

MÉRŐ KATALIN

Az európai tőkepiaci unió és az árnyékbankrendszer – összefonódások és ellentmondások

Az Európai Unió versenyképessége szempontjából kiemelkedő jelentőségű a tőkepiacok fejlesztése. Erre két uniós projekt is irányul: a tőkepiaci unió létrehozása és az EU árnyékbankrendszerének átlátható, stabil, jól szabályozott pénzügyi piaci szegmenssé való átalakítása. Jóllehet eddig számos akcióterv, program, jogszabály született, mind a két projekt csak igen szerény sikereket ért el. Ebben a cikkben a két projektet együttesen elemezzük, hogy feltárjuk közös elemeiket, a közöttük lévő összefonódásokat és ellentmondásokat. Rámutatunk arra, hogy az európai tőkepiacok fejlesztéséhez és integrációjához nem elegendő néhány szabályozási változtatás, hanem mélyebbre ható beavatkozásokra, a rögzült struktúrákat megváltoztató lépésekre lenne szükség.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G15, G23, G28.

Bevezetés: két fontos európai projekt – átfedő célok,
elkülönült megvalósítás

Az EU két fontos, a tőkepiacok működését fejleszteni kívánó projektje a tőkepiaci unió (*Capital Markets Union, CMU*) kiépítése és az árnyékbankrendszer (*shadow banking, SB*) stabil, szabályozott, átlátható pénzügyi piaci szegmenssé való átalakítása. A tőkepiaci unió célja az egységes európai tőkepiac megteremtése az EU mind a 27 tagállamának vonatkozásában, annak érdekében, hogy a vállalkozások könnyebben jussanak piaci finanszírozáshoz, és a tőkepiacok mélyebbé váljanak. Árnyékbankrendszeren a hitelközvetítésben részt vevő, de a hagyományos banktevékenységen kívüli, a bankoknál kevésbé szabályozottan és átláthatóan működő nem banki pénzügyi intézmények összességét értjük.

* A tanulmány alapjául szolgáló kutatást a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal támogatja (NKFIH 138562).

A két európai projekt átfedése és összekapcsolt volta nyilvánvaló. Mivel a tőkepiaci unió a piaci alapú finanszírozás térnyerését segíti elő, számos eszköze egyidejűleg az árnyékbankrendszer eszköztárában is megtalálható; vagyis a projekt hozzájárul az árnyékbankrendszer növekedéséhez (*Braun és szerzőtársai* [2018], *Pires* [2019], *Portes* [2019]). A két projekt fókusza azonban az átfedések ellenére is különböző. Míg az árnyékbankrendszer átalakítása az adósság jellegű piaci finanszírozást nyújtó tevékenységekre és az ezeket végző intézményekre összpontosít, addig a tőkepiaci unió emellett a részvénytőkepiacok, illetve az ott aktív intézményi befektetők versenyképességének és integrációjának támogatását is célul tűzte ki.

Az árnyékbanki tevékenység és a tőkepiaci unió közötti kölcsönhatásnak azonban még az eredője sem egyértelmű. Lehetséges, hogy a tőkepiaci pénzügyi közvetítés fejlődésével egyre növekvő árnyékbankrendszer tovább mélyíti a tőkepiacokat, és ezzel hozzájárul jobb működésükhöz, ami egybevág a tőkepiaci unió célkitűzéseivel. De az is lehet, hogy ennek éppen az ellenkezője történik: mivel az árnyékbankrendszer működésének fontos motivációja a szabályozási arbitrázs, előfordulhat, hogy a jogalkotók azon törekvése, hogy a szektort transzparenssebbé és szabályozottabbá tegyék, visszafogja az ebbe a körbe tartozó tevékenységeket, és ezzel hátráltatja a tőkepiaci unió fejlődését. Sőt az is lehetséges, hogy a kevésbé szabályozott árnyékbankrendszer a pénzügyi intézmények közötti sokrétű és szoros kapcsolódások révén növeli az egész rendszer volatilitását és kockázatait, vagyis hátráltatja a stabil, mély, integrált európai pénzügyi piacok (köztük a tőkepiacok), vagyis a tőkepiaci unió kiépülését.

Braun és szerzőtársai [2018] felhívták a figyelmet arra, hogy bár a 2008-as globális pénzügyi válság egyik fő oka az árnyékbankrendszer kiépülése volt, a tőkepiaci unió stratégiai célja az árnyékbankrendszer által nyújtott piaci alapú finanszírozás irányába való elmozdulás. *Portes* [2019] ezért hangsúlyozza, hogy a tőkepiaci unió megfelelő működéséhez – különösen a pénzügyi rendszeren belüli fertőzések megakadályozásához – a jelenleginél sokkal átfogóbb adatokra lenne szükség arról, hogy a nem banki (árnyékbanki) intézmények milyen mértékben és csatornákon keresztül fonódnak össze a bankokkal. Mégis mind a szakirodalomban, mind a szabályozói és felügyeleti gyakorlatban – kevés kivételtől eltekintve – a két téma elkülönült elemzése a jellemző.

Az EU pénzügyi piacainak versenyképessége és stabilitása szempontjából mindkét projekt kiemelkedően fontos. Ugyanakkor nyilvánvaló, hogy összetett kapcsolatrendszerük miatt szükséges lenne együttes megközelítésük. Hiszen amíg az árnyékbankrendszer nem alakul át szabályozott, átláthatóan működő piaci finanszírozási szegmenssé, addig a tőkepiaci unió kiépítése új makroprudenciális kockázatokat idézhet elő, mivel úgy növeli a piaci finanszírozást, hogy annak kockázatait – legalábbis az árnyékbankrendszerrel érintett szegmensben – még nem kezelik megfelelően.

E tanulmányban megpróbálunk hidat építeni az eddig jellemzően külön-külön elemzett két téma között, megvizsgáljuk a két projekt kapcsolódásait és az elkülönült kezelésükből fakadó ellentmondásokat. A következő részben először a tőkepiaci unióra és az árnyékbankrendszerre vonatkozó projektek szakirodalmát tekintjük át. Ezt

követően a tőkepiaci unióval és az árnyékbankrendszerrel foglalkozó projekt közös elemeit, szinergiáit, illetve ellentmondásait elemezzük. Írásunkat néhány következtetés levonásával zárjuk.

Szakirodalmi áttekintés

Miután az EU frissen megválasztott elnökeként tett politikai nyilatkozatában Jean-Claude Juncker először felvetette a tőkepiaci unió gondolatát (Juncker [2014]), az Európai Bizottság 2015 szeptemberében közzétette a tőkepiaci unió megteremtésére irányuló első akciótervét (European Commission [2015]). Az EU-nak korábban is voltak törekvései a tőkepiacok erősítésére és integrálására, mint például a pénzügyi szektorra vonatkozó 1999-es akcióterv (Financial Sector Action Plan, FSAP) vagy a Lámfalussy-jelentés és az annak alapján megvalósított úgynevezett Lámfalussy-folyamat 2002-től kezdődően (FSAP [1999], Lamfalussy [2001]). Ezek azonban nem hozták létre az EU egységes tőkepiacát, pedig a jelenleg erőteljesen széttagolt európai tőkepiacok globális összehasonlításban nem kellően fejlettek, és nem versenyképesek az Egyesült Államok vagy a brexit után az EU-n kívülre kerülő Egyesült Királyság tőkepiacával (Allen–Pástor [2019]).

