



14. april 2015

## **GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

### **Kommissionens grøn bog om etablering af en kapitalmarkedsunion (COM(2015) 63)**

#### **1. Resumé**

*Kommissionen offentliggjorde den 18. februar 2015 grøn bog om etablering af en såkaldt kapitalmarkedsunion, som omfatter samtlige 28 EU-lande. I sammenhæng hermed offentliggjorde Kommissionen to høringsdokumenter om hhv. revision af prospektdirektivet og tiltag til at fremme markedet for sekuritiseringer.*

*Hensigten med kapitalmarkedsunionen er at fremme investeringer for særligt små og mellemstore virksomheder (SMV'er) og for infrastrukturprojekter, at tiltrække flere investeringer til EU, og at gøre det finansielle system mere stabilt ved at åbne op for flere kilder til finansiering, herunder uden for det traditionelle banksystem.*

*Kommissionen ønsker med grønbogen at afdække en række spørgsmål, der kan danne baggrund for at etablere en kapitalmarkedsunion. Kommissionen vil på denne baggrund fremsætte en række forslag frem til 2019.*

#### **2. Baggrund**

Kommissionen offentliggjorde den 18. februar 2015 grøn bog om etablering af en kapitalmarkedsunion. I sammenhæng hermed offentliggjorde Kommissionen to høringsdokumenter om hhv. revision af prospektdirektivet og tiltag til fremme af et europæisk marked for sekuritiseringer af høj kvalitet, der begge udgør delelementer i kapitalmarkedsunionen. Høringsfristen for de tre dokumenter er den 13. maj 2015.

Arbejdet med etablering af en kapitalmarkedsunion er en af hovedprioriteterne for kommissæren for Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen, Jonathan Hill, og skal ses som led i Kommissionens dagsorden om at skabe vækst og beskæftigelse, herunder ved at styrke adgangen til kapital uden for det traditionelle banksystem.

I EU kommer ca. 80 pct. af virksomheders samlede finansiering i dag fra banker, sammenlignet med ca. 20 pct. i USA, hvor virksomhederne i langt højere grad selv udsteder værdipapirer på markederne. Det er denne skævhed, som blandt andet vil blive forsøgt adresseret og løst med kapitalmarkedsunionen ved at styrke det indre marked for kapital i EU og fjerne unød-

vendige barrierer for virksomheder i forhold til at fremskaffe finansiering via markederne.

Kommissionen vil med udgangspunkt i høringen fremsætte tiltag, der skal sikre etableringen af en velreguleret og integreret kapitalmarkedsunion i 2019. Der er således tale om et langsigtet projekt med en lang række delforslag, der vil blive fremsat over de kommende år, og som ventes behandlet efter den ordinære EU-beslutningsprocedure.

En kapitalmarkedsunion vil i modsætning til det styrkede banksamarbejde ("bankunionen") skulle omfatte alle 28 EU-lande. På kort sigt forventes det ikke, at der bliver oprettet nye centrale EU-myndigheder på kapitalmarkedsområdet. Dog anses det for sandsynligt, at den fælles europæiske myndighed for kapitalmarkederne, ESMA, får en styrket rolle i forbindelse med etablering af kapitalmarkedsunionen.

### 3. **Formål og indhold**

Kapitalmarkedsunionen skal ses som led i en dagsorden om at skabe vækst og beskæftigelse i EU, herunder styrke adgangen til kapital uden for det traditionelle banksystem.

Kommissionen anfører, at følgende er nødvendigt for at skabe en kapitalmarkedsunion:

- Forbedre adgangen til finansiering for virksomheder og infrastrukturprojekter på tværs af grænserne i EU,
- Medvirke til at SMV'er får lettere adgang til kapital på linje med større virksomheder,
- Skabe et fælles kapitalmarked ved at fjerne de tilbageværende barrierer i forhold til grænseoverskridende investeringer,
- Udvide anvendelsen af andre finansieringskilder end banker og reducere omkostningerne ved at hente kapital.

Grønbogen lægger op til en række kortsigtede tiltag samt nogle overvejelser om mere langsigtede initiativer.

