivel a részvénytőkét volatilisabbnak és kockázatosabbnak tartják, mint a kötvényeket. Más kutatások úgy érvelnek, hogy a piaccal összeegyeztethető értékelés arra ösztönözheti a hosszú

távú befektetőket, hogy növeljék kockázati kitettségüket, ha a volatilitást eredménykimutatásukon kívül jelenítik meg. Érdemes tovább vizsgálni, hogy e standardok megfelelnek-e a célnak, ha hosszú távú beruházásokról van szó. Ebben az összefüggésben hasznos lenne olyan módszereket azonosítani, amelyekkel biztosítható a befektetőknek szolgáltatott információk pontossága és a nagyon hosszú távú eszközök tartására és kezelésére vonatkozó ösztönzők közötti egyensúly.

Kérdés:

20.) Ön szerint a valós értéken történő értékelési elvek alkalmazása milyen mértékben vezetett rövid távú szemléletmódhoz a befektetői magatartásban? Milyen alternatívákat vagy az ilyen hatások ellensúlyozásának milyen más módjait lehetne javasolni?

Vállalatirányítási szabályok

Az eszközök kezelésének módja fontos szerepet játszhat a hosszú távú finanszírozásban a hosszú távú stratégiák terén az eszközkezelők, a befektetők és a vállalkozások ösztönzőinek összehangolása, valamint a rövid távú szemléletmódra, a spekulációra és az ügynöki kapcsolatokra vonatkozó aggályok enyhítése révén. Már fogadtak el szabályokat a vagyonkezelői feladatokra, az összeférhetetlenségre, a díjazásra, a szavazati jogok gyakorlására és a költségek nyilvánosságra hozatalára, valamint a beruházási tanácsadásra és a portfóliókezelésre vonatkozóan²⁹. További intézkedéseket **az európai társasági jogról és a vállalatirányításról szóló cselekvési terv**³⁰ is tartalmaz, többek között a részvényesek jogairól szóló irányelv esetleges módosítását is. További lépések is elképzelhetők, ideértve az eszközkezelők ösztönzői kialakításának további értékelését a hosszú távú megfontolások jobb figyelembevétele érdekében, valamint az eszközkezelőktől vagyonkezelői feladataik teljesítésére vonatkozóan nagyobb mértékű átláthatóság megkövetelését. A részvényesek nagyobb mértékű hosszú távú szerepvállalásának ösztönzésére vonatkozó ötleteket is megfogalmaztak, amelyeket további megfontolás tárgyává lehetne tenni, így például elemezni lehetne a hosszú távú befektetőknek biztosítandó több szavazati joggal vagy osztalékkal kapcsolatos lehetőségeket.

Kérdések:

21.) Milyen ösztönzők segíthetnék a részvényesek jobb hosszú távú szerepvállalásának előmozdítását?

22.) Hogyan lehetne kialakítani az eszközkezelőknek adott megbízásokat és ösztönzőket oly módon, hogy azok támogassák a hosszú távú beruházási stratégiákat és viszonyokat?

23.) Szükség van-e arra, hogy újból foglalkozzunk a vagyonkezelői kötelezettség fogalmának meghatározásával a hosszú távú finanszírozás összefüggésében?

Információk és beszámolás

Az újabb elemzések hangsúlyozzák, hogy egyre nagyobb igény van arra, hogy **a vállalkozások nem pénzügyi információkat hozzanak nyilvánosságra**. A kutatások arra utalnak, hogy a tevékenységeik fenntarthatósággal kapcsolatos vonatkozásait proaktív módon kezelő vállalkozásoknak következetesen alacsonyabbak a tőkeköltségei, és hosszú távon

²⁹ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm és http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

³⁰ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_hu.pdf.

általában jobban teljesítenek versenytársaiknál. Lehetséges, hogy a nyilvánosságra hozatalra vonatkozó általános követelmények nem lennének elegendőek a hosszú távú beruházásokról való döntések ösztönzéséhez, ezért a Bizottság szilárdabb nem pénzügyi beszámolási keret kialakításán dolgozik. A nem pénzügyi információk eszközközkezelők és tulajdonosok általi közzététele szintén további megfontolásra érdemes, ideértve azt is, hogyan lehetne tükrözni a portfóliókezelésben a fenntarthatósághoz kapcsolódó különleges kockázatokat és hatásokat. Több hozzászóló szerint a **negyedéves beszámolás** nem megfelelő ösztönzőket teremt, mivel arra készteti a piaci szereplőket, hogy a nagyon rövid távú eredményre helyezték a hangsúlyt. Az átláthatósági irányelv felülvizsgálata³¹ keretében a Bizottság a negyedéves beszámolási kötelezettség megszüntetését javasolta.