A tőkepiaci unió legfőbb célkitűzései a vállalkozások finanszírozásának támogatása, az európai befektetések vonzóbbá tétele és a finanszírozási források diverzifikálása voltak, amit az európai tőkepiacok fejlesztésével, a határon átnyúló befektetési tevékenység könnyítésével terveztek elérni. Részt képezte a bankok és a tőkepiacok összefonódásának támogatása is az úgynevezett egyszerű, átlátható és standardizált értékpapírosítás (simple, transparent and standardised securitization, STS)¹ révén. A tőkepiaci unióra vonatkozó tudományos elemzések központi kérdései jellemzően arra vonatkoznak, hogy

- miként lehetne az európai tőkepiacok globális versenyképességét növelni (Veron–Wolf [2016], Bush [2017]);
- hogyan lehetne ösztönözni a tőkepiacokon keresztül történő befektetéseket, beleértve a kkv-k tőkepiaci finanszírozásának támogatását (Braun és szerzőtársai [2018], Veiga–dos Santos [2018]);
- hogyan alakítaná át a tőkepiaci unió a pénzügyi közvetítés európai struktúráját (Bush [2017], Braun és szerzőtársai [2018]);
- vajon egyenlő versenyfeltételeket teremtené-e a tőkepiaci unió az EU fejlettebb és kevésbé fejlett régiói számára (Piroska–Epstein [2023]);
- milyen szabályozási kihívásokat hoz a tőkepiaci unió (Alexander [2015])?

A tőkepiaci unió az európai tőkepiacok fejlesztésének és integrációjának kulcsát a tőkepiaci pénzügyi közvetítés fejlesztésében, a rá vonatkozó szabályozás uniós szintű egységesítésében, kockázatainak csökkentésében látja. Ez sokban hasonlít az árnyékbankrendszer feltérképezésére, nyomon követésére és szabályozásának

¹ Ennek jogi keretét az Európai Parlament és Tanács (EU) 2017/2402 rendelete teremtette meg.

megújítására irányuló projekthez. Intézményi megközelítésben az árnyékbankrendszerbe sorolhatók azok a nem banki pénzügyi intézmények, amelyek részt vehetnek a hitelközvetítés folyamatában, de kívül esnek a bankszabályozás hatókörén. Ezek a részvényalapokon kívüli befektetési és pénzpiaci alapok, *hedge fundok* és magántőkealapok, valamint a hitelt nyújtó lízing- és faktoringcégek, valamint egyéb pénzügyi vállalkozások (FSB [2011]). (A biztosítók és a nyugdíjpénztárak mint erősen szabályozott, a bankokhoz hasonlóan átlátható intézmények nem tartoznak az árnyékbanki kategóriába.) Az árnyékbankrendszer megjelenése, gyors növekedése a szabályozás által le nem fedett területeken, a bankokkal való szoros összefonódása, kockázatainak és kockázati transzfereinek átláthatatlansága az elsők között szerepel számos olyan listán, amelyeket a 2008-as globális pénzügyi válság okairól állítottak össze (például Adrian–Ashcraft [2012], Lysandrou–Nesvetaliova [2014], Ban–Gabor [2016]). A globális pénzügyi válságot követően a pénzügyi stabilitás helyreállítására irányuló törekvések egyik fontos fókuszja az árnyékbankrendszer intézményi és tevékenységi körének megreformálása lett, annak érdekében, hogy ez a rendszer „kikerüljön az árnyékból”, és a makroprudenciális kockázatok fő hordozója helyett stabil, jól szabályozott nem banki pénzügyi közvetítéssé alakuljon át. Európában ennek a törekvésnek, illetve az erre irányuló projektnek a fő letéteményese az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank mellett működő Európai Rendszerkockázati Testület (*European Systemic Risk Board, ESRB*) lett. Az ESRB rendszeresen figyelemmel követi az EU-beli árnyékbankrendszer működését, és évenként jelentést ad közre annak fejlődéséről és kockázatairól, valamint több ajánlást is megfogalmazott ezzel kapcsolatban.² Emellett az európai pénzügyi felügyeleti hatóságok által lebonyolított stressztesztetekhez az ESRB dolgozza ki a forgatókönyveket, így az Európai Értékpapírpiaci Hatóság (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) részére is az árnyékbanki körbe tartozó alapok stresszteszteléséhez (a legutóbbi ezek közül: ESRB [2024a]).

Az árnyékbankrendszerrel foglalkozó tudományos elemzések középpontjában olyan kérdések állnak, mint az árnyékbankrendszer általános jellemzői, kockázati sajátosságai, az itteni kockázatoknak a hagyományos bankrendszerre való áttérése, valamint a vonatkozó szabályozási kérdések (Pozsar és szerzőtársai [2012], Adrian–Ashcraft [2012], Thiemann [2018]) vagy a pénzügyi rendszer struktúrájának átalakulása (Hardie és szerzőtársai [2013]). De számottevő szakirodalma van az árnyékbankrendszer mérhetőségének (Agresti–Brence [2017], Bethlendi–Mérő [2022]) és regionális sajátosságainak is. Ez utóbbiak közül több elemzés is foglalkozik az EU vagy annak bizonyos országai, országcsoportjai árnyékbankrendszerével (Bakk–Simon és szerzőtársai [2012], Grillet–Aubert és szerzőtársai [2016], Hodula és szerzőtársai [2020], Hodula [2022], Petkovski és szerzőtársai [2023], Bethlendi és szerzőtársai [2024]).

Az elmúlt tíz évben mind a két projekt csak korlátozott sikereket ért el. A tőkepiaci unió megvalósítása az eredeti elképzelésekhez képest nagyon komoly késésben van: a kezdeti céldátum 2019 volt, de a megvalósulás elmaradása miatt 2020-ban

² Az ESRB ajánlásai itt találhatóak: <https://www.esrb.europa.eu/mppa/recommendations/html/index.en.html>.

egy új akcióttervet fogadtak el (*European Commission* [2020]). A céldátum elérése után az Európai Számvevőszék is kiadott egy vizsgálati különjelentést (*European Court of Auditors* [2020]). Ennek már a címe is sejteti a megállapítások lényegét: Tőkepiaci unió: lassú indulás egy nagyratörő cél felé. A jelentés gyakorlatilag a tőkepiaci unió összes célkitűzésével kapcsolatban a megvalósulás hiányát állapítja meg, és olyan ajánlásokat fogalmaz meg, amelyek már a 2015-ös akcióttervben is szerepeltek. Így nem meglepő, hogy az új akciótterv jellemzően a korábbi célokat erősítette meg. Emellett – reagálva a pandémia alatti történésekre is – új célkitűzésként fogalmazta meg az európai gazdaság zöld és digitális átállásának támogatását is. Az új akciótterv az egyes kívánatos intézkedésekhez rendelt ugyan – 2021 I. negyedéve és 2023 III. negyedéve közötti – céldátumokat, de a megvalósítás fokozatosságát, időigényességét is hangsúlyozta.

Ez az időszak sem hozott komoly sikereket, így 2023 szeptemberében Ursula von der Leyen, az Európai Bizottság elnöke felkérte az EKB korábbi elnökét, Mario Draghit, hogy készítsen jelentést az EU jövőbeli versenyképességéről. Ugyancsak 2023-ban jelentették be, hogy az EU Tanácsának felkérésére Enrico Letta volt olasz miniszterelnök jelentést készít az EU egységes piacának jövőjéről. Emellett 2024 elején Bruno Le Maire francia gazdasági és pénzügyminiszter is megbízott egy francia bizottságot Christian Noyer-nak, a francia központi bank korábbi elnökének és az EKB volt alelnökének a vezetésével, hogy tegyen konkrét javaslatokat a tőkepiaci unió projektjének felélesztésére. Mind a Draghi-jelentés (*Draghi* [2024]), mind a Letta-jelentés (*Letta* [2024]) az EU versenyképességének általános célján belül számos ajánlást fogalmaz meg a tőkepiaci unió továbbfejlesztésére, mivel megállapításaik szerint az EU tőkepiacai továbbra is szegmentáltan működnek, ami az uniós versenyképesség javulásának egyik fő akadálya. A Noyer-jelentés (*Noyer* [2024]) szintén a tőkepiaci unió sikertelenségét hangsúlyozta, és – a projekt átalakítására vonatkozó ajánlások megfogalmazása mellett – a tőkepiaci uniónak megtakarítási és befektetési unióra (*Savings and Investments Union, SIU*) való átnevezését is javasolta. Mind a három jelentés kiemeli, hogy az EU-ban magas a megtakarítási ráta, mégis nagy az alacsony hozamú bankbetétek és csekély a hosszú távú tőkepiaci eszközökbe való befektetések aránya.

Az Európai Bizottság számára a három jelentést összegző dokumentum (*Spitzer és szerzőtársai* [2025]) megállapítja, hogy a tőkepiaci unió számottevő továbbfejlesztése mindegyikük szerint elengedhetetlen a kitűzött célok eléréséhez. Ezt erősíti meg az EKB 2024 tavaszán kiadott pénzügyi integrációs jelentése (*ECB* [2024a]) is, amely rámutat, hogy az integráció sem az ár jellegű, sem pedig a minőségi ismérvek szerint nem haladt előre a 2020-as években. Az EKB egy másik értékelése szerint (*ECB* [2024b]) a tőkepiaci unióra vonatkozó eddigi szabályokkal az EU az „alacsonyan lógó gyümölcsöket szedte le”; a továbblépés elképzelhetetlen mélyebbre ható intézkedések nélkül.

A tőkepiaci unió sikerességének erősen korlátozott voltáról tanúskodik a Szövetség az Európai Pénzügyi Piacokért (*Association for Financial Markets in Europe, AFME*) 2018 óta évente publikált értékelése is. A 2022-ben és 2023-ban megjelent kiadványaik (*AFME* [2022], [2023]) fő megállapítása az volt, hogy Európa mint befektetési célpont mindkét évben tovább veszített vonzerejéből. Az általános trend alól csak a fenntartható, zöld finanszírozás szegmense képez kivételt, ahol az EU globális

vezető szerepet tölt be. A 2024-es jelentés (AFME [2024]) szerint az EU globális tőkepiaci kapitalizációból való részesedése tovább csökkent. Néhány mutató terén (például a vállalkozások finanszírozáshoz jutását illetően) javulást érzékel ugyan, de azt sem tartósnak, hanem ciklikus eredetűnek látja, míg más mutatók (például a kkv-k tőkéhez jutása) esetében a nemzetközi versenyben való tartós leszakadást talál.

Wyplosz [2024] szerint a siker elmaradásának legfőbb oka, hogy három erős csoport is ellenérdekelte a tőkepiaci unió működésében. Ezek: a nemzeti felügyelő hatóságokkal már jó kapcsolatban levő, velük szemben komoly lobbierővel bíró piaci szereplők, a befolyásukat a tőkepiaci uniótól féltő tagállami felügyelő hatóságok, valamint azok a külföldi piacok, amelyeken az európai szereplők azért tevékenykednek, hogy az európainál hatékonyabb piacokhoz férjenek hozzá.

Mindezekre válaszként Ursula von der Leyen 2024 szeptemberében megbízta Maria Luís Albuquerque uniós biztost a bankokat és tőkepiacokat egyaránt magában foglaló megtakarítási és befektetési unió létrehozásával (von der Leyen [2024]). Ez a megtakarítási és befektetési unió tehát csak nevében azonos a Noyer-jelentésben javasolttal: annál lényegesen bővebb tartalmú, hiszen a tőkepiaci unió megreformálásán túlmenően a teljes pénzügyi rendszer átalakítását célozza.

Ezzel párhuzamosan az Európai Parlament 2025 márciusában 22 pontban tette közzé az európai versenyképesség javításához és a tőkepiaci unió megteremtéséhez szükséges további intézkedésekre vonatkozó előzetes javaslatait, valamint a Bizottsággal szembeni elvárásait (European Parliament [2025]). Az Európai Bizottság már korábban, 2025 februárjában elkezdett nyilvánosan véleményeket gyűjteni arra vonatkozóan, hogy miként lehetne előmozdítani a megtakarítási és befektetési unió létrehozását (European Commission [2025a]). Első eredményként 2025. szeptember végén két EU-szintű stratégiát hoztak nyilvánosságra a pénzügyi tudatosságról és a tagállamok által kialakítandó egységes megtakarítási és befektetési számlákról (European Commission [2025b]).

Hasonlóan nem tekinthető sikeres és befejezett projektnek az árnyékbankrendszer stabil, jól szabályozott tőkepiaci finanszírozási szegmenssé való átalakítása sem. Megjegyezzük, hogy az ESRB már 2019-ben megszüntette az „árnyékbank” szó használatát, és helyette a „nem banki pénzügyi közvetítés” kifejezés használatára tért át (ESRB [2019] 8. o.),³ jelezve, hogy szabályozási akciói révén ez a piaci szegmens átláthatóbbá, szabályozottabbá és a válságokkal szemben ellenállóbbá vált. Az ide vezető út fontos lépése volt, hogy az ESRB 2016-ban publikálta a nem banki pénzügyi közvetítő intézményekre vonatkozó makroprudenciális stratégiájának körvonalait. A stratégia annyiban utal a tőkepiaci unióra, hogy leszögezi: a tőkepiaci unió akcióterve támogatja a piaci alapú pénzügyi közvetítés bővülését, ami miatt a makroprudenciális eszközöket a korábbinál szélesebb körben kell majd alkalmazni. Erre a szakpolitikák megalkotóinak is figyelemmel kell lenniük, hiszen szükség van olyan eszközökre, amelyek megelőzik vagy csökkentik a pénzügyi struktúrák ezen változásából fakadó rendszerkockázatok kialakulását (ESRB [2016]). Az itt megfogalmazott célkitűzések

³ Ez összhangban állt a pénzügyi stabilitás globális támogatására létrehozott Pénzügyi Stabilitási Testület (Financial Stability Board, FSB) szóhasználatának hasonló megváltoztatásával.

még igen általánosak, így nem meglepő, hogy ez a törekvés is csak korlátozott sikereket hozott. Ezt szemlélteti, hogy amikor az Európai Bizottság 2024 májusában konzultációt kezdeményezett a nem banki pénzügyi közvetítők makroprudenciális szabályozásának megfelelőségéről, akkor megállapította, hogy a nem banki közvetítők egyes alszektorait érintően bevezettek makroprudenciális intézkedéseket, de nincs a teljes nem banki szektorra vonatkozó egységes makroprudenciális keretrendszer (*European Commission* [2024]). A konzultációra adott válaszként az ESRB – a 2016-ban tett megállapításához hasonlóan – megint leszögezte: szükség van erre a keretrendszerre, hogy a nem banki intézményektől kiinduló, a pénzügyi rendszer egészét érintő fertőzések hatásai csökkenthetők legyenek. Hangsúlyozza azt is, hogy a tőkepiaci unió működéséhez szükség van a tőkék mobilizálására, a nem banki piaci szegmensek (jellemzően az árnyékbankrendszer) erőteljes fejlődésére, ami viszont a pénzügyi stabilitás számára jelenthet kockázatokat (*ESRB* [2024b]). Ehhez számos rövid és középtávú makroprudenciális intézkedést (szabályozást) is javasol, amelyek konkrétabb és operacionalizálhatóbbak, mint a 2016-ban megfogalmazottak voltak. Megvalósulásuk esetén azonban tovább növelnék a szabályozás részletezettségét és bonyolultságát, vagyis a piaci szereplők szabályozási terheit, jóllehet az EU versenyképességének erősítésére irányuló tervek éppen ennek számottevő csökkentését irányozzák elő a 2024–2029-es időszakra (*European Council* [2024]).

Számos konkrét példával is illusztrálhatjuk azt, hogy az „árnyékbank” kifejezés használatának „nem banki pénzügyi rendszerre” történő megváltoztatása inkább csak gesztusértékű lépésnek tekinthető. A Pénzügyi Stabilitási Testületnek a globális nem banki pénzügyi közvetítés kockázatait elemző legutóbbi kiadványa például kiemeli, hogy a piaci turbulenciákkal jellemezhető időszakokban a nem banki pénzügyi intézmények rendszerkockázatokat idézhetnek elő, illetve felerősíthetik a pénzügyi rendszer egészét fenyegető már meglevő kockázatokat (*FSB* [2024]). Az EU vonatkozásában hasonló következtetésre jut az ESRB legfrissebb éves elemzése is, amely megállapítja, hogy a nem banki intézmények komoly sebezhetőséget mutatnak az általuk vállalt nagy tőkeáttétel, a likviditási transzformáció és a szoros összefonódások miatt (*ESRB* [2025]). További példa, hogy az EKB 2023. májusi Pénzügyi Stabilitási Jelentése az EU bankrendszerének kiemelkedő kockázataként jelöli meg, hogy a bankok forrásai között egyre nagyobb szerepet játszanak a nem banki pénzügyi közvetítőktől bevont (vagyis árnyékbanki) források, ami a bankokat komoly likviditási, piaci és hitelkockázatoknak teszi ki (*ECB* [2023] 111–118. o.). De ide sorolhatók *Andrew Bailey*-nek, a Bank of England kormányzójának és *Christine Lagarde*-nak, az Európai Központi Bank elnökének 2025. október 3-án egy amszterdami konferencián elmondott beszéde is. Mindketten hangsúlyozták, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából a legfontosabb kihívásnak azt a strukturális átrendeződést tartják, hogy a pénzügyi közvetítésen belül nő a kevésbé szabályozott nem banki intézmények súlya a bankok rovására, miközben a bankok és a nem banki pénzügyi közvetítők között igen erős az összefonódás (*Bailey* [2025], *Lagarde* [2025]). Vagyis az árnyékbankrendszer – annak ellenére, hogy a kifejezés használatát felváltotta a nem banki pénzügyi intézmények megnevezés használata – még mindig nem került ki az „árnyékból”, hanem továbbra is nehezen átlátható kockázatok hordozója.

A tőkepiaci unió kiépítése és az árnyékbankrendszer átalakítása közötti átfedések

A tőkepiaci unió kiépítésének fő célja – a piacok integrációjának támogatása mellett –, hogy csökkentse a kontinentális európai pénzügyi rendszer erősen banki alapú jellegét, és növelje a tőkepiacok szerepét a vállalkozások, különösen pedig a kis- és közép-vállalkozási szektor finanszírozásában, ezáltal erősítve a finanszírozási csatornák diverzifikáltságát és a pénzügyi szektor stabilitását. Vagyis a tőkepiaci unió koncepciója implicit módon tartalmazza az árnyékbankrendszer működésének átalakítását, annak igényét, hogy az árnyékbankrendszer intézményeit és eszköztárát sikerüljön biztonságos és stabil tőkepiaci finanszírozássá fejleszteni.

Ahogy az IMF-nek a pénzügyi piacok fejlettségét mérő kompozit indexe⁴ is mutatja, a 2008-as globális pénzügyi válságot megelőzően a meghatározó uniós országok pénzügyi piacainak fejlettségi szintje számottevően elmaradt az Egyesült Államokétól, de tendenciájában közeledett hozzá. Az európai szuverén válságok éveiben a folyamat megakadt, és ezt követően, a 2010-es évek második felében sem történt érdemi felzárkózás. Ha a V4-országokat is ráteesszük a pénzügyi piacok fejlettségét mutató térképre, akkor – bár jóval alacsonyabb fejlettségi szinten, de – Magyarország és Lengyelország esetében is hasonló tendenciát látunk: a válság előtti felzárkózást követő visszakorrigálás után 2020-ra nagyjából a 2000-es relatív szintre kerültek vissza. Csehországban a magyar és a lengyel helyzethez hasonló kiinduló fejlettségi szinthez képest a 2010-es évek második fele hozott számottevő visszaesést, míg Szlovákiában az igen alacsony induló fejlettségi szint további, számottevő erodálódása figyelhető meg (1. táblázat). Ha a tőkepiacok fejlettségi mutatói közül csak a tőkepiaci közvetítés mélységét kifejező kompozit mutatót nézzük, akkor is hasonló tendenciákat figyelhetünk meg az EU meghatározó, fejlett országaiban és a V4-országokban is (2. táblázat). Az IMF honlapján elérhető legfrissebb indexek⁵ 2020-ra vonatkoznak, de a tőkepiaci unió projektjének korlátozott sikerességére tekintettel vélelmezhető, hogy a tendenciák és a relatív pozíciók a 2020-as években nem változtak érdemben.

Érdekes, hogy ezzel ellentétes tendenciák figyelhetők meg az árnyékbankrendszer területén. Bár az árnyékbankrendszer az Egyesült Államokban alakult ki és indult nagyarányú növekedésnek a 2000-es évek elején, hamarosan Európában is egyre elterjedtebbé vált, főleg az EU fejlettebb tőkepiacokkal rendelkező országaiban. Az Egyesült Államokban a 2008-as válságot követően zsugorodni, majd stagnálni kezdett, míg Európában tovább erősödött, aminek következtében 2016-ra az euróövezet árnyékbankrendszerének mérete meghaladta az amerikaiét (FSB [2020] 1–4. ábra, 12. o.). Az ellentétes fejleményeket egyrészt az magyarázza, hogy az Egyesült Államokban jóval fejlettebb a részvénytőkepiac, amely kívül esik az árnyékbanki intézmények és tevékenységek körén, másrészt az amerikai tőkepiacon sokkal nagyobb szerepük

⁴ A tőkepiaci fejlettségi mutató három – szintén kompozit – részmutatót aggregál. Ezek a pénzügyi piacok mélysége, a pénzügyi piacokhoz való vállalati hozzáférés lehetősége és a pénzügyi piacok hatékonysága.

⁵ 2025. október 24-i állapot.

1. táblázat

A pénzügyi piacok fejlettségi szintje az EU néhány tagállamában és az Egyesült Államokban

	2000	2007	2015	2020
Franciaország	0,66	0,76	0,69	0,74
Németország	0,75	0,80	0,75	0,78
Olaszország	0,74	0,77	0,76	0,81
Spanyolország	0,81	0,89	0,89	0,81
Egyesült Államok	0,91	0,91	0,89	0,90
Csehország	0,34	0,32	0,41	0,11
Lengyelország	0,45	0,38	0,34	0,38
Magyarország	0,40	0,63	0,40	0,38
Szlovákia	0,08	0,04	0,04	0,03

Megjegyzés: a mutató 0 és 1 közötti skálán méri a pénzügyi piacok fejlettségét. Részletes leírása itt található: Svirydzienka [2016].

Forrás: IMF Financial Development Index Database.

2. táblázat

A tőkepiaci közvetítés mélysége az EU néhány tagállamában és az Egyesült Államokban

	2000	2007	2015	2020
Franciaország	0,78	0,98	0,91	0,90
Németország	0,72	0,81	0,72	0,76
Olaszország	0,65	0,71	0,70	0,69
Spanyolország	0,75	0,97	0,89	0,78
Egyesült Államok	0,99	0,99	0,99	0,99
Csehország	0,15	0,23	0,21	0,10
Lengyelország	0,13	0,25	0,19	0,18
Magyarország	0,15	0,37	0,18	0,14
Szlovákia	0,09	0,05	0,08	0,06

Forrás: IMF Financial Development Index Database.

van az árnyékbanki szegmens szintén kívül eső intézményi befektetőknek, a biztosítóknek és a nyugdíjpénztáraknak.

Bár a tőkepiaci unió létrehozásának terve időben nem sokkal követte az európai bankunió megvalósítására irányuló elképzelést, és mindkét projekt a 2008-as globális pénzügyi válságra adott reakciónak tekinthető, a két projekt jelentősen különbözik egymástól. A legfontosabb különbség, hogy a tőkepiaci unió az Európai Unió egészére kiterjed, míg a bankunió csak a monetáris unió tagállamaira vonatkozik. Emellett a tőkepiaci unió nem a tőkepiaci szereplők egysége, egy intézmény által történő

felügyeletét vagy a tőkepiaci szereplők szanálási mechanizmusának egységesítését tűzte ki célul, ahogyan azt a bankunió tette a bankokra vonatkozóan, hanem maguknak az európai tőkepiacoknak az egységesítését kívánja elérni. További különbség, hogy míg a bankunió fő célja a pénzügyi stabilitás védelme, addig a tőkepiaci unió fő motivációja az EU versenyképességének javítása a tőkepiacok hatékonyságának növelése révén. Ennek legfőbb eszközeként a vállalkozások – különösen a kkv-k – számára a tőkepiaci finanszírozás hozzáférhetőségének javítását, míg a befektetők számára a befektetési lehetőségek választékának bővítését jelölte meg a tőkepiaci unió kialakítására vonatkozó első, 2015-ös akcióterv (*European Commission* [2015]).

Az akciótervnek része volt 33 konkrét intézkedés is, amelyek közül az akcióterv végrehajtásának első 18 hónapjában húszat sikerült megvalósítani a Bizottság félidős értékelése szerint (*European Commission* [2017]). A félidős áttekintés a korábbi prioritások megerősítése mellett több új cselekvési irányt is kijelölt. Az eredeti akcióterv és a félidős áttekintés 13 területre vonatkozóan szabályozási javaslatokat is megfogalmazott. Ezek közül tízet a tőkepiaci unió megvalósításának céldátumáig, 2019-ig vagy elfogadtak, vagy legalább kidolgoztak és nyilvános konzultációra bocsátottak. A szabályozási javaslatokat és a 2019-ig elért előrehaladásukat tartalmazza a 3. táblázat.

A táblázatban kiemeltük azt a hat intézkedést, amelyek egyértelmű átfedésben vannak az árnyékbankrendszer-projekttel. A kockázati tőke-alapok tevékenysége és az értékpapírosítás egyértelműen azok közé a folyamatok közé tartozik, amelyek kiemelkedően fontos szerepet játszottak a 2008-as globális pénzügyi válság kialakulásában. A fedezett kötvények és a kollektív befektetési alapok is olyan termékek, amelyek az árnyékbanki tevékenységhez köthetők, hiszen becsatornázhatók a hitelezés folyamatába. A követelésátruházás egyszerűsítése, illetve a határon átnyúló követelésengedményezés uniós szabályainak megalkotása szintén az árnyékbankrendszer keretébe tartozó tevékenységekre vonatkozik. Az is nyilvánvaló, hogy a tőkepiaci felügyelet megerősítése nélkül elképzelhetetlen az árnyékbankrendszer tevékenységének átláthatóbbá tétele és kockázatainak számottevő csökkentése. Figyelemre méltó, hogy a tőkepiaci unió három, legnagyobb elmaradásban levő szabályozási területe közül kettő egyúttal az árnyékbankrendszerre is vonatkozik. A kiemelt szabályozói lépések teret adnak az árnyékbankrendszer növekedésének is. Kérdés, hogy vajon ennek során egy már stabil árnyékbankrendszer növekedését támogatják-e, vagy felerősítik ennek a rendszernek az immanens kockázatait, amivel fokozhatják a teljes pénzügyi rendszer kockázatoságát. A szakirodalmi áttekintésben szereplő figyelemfelhívások inkább az utóbbit erősítik.

Az Európai Bizottság 2019-es jelentése összességében igen pozitívan értékelte a tőkepiaci unió kiépítésének lépéseit (*European Commission* [2019]), bár jelezte, hogy a megtett intézkedések hatása nem azonnali, és további intézkedésekre van még szükség, elsősorban a brexitre és a zöld átállásra való reakciók területén. A Bizottság optimista értékelése ellenére – ahogyan azt az 1. táblázat is mutatja – a piacok felzárkózása nem indult meg érdemben. Emellett az EU tőkepiacainak nemzeti tagoltságát sem sikerült megszüntetni. Emiatt 2020-ban a Bizottság új akciótervet fogadott el (*European Commission* [2020]). A korábbi elvek és szükséges lépések megerősítése mellett ennek fő újdonsága a zöld és digitális finanszírozás szükségességének hangsúlyozása,

3. táblázat

A tőkepiaci unió 2015-ös szabályozási javaslatai és azok 2019-es állapota

Típus	A szabályozás tárgya	Állapot
Az egységes piac fejlesztése: új termékek, EU-szintű termék-egységesítési és -engedélyezési folyamatok	az európai kockázati tőke-alapok és a szociális vállalkozási alapok	2017-ben elfogadták a vonatkozó rendeletet
	az értékpapírosítás egyszerű, átlátható és egységesített (STS) rendszere	2017-ben elfogadták a vonatkozó rendeletet
	páneurópai nyugdíjtermékek	2018-ban politikai megállapodás született önkéntes nyugdíjtermék bevezetésére
	fedezett kötvények	2019-ben megállapodás született
	a kollektív befektetési alapok határon átnyúló forgalmazásának könnyebbé tétele	2019-ben megállapodás született
Meglévő szabályozások egyszerűsítése	a közösségi finanszírozási platformok uniós engedélyezése	2019-ig nem történt érdemi előrelépés
	a vállalatok kibocsátási tájékoztatókra (az úgynevezett prospektusokra) vonatkozó kötelezettsége	2017-ben elfogadták a vonatkozó rendeletet
	a kisebb befektetési vállalkozásokra vonatkozó szabályozás egyszerűsítése	2019-ben elfogadták a vonatkozó szabályozást
	a pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalkozások szerkezetátalakítása, illetve a csőd utáni második esély biztosítása	2019-ben politikai megállapodás született egy irányelv megalkotásáról
	a kkv-k tőkepiacra való kilépése	2019-ben elvi megállapodás született
Hatékonyabb tőkepiaci felügyelet	követelések harmadik felekre való engedményezése, különös tekintettel a határon átnyúló követelésengedményezésekre	2019-ig nem történt érdemi előrelépés
	központi szerződő felek szigorúbb szabályozása	2019-ben elfogadták a vonatkozó szabályozás szigorítását
	az EU-szintű tőkepiaci felügyelet megerősítése	2019-ig nem történt érdemi előrelépés

Megjegyzés: kiemelve az árnyékbankrendszerhez kapcsolódó intézkedések.

Forrás: European Commission [2019] alapján saját szerkesztés.

valamint a Covid-járvány okozta gazdasági válság utáni helyreállítás volt. A kelet-közép-európai régió szempontjából elvileg kiemelkedő fontosságú lehetne az, hogy az új akcióterv megfogalmazza a kisebb tőkepiacok felzárkózásának igényét is mint az EU versenyképessé tételének egyik követelményét. Ehhez a célhoz azonban nem rendeltek konkrét eszközöket vagy akciókat, így nem meglepő, hogy ezen a téren sem történt érdemi előrelépés. Az új akcióterv 16 újabb intézkedését tartalmazza a 4. táblázat. (Itt is kiemeltük azokat a javasolt intézkedéseket, amelyek szorosan kapcsolódnak az árnyékbankrendszer projektjéhez is.)

4. táblázat

A tőkepiaci unió 2020-as akciótervének intézkedési javaslatjai

Típus	Intézkedés
Digitális, zöld, inkluzív gazdaság helyreállítása	egységes európai hozzáférési pont, ahol a befektetők hozzáférnek a pénzügyi és a fenntarthatósági információkhoz egy (IPO-) alap létrehozása az innovatív kkv-k részvénytőkepiaci bevonásának támogatására az európai hosszú távú befektetési alapok jogi szabályozásának felülvizsgálata (lazítása) a biztosítók hosszú távú befektetéseinek ösztönzése a bankok által elutasított hitelkérelmező kkv-k alternatív finanszírozókhoz irányítása a banki értékpapírosítás további bővítése, hogy több forrást nyújthassanak a reálgazdaságnak
Az EU tőkepiacainak biztonságosabbá tétele a hosszú távú befektetések számára	a pénzügyi tudatosság fejlesztése a lakossági ügyfelek jobb tájékoztatása, a tőkepiacok iránti bizalmuk erősítése a nyugdíjak értékének nyomon követhetővé tétele
A nemzeti tőkepiacok egységes piaccá integrálása	a forrásadó-kedvezmények egységesítése a vállalati fizetésektelenségi eljárások harmonizálása a határon átnyúló befektetői jogok (például szavazás) lehetőségének megkönnyítése szabályozói támogatás ahhoz, hogy javuljanak a központi értéktárak határon átnyúló elszámolási szolgáltatásai összesített adatszolgáltatás létrehozása a tőzsdei kereskedési árak és volumenek átláthatóságának növelésére az EU beruházásvédelmi és támogatási keretének megerősítése az integrált és konvergáló tőkepiaci felügyelet irányába való elmozdulás (egységes szabálykönyv igénye)

Megjegyzés: kiemelve az árnyékbankrendszerhez kapcsolódó intézkedések.

Forrás: European Commission [2020] alapján saját szerkesztés.

Ahogy az 4. táblázat is mutatja, a 16 új intézkedés közül 4 vonatkozik az árnyékbankrendszerre is. Vagyis a tőkepiaci unió és az árnyékbankrendszer szabályozott keretek közé terelésének projektjei a 2020-as években is párhuzamosan folytak, a tőkepiaci unió projektje továbbra is az árnyékbanki tevékenységet is magában foglaló számos területre kiterjedt.

Az újabb intézkedési terv elfogadása, a megtett – és valóban előremutató – szabályozási lépések és intézkedések ellenére, ahogyan az a szakirodalmi áttekintésből is kiderült, az elmúlt tíz évben nem történt komoly előrelépés az EU pénzügyi integrációjának mélyülése terén. Ezzel összhangban a Draghi-jelentés szerint az EU versenyképességének megteremtéséhez évente 750–800 milliárd

euró pótlólagos befektetésre van szükség, ami elképzelhetetlen a tőkepiaci unió kiépítésének jelentős előrehaladása, az uniós tőkepiacok szétagoltságának fel számolása nélkül.

Az 5. táblázatban foglaltuk össze a korábban említett Draghi-, Letta- és Noyer-jelentésben megfogalmazott javaslatok közül azokat, amelyek legalább két dokumentumban megtalálhatók, és közvetlenül a tőkepiaci unióra vonatkoznak. Itt is kiemel tük azokat, amelyek egyúttal az árnyékbanki tevékenységre is vonatkoznak. A két projekt átfedése ebben a táblázatban is látványos.

5. táblázat

A magas szintű bizottságok tőkepiaci unióra vonatkozó javaslatai

Téma	Intézkedés
Értékpapírosítás	a szabályozás számottevő egyszerűsítése és lazítása, beleértve az STS-ekre vonatkozó banki tőkekövetelmény csökkentését támogatott értékpapírosítási platform létrehozása, ami standardizálja és olcsóbbá teszi a tranzakciókat
Felügyelet, az ESMA szerepe	az ESMA megerősítése, beleértve az egységes európai felügyeleti hatáskör teljes vagy részleges megeremtését is az ESMA irányítási struktúrájának, vezető testületeinek átalakítása
EU-szintű megtakarítási lehetőségek bővítése	egységes uniós megtakarítási termékek vagy adott feltételeknek megfelelő, EU-címkével ellátott nemzeti megtakarítási termékek bevezetése a lakossági megtakarítások számára vonzó nyugdíjtermékek kialakítása a nyugdíjrendszer második pillérének keretében, ^a úgynevezett páneurópai nyugdíjtermék bevezetése

^a Tőkefedezeti alapon működő foglalkoztatói magánnyugdíjpénztár, ahová a munkáltató mellett a munkavállalók is befizethetnek.

Megjegyzés: kiemelve az árnyékbankrendszerhez kapcsolódó intézkedések.

Forrás: Spitzer és szerzőtársai [2025] alapján saját szerkesztés.

Mindhárom jelentésben megtalálható az értékpapírosításra vonatkozó szabályozás egyszerűsítésének és enyhítésének igénye annak érdekében, hogy nagyobb legyen a bankok finanszírozási kapacitása. Az egyszerű, átlátható és standardizált értékpapírosítás banki tőkekövetelményének csökkentésére irányuló javaslattal a Draghi- és a Noyer-jelentésben találkozunk. Az utóbbi ezen túlmenően is megfogalmaz a szabályozás lazítására vonatkozó javaslatokat.

Az ESMA átalakítása, szerepének megerősítése szintén mind a három jelentésben szerepel. Ebben a Draghi-jelentés megy a legtovább, amely azt javasolja, hogy az ESMA ne csak koordinálja a tagállami felügyeleti hatóságok tevékenységét, hanem – az amerikai értékpapírpiaci és tőzsd felügyelethez (*Securities and Exchange Commission, SEC*) hasonlóan – egységes EU-szintű felügyeleti hatóság legyen. A Letta-jelentés is megerősítené az ESMA szerepét, de sokkal kevésbé radikálisan. Itt a minta inkább az EKB bankfelügyeleti mandátuma, ahol a legnagyobb intézményeket az EKB közvetlenül, de a tagállami felügyeleti hatóságokkal szorosan együttműködve,

közös felügyeleti munkacsoportok keretében látja el (de a Letta-jelentés ennek bevezetését is csak részlegesen és fokozatosan javasolja). Ez az eddig markánsan különböző elképzelések alapján fejlődő bankunió és tőkepiaci unió koncepcionális közelítését is jelentené, hiszen az ESMA szerepe egyre inkább hasonló lenne, mint az EKB jelenlegi bankfelügyeleti szerepe a bankunió első pilléréként. Sőt, ha az ESMA javasolt átalakítása megtörténne, az egységesebb felügyeletet eredményezne, mint a bankunióé, hiszen az EU mind a 27 tagállamát lefedné, nem csak a monetáris unió országait. A Noyer-jelentés a legkevésbé radikális a kérdésben: az ESMA felügyeleti felhatalmazását csak a határon átnyúló és rendszerkockázatot hordozó piaci infrastruktúrák vonatkozásában javasolja.

Az egységes európai megtakarítási termékek (közös európai biztonságos pénzügyi eszköz) bevezetésére a Letta-jelentés tesz javaslatot. Eszerint az EU szintjén kibocsátott és teljesen homogenizált kötvények likvid és kockázatmentes fedezetül szolgálhatnának, és megszüntetnék azt a helyzetet, hogy az elvileg egységes tőkepiacon az állampapírok kondíciói a kibocsátó ország szuverén kockázatának függvényében lényegesen különbözhetnek. Emellett javasolja, hogy a tagállamok adókedvezményekkel is támogassák, hogy az EU szintjén centralizált egyéni és kollektív befektetési formákba áramoljanak a megtakarítások. Ennél kevésbé radikális megoldást javasol a Noyer-jelentés, amely nem EU-szintű termékekben, hanem uniós terméként felcímkezett nemzeti megtakarítási termékekben gondolkodik, és szintén javasolja, hogy az ilyen címkét viselő megtakarításokhoz társuljon adókedvezmény.

Mivel a három jelentésben, illetve az Európai Parlament ezeken alapuló terveiben is (*European Parliament* [2025]) az európai megtakarítások tőkepiaci befektetések felé való átcsoportosításán van a fő hangsúly, szükségszerű, hogy a tőkepiacok fejlesztésének és az árnyékbankrendszer megreformálásának projektje a jövőben is komoly átfedésekkel működjön.

Következtetések

A tőkepiaci unióval kapcsolatos eddigi elképzeléseknek, az unió kialakítására tett lépéseknek, valamint azok eredménytelenségének áttekintése rámutat arra, hogy az európai tőkepiacok fejlesztéséhez és integrációjához nem elegendő, ha néhány piaci szegmensre vonatkozó szabályozást megváltoztatnak; mélyrehatóbb, a rögzült struktúrákat megtörő lépésekre lenne szükség. A tőkepiacok fejlődésének és integrációjának elmaradása mellett az európai árnyékbankrendszer dinamikus tudott növekedni úgy, hogy közben a kockázatosága is megmaradt. Sőt az elmúlt évek elemzései arra is rámutatnak, hogy ma a pénzügyi rendszer egyik legnagyobb kockázata, hogy a bankok erősen kitétte váltak egy, a tőkepiacok (árnyékbankok) felől kiinduló esetleges fertőzésnek.

A tőkepiaci unió sikertelensége okainak áttekintéséből és az uniós versenyképesség növelésének igényéből táplálkozó, most formálódó megtakarítási és befektetési unióra vonatkozó projekt is megőrzi ezt a kettősséget. A projekt kiinduló gondolata annak az ellentmondásnak az áthidalása, hogy miközben az EU-ban magas a megtakarítási ráta, ezek a megtakarítások túl nagy mértékben vannak alacsony hozamú, likvid

eszközökben, jellemzően bankbetétekben elhelyezve. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy kevés a gazdaság növekedésének, szerkezetátalakításának, zöld átállásának finanszírozásához rendelkezésre álló forrás. Az ellentmondás feloldása a megtakarítási és befektetési unió koncepciója szerint az, hogy az EU megtakarítási és befektetési struktúrájának a fejlettebb tőkepiaccal rendelkező országok pénzügyi rendszerének irányába kell eltolódnia. Ez a bankok megtakarításokban és forrásallokációban betöltött szerepének csökkenését, illetve a bankok és a tőkepiacok összefonódásának számottevő erősödését, a tőkepiacok felértékelődését jelenti mind keresleti, mind kínálati oldalon.

Mindez automatikusan a lakossági kockázatvállalás radikális növekedésével jár: azzal, hogy a lakosság a biztosított, likvid bankbetétek helyett jóval volatilisabb (és így potenciálisan nagy veszteséggel járó) pénzügyi eszközökbe fekteti a megtakarításait. Nem véletlen, hogy a megtakarítási és befektetési unió javítani kívánja a lakosság pénzügyi tudatosságát is. De az EU gazdaságának finanszírozása, így a kockázatos befektetési termékek lakossági vásárlása az uniós versenyképesség szempontjából azonnali igény, míg a lakosság pénzügyi tudatosságának javítása csak hosszú, lassú folyamat lehet. Ráadásul a pénzügyi tudatosság is a magasabb fokú lakossági kockázatvállalás ellen hat, hiszen a szakértők is – jogosan – az árnyékbanki (nem banki) pénzügyi közvetítés kockázataira figyelmeztetnek. Vagyis míg korábban a tőkepiaci unió és az árnyékbankrendszer átalakításának igénye között feszült ellentmondás, ez most a megtakarítási és befektetési unió és az árnyékbankrendszer reformjának igénye közötti ellentmondássá válik. Az ellentmondás mindkét projekt előrehaladását fékezheti, ami jövőbeli kudarcokat, félsikereket vetíthet előre. Az ellentmondás talán az értékpapírosítás terén a leglátványosabb: az árnyékbankrendszeri kockázatok csökkentése szigorúbb, míg a tőkepiaci finanszírozás bővítése enyhébb értékpapírosítási szabályokat kívánna.

Sajátos további ellentmondás, hogy az EU tőkepiacainak fokozottabb integrációja erősen kedvez a fejlettebb tőkepiaccal rendelkező tagállamoknak. Ennek az az oka, hogy azok az összetettebb és kifinomultabb pénz- és tőkepiaci eszközök, amelyeknek a használatát a tőkepiaci unió szorgalmazza, szinte teljesen hiányoznak a legkevésbé fejlett piacokkal rendelkező – különösen a kelet-közép-európai – tagállamokban (Piroska–Epstein [2023]). Ezzel egybeesik, hogy a Draghi-jelentés tőkepiaci unióra vonatkozó ajánlásai között – szemben a tőkepiaci unió 2020-as akciótervével – már nem találkozunk a kisebb tőkepiacok fejlesztésének igényével mint az EU globális versenyképessége javításának eszközével. Ezzel összhangban a megtakarítási és befektetési unió koncepciójában sem jelennek meg külön az elmaradottabb tőkepiacú régiók, hiszen a nagyobb és gazdagabb országok piacai azok, amelyek a szükséges befektetési volumen biztosításához leginkább hozzá tudnak járulni.

Hivatkozások

ADRIAN, T.–ASHCRAFT, A. B. [2012]: Shadow banking regulation. The Annual Review of Financial Economics, 4. évf. 99–140. o. <https://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-110311-101810>.

- AFME [2022]: Capital Markets Union – Key performance indicators. Fifth Edition. <https://www.afme.eu/media/v5apuhlz/afmecmukeyperformanceindicatorsreportnov22.pdf>.
- AFME [2023]: Capital Markets Union – Key performance indicators. Sixth Edition. https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_CMU_KPIs2023_11.pdf.
- AFME [2024]: Capital Markets Union – Key performance indicators. Seventh Edition. <https://www.afme.eu/media/edmbujal/afmecmukpis2024061.pdf>.
- AGRESTI, A. M.–BRENCE, R. [2017]: Statistical work on shadow banking: development of new datasets and indicators for shadow banking. BIS. <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb46p.pdf>.
- ALEXANDER, K. [2015]: Capital Markets Union from the perspective of the banking industry and prudential supervision. *Law and Financial Markets Review*, 9. évf. 3. sz. 191–195. o. <https://doi.org/10.1080/17521440.2015.1084560>.
- ALLEN, F.–PÁSTOR, L. [2019]: Capital Markets Union: Key challenges. Megjelent: *Allen, F.–Faia, E.–Haliassos, M.–Langenbucher, K.* (szerk.): *Capital Markets Union and Beyond*. The MIT Press, Cambridge, MA–London. <https://doi.org/10.7551/mitpress/11080.001.0001>.
- BAILEY, A. [2025]: Challenges to financial stability. Speech given at the Klaas Knot Farewell Symposium. <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2025/october/andrew-bailey-keynote-speech-at-klaas-knott-farewell-symposium>.
- BAKK-SIMON, K.–BORGIOLI, S.–GIRON, C.–HEMPELL, H.–MADDALONI, A.–RECINE, F.–ROSATI, S. [2012]: Shadow banking in the euro area: an overview. ECB Occasional Paper, No. 133. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4022867.
- BAN, C.–GABOR, D. [2016]: The political economy of shadow banking. *Review of International Political Economy*, 23. évf. 6. sz. 901–914. o. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1264442>.
- BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN [2022]: Measuring shadow banking in Central and Eastern European countries: A new dataset, 2004–2019. *Regional Statistics*, 12. évf. 4. sz. 112–131. o. <https://doi.org/10.15196/RS120405>.
- BETHLENDI ANDRÁS–MÉRŐ KATALIN–ORLOVITS ZSANETT [2024]: Shadow banking in Central and Eastern Europe: specificities and drivers. *South East European Journal of Economics and Business*, 19. évf. 2. sz. 13–29. o. <https://doi.org/10.2478/jeb-2024-0013>.
- BRAUN, B.–GABOR, D.–HÜBNER, M. [2018]: Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union. *Competition and Change*, 22. évf. 2. sz. 101–116. o. <https://doi.org/10.1177/1024529418759476>.
- BUSH, D. [2017]: A Capital Markets Union for a divided Europe. *Journal of Financial Regulation*, 3. évf. 2. sz. 262–279. o. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjx002>.
- DRAGHI, M. [2024]: The future of European competitiveness. Európai Bizottság, Brüsszel. https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en.
- ECB [2023]: Financial Stability Review. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.pdf>.
- ECB [2024a]: Financial integration and structure in the euro area. <https://www.ecb.europa.eu/press/fie/pdf/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.pdf>.
- ECB [2024b]: Strong reasons to support and enhance the Capital Markets Union. Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307~76c2ab2747.en.html>.
- ESRB [2016]: Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20160718_strategy_paper_beyond_banking.en.pdf.

- ESRB [2019]: EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor. 4. sz. július. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89.
- ESRB [2024a]: Adverse scenario for the 2024 European Securities and Markets Authority's money market funds stress-testing guidelines. https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/shared/pdf/esrb.stress_test250107~3bbb22a3eb.en.pdf?d81773d0bf6949cad5e-78c890282a7ad.
- ESRB [2024b]: A system-wide approach to macroprudential policy. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.response_ecconsultation202412~4a44bca53f.en.pdf.
- ESRB [2025]: EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor. 10. sz. szeptember. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.nbfi202509.en.pdf.
- EUROPEAN COMMISSION [2015]: Action Plan on building a Capital Markets Union. COM(2015) 468 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52015DC0468>.
- EUROPEAN COMMISSION [2017]: On the mid-term review of the Capital Markets Union. COM(2017) 292 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52017DC0292>.
- EUROPEAN COMMISSION [2019]: Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union. COM(2019) 136 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52019DC0136>.
- EUROPEAN COMMISSION [2020]: A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan. COM(2020) 590 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52020DC0590>.
- EUROPEAN COMMISSION [2024]: Targeted consultation document assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI). https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations-0/targeted-consultation-assessing-adequacy-macroprudential-policies-non-bank-financial-intermediation_en.
- EUROPEAN COMMISSION [2025a]: Call for evidence – Ares. (2025) 807910. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/14488-Savings-and-Investments-Union_en.
- EUROPEAN COMMISSION [2025b]: EU to boost financial literacy and investment opportunities for citizens. Szeptember 30. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_25_2236/IP_25_2236_EN.pdf.
- EUROPEAN COUNCIL [2024]: Strategic Agenda 2024-2029. https://www.consilium.europa.eu/media/yxrc05pz/sn02167en24_web.pdf.
- EUROPEAN COURT OF AUDITORS [2020]: Capital Markets Union – Slow start towards an ambitious goal. Special report, No. 25/2020. https://www.eca.europa.eu/en/publications/SR20_25.
- EUROPEAN PARLIAMENT [2025]: Draft report on facilitating the financing of investments and reforms to boost European competitiveness and creating a Capital Markets Union (Draghi Report). 2024/2116(INI), https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-770112_EN.pdf.
- FSAP [1999]: Implementing the framework for financial markets: action plan. COM(1999) 232 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A51999DC0232>.
- FSB [2011]: Shadow Banking: Scoping the issues. A background note of the Financial Stability Board. https://www.fsb.org/uploads/r_110412a.pdf.
- FSB [2020]: Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2020. <https://www.fsb.org/uploads/P161220.pdf>.

- FSB [2024]: Global monitoring report on non-bank financial intermediation, 2024. <https://www.fsb.org/uploads/P161224.pdf>.
- GRILLET-AUBERT, L.–HAQUIN, J.-B.–JACKSON, C.–KILLEEN, N.–WEISTROFFER, C. [2016]: Assessing shadow banking – Non-bank financial intermediation in Europe. ESRB Occasional Paper Series, 10. sz. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20160727_occasional_paper_10.en.pdf.
- HARDIE, I.–HOWARTH, D.–MAXFIELD, S.–VERDUN, A. [2013]: Banks and the false dichotomy in the comparative political economy of finance. *World Politics*, 65. évf. 4. sz. 691–728. o. <https://doi.org/10.1017/S0043887113000221>.
- HODULA, M. [2022]: Bringing the flashlight: Shadow banking in European Union countries. *Finance Research Letters*, 47. köt. 102668. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102668>.
- HODULA, M.–MELECKY, A.–MACHACEK, M. [2020]: Off the radar: Factors behind the growth of shadow banking in Europe. *Economic Systems*, 44. évf. 3. sz. 100808. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2020.100808>.
- JUNCKER, J.-C. [2014]: A new start for Europe: My agenda for jobs, growth, fairness and democratic change. Political Guidelines for the next European Commission. https://commission.europa.eu/system/files/2019-09/juncker-political-guidelines-speech_en.pdf.
- LAGARDE, C. [2025]: Monetary policy and financial stability: Past lessons for future resilience. Speech given at the Klaas Knot farewell symposium. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251003~4eea40331a.en.html>.
- LAMFALUSSY, A. [2001]: Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf.
- LETTA, E. [2024]: Much more than a market – Speed, security, solidarity. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>.
- LYSANDROU, P.–NESVETAILOVA, A. [2014]: The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy*, 22. évf. 2. sz. 257–279. o. <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.896269>.
- NOYER, C. [2024]: Developing European capital markets to finance the future. Proposals for a Savings and Investments Union. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b>.
- PETKOVSKI, M.–STOKOV, A.–KJOSEVSKI, J. [2023]: Investigating the factors influencing shadow banking in EU member states. *Eastern European Economics*, 62. köt. 6. sz. 694–714. o. <https://doi.org/10.1080/00128775.2023.2215217>.
- PIRES, F. [2019]: Non-banks in the EU: Ensuring a Smooth Transition to a Capital Markets Union. SUERF Policy Note 103. https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2023/12/f_8f4d94fa779cb6b74225a9e26c700a39_8061_suerf.pdf.
- PIROSKA, D.–EPSTEIN, R. [2023]: Stalled by design: New paradoxes in European Union's single financial markets. *Journal of European Integration*, 45. évf. 1. sz. 181–201. o. <https://doi.org/10.1080/07036337.2022.2154344>.
- PORTES, R. [2019]: Interconnectedness: Shadow banking and Capital Markets Union. Megjelent: Allen, F.–Faia, E.–Haliassos, M.–Pietrancosta, A. (szerk.): *Capital Markets Union and Beyond*. The MIT Press, Cambridge, MA–London. <https://doi.org/10.7551/mitpress/11080.001.0001>.
- POZSAR, Z.–ADRIAN, T.–ASHCRAFT, A.–BOESKY, H. [2012]: Shadow banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, No. 458. Revised version. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf.

- SPITZER, K. G.–LOI, G.–SABOL, M. [2025]: How to achieve CMU, after all? An analysis of recommendations for Capital Markets Union in the Draghi, Letta and Noyer reports. European Parliament, EGOV. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760263/IPOL_IDA\(2024\)760263_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760263/IPOL_IDA(2024)760263_EN.pdf).
- SVIRYDZENKA, K. [2016]: Introducing a new broad-based index of financial development. IMF Working Paper, WP/16/5. <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2016/12/31/introducing-a-new-broad-based-index-of-financial-development-43621>.
- THIEMANN, M. [2018]: The growth of shadow banking. Cambridge Books. Cambridge University Press, Cambridge.
- VEIGA, F. S.–DOS SANTOS, J. N. V. [2018]: The Capital Markets Union in the scope of the European financial system. *Revista de Estudos Constitucionais, Hermenêutica e Teoria do Direito (RECHTD)*, 10. évf. 1. sz. 14–26. o. <https://doi.org/10.4013/rechtd.2018.101.02>.
- VERON, N.–WOLFF, G. B. [2016]: Capital Markets Union: A vision for the long term. *Journal of Financial Regulation*, 2. évf. 1. sz. 130–153. o. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjw006>.
- VON DER LEYEN, U. [2024]: Mission Letter to Maria Luís Albuquerque, Commissioner-designate for financial services and the Savings and Investments Union. https://commission.europa.eu/document/download/ac06a896-2645-4857-9958-467d2ce6f221_en?filename=Mission%20letter%20-%20ALBUQUERQUE.pdf.
- WYPLOSZ, C. [2024]: One money, one financial market. The Capital Markets Union. In-depth analysis. Monetary Dialogue Papers of the European Parliament. <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/288667/Wyplosz%20Sept%202024%20-FINAL.pdf>.