Blandt de kortsigtede initiativer fra Kommissionen kan nævnes:

- **Revision af prospektdirektivet** - Et prospekt er et juridisk dokument, som virksomheder benytter til at tiltrække investeringer. Prospektet skal udarbejdes i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer, eller når værdipapirer søges optaget til handel på et reguleret marked (fx en børs). Prospekterne giver investorerne et billede af virksomhedens forhold og økonomi, herunder risici ved en investering. Et prospekt er således en hjælp til investorerne i forhold til at foretage velovervejede investeringsbeslutninger. For SMV'er kan udarbejdelsen af prospekter dog være administrativt byrdefulde og således

være en barriere i forhold til at skaffe finansiering på denne vis. Kommissionen vil derfor lette de administrative byrder med det sigte at lette adgangen til kapital for SMV'er. Kommissionen lægger vægt på, at tiltaget ikke må forringe forbruger- og investorbeskyttelsen.

Herudover er formålet at opdatere prospektdirektivet, så det tager højde for de seneste markeds- og reguleringsmæssige tiltag, for eksempel udviklingen af nye handelsplatforme og SMV-vækstmarkeder.

- **Sekuritiseringer** – En sekuritisering indebærer, at en udlåner, typisk et pengeinstitut, udsteder værdipapirer eller obligationer med sikkerhed i en pulje af aktiver. Udstedelsen af disse 'puljede' aktiver, der eksempelvis kan bestå af en stor mængde SMV-lån, sker gennem et selskab oprettet til dette specifikke formål. Sekuritisering medfører, at investorer ikke behøver forholde sig til kvaliteten af hvert enkelt lån i puljen, men til kvaliteten og diversificeringen af den samlede pulje. Da aktiverne flyttes over i et formålsbestemt selskab, reduceres kapitalkravet for pengeinstitutterne tilsvarende, hvilket giver dem rum til nye udlån.

Kommissionen vurderer, at sekuritisering kan anvendes som en løfte-stang til at fremme bl.a. flere SMV-lån. Kommissionen vil i det videre arbejde bl.a. fokusere på udviklingen af en fælles standard for simple, standardiserede og transparente sekuritiseringer af høj kvalitet.

- **Private investeringer ('private placement')** - Private investeringer er typisk aktie- eller obligationsudstedelser, som sælges til en mindre udvalgt gruppe investorer frem for at blive solgt generelt på markedet. Disse obligationsudstedelser er en mulighed for SMV'er og eventuelt infrastrukturprojekter til at rejse midler og udvide adgangen til finansiering. Som et første skridt i retning af at udvikle europæiske markeder for private investeringer vil Kommissionen bygge videre på en markedsvejledning om fælles markedspraksis, principper og standardiseret dokumentation for private investeringer, som er udviklet af et konsortium bestående af brancheorganisationer.
- **Kreditinformation for SMV'er** - Kommissionen påtænker at udvikle et sæt af sammenlignelig kreditinformation om SMV'er. Disse informationer er i dag typisk begrænsede og ikke offentligt tilgængelige, men skal hentes hos bankerne. Ved at øge harmoniseringen af kreditinformationen og kreditvurdering af SMV'erne ønsker Kommissionen at fremme et effektivt og holdbart kapitalmarked for SMV'er, herunder via SMV-sekuritiseringer.
- **Langsigtede investeringer** – Kommissionen ønsker at fremme de langsigtede investeringer og peger i denne forbindelse på forslaget om at oprette en ny europæisk strategisk investeringsfond (EFSI), som skal mobilisere op til 315 mia. euro i nye investeringer i 2015-17 via

garantier fra EU-budgettet og EIB.<sup>1</sup> Derudover peger Kommissionen på de nye EU-regler om europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF<sup>2</sup>), som skal fremme fælles investeringer i langsigtede materielle og immaterielle anlægsaktiver, såsom infrastruktur og byggeri.

Af tiltag på længere sigt nævner Kommissionen blandt andet følgende:

- **Alternative lånemuligheder** - Der peges på nytten af at øge mulighederne for kapitalfremskaffelse til iværksættervirksomheder og SMV'er, herunder via crowdfunding og peer-to-peer-lån, samt udnyttelse af allerede eksisterende EU-regler om bl.a. venturekapitalfonde og sociale iværksætterfonde<sup>3</sup>, som er gennemført i de seneste år og som på forskellig vis har til formål at fremme forskellige typer af langsigtet finansiering.
- **Revision af regler for institutionelle investorer<sup>4</sup>** - Kommissionen ønsker at revidere reglerne på en række områder, hvor der er potentielle for at fremme alternative finansieringskilder. I den forbindelse overvejer man mulige justeringer af direktivet om kollektive investeringsforeninger (UCITS)<sup>5</sup> og direktivet om alternative investeringsfonde (AIFMD).<sup>6</sup>
- **Virksomhedsobligationer** - Kommissionen ønsker at fremme harmonisering af markedet for virksomhedsobligationer og sikre større gennemsigtighed. En del af Kommissionens formål med at fremme markeder for virksomhedsobligationer er at øge likviditeten på de sekundære markeder.<sup>7</sup> Herudover overvejer Kommissionen fremme af investeringer med et miljømæssigt eller socialt sigte, fx såkaldte "green bonds"<sup>8</sup>, som også i dag er et fokusområde for bl.a. Den Europæiske Investeringsbank (EIB).
- **Markedsinfrastruktur og lovgivningen om værdipapirer (securities law)** - Kommissionen påtænker et lovgivningsinitiativ vedr. værdipapirområdet, der har til formål at medvirke til at sikre investors rettigheder ved handel på tværs af landegrænserne, fordi deres rettigheder over værdipapirerne registreres. Kommissionen ønsker her-

<sup>1</sup> Kommissionen fremlagde d. 13. januar 2015 et forslag om oprettelsen af en ny europæisk strategisk investeringsfond (European Fund for Strategic Investments – EFSI).

<sup>2</sup> Forordningen om ELTIF (European Long-term Investment Funds) ventes endeligt vedtaget i Ministerrådet i løbet af april 2015.

<sup>3</sup> Venturekapitalfonde og sociale iværksætterfonde er mindre fonde, som investerer i mindre europæiske virksomheder eller socialt iværksætterier.

<sup>4</sup> En institutionel investor er en stor enhed med adgang til en stor pulje af midler, der anvendes til investeringer. Institutionelle investorer foretager ligeledes investeringer på andres vegne.

<sup>5</sup> UCITS-direktivet regulerer investeringsforeninger.

<sup>6</sup> AIFM-direktivet regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde (dvs. kapital- og hedgefonde).

<sup>7</sup> Sekundære markeder er de markedspladser, hvor den efterfølgende (sekundære) handel med allerede udbudte/udstedte værdipapirer foregår.

<sup>8</sup> "Green bonds" er instrumenter, hvor provenuet udelukkende bruges til projekter og aktiviteter, der fremmer klimaet eller andre miljømæssige formål.

udover, at barrierer for, at sikkerheder kan bevæge sig over grænserne, skal reduceres som led i kapitalmarkedsunionen.

- **Øget rolle for de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'erne<sup>9</sup>)** - Grønbogen berører ligeledes områder, hvor ESA'erne kan medvirke til øget konvergens, for eksempel i relation til investorbeskyttelse. På den baggrund lægges ikke umiddelbart op til en stærk myndighed på værdipapirområdet, omend Kommissionen i grønningen spørger, om ESA'ernes beføjelser er tilstrækkelige til at sikre konvergens og hvilke yderligere tiltag i relation til tilsyn på EU-niveau, der kan bidrage til at udvikle en kapitalmarkedsunion.
- I grønningen peges ligeledes på, at et integreret marked for **covered bonds** kan være med til at bidrage med finansiering og nye investeringsmuligheder for visse investorer. Kommissionen lægger dog ikke op til konkrete tiltag, men vil i første omgang gennemføre en høring med henblik på at undersøge "fordelene ved og den potentielle udformning af en EU-ramme for covered bonds" og herefter præsentere en række mulige tiltag baseret på erfaringer fra velfungerende nationale modeller. Der forventes en separat høring om covered bonds i løbet af foråret.

Grønbogen for kapitalmarkedsunionen omfatter mange aspekter af de finansielle markeder. Således nævnes **kapitalkravsreglerne** på hhv. bankområdet (CRD IV) og forsikringsområdet (Solvens II) i relation til at fremme investeringer, for eksempel ved at sætte lave kapitalkrav for langsigtede investeringer som infrastrukturprojekter.

Kommissionen lægger endelig op til yderligere harmonisering inden for blandt andet **selskabsret, skatteregler samt regler for konkurs og virksomhedsledelse** (corporate governance). Det er endnu uklart, hvori eventuelle tiltag vil bestå, ligesom tidsperspektivet herfor heller ikke kendes.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentets formelle holdning foreligger endnu ikke. Det ventes, at Europa-Parlamentet vil stille sig positiv over for etableringen af en kapitalmarkedsunion og arbejde for at fremme alternative investeringer og det indre marked for kapital.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen finder, at etablering af en kapitalmarkedsunion i EU fordrer fælles løsninger på EU-niveau.

---

<sup>9</sup> På baggrund af erfaringerne fra den finansielle krise blev tilsynssamarbejdet på det finansielle område i EU28 styrket med etableringen af tre nye tilsyns-samarbejdsmyndigheder (European Supervisory Authorities – ESA'er) for hhv. banker (European Banking Authority – EBA), forsikring- og pensionssekskaber (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) med virkning fra 1. januar 2011.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslagene i grønbogen overordnet set er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da det vurderes, at indsatsen for at etablere en kapitalmarkedsunion, herunder at fjerne hindringer for kapitalbevægelser på tværs af landene i EU, fordrer fælles regler.

Der vil skulle foretages en vurdering af nærhedsprincippet for de enkelte delforslag, som Kommissionen måtte fremsætte som opfølgning på grønbogen.

## **6. Gældende dansk ret**

Da kapitalmarkedsunionen indeholder mange forskellige og separate tiltag, ventes disse at have indflydelse på flere aspekter af dansk ret. Da det ikke er konkretiseret, hvorledes de forskellige initiativer skal udmøntes i praksis, er det imidlertid ikke muligt på nuværende tidspunkt at vurdere konsekvenserne.

## **7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser**

De lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte efterfølgende. Grønbogen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser.

## **8. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

Det er Kommissionens forventning, at etableringen af kapitalmarkedsunionen vil have positive afledte effekter på vækst og beskæftigelse. Kommissionen ser disse effekter både i form af en effekt på efterspørgslen efter kapital, hvor adgang til kapital for særligt SMV'er og iværksættervirksomheder fremmes, og hvor investeringerne fra både institutionelle investorer og private investorer øges. Derudover vil markederne blive mere velfungerende ved at nedbryde nogle af barriererne for kapitalbevægelser over grænserne, hvilket kan have afledte effekter på investering i for eksempel infrastruktur og ny teknologi.

Kommissionen har ikke kvantificeret konsekvenserne.

Det er ligeledes den danske regerings foreløbige vurdering, at kapitalmarkedsunionen vil have positive effekter for vækst og beskæftigelse i EU og Danmark.

## **9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

De administrative konsekvenser for erhvervslivet vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte. Et af Kommissionens formål med at etablere kapitalmarkedsunionen er at lette de admini-

strative omkostninger for erhvervslivet. Det gælder ikke mindst SMV'er, herunder ved revision af prospektdirektivet, hvor Kommissionen åbner op for, at SMV'er kan få lempeligere krav end andre virksomheder.

## 10. Høring

Grønbogen blev sendt i høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor den 18. februar 2015. Specialudvalgsnotatet blev sendt til EU-Specialudvalget for den finansielle sektor den 13. marts samt EU-specialudvalget for konkurrenceevne, vækst og forbrugerspørgsmål den 16. marts med frist den 20. marts.

Der blev modtaget høringssvar fra Finansrådet og Børsmæglerforeningen, Realkreditrådet, Dansk Aktionærforening, Investeringsfondsbranchen, Danske Revisorer, Dansk Erhverv, Danske Regioner, LO, DI og FTF. Neden for sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringssvar.

### *Finansrådet (FR) og Børsmæglerforeningen (BF)*

FR og BF støtter overordnet grøn bogens initiativer, som vurderes at ville styrke, at Europa har effektive og dynamiske finansielle markeder sammen med en stærk banksektor.

FR og BF bemærker derudover, at det er vanskeligt at vurdere behovet for harmoniseringen inden for selskabsret, skat og insolvens på et tidspunkt, hvor indholdet af de konkrete initiativer stadig er uklart.

FR og BF fremhæver, at der er sammenhæng mellem de primære og sekundære markeder, dvs. mellem udstedelse og handel. I relation til fx virksomhedsobligationer er det således uhensigtsmæssigt, hvis man på den ene side understøtter fx udstedelse af virksomhedsobligationer, men på den anden side udformer regler, der gør det meget vanskeligt at stille effektive priser i de pågældende instrumenter på de sekundære markeder.

FR og BF fremfører, at en række delegerede retsakter, der er på vej, herunder i forlængelse af MIFID/MIFIR, samt forslag der forhandles i Rådet, herunder vedrørende bankstrukturreformer, er i konflikt med formålet med grøn bogen.

FR og BF ser positivt på udviklingen af alternative finansieringsmuligheder som peer-to peer lending og crowdfunding samt udviklingen af markedet for green bonds.

FR og BF støtter højere grad af standardisering, men pointerer at nogle markeder er meget komplekse, fx covered bonds, ligesom integration af markederne kan give udfordringer inden for insolvens, selskabsret og skat. Derfor foreslås det at starte med en *soft-law* tilgang baseret på *best practices*.

Lokale markeder for virksomheder bør fortsat kunne beholde individuelle karakteristika for at kunne facilitere nye lokale udstedere (SMV'er) på markedet.

Et bæredygtigt set-up omkring sekuritisering bakkes op. Det er vurderingen, at sekuritisering på nuværende tidspunkt er en dyrere fundingmodel end traditionelle lån mod sikkerhed, hvorfor der er behov for væsentlige ændringer i en markedsvenlig retning, hvis tiltagene skal have virkning for SMV'erne.

FR og BF støtter initiativet vedrørende revision af prospektdirektivet i forhold til at lette kravene til prospekter, om end der skal findes den rette balance mellem en udvidelse af investorbasen og investorbekyttelse.

FR og BF vurderer, at en harmoniseret tilgang til kreditinformation mv. for SMV'er kan have en positiv indflydelse på disses adgang til kapitalmarkederne, men pointerer, at der ikke må opstå udfordringer i forhold til bankernes fortrolighed og databeskyttelse.

Det er endelig holdningen hos FR og BF, at de europæiske tilsynsmyndigheder inden for deres mandat kunne spille en stærkere koordinerende rolle for at undgå uhensigtsmæssigheder i forhold til administrative byrder som følge af overlappende tilsyn.

#### *Realkreditrådet (RKR)*

RKR er som udgangspunkt positiv over for Kommissionens intention om at se på grundlaget for at indføre en EU-rammelovgivning for covered bonds baseret på erfaringer fra velfungerende nationale modeller. I forbindelse med vedtagelsen af finansiell lovgivning i EU i kølvandet på finanskrisen er der flere eksempler på, at det unikke danske realkreditsystem er kommet i klemme, fordi der lovgives med en traditionel bankmodel for øje. RKR mener, at Kommissionens initiativ som følge deraf kan være en oplagt mulighed for at få beskrevet og lovfæstet, hvad der kendetegner et velfungerende realkreditsystem som det danske.

#### *Dansk Aktionærforening (DAF)*

DAF støtter Kommissionens forslag om at udvikle en europæisk kapitalmarkedsunion, så virksomhedernes muligheder for at få finansiering bliver øget og borgernes muligheder for at få adgang til velstrukturerede investeringsmuligheder for både individuelle og kollektive investeringer øges.

DAF finder det vigtigt at huske, at Danmark og Europa allerede har en række institutioner, instrumenter, værktøjer og regler på kapitalmarkedsområdet. Det er derfor vigtigt, at kapitalmarkedsunionen ikke bliver en ny konstruktion med en ny samling regler, der skal eksistere ved siden af de gældende regler.



DAF lægger vægt på, at investeringsmuligheder for forbrugere både i de eksisterende markeder og i nye rammer skal have en passende forbrugerbeskyttelse.

#### *Investeringsfundsbranchen (IFB)*

IFB bakker op om de initiativer, som er foreslået som en del af kapitalmarkedsunionen.

IFB støtter op om formålet med at skabe en bredere investorbase. Initiativerne må være balanceret i forhold risikostyring og investorinformation.

IFB mener, at visse delegerede retsakter og forslag under forhandling er i konflikt med formålet med grønbogen.

IFB støtter overordnet initiativet om en højere grad af standardisering, men pointerer, at nogle markeder dog er meget komplekse, fx covered bonds, ligesom integration af markederne på sigt kan give udfordringer inden for insolvens, selskabsret og skat.

IFB støtter en revision af prospektdirektivet for at lette kravene til prospekter, men fremhæver, at der bør være den rette balance mellem en udvidelse af investorbasen og investorbeskyttelse.

IFB støtter også op om Kommissionens mere generelle initiativ om at styrke investeringsmulighederne for forbrugerne, men fremhæver at nationale regler på området er meget forskellige. Det kan derfor være nødvendigt at se på og harmonisere grundlæggende regler som skat, forbrugerbeskyttelse og markedsføringsregler, for at initiativet kan få fuld effekt.

Endelig opfordrer IFB til, at de europæiske tilsynsmyndigheder inden for deres mandat kommer til at spille en stærkere koordinerende rolle for at modgå den stigende tendens til administrative byrder grundet overlappende tilsyn, dobbeltrapportering mv.

#### *Danske Revisorer (FSR)*

FSR ser positivt på, at der arbejdes på større ensretning af regelanvendelsen for prospekter på tværs af landegrænser med en målsætning om at sikre, at reglerne administreres ensartet og proportionalt, eksempelvis når det gælder tilpasning af regnskabstal ved kompleks regnskabshistorie. Samtidig ønsker FSR, at der bliver arbejdet med at sikre en højere kvalitet i de danske oversættelser af de regler, som udmønter prospektdirektivet.

FSR understreger, at der bør arbejdes på at harmonisere selskabsregler og selskabsretlige regler for at sikre gennemsigtighed om selskabernes forhold og høj kvalitet i børsnoterede virksomheders finansielle rapportering.

#### *Dansk Erhverv (DE)*

DE støtter op om Kommissionens grøn bog, der vil styrke finansieringsprodukter ud over dem, bankerne tilbyder. Et kapitalmarked med diverse finansieringsformer vurderes at kunne bidrage til et mere alsidigt erhvervsliv, der giver mulighed for forskellige virksomhedsstørrelser.

DE er enige med Kommissionen i, at prospektdirektivet skal revideres og forslår konkret, at der indarbejdes en praksis, hvor prospektomfang afspejler størrelsen på selskabet, og hvor godkendelsesprocessen kan blive afviklet på en mere effektiv måde, som vil gøre det lettere, billigere og mere gennemskueligt at udarbejde og få godkendt et prospekt hos tilsynsmyndighederne.

DE mener, at det er vigtigt at styrke markedet for sekuritisering og opfordrer til, at der bliver set nærmere på mulighederne for øget harmonisering af europæiske SMV-data og udvikling af metoder, der kan minimere omkostningerne ved kreditvurdering af SMV'er, eksempelvis i form af automatiserede systemer for kreditvurdering som i Tyskland og Norge.

#### *Danske Regioner (DR)*

DR støtter grøn bogens ønske om at fremme langsigtede investeringer blandt andet ved at fremme fonde, der understøtter dette.

#### *LO*

LO ser i forhold til harmonisering på skatteområdet gerne, at der introduceres af en mindstesats for selskabsskatten i EU, da der ellers kan være en risiko for, at medlemsstaterne føler sig pressede til at sænke deres nationale selskabsskattesatser.

#### *Dansk Industri (DI)*

DI hilser Kommissionens grøn bog velkommen, da formålet med en kapitalmarkedsunion bl.a. er at fremme investeringer for SMV'er, at åbne op for flere kilder til finansiering og at reducere virksomhedernes omkostninger ved at hente kapital.

DI mener, at EU skal holde sig fra harmonisering af medlemslandenes corporate governance-regler, som er et område, hvor *soft law*-bestemmelser omfattet af følg-eller-forklar-princippet bør være det herskende princip, idet medlemslandenes ledelsesmodeller mv. og virksomhedernes behov er meget forskellige. Derimod fremfører DI, at der er andre områder inden for selskabsretten, hvor EU-harmonisering kan skabe værdi. Det gælder særligt i forhold til grænseoverskridende mobilitet.

#### *FTF*

FTF støtter Kommissionens tankesæt om at stimulere virksomhedernes adgang til kapital.

FTF understreger, at et ensartet tilsyn og regulering af alle aktørerne på finansielle marked er yderst vigtigt – både af hensyn til investorer, låntagere og den finansielle stabilitet.

### **11. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der vurderes at være overordnet støtte til forslaget om at fremme en kapitalmarkedsunion blandt medlemsstaterne, om end synet på de enkelte tiltag varierer.

Nogle forslag må forventes at have stor bevågenhed i bestemte medlemsstater. Det drejer sig for eksempel om private investeringer, hvor de mest veludviklede markeder findes i Tyskland, mens UK, Frankrig og Nederlandene umiddelbart må forventes at have en interesse i en europæisk drøftelse af muligheder for at fremme sekuritiseringsmarkedet.

### **12. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen kan generelt støtte grønbogens intention om at fremme nye muligheder for virksomheders adgang til finansiering samt at udvikle og integrere kapitalmarkederne gennem etablering af en såkaldt kapitalmarkedsunion for alle 28 EU-medlemsstater. Det gælder blandt andet tiltag i retning af at øge adgangen til sammenlignelige kreditinformation om SMV'er, hvilket vil gøre det lettere at tiltrække kapital fra investorer samt fremme af markedet for private placeringer og langsigtede investeringer, hvor der kan investeres i SMV'er og infrastrukturprojekter.

En endelig stillingtagen til eventuelle tiltag som opfølgning på grønbogen må i sagens natur afvente Kommissionens fremsættelse af konkrete forslag.

Regeringen støtter en revision af prospektdirektivet med det formål at lette kravene til prospekter, således at det bliver mere attraktivt for blandt andet SMV'er at benytte sig af finansiering via kapitalmarkederne. Det er dog vigtigt, at investorerne fortsat er tilstrækkeligt beskyttede og får de nødvendige oplysninger.

I Danmark blev der i 2013 indført nye regler for registerbaseret sekuritisering med henblik på at styrke markedet for erhvervsobligationer. Regeringen støtter udviklingen af et marked i EU for sekuritiseringer af høj kvalitet med produkter, fælles standarder og transparens, som gør risici gennemskuelige for investorerne. Eventuel ny EU-regulering bør bygge på markedsmæssige principper, rette markedsfejl og skal fungere på almindelige konkurrencemæssige vilkår. Fra dansk side vil der blive bidraget med relevante erfaringer på området.

For så vidt angår behovet for harmonisering inden for selskabsret, insolvens og virksomhedsledelse, vil eventuelle forslag fra Kommissionen skulle analyseres nærmere inden en endelig stillingtagen. Selvom det

endnu er uklart, hvori eventuelle tiltag vil bestå, stiller regeringen sig umiddelbart tvivlende over for harmoniseringsbehovet på skatteområdet.

Regeringen er åben over for at vurdere grundlaget for at indføre EU-lovgivning for covered bonds baseret på erfaringer fra velfungerende nationale covered bonds-modeller. Samtidig lægger regeringen afgørende vægt på, at et velfungerende realkreditmarked i Danmark kan opretholdes i forbindelse med de initiativer, som Kommissionen måtte fremlægge på dette område.

Kapitalmarkedstilsynet ligger i dag hos de nationale tilsyn, som har indgående kendskab til nationale branchers særlige kendetegn. De nationale retsområder af betydning for kapitalmarkederne er endnu ikke harmoniserede (selskabsret, skat og insolvens). Regeringen støtter, at ESMA arbejder videre inden for sit eksisterende mandat med at styrke konvergens i tilsynspraksis mv.

### **Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.