A **referenciaértékek** és a **hitelminősítések** adott esetben szintén éves vagy rövid távlatokra koncentrálnak. A Bizottság a szabályok szigorítását javasolta a hagyományos minősítések figyelembevételének csökkentése érdekében, és 2012 novemberében számos jogalkotási reformról politikai megegyezés született³². A rövid távú elszámoltathatóságot és a hosszú távú személetmód ösztönzését egyaránt érvényesítő módszertanok és minősítések kidolgozása hasznos eszköznek bizonyulhat a hosszú távú befektetők támogatásában.

Kérdések:

24.) Mennyiben segítheti elő a pénzügyi és nem pénzügyi információk fokozott integrációja, hogy világosabb áttekintést kapjunk a vállalkozások hosszú távú teljesítményéről és járulhat hozzá a befektetésekhez kapcsolódó jobb döntéshozatalhoz?

25.) Szükség van-e külön hosszú távú referenciaértékek kidolgozására?

3.4 A kkv-k banki és nem banki finanszírozáshoz való hozzájutásának megkönnyítése

A mai kis- és középvállalkozásokban (kkv-k) rejlik annak a lehetősége, hogy megalapozzák a jövőbeli hosszú távú növekedést. A kkv-k hagyományosan jelentős nehézségekkel szembesültek a növekedéshez szükséges forrásokhoz való hozzájutás terén. A banki finanszírozástól való függésük miatt ezeket a nehézségeket fokozza a bankok által megvalósított hitelállomány-leépítés. Ezenkívül jelenleg az Unióban fragmentált pénzügyi piacokkal néznek szembe, mivel a finanszírozáshoz jutás feltételei országról országra jelentős mértékben eltérnek.

A bankok általi finanszírozás szűkebb körű rendelkezésre állására tekintettel már sor került olyan szakpolitikai intézkedések elfogadására, amelyek célja, hogy ösztönözzék a kkv-kra irányuló alternatív, nem banki finanszírozási csatornákat kifejlesztését. 2011-ben a Bizottság cselekvési tervet fogadott el a kkv-k finanszírozási problémáinak kezelése érdekében³³. Bizonyos kezdeményezésekről már megegyezés született, ideértve a kockázati tőkébe, valamint a szociális vállalkozási alapokba történő beruházás új uniós kereteit. Folyamatban vannak bizonyos szakpolitikai kezdeményezések a kkv-k részvénytőkepiacokhoz való hozzáféréseinek megkönnyítése érdekében is. A cselekvési tervhez kapcsolódó más jogalkotási javaslatok azonban még elfogadásra várnak. A Bizottság javaslatokat nyújtott be továbbá annak lehetővé tétele érdekében, hogy a többoldalú kereskedési platformok működtetői „kkv-növekedési piac” besorolással is nyilvántartásba vehetők legyenek,

³¹ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_hu.pdf.

³² Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³³ Lásd http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf.

valamint egy arányos rendszerre vonatkozóan, amely csökkenteni fogja a kkv-k számára a forrásszerzés érdekében történő piacra lépéssel járó igazgatási költségeket és terheket³⁴. Ezzel párhuzamosan növekedés mutatkozik egyes régóta fennálló piacokon, mint az eszközfinanszírozás és a szállítói láncban történő finanszírozás, valamint a technológiát és az internetet – például közösségi finanszírozáson (crowd-funding) keresztül – kihasználó pénzügyi innovációk terén is.

Lehetséges azonban, hogy ezek az intézkedések nem bizonyulnak elegendőnek a kkv-k finanszírozáshoz való hozzájutása során felmerülő nehézségeinek orvoslására. További lépések is elképzelhetők, így többek között:

- **A kockázati tőke fejlesztése.** A kockázati tőke-ágazat erőforráshiánnyal küzd, és befolyásolja a bankokra és a biztosítókra vonatkozó prudenciális szabályozás is. Az alapok alapjai hatékony eszközül szolgálhatnának a kockázati tőke mennyiségének növeléséhez. Az intézményi befektetők számára létrehozott garanciaalap tovább csökkenthetné az e piacon fennálló korlátozásokat;
- **A kkv-k számára külön piacok és hálózatok kialakítása.** A kockázati tőkealapok szintén függenek a jól teljesítő kkv-orientált értéktőzsdéktől abban a tekintetben, hogy beruházásaikat első nyilvános tőzsdei bevezetéssé alakítsák. Az intézkedések között szerepelhetne a kkv-kre vonatkozó külön megközelítés, amely továbbmenne a jelenlegi MiFID II irányelvre vonatkozó javaslatnál, és tartalmazná különleges számviteli szabályok kidolgozását a tőzsdén jegyzett kkv-k számára, valamint új kereskedési platformokat. A kkv-knek szánt külön piacok elősegíthetnék ismertségük javítását, új befektetők bevonását és a kkv-kre vonatkozó új értékpapírosítási eszközök kidolgozását. Az üzleti hálózatok kereteinek kidolgozása elősegítheti a kkv-k közötti összefogást, a kockázatmegosztást, a kölcsönösséget és a diverzifikációt, és így javíthatja finanszírozáshoz való hozzájutásukat;
- **Új értékpapírosítási eszközök kidolgozása kkv-k számára.** A Bizottság már rendelkezik a kkv-kre vonatkozó értékpapírosítási eszközzel, és javaslatot tett arra, hogy továbbra is támogatást nyújt az értékpapírosításhoz a COSME-program keretében. Emellett a kkv-k európai érdekű ipari beruházásaira vonatkozó uniós kritériumok alapján a strukturálthitel-eszközök európai besorolásokat kaphatnának. Az egyes iparágak és beruházási ciklusok közötti nagymértékű különbségekre tekintettel ezeket az eszközöket differenciálni lehetne;
- **A kkv-k hitelbírálati minősítésére vonatkozó standardok kidolgozása** elősegíthetné, hogy kezeljük a kkv-kre vonatkozó megbízható információk hiányát, valamint a potenciális befektetők ehhez kapcsolódó nehézségeit a kkv-k hitelképességének értékelése terén. A közepes piaci tőkeértékű vállalatok és a kkv-k külső értékelésére vonatkozó közös minőségi minimumkövetelmények kidolgozása tovább könnyíthetné finanszírozáshoz való hozzáférésüket, akár a határokon átnyúlóan is, és mélyítené a piaci integrációt; és
- **Egyéb „nem hagyományos” finanszírozási források fejlesztése vagy ösztönzése,** mint például a lízing, a szállítói láncban történő finanszírozás, az internetes alapú finanszírozási források, a közösségi finanszírozás stb. Tovább kell vizsgálni, hogyan biztosítsuk, hogy e piacok fenntartható módon

³⁴

Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

növekedjenek és megfelelő támogatásban részesüljenek a szabályozási kereten belül.

Kérdések:

26.) Milyen további lépések képzelhetők el – uniós szabályozás vagy egyéb reformok tekintetében – annak érdekében, hogy megkönnyítsük a kkv-k hozzáférését az alternatív finanszírozási forrásokhoz?

27.) Hogyan lehetne kkv-kre vonatkozó értékpapírosítási eszközöket kialakítani? Hogyan lehet az értékpapírosítást a legjobban felhasználni arra, hogy mobilizáljuk a pénzügyi közvetítők tőkéjét a kkv-knek történő további hitelnyújtás/a kkv-kbe való további beruházás céljára?

28.) Érdemes lenne-e teljes mértékben elkülönülő és önálló megközelítést létrehozni a kkv-piacokra vonatkozóan? Hogyan lehetne kidolgozni a kkv-knek szánt piacot, ideértve a kifejezetten a kkv-k finanszírozási igényeire tekintettel kidolgozott értékpapírosított termékek piacát, és ki dolgozhatná ki azt?

29.) Segítené vagy akadályozná az uniós szabályozási keret a kkv-knek szánt ezen alternatív nem banki finanszírozási források kialakítását? Milyen reformok segíthetnének további növekedésük támogatásában?

Kérdés:

30.) Az ebben a zöld könyvben bemutatott elemzésen és lehetséges intézkedéseken kívül mi járulhatna még hozzá az európai gazdaság hosszú távú finanszírozásához?

4. A KÖVETKEZŐ LÉPÉSEK

E konzultáció eredménye alapján a Bizottság megvizsgálja, hogy mely megfelelő intézkedésekkel foglalkozzon tovább. A beérkezett válaszokat hozzáférhetővé teszik a Bizottság honlapján, kivéve, ha kifejezetten kéri a bizalmas kezelést, és a Bizottság összefoglalást fog közzétenni a konzultáció eredményeiről.

Az érdekelteket kérjük, hogy észrevételeiket 2013. június 25-ig küldjék meg a következő e-mail címre: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu