



Bruxelles, den 18.2.2015
COM(2015) 63 final

GRØNBOG

Etablering af en kapitalmarkedsunion

{SWD(2015) 13 final}

DA

DA

Forord

Kommissionens højeste prioritet - Europas højeste prioritet - er beskæftigelse og vækst. Hvis der igen skal skabes vækst i Europa, består vores udfordring i at frigøre investeringer i Europas virksomheder og infrastruktur. Investeringspakken til en værdi af 315 mia. EUR vil bidrage til at sætte gang i denne proces. For at øge investeringerne på lang sigt, må vi dog skabe et ægte indre marked for kapital - en kapitalmarkedsunion for alle 28 medlemsstater.

Sammenlignet med andre dele af verden er europæiske virksomheder fortsat stærkt afhængige af banker som finansieringskilde og forholdsvis mindre af kapitalmarkederne. Stærkere kapitalmarkeder vil supplere bankerne som finansieringskilde og ville:

- frigøre flere midler til investering for alle virksomheder, især SMV'er, og for infrastrukturprojekter
- tiltrække flere investeringer til EU fra resten af verden og
- gøre det finansielle system mere stabilt ved at åbne en bredere vifte af finansieringskilder.

Vores opgave består i det væsentlige i at finde måder, hvorpå der kan skabes forbindelse mellem investorer og opsparende og vækst. Der findes ingen enkelt foranstaltning, der kan føre til etablering af en kapitalmarkedsunion. I stedet vil der være en række skridt, som hver for sig kan være beskedne, men hvis kumulative virkninger vil være betydelige. Vi er nødt til at udpege og fjerne barriererne mellem investorenes penge og investeringsmulighederne og overvinde de hindringer, som står mellem virksomhederne og investorerne. Vi er også nødt til at gøre vores system til kanalisering af disse midler - investeringskæden - så effektivt som muligt, både nationalt og på tværs af grænserne.

Hvorfor er det værd at gøre? Nogle få eksempler illustrerer de potentielle fordele. I USA modtager mellemstore virksomheder, som er drivkræfterne for vækst i mange lande, fem gange så mange midler fra kapitalmarkederne, som de gør i EU. Hvis vores venturekapitalmarkeder var lige så dybe, ville så meget som 90 mia. EUR have været til rådighed til finansiering af virksomhederne mellem 2008 og 2013. Såfremt securitiseringer for SMV'er igen - sikkert - kunne nå op på et omfang svarende til bare halvdelen af niveauet i 2007, ville dette kunne svare til omkring 20 mia. EUR i yderligere finansiering.

Det er korrekt, at mange af de spørgsmål, der tages op - lovgivningen om insolvens og værdipapirer samt skattemæssig behandling - er blevet drøftet i mange år. Behovet for at gøre fremskridt er dog mere presserende end nogensinde. Selv om dette vil være et langsigtet projekt, som kræver en vedvarende indsats gennem mange år, bør det ikke forhindre, at vi gør hurtige fremskridt. I de kommende måneder vil vi derfor:

- udarbejde forslag for at fremme securitisering af høj kvalitet og frigøre bankbalancer til udlån
- revidere prospektdirektivet for at gøre det lettere for virksomhederne, især mindre virksomheder, at fremskaffe finansiering og nå investorer i andre lande

- påbegynde arbejdet med at forbedre tilgængeligheden af kreditoplysninger om SMV'er, således at det bliver lettere for investorer at investere i dem
- samarbejde med industrien om at indføre en paneuropæisk ordning for private investeringer for at tilskynde til direkte investeringer i mindre virksomheder og
- støtte indførelsen af nye europæiske langsigtede investeringsfonde med henblik på at kanalisere investeringer til infrastruktur og andre langsigtede projekter.

Denne grøn bog markerer begyndelsen på en høring med en varighed på tre måneder. Vi vil gerne høre fra parlamentarikere, medlemsstaterne, personer, der arbejder på kapitalmarkederne, og fra alle berørte grupper om job, vækst og de europæiske borgeres interesser. Denne feedback vil hjælpe os med at udarbejde en handlingsplan, der skal sikre os byggestenene til en fuldt operationel kapitalmarkedsunion senest i 2019.

Retningen er klar: Vi skal opbygge et indre marked for kapital fra bunden, udpege hindringerne og fjerne dem én for én, skabe en følelse af dynamik og bidrage til at udløse en stigende følelse af tillid til investeringer i Europas fremtid. Frie kapitalbevægelser er et af de grundlæggende principper, som EU blev bygget på. Mere end halvtreds år efter Romtraktaten bør vi gribe denne mulighed for at gøre denne vision til virkelighed.

Afsnit 1: Etablering af en kapitalmarkedsunion

Frie kapitalbevægelser blev nedfældet i Romtraktaten for mere end halvtreds år siden. Det er en af Den Europæiske Unions grundlæggende frihedsrettigheder og bør stå i centrum for det indre marked. Trods de fremskridt, der er gjort, er kapitalmarkederne i dag stadig opsplittede og typisk organiseret på nationalt plan. Efter en periode med uddybning er finansmarkedernes integrationsgrad i EU faldet siden krisen, og banker og investorer søger tilbage til hjemmemarkederne.

Sammenlignet med andre retsområder er kapitalmarkedsbaseret finansiering i Europa forholdsvis underudviklet. Vores markeder for egen- og fremmedkapital og andre markeder spiller kun en mindre rolle i finansieringen af vækst, og europæiske virksomheder er fortsat stærkt afhængige af banker, hvilket betyder, at vores økonomier er sårbare over for en stramning af bankernes udlån. Investortilliden er også utilstrækkelig, og europæernes opsparring anvendes ikke altid på den mest produktive måde. De europæiske investeringsniveauer ligger langt under tidligere tiders norm, og europæiske kapitalmarkeder er mindre konkurrencedygtige på globalt plan.

For at støtte en bæredygtig tilbagevenden til vækst og jobskabelse kræves der foruden andre reformer af erhvervs klimaet, at kapitalmarkederne spiller en større rolle med hensyn til kanalisering af finansiering til økonomien. I praksis betyder dette, at det skal sikres, at hindringer for den frie bevægelighed for kapital mellem investorer og dem, som har behov for finansiering, udpeges og analyseres, uanset om de findes inden for en enkelt medlemsstat eller går på tværs af grænserne.

Etablering af en kapitalmarkedsunion er et vigtigt initiativ i Kommissionens arbejdsprogram. Det vil sikre større diversificering i finansieringen af økonomien og mindske omkostningerne ved at rejse kapital, navnlig for SMV'er. Mere integrerede kapitalmarkeder, især for aktier, vil forbedre den europæiske økonomis evne til at modstå chok og give mulighed for flere investeringer uden at øge gældsætningen. En kapitalmarkedsunion bør fremme strømmen af kapital - gennem effektiv markedsinfrastruktur og effektive formidlere - fra investorer til europæiske investeringsprojekter og således forbedre fordelingen af risici og kapital i hele EU og dermed i sidste ende gøre Europa mere modstandsdygtigt over for fremtidige chok.

Kommissionen har derfor forpligtet sig til at tilvejebringe byggestenene til en velreguleret og integreret kapitalmarkedsunion omfattende alle medlemsstaterne senest i 2019 med henblik på at maksimere fordelene ved kapitalmarkeder og finansielle institutioner, som ikke er banker, for resten af økonomien.

En kapitalmarkedsunion bør bringe EU tættere på en situation, hvor eksempelvis SMV'er kan rejse finansiering lige så let som store virksomheder, udgifter til investering og adgang til investeringsprodukter konvergerer i hele EU, opnåelse af finansiering gennem kapitalmarkeder bliver stadig enklere, og opnåelse af finansiering i en anden medlemsstat ikke hæmmes af unødvendige juridiske eller tilsynsmæssige hindringer. Selv om disse ændringer vil bidrage til at reducere afhængigheden af bankfinansiering, vil bankerne stadig spille en central rolle i kapitalmarkedsunionen og i den europæiske økonomi som sådan som långivere til en betydelig del af de økonomiske aktører og formidlere på kapitalmarkederne.

Ikke alle disse udfordringer er nye, men EU's behov for vækst gør det presserende at tage dem op. Det giver også den dynamik, der er nødvendig for at gøre fremskridt. Formålet med denne grønne bog er at indlede debatten på EU-plan og nationalt plan under inddragelse af

medlovgiverne, andre EU-institutioner, nationale parlamenter og alle interesserede parter om mulige kort- og langsigtede foranstaltninger for at nå disse mål.

En kapitalmarkedsunion vil afvige fra bankunionen: Uddybning af kapitalmarkederne kræver foranstaltninger, som klart adskiller sig fra nøgleelementerne i bankunionen. Bankunionens fokus på at bryde forbindelsen mellem bankkrak og stater i euroområdet vil dog udgøre et solidt grundlag for stabilitet, som kan understøtte udviklingen af en kapitalmarkedsunion i alle EU's medlemsstater. Ligeledes vil velintegrerede kapitalmarkeder bidrage til at forstærke Den Økonomiske og Monetære Unions modstandskraft.

En kapitalmarkedsunion bør være baseret på følgende nøgleprincipper:

- den bør maksimere fordelene ved kapitalmarkederne for økonomi, beskæftigelse og vækst
- den bør skabe et indre marked for kapital for alle 28 medlemsstater ved at fjerne hindringer for grænseoverskridende investeringer i EU og fremme stærkere forbindelser med globale kapitalmarkeder
- den bør bygge på et solidt grundlag med finansiell stabilitet og et fælles regelsæt for finansielle tjenesteydelser, der håndhæves effektivt og konsekvent
- den bør sikre en effektiv beskyttelse af forbrugerne og investorerne, og
- den bør medvirke til at tiltrække investeringer fra hele verden og øge EU's konkurrenceevne.

1.1 Etablering af en kapitalmarkedsunion

Etablering af en kapitalmarkedsunion er et langsigtet projekt. Der arbejdes allerede på at fastlægge et fælles regelsæt, og et stort antal af centrale reformer¹ er allerede ved at blive gennemført. Kommissionens tilgang vil være baseret på en vurdering af de resterende prioriteter, herunder med hensyn til både sandsynlige virkninger og gennemførlighed, understøttet af en tilbundsgående økonomisk analyse, en konsekvensanalyse og en høring.

På grundlag af resultatet af denne høring vil Kommissionen søge at indkredse de tiltag, der er nødvendige for at nå følgende mål:

- forbedret **adgang til finansiering** for alle virksomheder i hele Europa (navnlig SMV'er) og investeringsprojekter som f.eks. infrastruktur
- **forøgelse og diversificering af finansieringskilderne** fra investorer i EU og i hele verden og
- **mere effektive markeder**, der skaber forbindelse mellem investorer og dem, som har behov for finansiering, til en lavere pris, både inden for medlemsstaterne og på tværs af grænserne.

¹ Eksempelvis lovgivningen om markeder for finansielle instrumenter (MIFID II), markedsmissbrug (MAR/MAD), forvaltere af alternative investeringsfonde (AIFMD), europæisk markedsinfrastruktur (EMIR) og værdipapircentraler (CSDR).

Kommissionen har iværksat en omfattende høring om arten af problemerne, mulige foranstaltninger og deres prioritering. Lovgivning er muligvis ikke altid den rigtige politiske reaktion på disse udfordringer, og i mange tilfælde vil det være markedet, som skal levere løsninger. Ikke-lovgivningsmæssige tiltag og en effektiv håndhævelse af lovene om konkurrence og det indre marked kan være den bedste vej frem på andre områder. Kommissionen vil støtte markedsbaserede løsninger, når det er sandsynligt, at de er effektive, og lovgivningsmæssige ændringer, udelukkende hvor dette er nødvendigt.

Denne grønbog er struktureret som følger. **Afsnit 2** beskriver, hvordan de europæiske kapitalmarkeder er struktureret i dag og indeholder en foreløbig analyse af nogle af hindringerne for dybere og mere integrerede kapitalmarkeder. Yderligere analyser findes i det vedlagte arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene. Det er hensigten med **afsnit 3** at indhente synspunkter om de første politiske prioriteringer, som vi vil arbejde videre med på grundlag af Kommissionens meddelelse "*En investeringsplan for Europa*"², herunder emner som f.eks. gennemførelse af forordningen om europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF), securitiseringer af høj kvalitet, kreditoplysninger om SMV'er, private investeringer og revision af prospektdirektivet. Det er hensigten med **afsnit 4** at indhente synspunkter om hindringerne for adgang til finansiering, udvidelse af finansieringskilderne og mere effektive markeder samt områder, hvor der kan gøres en yderligere indsats på grundlag af de modtagne tilbagemeldinger. Hindringer for grænseoverskridende kapitalstrømme omfatter spørgsmål såsom lovgivning om insolvens, selskaber samt beskatning og værdipapirer, hvor der er behov for yderligere analyser og tilbagemeldinger for at fastlægge omfanget af udfordringen på hvert område, samt passende løsninger og prioriteringen.

Kapitalmarkedsunionen bør også ses som et middel til at hjælpe markederne på nationalt plan, da den åbner de nationale markeder for investorer, udstedere og formidlere, fremmer frie kapitalbevægelser og muliggør udveksling af bedste praksis. I betragtning af de forskellige udviklingsniveauer for kapitalmarkederne i EU og de specifikke udfordringer i de forskellige medlemsstater kan de politiske løsninger kræve passende skræddersyede tiltag på nationalt plan, som blandt andet er baseret på Kommissionens landespecifikke henstillinger som led i det europæiske semester. Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at rådføre sig om særlige udfordringer med hensyn til udvikling af deres kapitalmarkeder og at bidrage med deres konklusioner i debatten.

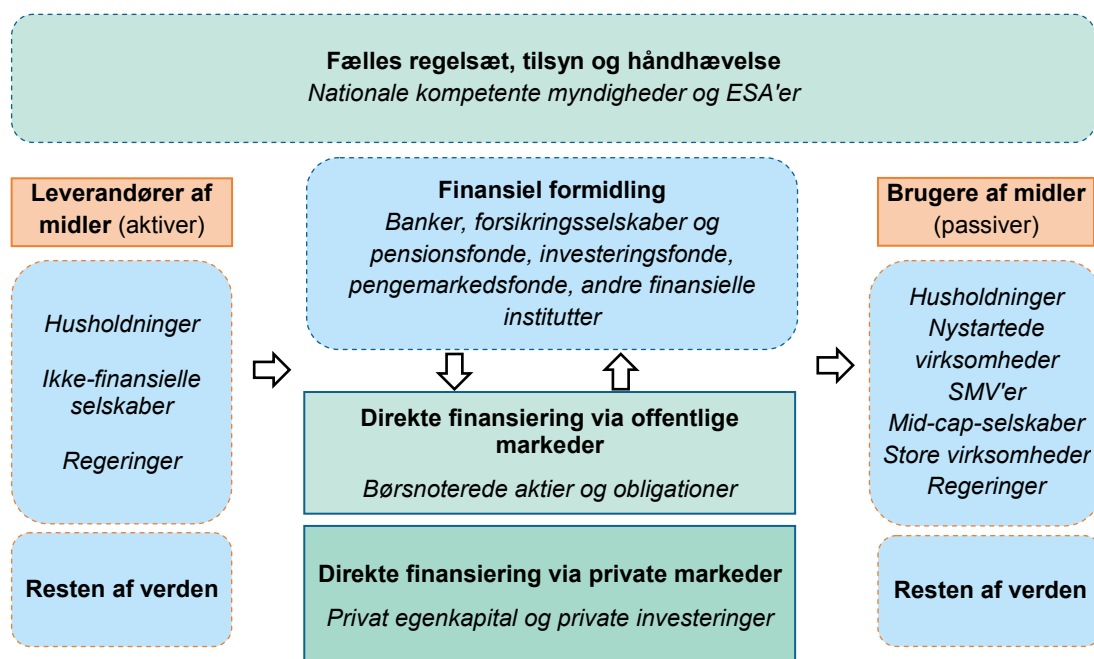
² COM(2014) 903 final af 26.11.2014.

Afsnit 2: Udfordringer på de europæiske kapitalmarkeder i dag

2.1 Aktuel status på kapitalmarkederne i Europa

Ud over direkte banklån er kapitalmarkederne den vigtigste mekanisme, hvorigennem potentielle investorer kan få forbindelse med dem, der søger finansiering, og tilbyde økonomien en bred vifte af diversificerede finansieringskilder. Diagram 1 giver en forenklet oversigt over strømmen af midler i en økonomi. Kapitalmarkederne beskæftiger sig hovedsageligt med direkte finansiering, men indgår også i et tæt samspil med finansielle formidlere, som ofte kanaliserer midler fra opsparende til investorer.

Diagram 1: Forenklet oversigt over kapitalmarkederne i det bredere finansielle system



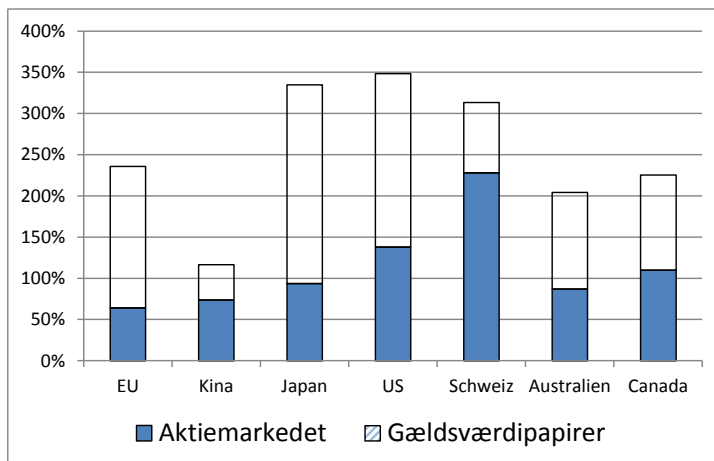
Kapitalmarkederne i EU er vokset i de seneste årtier. EU's samlede aktiemarked beløb sig f.eks. til 8,4 bio. EUR (omkring 65 % af BNP) ved udgangen af 2013, hvilket skal ses i forhold til 1,3 bio. EUR i 1992 (22 % af BNP). Den samlede værdi af uindfriede gældsværdipapirer oversteg 22,3 bio. EUR (171 % af BNP) i 2013, hvilket skal ses i forhold til 4,7 bio. EUR (74 % af BNP) i 1992³.

Ikke desto mindre er markederne fortsat underudviklede i forhold til markederne i andre retsrområder. De offentlige aktiemarkeder i USA er næsten dobbelt så store som dem i EU (i procent af BNP) og er tre og en halv gange større i Schweiz (diagram 2).

Diagram 2: Værdi af aktiemarkedet og

³ ECMI Statistical package 2014.

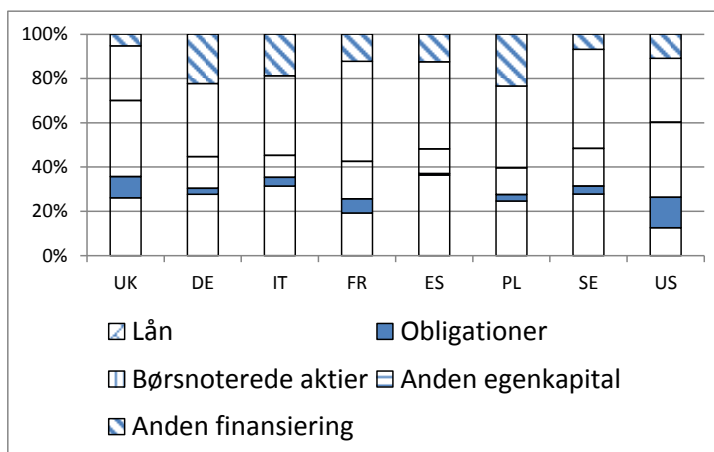
gældsværdipapirer (% af BNP)



Markederne for privat egenkapital i USA er også ca. dobbelt så store som i EU, mens markederne for private investeringer i obligationer er op til tre gange større i USA. Samtidig er der stor forskel på kapitalmarkedernes udvikling i EU's medlemsstater. F.eks. oversteg værdien af det nationale aktiemarked 121 % af BNP i Det Forenede Kongerige, hvilket skal ses i forhold til mindre end 10 % i Letland, Cypren og Litauen.

Kilde: ECMI statistical package

Diagram 3: Virksomhedernes finansieringsformer (i procent af de samlede passiver)



Europa har traditionelt været mere afhængig af banklån, idet banklån spiller en betydeligt større rolle for finansieringen af virksomhederne end udstedelse af gældsværdipapirer på markedet (diagram 3). Samlet set indebærer denne større afhængighed af banklån, at den europæiske økonomi, især SMV'er, er mere sårbar, når bankernes udlånspolitik strammes, således som det skete under finanskrisen.

Kilde: Eurostat, OECD. Bemærkning: Lån omfatter banklån og virksomhedsinterne lån.

Adgangen til kapitalmarkeder varierer betydeligt mellem de forskellige virksomheder og mellem de forskellige medlemsstater. Der har været en mærkbar stigning i ikkefinansielle selskabers udstedelse af erhvervsobligationer i EU, delvis som følge af gunstige markedsvilkår for obligationsudstedere på grund af lave rentesatser. Obligationerne er imidlertid hovedsageligt blevet udstedt af store virksomheder og ikke af små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Udstedelse af obligationer har også været koncentreret på større markeder snarere end markeder, hvor virksomhedernes finansieringsproblemer har været størst.

Selv om kapitalmarkederne i EU blev mere integrerede forud for krisen, for så vidt angår grænseoverskridende beholdninger af finansielle instrumenter, afslørede krisen, at en del af denne integration var drevet af gældsbaseede transaktioner mellem banker på

engrosmarkedet, som kunne ændres pludseligt som følge af chok. Aktiemarkedene i EU er fortsat kendetegnet ved fokus på hjemmemarkedet, hvilket betyder, at potentielle risici og fordele ikke deles på tværs af grænserne. Grænseoverskridende beholdninger af gældsværdipapirer er også fortsat lavere, end man ville forvente på et fuldt integreret marked. Selv de bedst fungerende nationale markeder i EU mangler kritisk størrelse, hvilket fører til et mindre investorgrundlag og færre finansielle instrumenter at vælge imellem.

2.2 Udfordringer og muligheder forbundet med etablering af en kapitalmarkedsunion

Der findes en lang række forskellige hindringer for integration og udvikling af EU's kapitalmarkeder, som skyldes historiske, kulturelle, økonomiske og lovgivningsmæssige faktorer, hvoraf nogle er dybt rodfastede og vanskelige at overvinde. Disse omfatter f.eks. virksomhedernes historiske præference for visse former for finansiering, kendetegnene for pensionsordninger, anvendelsen af tilsynsreglerne og administrative forhindringer, forskellige aspekter af virksomhedsledelse (corporate governance) og selskabsret, datamangler og kendetegnene ved mange skattesystemer samt ineffektive markedsstrukturer. Selv på velintegrerede kapitalmarkeder vil nogle af disse forskelle bestå. For at få fuldt udbytte af et fuldt integreret indre marked for kapital er det nødvendigt at overvinde en række udfordringer navnlig på følgende tre centrale områder.

På efterspørgselssiden er det for det første en central prioritering at **forbedre adgangen til finansiering, herunder til risikovillig kapital, navnlig for SMV'er (f.eks. innovative og hurtigtvoksende nystartede virksomheder)**. Succes over tid afhænger af en løsning på problemerne vedrørende information, fragmentering af vigtige markedssegmenter og nedbringelse af udgifterne forbundet med adgang til kapitalmarkederne. Derudover er der specifikke hindringer for finansiering af langsigtede projekter, herunder investeringer i infrastruktur.

På udbudssiden vil udvikling af kapitalmarkederne i EU for det andet afhænge af strømmen af midler til kapitalmarkedsinstrumenter. **En forøgelse af de institutionelle og private investeringsstrømme** til kapitalmarkederne vil fremme diversificeringen af finansieringskilder. Stigningen i erhvervstilknyttede og private pensionsordninger i Europa kunne resultere i en stigning i strømmen af midler til en mere diversificeret vifte af investeringsbehov gennem kapitalmarkedsinstrumenter og bane vejen for markedsbaseret finansiering. En forbedring af private investorers tillid til kapitalmarkederne og finansielle formidlere kunne øge strømmen af private husholdningers opsparing, som på nuværende tidspunkt hovedsageligt er placeret i friværdi og bankindsud, til kapitalmarkedsinstrumenter. En sådan forbedring af europæiske kapitalmarkeds globale konkurrenceevne og tiltrækningskraft kunne også øge investeringsstrømmen.

For det tredje vil større, mere integrerede og dybere kapitalmarkeder afhænge af, at de hindringer, som medfører fragmentering af markedet og hæmmer udviklingen af særlige markedssegmenter, overvindes. **Forbedring af markedernes effektivitet** vil gøre det muligt for EU at opnå fordelene ved et større og dybere marked. Disse omfatter større konkurrence, flere valgmuligheder og færre omkostninger for investorer samt en mere effektiv fordeling af risici og bedre risikodeling. Mere integrerede kapitalmarkeder, især for aktier, vil forbedre den europæiske økonomis evne til at modstå chok og give mulighed for flere investeringer uden at øge gældsætningen. Velfungerende kapitalmarkeder vil forbedre fordelingen af kapital i økonomien, hvilket fremmer aktiviteter præget af iværksætterånd og risikovillighed og investeringer i infrastruktur og nye teknologier.

Afsnit 3: Prioriteringer for en tidlig indsats

Kommissionen har udpeget en række områder, hvor behovet for fremskridt er almindeligt anerkendt, og som har potentiale til at sikre fordele hurtigt. I dette afsnit gives der en oversigt over disse muligheder, og der indhentes synspunkter fra interesserede parter om specifikke elementer inden for hvert område.

3.1 Mindskelse af adgangsbarriererne på kapitalmarkederne

Prospektet er et detaljeret dokument indeholdende oplysninger om virksomheden og vilkår og risici forbundet med en investering. Det er indgangen til kapitalmarkeder for virksomheder, der søger finansiering, og de fleste virksomheder, der ønsker at udstede gældsinstrumenter eller aktier, skal udarbejde et prospekt. Det er afgørende, at det ikke fungerer som en unødvendig hindring for adgang til kapitalmarkederne. Kommissionen vil **gennemgå den nuværende prospektordning gennem en særlig offentlig høring** iværksat sideløbende med denne grønbog med henblik på at gøre det lettere for virksomhederne (herunder SMV'er) at rejse kapital i hele EU⁴ og at fremme udnyttelsen af SMV-vækstmarkeder. I forbindelse med gennemgangen vil der blive set på, hvornår et prospekt er påkrævet, effektivisering af godkendelsesprocessen og forenkling af oplysningerne i prospekter.

3.2 Udvidelse af investorgrundlaget for SMV'er

Hvad angår adgang til finansiering, er SMV'er under krisen blevet ramt hårdere end større virksomheder. Oplysningerne om SMV'er er typisk begrænsede, og det er typisk banker, som ligger inde med dem, og nogle SMV'er har svært ved at få forbindelse med et bredere investorgrundlag bestående af ikkebankmæssige investorer, som kunne opfylde deres finansieringsbehov. En forbedring af kreditoplysningerne ville bidrage til etablering af et **effektivt og bæredygtigt kapitalmarked for SMV'er**. Udvikling af et fælles minimumssæt af sammenlignelige oplysninger til kreditoplysning og -vurdering kan bidrage til at tiltrække finansiering til SMV'er. Desuden kunne standardiserede kreditkvalitetsoplysninger bidrage til udviklingen af finansielle instrumenter til refinansiering af lån til SMV'er, herunder f.eks. securitisering for SMV'er.

Arbejdet med credit scoring er blevet påbegyndt og har modtaget bred støtte fra medlemsstaterne. Credit scoring giver investorer og långivere oplysninger om SMV'ers kreditværdighed. I Europa har omkring 25 % af alle virksomheder og ca. 75 % af alle virksomheder, som drives af ejeren, imidlertid ikke nogen credit scoring. Tiltag på dette område kunne bidrage til at diversificere finansieringen af innovative og hurtigtvoksende nystartede virksomheder. Som et første skridt vil Kommissionen i 2015 afholde workshops om kreditoplysninger om SMV'er med henblik på at videreføre dette arbejde.

3.3 Opbygning af bæredygtig securitisering

Securitisering, som er den proces, hvorved aktiver som f.eks. realkreditlån samles i en pulje for investorerne, kan være et effektivt redskab til at overføre risici og øge bankernes udlånskapacitet. Siden krisen har aktiviteten dog været begrænset på trods af lave tabsprocenter for europæiske securitiseringer. Udstedelsen af securitiseringer i Europa beløb

⁴ En del af Refit (programmet for målrettet og effektiv regulering).

sig i 2014 til ca. 216 mia. EUR sammenlignet med 594 mia. EUR i 2007⁵. Et bæredygtigt **securitiseringsmarked af høj kvalitet** i EU, som er baseret på enkle, gennemsigtige og standardiserede securitiseringsinstrumenter, kunne bygge bro mellem banker og kapitalmarkeder.

Med de delegerede retsakter om Solvens II og likviditetsdækningsgrad, der blev offentliggjort for nylig, er der blevet påbegyndt arbejde for at sikre en omfattende og konsekvent tilsynsmæssig tilgang til enkle, gennemsigtige og standardiserede securitiseringer. Ud over disse initiativer har centralbanker, reguleringsmyndigheder, nationale myndigheder og repræsentanter for den private sektor talt for en mere omfattende indsats for at genopbygge securitisering i EU.

For investorerne ville et EU-dækkende initiativ skulle sikre høje standarder, retssikkerhed og sammenlignelighed på tværs af securitiseringsinstrumenterne. Denne ramme bør styrke gennemsigtigheden, sammenhængen og tilgængeligheden af centrale oplysninger, navnlig inden for lån til SMV'er, og fremme udviklingen af sekundære markeder for at fremme både udstedelse og investeringer. **Kommissionen vil gennemføre høringer om specifikke foranstaltninger til opfyldelse af disse mål sideløbende med forelæggelsen af denne grøn bog.**

3.4 Fremme af langsigtede investeringer

Investeringerne i EU er faldet væsentligt fra deres højeste niveau i 2007 og ligger under deres historiske norm. Europa-Kommissionen har allerede bebudet en investeringsplan, som vil frigøre offentlige og private investeringer i økonomien på mindst 315 mia. EUR over de næste tre år med oprettelsen af den nye Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSD)⁶ og offentliggjort en meddelelse om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi, hvori der fastsættes en række foranstaltninger til fremme af investeringer. De lovgivningsmæssige rammer for de Europæiske Langsigtede Investeringsfonde (ELTIF), som blev færdiggjort for nylig, vil gøre det muligt for investorerne at sætte penge i virksomheder og infrastrukturprojekter på lang sigt. ELTIF'er bør være særligt attraktive for investorer som f.eks. forsikringselskaber eller pensionsfonde, som har behov for konstante indkomststrømme eller langfristet kapitaltilvækst.

Vi modtager gerne synspunkter vedrørende den rolle, Kommissionen og medlemsstaterne kan spille for at støtte udbredelsen af ELTIF'er, herunder den mulige udvidelse til ELTIF'er af fordele, der i øjeblikket gælder for nationale ordninger.

3.5 Udvikling af europæiske markeder for private investeringer

Virksomheder kan f.eks. rejse midler via private investeringer, hvor et selskab tilbyder værdipapirer til en enkeltperson eller lille gruppe investorer, som ikke er på de offentlige markeder. Disse kan på en for virksomhederne mere omkostningseffektiv vis rejse midler og **udvide adgangen til finansiering** for mellemstore og store virksomheder og eventuelt infrastrukturprojekter.

⁵ SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4th Quarter 2014).

⁶ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om den europæiske fond for strategiske investeringer og om ændring af forordning (EU) nr. 1291/2013 og (EU) nr. 1316/2013, (COM(2015) 10).

Mellemstore europæiske virksomheder har haft adgang til det amerikanske marked for private investeringer i mange år og rejste i 2013 15,3 mia. USD på dette marked⁷. Siden begyndelsen af den finansielle krise er private investeringers popularitet accelereret i Europa, og visse medlemsstater har udviklet markeder for private investeringer. Navnlig har det tyske og franske indenlandske marked for private investeringer givet adgang til låntagning på 15 mia. EUR i 2013. Hindringerne for udviklingen af paneuropæiske markeder omfatter forskelle i de nationale konkurslovgivninger, mangel på standardiserede processer samt dokumentation og information om udstedernes kreditværdighed.

Som et første skridt i retning af at udvikle europæiske markeder for private investeringer har et konsortium bestående af brancheorganisationer udarbejdet en markedsvejledning om fælles markedspraksis, principper og standardiseret dokumentation for private investeringer, som er forenelig med en lang række retlige rammer. Vejledningen blev offentliggjort for nylig og de første udstedelser skulle følge inden længe. Kommissionen ser med glæde på denne markedsstyrede tilgang, som kunne bidrage til at lette etableringen af et europæisk marked for private investeringer på kort sigt.

Spørgsmål

- 1) *Hvilke andre områder bør prioriteres ud over de fem prioriterede områder for foranstaltninger på kort sigt?*
- 2) *Hvilke yderligere tiltag vedrørende tilgængelighed og standardisering af **kreditoplysninger om SMV'er** kunne støtte et dybere marked for finansiering af SMV'er og nystartede virksomheder og et bredere investorgrundlag?*
- 3) *Hvordan kan **ELTIF'er** støttes med henblik på at fremme deres udbredelse?*
- 4) *Er der behov for EU-tiltag for at støtte udviklingen af markeder for **private investeringer** som supplement til de markedsdrevne bestræbelser på at nå til enighed om fælles standarder?*

⁷ Se ICMA Q3 2014-rapporten.

Afsnit 4: Foranstaltninger til udvikling og integration af kapitalmarkederne

For at få udbytte af et fuldt integreret indre marked for kapital er det nødvendigt at overvinde en række udfordringer navnlig på følgende tre centrale områder:

- forbedret **adgang til finansiering** for alle virksomheder i hele Europa (navnlig SMV'er) og investeringsprojekter som f.eks. infrastruktur
- **forøgelse og diversificering af finansieringskilderne** fra investorer i EU og i hele verden og
- **mere effektive markeder**, der skaber forbindelse mellem investorer og dem, som har behov for finansiering, mere effektivt og til en lavere pris, både inden for medlemsstaterne og på tværs af grænserne.

4.1 Forbedret adgang til finansiering

I sidste ende er velfungerende aktie- og obligationsmarkeder på grund af deres størrelse og betydning afgørende for at sikre en effektiv kapitalmarkedsunion og den bredest mulige adgang til finansiering. Der er dog nogle væsentlige hindringer for finansieringsstrømmen, navnlig for mindre eller mellemstore virksomheder, og for mere langsigtede projekter såsom infrastruktur, som begge er afgørende for at øge produktionskapaciteten og den økonomiske vækst. Disse finansieringsproblemer er særlig udtalt i de medlemsstater, der er blevet hårdest ramt af krisen.

SMV'er har historisk set primært været afhængige af bankfinansiering. Under krisen blev bankernes låneafgørelser i sagens natur mere selektive såvel på grund af bankernes egne balancebegrænsninger som på grund af den stigende sandsynlighed for misligholdelse fra låntagernes side. Selv om kapitalmarkederne kan supplere den rolle, som bankernes udlån spiller for SMV'er, betyder bankernes diversitet og den ringe adgang til kreditoplysninger, at de ofte er bedre egnet til relationsbaseret långivning.

Alternative finansieringskilder kan imidlertid spille en vigtig rolle, især for **nystartede virksomheder og små, men hurtigt voksende virksomheder inden for innovative sektorer**. Disse virksomheders pengestrømme er i begyndelsen typisk begrænsede, og de er afhængige af ekstern finansiering for at udvikle virksomheden. Bankfinansiering og andre finansieringsværktøjer, f.eks. leasing og factoring, er ofte vanskelige at få adgang til eller utilstrækkelige for virksomheder med væsentlige immaterielle aktiver, der ikke let kan anvendes som sikkerhed for banklån.

Adgang til offentlige kapitalmarkeder er ikke blot omkostningstungt for SMV'er, men også for mellemstore virksomheder, der meget vel kan være mere tilbøjelige end SMV'er til at udnytte offentlige markeder til at rejse kapital. Aktieudstedelser og garantistillelse er kendetegnet ved betydelige faste omkostninger forbundet med krav vedrørende passende omhu og forskriftsmæssige krav. Dette omfatter omkostningerne til offentliggørelse af oplysninger, som kræves af investorer eller tilsynsmyndigheder, opfyldelse af andre virksomhedsledelseskrav og bestilling af eksterne kreditvurderinger. Desuden kan virksomheder på et tidligt udviklingstrin have en forretningsmæssig interesse i ikke at offentliggøre detaljerede oplysninger om deres forretningsplan. De kan være tilbageholdende med at afgive kontrol eller lade sig underkaste større ekstern kontrol. Disse elementer

forhindrer ofte små og mellemstore virksomheder i at få adgang til offentlige aktie- og gældsinstrumentmarkeder, hvorved de hovedsageligt ledes til private gældsinstrument- og egenkapitalmarkeder, som generelt er mindre standardiserede, mere komplekse og ofte mere bekostelige.

Store virksomheder har generelt den rette størrelse til at retfærdiggøre de faste omkostninger til at udnytte kapitalmarkederne og til, at hver enkelt udstedelse er tilstrækkeligt stor til at tiltrække opmærksomhed fra tegningsgaranter, investorer og analytikere. Men selv om der har været en betydelig stigning i udstedelsen af virksomhedsobligationer i de seneste år, som delvist kompenserer for faldet i bankernes udlån, er udstedelse af børsnoterede aktier fortsat afdæmpet i Europa. Mere effektive markeder kan bidrage til at reducere omkostningerne ved at få adgang til disse markeder og vil være en fordel for alle virksomheder.

Endelig har EU behov for betydelige **nye infrastrukturinvesteringer** for at opretholde sin konkurrenceevne. Strømmen af midler til sådanne projekter er imidlertid begrænset af kortsigtethed, lovgivningsmæssige hindringer og andre faktorer. Ligeledes udviser mange infrastrukturprojekter kendetegnene ved offentlige goder, hvilket betyder, at det muligvis ikke er hensigtsmæssigt med private investeringer alene for at opnå det optimale investeringsniveau. EFSI vil yde et vigtigt bidrag til at øge investeringerne i infrastrukturprojekter⁸, men Kommissionen modtager også gerne synspunkter vedrørende andre midler til at nå dette mål.

Behandling af problemerne vedrørende information

I Europa retter de fleste SMV'er kun henvendelse til banker, når de søger finansiering. Næsten 13 % af disse ansøgninger afvises, men ofte fordi de ikke er i overensstemmelse med bankernes foretrukne risikoprofiler, selv om de er levedygtige. Selv om bankerne undertiden henviser SMV'er til alternative udbydere af finansiering, fungerer dette ikke altid: I visse tilfælde har hverken banker eller SMV'er tilstrækkeligt kendskab til alternativerne. Bankerne kunne tilskyndes til at give bedre feedback til SMV'er, hvis låneansøgninger afvises, og skabe opmærksomhed om alternative finansieringsmuligheder for disse SMV'er.

IFRS-standarder har spillet en vigtig rolle for at fremme et fælles regnskabssprog i EU og gøre det nemmere for store børsnoterede virksomheder i EU at få adgang til de globale kapitalmarkeder. En komplet indførelse af IFRS for mindre virksomheder, især dem, der ønsker adgang til særlige markedspladser, ville imidlertid være en kilde til yderligere omkostninger. Udvikling af en forenklet, fælles regnskabsstandard af høj kvalitet, som er skræddersyet til de virksomheder, der er opført på visse handelspladser⁹, kunne være et skridt fremad med hensyn til gennemsigtighed og sammenlignelighed, og hvis den anvendes proportionelt, kan den hjælpe virksomheder, der søger grænseoverskridende investorer, med at blive mere attraktive for disse. Standarden kan blive et fast element på SMV-vækstmarkeder og gøres tilgængelig for bredere anvendelse.

Gennemsigtigheden i infrastrukturprojekter eller projektpipelines kan øge deres tiltrækningskraft for private investeringer samt hjælpe lovgiverne med at vedtage en mere skræddersyet tilsynsordning for infrastrukturinvesteringer. I investeringstaskforrens rapport

⁸ I forbindelse med investeringer i infrastruktur kan de europæiske struktur- og investeringsfonde (ESI-fonde) også spille en vigtig rolle, hvis de relevante udvælgelseskriterier er opfyldt.

⁹ F.eks. multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er).

fra december 2014 foreslås der oprettelse af et centralt websted på EU-plan med links til medlemsstaternes projekter/projektpipelines og oplysninger om EU-projekter (f.eks. under Connecting Europe-faciliteten og de europæiske struktur- og investeringsfonde). På grundlag af taskforcens rapport har Kommissionen foreslået, at der oprettes en projektpipeline med europæiske investeringsprojekter for at lette adgangen til oplysninger om investeringsmuligheder for investorer i hele EU og maksimere investorernes deltagelse i finansieringen¹⁰. Dette vil omfatte etablering af et særligt websted og fælles standarder for præsentationen af oplysningerne. Oprettelse af en sådan projektpipeline vil bygge videre på det arbejde, der allerede er indledt i en række medlemsstater.

Standardisering som en mekanisme til at sætte gang i markederne

Selv om standardisering ikke er uden ulemper, kan der sættes gang i visse markeder med et fælles sæt af markedsregler, gennemsigtige produktkarakteristika og konsekvent tilsyn og håndhævelse. En vis grad af standardisering kan tiltrække flere investorer og øge markedets dybde og likviditet. Dette gælder specielt i de mindre medlemsstater, hvor markederne ikke kan nå en mindstevolumen, hvis de er begrænset til indenlandske kapitalpuljer. Hvor fælles standarder ikke er nødvendige eller vanskelige at opnå, kan den politiske indsats i stedet rettes mod fastlæggelse af bedste praksis i hele EU med henblik på at fremme udviklingen af visse finansielle instrumenter.

Udviklingen af et mere **integreret europæisk marked for dækkede obligationer** kunne bidrage til en omkostningseffektiv finansiering af bankerne og give investorerne en bredere vifte af investeringsmuligheder. Dækkede obligationers succes som finansieringsinstrumenter er tæt forbundet med udvikling af specifikke nationale retlige rammer. I 2015 vil Kommissionen gennemføre en høring om fordelene ved og den potentielle udformning af en EU-ramme for dækkede obligationer og fremlægge politiske løsningsmodeller for at opnå større integration på markeder for dækkede obligationer på grundlag af erfaringerne med velfungerende nationale rammer. Kommissionen vil også overveje, om investorerne bør gives flere oplysninger om de underliggende sikkerheder for dækkede obligationer og anden struktureret gæld, som svarer til kravene til udlånsoplysninger for strukturerede finansielle instrumenter.

På trods af den seneste vækst i **virksomhedsobligationsudstedelser** er den præget af en lav grad af standardisering og prisgennemsigtighed. Selv om der i de senere år i en række medlemsstater er fremkommet nye elektroniske obligationshandelsplatforme rettet mod private investorer, kan begrænset standardisering hæmme udviklingen af obligationsmarkedspladser og af et likvidt sekundært marked. Større standardisering af udstedelsen af virksomhedsobligationer kan give mulighed for udvikling af et mere likvidt sekundært marked for sådanne obligationer. Kommissionen modtager gerne synspunkter om, hvorvidt muligheden for at udvikle et mere standardiseret virksomhedsobligationsmarked bør undersøges yderligere, og om dette kan bedst opnås med et markedsbaseret initiativ eller regulerende indgreb.

En anden fremspirende investeringskategori med potentiale til at give yderligere adgang til finansiering er **investeringer i miljøet, sociale investeringer og investeringer i virksomhedsledelse**, f.eks. grønne obligationer. Provenuet af grønne obligationer er rettet mod projekter og aktiviteter, der fremmer klimaet eller andre relaterede formål vedrørende

¹⁰ Jf. COM(2015) 10 final, artikel 9.

miljømæssig bæredygtighed. Den hastige vækst på dette marked bliver suppleret af en markedsbaseret standardiseringsproces, der tager hensyn til kriterier for udvælgelse af grønne obligationer, som er udviklet af bl.a. Verdensbanken, Den Europæiske Investeringsbank og Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling. Markedsdeltagerne er i øjeblikket ved at udvikle frivillige retningslinjer, der kaldes "principper for grønne obligationer" og omfatter anbefalinger vedrørende gennemsigtighed og integritet i forbindelse med udviklingen af markedet for grønne obligationer ved at præcisere fremgangsmåden for udstedelse af grønne obligationer.

Mulighed for udvikling af alternative finansieringsformer

Selv om mekanismer såsom peer-to-peer-lånevirkosomhed og crowdfunding er internetbaserede og derfor kunne give anledning til at tro, at der er et stort potentiale for at bidrage til finansieringen af økonomien på tværs af nationale grænser, er der kun begrænsede beviser for grænseoverskridende eller paneuropæisk aktivitet. Som opfølgning på meddelelsen om crowdfunding¹¹ indsamler Kommissionen oplysninger om industriens strategier for videregivelse af oplysninger og medlemsstaternes tilgange til regulering. De foreløbige resultater tyder på, at de forskellige nationale tilgange på disse områder kan fremme crowdfundingaktiviteter lokalt, men ikke nødvendigvis er forenelige med hinanden i en grænseoverskridende sammenhæng.

Spørgsmål

5) *Hvilke yderligere foranstaltninger kunne bidrage til at øge adgangen til finansiering og forbedre kanaliseringen af midler til dem, der har brug for dem?*

6) *Bør der træffes foranstaltninger for at fremme større likviditet på erhvervsobligationsmarkeder, f.eks. standardisering? Hvis ja, hvilke foranstaltninger er nødvendige, og kan disse være markedsbaserede, eller er lovgivningsmæssige tiltag påkrævet?*

7) *Er der behov for tiltag fra EU's side for at lette udviklingen af standardiserede, gennemsigtige og ansvarlige (miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige) investeringer, herunder grønne obligationer, ud over støtte til udviklingen af retningslinjer på markedet?*

8) *Kan det betale sig at udvikle en fælles regnskabsstandard på EU-plan for små og mellemstore virksomheder, som er noteret på MHF'er? Bør en sådan standard blive et fast element på SMV-vækstmarkeder? Hvilke betingelser skal dette i så fald foregå under?*

9) *Findes der hindringer for udviklingen af platforme for crowdfunding eller peer-to-peer-lånevirkosomhed med en passende regulering, herunder på tværs af grænserne? Hvis ja, hvordan bør disse afhjælpes?*

4.2 Udvikling og diversificering af finansieringsudbuddet

¹¹ COM(2014) 172.

Kapitalmarkedernes størrelse afhænger i sidste ende af strømmen af opsparede midler til kapitalmarkedsinstrumenter. Hvis kapitalmarkederne skal kunne vokse, har de behov for at **tiltrække institutionelle, private og internationale investorer.**

Fremme af investeringer fra institutionelle investorer

Langsigtede investeringer fra institutionelle investorer har fået langt større betydning for kapitalmarkederne. Lovgivningsmæssige hindringer og andre faktorer kan imidlertid begrænse strømmen af langsigtede institutionelle investeringer til langsigtede projekter, herunder investeringer i infrastruktur.

Den **europæiske kapitalforvaltningssektor**, som forvalter over 17 bio. EUR, spiller en nøglerolle, når investorernes penge skal kanaliseres ind i økonomien. En stor del af denne succes er det direkte resultat af Europas rammer for investeringsfonde. UCITS-rammerne (UCITS = Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities = institutter for kollektiv investering i omsættelige værdipapirer)¹² for gensidige fonde er en anerkendt international standard, mens direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF)¹³ har skabt en ramme, inden for hvilken europæiske forvaltere af alternative investeringsfonde kan operere.

De administrative omkostninger ved oprettelse af fonde, godkendelse som forvalter og salg på tværs af grænserne varierer i øjeblikket mellem medlemsstaterne. Lavere omkostninger for oprettelse af fonde og grænseoverskridende markedsføring generelt set ville sænke adgangsbarriererne og skabe større konkurrence. Ud over nye forretningsmuligheder er det ligeledes vigtigt, at fonde kan vokse og nyde godt af stordriftsfordele. Kommissionen modtager gerne synspunkter om, hvilke yderligere politiske foranstaltninger der kan tilskynde institutionelle investorer til at rejse og investere større beløb i en bredere vifte af aktiver som f.eks. langsigtede projekter, nyetablerede virksomheder og SMV'er.

Pensions- og forsikringssektoren råder også over betydelige aktiver til en værdi af ca. 12 bio. EUR, som kan bidrage til at finansiere investeringer. Den nye tilsynsordning, der vil gælde for **forsikringsgivere** fra den 1. januar 2016 og kaldes Solvens II¹⁴, vil gøre det muligt for virksomhederne at investere mere i langsigtede aktiver ved at fjerne nationale restriktioner vedrørende sammensætningen af deres aktivportefølje¹⁵. Kommissionen har desuden sikret, at standardformlen til beregning af forsikringsgiveres kapitalkrav ikke medfører hindringer for langsigtede investeringer og matcher langfristede passiver med langfristede aktiver¹⁶. Denne indsats blev hilst velkommen, men visse interessenter har også talt for en skræddersyet behandling af infrastrukturinvesteringer i forbindelse med kalibrering af kapitalkravene til forsikringsgivere og banker. Der er behov for en yderligere indsats for at udpege infrastruktur gæld og/eller aktieinvesteringer med lavere risiko med henblik på en eventuel revision af tilsynsreglerne og etablering af underklasser af infrastruktur.

¹² Direktiv 2014/91/EU.

¹³ Direktiv 2011/61/EU og ændringsdirektiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010.

¹⁴ Direktiv 2009/138/EF.

¹⁵ Inden for reguleringen af tilsyn med banker giver Kommissionens delegerede retsakt om likviditetsdækningsgrad isoleret set øgede incitamenter til investering i infrastruktur og SMV'er, som vil lette investeringer i SMV'er.

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm.

Kapitalbaserede **pensionsordninger** spiller en stadig større rolle i visse medlemsstater. Sådanne ordninger kan, hvis de forvaltes med omtanke og på en måde, der afspejler deres samfundsmæssige funktion, bidrage til pensionssystemernes bæredygtighed og tilstrækkelighed og får større og større betydning som finansieringskilder i den europæiske økonomi. Nye regler for arbejdsmarkedstilknyttede pensioner, der i øjeblikket drøftes, kunne fjerne hindringerne for, at pensionsordninger anvendes til investering i langsigtede aktiver. Derudover kunne udvekslingen af bedste praksis også øge de nationale systemers kompatibilitet.

Udbydere af personlige pensioner er underlagt en række forskellige dele af EU-lovgivningen. Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt indførelsen af et standardiseret produkt, f.eks. gennem en paneuropæisk eller 29. ordning, som fjerner hindringer for grænseoverskridende adgang, vil kunne styrke det indre marked for personlige pensioner. Eventuelle ændringer vil skulle sikre en effektiv grad af forbrugerbeskyttelse og samtidig forbedre dækningen og udbredelsen og give passende sikkerhed for opsparede midler.

Som et alternativ til finansiering via traditionelle banklån eller udstedelse af gældsinstrumenter eller aktier kan **privat egenkapital og venturekapital** spille en vigtig rolle i den europæiske økonomi. Markederne for risikovillig kapital er dog ikke altid tilstrækkeligt store; dette gælder ikke kun for de fondsbørser, der er specialiseret i finansiering af højvækstvirksomheder, men også investering af risikovillig kapital i opstart eller udvikling af nye virksomheder eller i højteknologiske virksomheder. Der er også stor variation med hensyn til udviklingen af markederne for risikovillig kapital blandt medlemsstaterne: Omkring 90 % af alle forvaltere af venturekapitalfonde er koncentreret i otte medlemsstater¹⁷.

I visse medlemsstater oplever venturekapitalfonde problemer med at nå den størrelse, som er nødvendig for at sprede deres porteføljerisiko. Den manglende kultur for aktieinvesteringer, mangel på information, et opsplittet marked og høje omkostninger synes at være de vigtigste årsager til dette.

I et forsøg på at fremme tilvejebringelsen af risikovillig kapital i form af kapitalandele eller lån på særlige vilkår til nystartede virksomheder og socialt iværksætteri har EU i 2013 gennemført forordningerne om de europæiske venturekapitalfonde (EuVECA)¹⁸ og europæiske sociale iværksætterfonde (EuSEF)¹⁹. Indtil dato har udbredelsen været opmuntrende, men der er mulighed for yderligere vækst. Der er formentlig en række hindringer for en større udbredelse. Et særligt problem, der er blevet rejst, er, at forvaltere, hvis portefølje overstiger 500 mio. EUR, ikke kan ansøge om at oprette og drive en sådan fond, og de kan heller ikke anvende disse betegnelser til at markedsføre fonde i EU. En udvidelse af rækken af markedsdeltagere kunne potentielt øge antallet af EuVECA'er og EuSEF'er, der er til rådighed.

Offentlig finansiering kan også spille en rolle, og de regionale myndigheder tilvejebringer venturekapital i stort omfang i flere medlemsstater. EU's finansielle instrumenter som f.eks. rammeprogrammet for konkurrenceevne og innovation, de europæiske struktur- og investeringsfonde (ESIF)²⁰ og aktiebaseret finansiering, som støttes under

¹⁷ Det Forenede Kongerige, Tyskland, Sverige, Danmark, Finland, Nederlandene, Frankrig og Spanien.

¹⁸ Forordning (EU) nr. 345/2013.

¹⁹ Forordning (EU) nr. 346/2013.

²⁰ Forordning (EU) nr. 1303/2013.

strukturfundsprogrammerne, har kunnet mobilisere venturekapital til SMV'er. EU's program for SMV'ers konkurrenceevne (COSME)²¹ og Horisont 2020-programmerne vil bygge videre på dette. Endvidere blev statsstøttereglerne ændret i juli 2014 for om nødvendigt at give mulighed for større statslig indgriben i udviklingen af markedet for risikofinansiering og at forbedre adgangen for SMV'er og små eller innovative mid cap-selskaber²². Udfordringen består i at klarlægge, hvordan man øger venturekapitalfondenes størrelse, og hvordan offentlig og privat finansiering sammen kan bidrage hertil.

Mangelen på exitmuligheder for investorer kan også udgøre en hindring for udviklingen af venturekapitalmidler. Kommissionen vil gerne vide, om der kan træffes foranstaltninger til at skabe et bedre miljø for business angels²³, venturekapital og børsintroduktioner for at sikre bedre exitstrategier for investorer og øge udbuddet af venturekapital til nystartede virksomheder.

Bankerne vil sandsynligvis fortsat være vigtige aktører og deltagere på kapitalmarkederne som udstedere, investorer og formidlere og vil fortsat spille en stor rolle inden for kreditformidling som leverandører af finansiering og oplysninger. Samtidig er nye teknologier og forretningsmodeller under udvikling, herunder peer-to-peer-långivning eller andre typer af ikke-bankmæssig direkte långivning, der skal tilvejebringe finansiering til SMV'er og nystartede virksomheder. Kommissionen modtager gerne tilkendegivelser om, hvorvidt der er væsentlige adgangsbarrierer for tilvejebringelse og udvikling af disse tjenesteydelser parallelt med banklån.

Spørgsmål

10) Hvilke politiske tiltag kunne tilskynde institutionelle investorer til at rejse og investere større beløb i en bredere vifte af aktiver, navnlig langsigtede projekter, SMV'er og innovative og hurtigtvoksende nystartede virksomheder?

11) Hvilke foranstaltninger kan der træffes for at nedsætte fondsforvalteres omkostninger til oprettelse og markedsføring af fonde i hele EU? Hvilke hindringer er der for, at fonde kan opnå stordriftsfordele?

12) Bør arbejdet med skræddersyet behandling af infrastrukturinvesteringer være rettet mod visse klart identificerbare underklasser af aktiver? Hvilke af disse bør Kommissionen i bekræftende fald prioritere ved fremtidige revisioner af tilsynsregler som f.eks. CRD IV/CRR og Solvens II?

13) Ville indførelsen af et standardiseret produkt eller fjernelse af de eksisterende hindringer for grænseoverskridende adgang styrke det indre marked for pensioner?

14) Ville ændringer af EuVECA- og EuSEF-forordningerne gøre det lettere for de store fondsforvaltere i EU at drive disse typer fonde? Hvilke andre ændringer kunne der eventuelt gennemføres for at øge antallet af disse typer fonde?

²¹ Forordning (EU) nr. 1287/2013.

²² 2014/C 19/04.

²³ Business angels er individuelle investorer, sædvanligvis med erfaring fra erhvervslivet, som leverer kapital til nystartede virksomheder.

15) Hvordan kan EU videreudvikle privat egenkapital og venturekapital som en alternativ finansieringskilde for økonomien? Navnlig vil vi gerne vide, hvilke foranstaltninger der kan øge venturekapitalfondenes størrelse og forbedre exitmulighederne for venturekapitalinvestorer?

16) Findes der hindringer for på sikker vis at øge både bankmæssig og ikke-bankmæssig direkte långivning til virksomheder, der har brug for kapital?

Fremme af private investeringer

Private investorers lyst til at investere direkte på kapitalmarkederne er generelt beskeden i hele EU, og sådanne investeringer kanaliseres hovedsageligt gennem kollektive institutionelle investeringer. De europæiske husholdninger har dog betydelige opsparinger på bankkonti, som i visse tilfælde kan anvendes mere produktivt. Faldende indlånsrenter kan give visse incitamenter for husholdningerne til at flytte en større del af deres formue fra bankerne til værdipapirmarkedet.

Produkter omfattende gensidige fonde, herunder f.eks. investeringsinstitutter, er populære instrumenter for private investorer, der investerer på kapitalmarkederne. Trods dette er andelen af direkte privat deltagelse i investeringsinstitutter fortsat relativt lav: Private husholdninger tegnede sig kun for 26 % af investeringsfondsejerskabet i euroområdet i 2013²⁴. For at sikre et større udvalg af investeringsfondprodukter og øget konkurrence vil Kommissionen være interesseret i synspunkter om, hvordan grænseoverskridende privat deltagelse i investeringsinstitutter kan øges.

Private investorer vil kun være tilbøjelige til at investere på kapitalmarkederne, hvis de stoler på dem og de finansielle formidlere, som opererer på dem, og mener, at de trygt kan opnå et bedre afkast på deres opsparing. Genoprettelse af investorernes tillid er en central opgave og en udfordring for den finansielle sektor. En styrkelse af forbrugernes finansielle færdigheder vil også give dem mulighed for at vælge finansielle produkter mere effektivt og nemt og at sammenligne produkter. Der findes en række nationale programmer for forbedring af de finansielle færdigheder og kompetencer og et EU-projekt, som kaldes Consumer Classroom. I visse tilfælde kan de mere standardiserede eller enkle finansielle produkter, som findes i en række medlemsstater, også være nyttige.

Regulering og tilsyn kan bidrage til at opbygge investorernes tillid. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) og Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) har fået øgede beføjelser med hensyn til investorbeskyttelse gennem MIFID II²⁵ og andre forordninger. Som nævnt i Kommissionens undersøgelse af de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er)²⁶, som blev gennemført for nylig, kan deres mandat inden for forbruger- og investorbeskyttelse præciseres og styrkes, hvor det er nødvendigt.

²⁴ Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

²⁵ Direktiv 2014/65/EU, ændringsdirektiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.

²⁶ COM(2014) 509.

En øget grænseoverskridende konkurrence inden for finansielle tjenesteydelser i detailledet kan give flere valgmuligheder, lavere priser og bedre tjenester. Finansielle tjenesteydelser, der leveres med elektroniske og mobile værktøjer, har potentiale til at bidrage i denne henseende, forudsat at problemerne vedrørende sikring mod svig, hacking og hvidvaskning af penge kan løses, samtidig med at brugervenligheden for kunderne bevares. Kommissionen vil påbegynde det forberedende arbejde, der skal føre til, at forbrugerne kan høste større fordel af det indre marked for finansielle tjenesteydelser i detailledet.

Spørgsmål

- 17) Hvordan kan den grænseoverskridende detaildeltagelse i investeringsinstitutter øges?*
- 18) Hvordan kan ESA'erne bidrage yderligere til at sikre forbruger- og investorbeskyttelse?*
- 19) Hvilke politiske foranstaltninger kan øge private investeringer? Hvad kunne der ellers gøres for at styrke og beskytte EU's borgere, når de anvender kapitalmarkederne?*
- 20) Findes der en national bedste praksis for udvikling af enkle og gennemsigtige investeringsprodukter for forbrugerne, der kan deles?*

Tiltrækning af internationale investeringer

De europæiske kapitalmarkeder skal være åbne og konkurrencedygtige på globalt plan, velregulerede og integrerede for at tiltrække udenlandske investeringer, hvilket indebærer fastholdelse af EU's høje standarder for at sikre markedets integritet, finansiell stabilitet og investorbeskyttelse. I betragtning af kapitalmarkedernes globale karakter er det vigtigt, at kapitalmarkedsunionen udvikles under hensyntagen til den større globale kontekst.

Indskrænkningen af bruttokapitalbevægelserne efter krisen påvirkede alle regioner, men EU (og især euroområdet) har oplevet det mest betydelige fald i omfanget af bruttokapitaltilstrømning og -udstrømning som procentdel af BNP. Alle komponenter i bruttokapitaltilstrømningen (porteføljainvesteringer, direkte udenlandske investeringer og bankformidlede tilgodehavender) var lavere i 2013 end i 2007.

Ifølge Den Internationale Valutafonds (IMF's) data var verdens samlede beholdning af grænseoverskridende porteføljainvesteringer på 25 bio. EUR ved udgangen af 2013. Den samlede beholdning af grænseoverskridende porteføljainvesteringer mellem EU's medlemsstater var på 9,6 bio. EUR, mens porteføljainvesteringer, der kommer fra lande uden for EU, beløb sig til 5 bio. EUR. Derfor er der stadig gode muligheder for at tiltrække supplerende aktiekapital og gældsinstrumentinvesteringer fra tredjelande.

EU's internationale handels- og investeringspolitik²⁷ har en vigtig rolle at spille med hensyn til at støtte internationale investeringer. Internationale handels- og investeringsaftaler liberaliserer kapitalbevægelser, regulerer markedsadgangen og investeringer, herunder adgangen til levering af finansielle tjenesteydelser, og kan bidrage til at opnå både et passende

²⁷ KOM(2010) 343.

beskyttelsesniveau for investorer i Europa og lige vilkår i hele EU²⁸. Derudover bidrager Kommissionen til det internationale arbejde vedrørende frie kapitalbevægelser, herunder f.eks. OECD's kodeks for liberalisering af kapitalbevægelser.

Direkte markedsføring af EU's investeringsfonde og andre investeringsinstrumenter i tredjelande bør fremmes. Dette kan opnås ved at reducere hindringerne for EU's finansielle institutioners og tjenesters adgang til tredjelandsmarkeder, herunder ved at åbne markederne for grænseoverskridende forvaltning af aktiver i fremtidige handelsaftaler, hvis det er relevant.

På baggrund af disse tendenser er Kommissionen interesseret i modtage synspunkter om foranstaltninger, der kan træffes for at øge EU-markedernes tiltrækningskraft over for internationale investorer.

Spørgsmål

21) Kan der træffes yderligere foranstaltninger på området for regulering af finansielle tjenesteydelser for at sikre, at EU er internationalt konkurrencedygtig og et attraktivt sted at investere?

22) Hvilke foranstaltninger kan der træffes for at lette EU-virksomheders adgang til investorer og kapitalmarkeder i tredjelande?

4.3 Forbedring af markedets effektivitet - formidlere, infrastruktur og de overordnede retlige rammer

Fælles regelsæt, håndhævelse og konkurrence

Udvikling af et fælles regelsæt i de seneste år har været et vigtigt skridt i retning af et mere harmoniseret regelsæt for kapitalmarkeder, som giver virksomhederne mulighed for at konkurrere på lige vilkår på tværs af grænserne. Hvorvidt det fælles regelsæt bliver en succes, afhænger også af en effektiv implementering og konsekvent håndhævelse af reglerne. Der er stadig nogle vigtige dele af EU-lovgivningen, der giver medlemsstaterne mulighed for tilføjelse af krav, såkaldt "goldplating" eller overregulering, og spørgsmål om forskellige fortolkninger af reglerne er også blevet rejst. Kommissionen arbejder sammen med medlemsstaterne og ESA'erne på at sikre, at EU's finansielle lovgivning gennemføres korrekt og håndhæves i praksis.

Konkurrence spiller en vigtig rolle for at sikre, at forbrugerne kan få de bedste produkter og tjenesteydelser til rimelige priser, og at investeringsstrømme kanaliseres i retning af de mest produktive formål. Adgangsbarrierer for konkurrenter bør om muligt fjernes, og adgang til det finansielle markeds infrastruktur må sikres. For at støtte mere effektive og velfungerende kapitalmarkeder har Kommissionen forfulgt en række sager i de senere år ved hjælp af sine konkurrencemæssige beføjelser. Kommissionen vil fortsat sikre, at konkurrencereglerne

²⁸ EU forsøger også at opnå passende garantier i sine handels- og investeringsaftaler for at sikre passende beskyttelse på områder som f.eks. sikkerhed, sundhed, miljøbeskyttelse eller kulturel mangfoldighed.

anvendes stringent for at undgå begrænsninger eller fordrejninger af konkurrencen, som påvirker udviklingen af integrerede og velfungerende kapitalmarkeder.

Princippet om frie kapitalbevægelser bør også håndhæves for at fjerne ubegrundede hindringer for investeringsstrømme inden for EU. F.eks. kan værtslandes krav til markedsaktører med et europæisk markedsføringspas, som er udstedt af deres hjemland, i visse tilfælde udgøre en ubegrundet hindring for frie kapitalbevægelser. Et sæt mere stabile, gennemsigtige og forudsigelige rammer for investorer kunne bidrage til at skabe tillid og styrke det indre markeds tiltrækningskraft som et sted, hvor der kan investeres på lang sigt.

Tilsynsmæssig konvergens

Selv om de lovgivningsmæssige rammer for kapitalmarkederne i vid udstrækning er blevet harmoniseret, afhænger reformernes succes også af gennemførelsen og en konsekvent håndhævelse af reglerne. ESA'erne spille en central rolle for at fremme konvergens. Kommissionen har for nylig offentliggjort en rapport om driften af ESA'erne og Det Europæiske Finanstilsynssystem (ESFS)²⁹, hvori der peges på en række områder, hvor der eventuelt kan opnås forbedringer på kort og mellemlang sigt. Kommissionen vil fortsætte med at revidere de europæiske tilsynsmyndigheders funktionsmåde og drift samt deres styring og finansiering.

ESA'erne har en vigtig rolle at spille med hensyn til fortsat at fremme større tilsynsmæssig konvergens samt øget fokus på og brug af peer review og passende opfølgning. Desuden kunne brug af tvistbilæggelse, når det er nødvendigt, og undersøgelsesbeføjelser i forbindelse med påståede overtrædelser af EU-lovgivningen lette en ensartet gennemførelse og anvendelse af EU-lovgivningen i hele det indre marked.

Den rolle, som ESA'erne spiller i denne sammenhæng, kunne også gøres til genstand for yderligere overvejelser. For så vidt som de nationale tilsynsordninger kan føre til forskellige investorbeskyttelsesniveauer, hindringer for grænseoverskridende aktivitet og afskrækkelse af virksomheder, der ønsker at søge finansiering i andre medlemsstater, kan ESA'erne spille en større rolle med hensyn til at opnå øget konvergens.

Data og rapportering

Udvikling af fælles data og rapportering i hele EU kunne bidrage til at støtte en tættere integration af kapitalmarkederne. F.eks. er konsolideret handelsinformation på aktiemarkederne af afgørende betydning for at sikre kvaliteten, tilgængeligheden og rettidigheden af efterhandelsoplysninger. Hvis markedsbaserede bestræbelser viser sig at være utilstrækkelige til at sikre konsolideret handelsinformation, som er let tilgængelig og brugbar for markedsdeltagere på rimelige kommercielle vilkår, kan andre løsninger overvejes, herunder overdragelse af opgaven med at tilvejebringe konsolideret handelsinformation til en kommerciel virksomhed. Kommissionen vil også søge at sikre, at udbredelsen af konsolideret information på kommercielt rimelige vilkår sker uhindret.

Mere effektive tilgange til tilsyns- og markedsrettet rapportering, der involverer nationale myndigheder eller ESMA, f.eks. i forbindelse med fælles IT-systemer til visse indberetningskrav, kunne også være nyttige for markedsdeltagerne. Der modtages gerne

²⁹ COM(2014) 509.

synspunkter om, hvilke former for yderligere arbejde der eventuelt er nødvendigt for at forbedre data og rapportering i EU.

Markedsinfrastruktur og lovgivningen om værdipapirer

Markedsinfrastruktur og lovgivningen om værdipapirer - det "rørsystem", der kanaliserer investeringer til rette sted, og de love, hvorunder de behandles - er afgørende for, om investeringer kan foretages effektivt og let. De retlige rammer for markedsinfrastrukturer er ved at blive indført med lovgivning, som skal sikre soliditeten hos centrale modparter (CCP'er) og værdipapircentraler (CSD'er), samt projektet Target2Securities (T2S), som gennemføres under Eurosystemet. Som bebudet i dens arbejdsprogram agter Kommissionen at forelægge et lovgivningsmæssigt forslag for at skabe en europæisk ramme for genopretning og afvikling af systemisk relevante finansielle institutter som f.eks. centrale modparter. Der er imidlertid en række aspekter vedrørende markedsinfrastrukturer, der støtter handel, hvor der kan være potentiale for yderligere forbedringer.

Sikkerhed er en vigtig del af det finansielle system, da sikkerheden understøtter et stort antal transaktioner på markedet og giver et sikkerhedsnet i tilfælde af problemer. Strømmen af sikkerhedsstillelse i hele EU er i øjeblikket hæmmet og forhindrer markederne i at fungere effektivt. Siden finanskrisen har der været øget efterspørgsel efter sikkerhedsstillelse på grund af markedets efterspørgsel efter mere sikret finansiering samt nye forskriftsmæssige krav som f.eks. i forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR)³⁰ og kapitalkravsforordningen (CRR)³¹. Med et stigende behov for sikkerhed er der risiko for, at de samme værdipapirer genanvendes til støtte for flere transaktioner, som det var tilfældet før krisen, og der arbejdes internationalt for at se nærmere på dette problem. Der modtages gerne tilkendegivelser om, hvorvidt der bør gøres en indsats for at lette strømme af sikkerhed, som er reguleret på passende vis, i hele EU.

Selv om der har været betydelige fremskridt med at harmonisere de regler, der er nødvendige for værdipapirmarkedernes gennemsigtighed og integritet, **varierer lovgivningen om investorers rettigheder forbundet med værdipapirer på tværs af medlemsstaterne**. Som følge heraf er det vanskeligt for investorerne at vurdere risikoen i forbindelse med risikokapitalinvesteringer i forskellige medlemsstater. Drøftelserne om dette spørgsmål blev påbegyndt for mere end et årti siden med den anden Giovaninni-rapport i 2003. Dette er imidlertid et komplekst spørgsmål, eftersom det vedrører ejendomsret, aftaleret, selskabsret og insolvensret samt lovgivningen om besiddelse af værdipapirer og lovvalgsregler. På trods af modstridende synspunkter er der enighed om, at harmonisering på EU-plan og en fælles EU-definition af værdipapirer ikke vil være nødvendig. Derudover hævdes det, at lanceringen af Target 2-værdipapirer medio 2015 vil fjerne de juridiske og operationelle risici i forbindelse med overdragelse og opbevaring af værdipapirer på tværs af retsområder, nedbringe omkostningerne og muligvis øge grænseoverskridende investeringer. På baggrund af disse begrænsninger modtages der gerne synspunkter om, hvorvidt eventuelle målrettede ændringer af lovgivningen om ejerskab til værdipapirer, der kan bidrage væsentligt til mere integrerede kapitalmarkeder i EU, er mulige og ønskelige.

Et andet vigtigt aspekt i udviklingen af et paneuropæisk marked for securitiseringer og ordninger for finansiell sikkerhedsstillelse og også af andre aktiviteter som f.eks. factoring er

³⁰ Forordning (EU) nr. 648/2012.

³¹ Forordning (EU) nr. 575/2013 og ændringsforordning (EU) nr. 648/2012.

at opnå større retssikkerhed i tilfælde af grænseoverskridende overførsel af fordringer og prioritering af sådanne overførsler, navnlig i tilfælde af f.eks. insolvens. Kommissionen vil offentliggøre en rapport, som indkredser problemerne og mulige løsninger, i 2015.

Banker spiller en central rolle, ikke blot inden for långivning, men også for formidling på kapitalmarkeder, navnlig ved at tilvejebringe likviditet gennem market making. Nogle undersøgelser viser, at der er tegn på, at likviditeten er faldende i visse markedssegmenter, men også at likviditeten kan have været for billig i tiden op til krisen. Nogle tilskriver faldet i likviditeten en nødvendig markedskorrektion samt et fald i markedets tillid i kølvandet på krisen, og andre tilskriver det reguleringsforanstaltninger efter krisen på globalt plan. Kommissionen er interesseret i synspunkter om, hvordan der kan opnås bedre priser og robuste likviditetsforhold, navnlig hvorvidt der kan træffes foranstaltninger for at støtte likviditeten i sårbare segmenter, og om der er adgangsbarrierer for nye markedsdeltagere, der kan spille en rolle med hensyn til at skabe forbindelse mellem købere til sælgere.

Selskabsret, virksomhedsledelse, insolvens og beskatning

Der findes EU-lovgivning på området for **virksomhedsledelse** (f.eks. om redegørelser for virksomhedsledelse³² og grænseoverskridende udøvelse af aktionærs rettigheder³³), men virksomhedsledelse er stadig ofte kun underlagt national lovgivning og nationale standarder. I kølvandet på den finansielle krise blev der foretaget en revision af EU's ramme for virksomhedsledelse via to høringer³⁴. Revisionen af direktivet om aktionærrettigheder, som er på vej, skal tilskynde institutionelle investorer og formueforvaltere til at sikre virksomhederne mere langsigtet kapital

Beskyttelsen af **minoritetsaktionærs rettigheder forbedrer virksomhedsledelsen og virksomhedernes tiltrækningskraft over for udenlandske investorer**, da disse meget ofte er minoritetsinvestorer. Et andet aspekt af sund virksomhedsledelse er selskabsbestyrelses effektivitet med hensyn til kontrol med virksomhedsledere. Da selskabsbestyrelser beskytter investorenes interesser, er effektive og velfungerende bestyrelser også nøglen til at tiltrække investeringer.

Trods adskillige direktiver om selskabsret³⁵ står virksomhederne stadig over for betydelige hindringer for deres **grænseoverskridende mobilitet og omstruktureringer**. Yderligere reformer af selskabsretten kan bidrage til at overvinde hindringer for grænseoverskridende etablering og drift af virksomheder.

Divergerende nationale **lovvalgsregler** vedrørende den interne drift af en virksomhed kan medføre retlig usikkerhed, da de kan føre til en situation, hvor en virksomhed er underlagt lovgivningen i forskellige medlemsstater samtidig, f.eks. i tilfælde, hvor en virksomhed er registreret i én medlemsstat, men hovedsageligt opererer fra en anden medlemsstat.

Mens drøftelserne om harmonisering af materiel **konkurslovgivning** kun er skredet langsomt frem i de seneste ca. 30 år på grund af kompleksiteten, er der gjort betydelige fremskridt med hensyn til lovvalgsregler for grænseoverskridende insolvensbehandling³⁶. De underliggende nationale regelsæt for insolvens er dog stadig forskellige med hensyn til deres grundlæggende

³² Direktiv 2006/46/EF.

³³ Direktiv 2007/36/EF.

³⁴ KOM(2010) 284 og KOM(2011) 164.

³⁵ F.eks. Rådets forordning 2157/2001 og direktiv 2005/56/EF.

³⁶ Forordning 1346/2000 om konkurs vil blive erstattet med et bedre retligt instrument i 2015.

kendetegn og effektivitet³⁷. En mindskelse af disse forskelle kunne bidrage til udviklingen af paneuropæiske markeder for egenkapital og fremmedkapital ved at mindske usikkerheden for investorer, der har behov for at vurdere risiciene i flere medlemsstater. Desuden kan fraværet af eller utilstrækkelige regler vedrørende tidlig gældsomstrukturering i mange medlemsstater, fraværet af bestemmelser om en ny chance og den uforholdsmæssige lange varighed af og omkostningerne forbundet med en formel insolvensbehandling føre til lave inddrivelsessatser for kreditorer og afskrække investorer. Med henblik på at opnå fremskridt på konkursområdet har Kommissionen vedtaget en henstilling om en ny tilgang til konkurs og insolvens³⁸, hvori den indtrængende opfordrer medlemsstaterne til at indføre procedurer for tidlig omstrukturering og bestemmelser om en ny chance. I henstillingen opfordres medlemsstaterne også til at overveje at anvende principperne på private forbrugeres insolvens og konkurs. Efter planen foretages der en evaluering af henstillingen i 2015.

Forskelle i **skattesystemerne** på tværs af medlemsstaterne kan vanskeliggøre udviklingen af et indre marked for kapital. De kan f.eks. skabe hindringer for grænseoverskridende investeringer, f.eks. pensioner og livsforsikringer. Som opfølgning på hvidbogen om pensioner³⁹ gennemførte Kommissionen en undersøgelse af diskriminerende regler vedrørende pensioner og livsforsikringer, bidrag og udbetalinger. Kommissionen vil træffe de forholdsregler, som er nødvendige, hvis der anvendes diskriminerende bestemmelser og skatteregler for grænseoverskridende investeringer, som foretages af livsforsikringsselskaber og pensionsfonde med investeringer i fast ejendom på et senere tidspunkt. Ligeledes fortsættes arbejdet med at **forenkle procedurerne for kildeskattelettelser i forbindelse med afvikling af værdipapirhandel.**

Ud over skattebehandlingen for forskellige markedsdeltagere på tværs af medlemsstaterne er der også forskelle i den skattemæssige behandling af forskellige typer af finansiering, der kan skabe konkurrenceforvridninger. Forskelle med hensyn til skattebehandlingen af gældsinstrumenter og aktiefinansiering kan f.eks. øge virksomhedernes afhængighed af gælds- og bankfinansiering. Desuden kan forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til definitionen af gæld og aktiekapital og deres respektive skattemæssige behandling, herunder i forbindelse med lovregulerede kapitalinstrumenter, være til hinder for lige vilkår og skabe fragmentering af markederne og muligheder for overførsel af overskud.

Endelig er opnåelse af finansiering især vanskeligt for nystartede virksomheder, da de ikke kan stille sikkerhed og dokumentere resultater, der kan give leverandører af finansiering sikkerhed. Nystartede virksomheder er imidlertid mere tilbøjelige til at skabe innovationer, der udfordrer store etablerede virksomheders markedsposition. I en undersøgelse, der blev gennemført for nylig på Europa-Kommissionens⁴⁰ foranledning, konkluderes det, at en målretning af **skatteincitamenter for udgifter til forskning og udvikling** mod unge innovative virksomheder er en effektiv praksis.

Teknologi

³⁷ Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene – (2014) 61 final.

³⁸ Kommissionens henstilling C(2014) 1500.

³⁹ Hvidbogen "En dagsorden for tilstrækkelige, sikre og bæredygtige pensioner" blev vedtaget den 16. februar 2012 og bygger på høringen i forbindelse med grønbogen fra 2010. I hvidbogen gøres der status over udfordringerne vedrørende pensionssystemernes tilstrækkelighed og bæredygtighed, og der foreslås en række politiske foranstaltninger på EU-plan.

⁴⁰ CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers No 52.

En vigtig drivkraft for integration af kapitalmarkederne er den hurtige udvikling af nye teknologier, der f.eks. har bidraget til udviklingen af elektroniske handelsplatforme, højfrekvenshandel og såkaldte FinTech-virksomheder. FinTech kan defineres som en kombination af innovative finansielle tjenesteydelser og adgang til kapital gennem anvendelse af nye (digitale) teknologier, herunder f.eks. crowdfunding. Ifølge en rapport, som blev udarbejdet for nylig, er de samlede investeringer i FinTech-ventures siden 2008 blevet tredoblet og var på næsten 3 mia. USD i 2013; denne tendens forventes at fortsætte, og de samlede investeringer vil stige til op til 8 mia. USD inden udgangen af 2018⁴¹.

Europæisk og national selskabsret har ikke holdt trit med den teknologiske udvikling, og dette kommer f.eks. til udtryk ved, at **fordelene ved digitaliseringen** ikke er blevet **integreret i tilstrækkelig grad**. Udveksling af oplysninger mellem virksomheder, aktionærer og offentlige myndigheder er ofte stadig papirbaseret. For eksempel kan aktionærerne i mange virksomheder stadig ikke stemme elektronisk, og der findes ikke nogen EU-dækkende online registrering af virksomheder. Anvendelse af moderne teknologier inden for disse områder kunne bidrage til at reducere omkostningerne og byrderne, men også sikre en mere effektiv kommunikation, navnlig i en grænseoverskridende sammenhæng.

Spørgsmål:

23) *Findes der mekanismer, der kan forbedre markedernes virkemåde og effektivitet, og som ikke er omfattet af denne grøn bog, herunder navnlig aktie- og obligationsmarkedets virkemåde og likviditet?*

24) *Findes der efter Deres mening områder, hvor det fælles regelsæt stadig ikke er tilstrækkeligt udviklet?*

25) *Mener De, at de europæiske tilsynsmyndigheders beføjelser til at sikre konsekvent tilsyn er tilstrækkelige? Hvilke yderligere foranstaltninger vedrørende tilsyn på EU-plan ville i væsentlig grad kunne bidrage til at udvikle en kapitalmarkedsunion?*

26) *Mener De på grundlag af tidligere erfaringer, at der er målrettede ændringer til ejerskabsreglerne for værdipapirer, der kan bidrage til mere integrerede kapitalmarkeder i EU?*

27) *Hvilke foranstaltninger kan der træffes for at forbedre den grænseoverskridende strøm af sikkerhedsstillelse? Bør der iværksættes arbejde for at forbedre fyldestgørelsen i stillet sikkerhed og close-out netting på tværs af grænserne?*

28) *Hvad er de vigtigste hindringer for integrerede kapitalmarkeder, der skyldes selskabsret, herunder virksomhedsledelse? Findes der målrettede foranstaltninger, som kunne bidrage til at overvinde dem?*

29) *Hvilke specifikke aspekter af konkurslovgivningen bør harmoniseres med henblik på at støtte etableringen af et paneuropæisk kapitalmarked?*

30) *Hvilke hindringer findes der vedrørende beskatning, som bør tages op som en prioritet for at bidrage til mere integrerede kapitalmarkeder i EU og en mere robust finansieringsstruktur på virksomhedsniveau? Hvilke instrumenter bør anvendes i denne henseende?*

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>.

31) *Hvordan kan EU bedst støtte markedets udvikling af nye teknologier og forretningsmodeller til fordel for integrerede og effektive kapitalmarkeder?*

32) *Er der andre spørgsmål, der ikke behandles i denne grøn bog, som efter Deres opfattelse kræver en indsats, for at der kan opnås en kapitalmarkedsunion? I bekræftende fald, hvilke? Hvilken form kunne en sådan indsats have?*

AFSNIT 5: DE NÆSTE SKRIDT

På grundlag af resultatet af denne høring vil Kommissionen overveje de prioriterede foranstaltninger, der senest i 2019 skal være gennemført som grundlag for en velreguleret, gennemsigtig og likvid kapitalmarkedsunion for alle 28 medlemsstater. Ud over støtte til markedsbaserede initiativer, når det er muligt, kan EU's indsats tage form af ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger, lovgivning, håndhævelsesforanstaltninger på konkurrenceområdet og overtrædelsesprocedurer samt landespecifikke henstillinger til medlemsstaterne som led i det europæiske semester. Medlemsstaterne opfordres til at overveje, om der findes barrierer og hindringer, der skyldes national lovgivning og praksis, og hvordan man bedst fjerner eventuelle barrierer og hindringer.

Interesserede parter opfordres til at indsende deres svar på spørgsmålene i denne grønbog, senest den 13. maj 2015 ved hjælp af **onlinespørgeskemaet**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm. Under høringsprocessen vil Europa-Kommissionen:

- tage kontakt til Europa-Parlamentet for at få direkte feedback fra medlemmerne
- opfordre medlemsstaterne til at tilrettelægge høringer og arrangementer med offentligheden og nationale parlamentsmedlemmer for at fremme drøftelserne om kapitalmarkedsunionen på nationalt plan og
- på gennemsigtig og afbalanceret vis tilrettelægge workshopper for at høre personer med specifik teknisk ekspertise (f.eks. akademikere og markedsdeltagere) med henblik på at få oplysninger om specifikke spørgsmål.

Kommissionen vil afholde en konference i sommeren 2015 for at afslutte høringen. En handlingsplan for kapitalmarkedsunionen offentliggøres senere i 2015.