



Bruxelles, den 27.2.2017
COM(2017) 102 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-PARLAMENTET

**om fremskyndelse af kapitalmarkedsunionen: tackling af nationale hindringer for
kapitalstrømme**

1. INDLEDNING

En vellykket gennemførelse af investeringsplanen for Europa i forbindelse med kanalisering af finansiering til projekter med en merværdi for den europæiske økonomi afhænger til dels af EU's og medlemsstaternes fælles evne til at overvinde hindringer for grænseoverskridende investeringer. Som en del af den tredje søjle i investeringsplanen for Europa, hvor der er fokus på at fjerne investeringshindringer, har Kommissionen forpligtet sig til at fremskynde skabelsen af en kapitalmarkedsunion (CMU).

Opbygning af integrerede finansielle markeder som led i kapitalmarkedsunionen kræver, at der træffes vigtige beslutninger på EU-plan, men også afgørende tilsagn fra de enkelte medlemsstater om at tackle nationale hindringer. Det er nødvendigt at træffe foranstaltninger på nationalt plan for at skabe tydelige, forudsigelige og stabile rammer, der muliggør flere investeringer og en mere effektiv fordeling af kapital og i sidste ende styrker finansieringen af virksomheder og infrastruktur.

På baggrund af en opfordring fra Økofinrådet i juni 2015 har Kommissionen og en ekspertgruppe bestående af repræsentanter for medlemsstaterne samarbejdet med Europa-Parlamentet som observatør om at kortlægge nationale hindringer for grænseoverskridende kapitalstrømme og finde de bedste måder til at tackle de hindringer, der enten ikke er begrundet i almenvellet, eller som er uforholdsmæssige. Dette arbejde bør føre til en fælles køreplan for, hvordan disse hindringer fjernes, der vil supplere andre initiativer vedrørende eksisterende hindringer for investeringer, som Kommissionen har kortlagt i forbindelse med det europæiske semester og CMU-relateret arbejde med henblik på at udvikle kapitalmarkederne med bistand fra Strukturreformtjenesten (SRSS)¹.

Kommissionen mener, at dette samarbejde med medlemsstaterne baseret på gensidig evaluering af nationale krav, peerevalueringer og udveksling af bedste praksis kan medføre betydelige fordele. Ekspertgruppen har i denne ånd taget fat på en række hindringer, der primært hører under den nationale kompetence, og som er blevet udvalgt på grundlag af medlemsstaternes input og interessenternes svar på forskellige CMU-relaterede høringer².

Ekspertgruppen har i første omgang kortlagt en række hindringer for investorernes grænseoverskridende aktiviteter i hele investeringscyklussen. I denne rapport sondres mellem ex ante-hindringer (til umiddelbar bekymring, når investorer overvejer at indlede grænseoverskridende aktiviteter), in itinere-hindringer (afholder investorer fra at fastholde eller forøge deres grænseoverskridende eksponering) og ex post-hindringer (skaber vanskeligheder efter gennemførelsen af investeringerne).

I denne rapport redegøres for de enkelte typer hindringer med udgangspunkt i drøftelserne i ekspertgruppen, og der stilles forslag til næste skridt. Kommissionen forventer, at medlemsstaterne når til enighed om den foreslåede køreplan og træffer foranstaltninger i

¹ SRSS blev oprettet i juli 2015 for at yde teknisk støtte til medlemsstaternes bestræbelser på at forfølge væksthæmmende strukturreformer, når de anmoder herom. Kommissionen har foreslået, at der oprettes et program for støtte til strukturreformer (SRSP) for at forbedre medlemsstaternes fælles evne til at udforme og gennemføre institutionelle, strukturelle og administrative reformer. Dette omfatter ydelse af teknisk bistand til medlemsstaterne i forbindelse med udvikling af kapitalmarkeder.

² Navnlig høringen om grønbogen om etablering af en kapitalmarkedsunion (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm), høringen om indkaldelse af dokumentation (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm) og høringen om investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index_en.htm).

overensstemmelse hermed. Kommissionen agter at overvåge gennemførelsen af køreplanen og opfordrer ekspertgruppen til at kortlægge andre hindringer på CMU-relevante områder. Kommissionen betragter køreplanen som et dynamisk dokument, der skal ajourføres med supplerende foranstaltninger, som skal iværksættes inden 2019, for at fjerne eventuelle hindringer, som måtte blive kortlagt i en anden fase.

2. EX ANTE-HINDRINGER

2.1. Hindringer for investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet

EU-markedsføringspasset har bidraget til at skabe et velfungerende grænseoverskridende marked, hvor 80 % af fondene fra visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS eller investeringsinstitutter) og 40 % af fondene fra alternative investeringsfonde (AIF'er) markedsføres på tværs af grænserne. Fondenes salgsaktivitet er imidlertid stadig geografisk begrænset. En tredjedel af de fonde, der markedsføres på tværs af grænserne, sælges kun i én anden medlemsstat, og en tredjedel kun i fire andre medlemsstater. Dette kan skyldes de koncentrerede kanaler for fondes salgsaktivitet i de enkelte medlemsstater, kulturelle præferencer og manglende incitamenter til at konkurrere på tværs af grænserne. I svarene på forskellige høringer henvises der imidlertid også til yderligere nationale krav, som medlemsstaterne har vedtaget i forbindelse med gennemførelsen af FAIF-direktivet³ og UCITS-direktivet⁴ i national ret.

I ekspertgruppens arbejde på dette område var der fokus på at kortlægge og tackle hindringer, der skyldes nationale bestemmelser eller praksis. I lyset af behovet for at handle på EU-plan har Kommissionen desuden iværksat en offentlig høring om hindringer for investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet, hvor der også er fokus på disse emner⁵. Yderligere tiltag på baggrund af Kommissionens høring, hvori denne rapport vil indgå, vil blive meddelt på et senere tidspunkt.

2.1.1. Markedsføringskrav

Flere medlemsstater har anført, at store forskelle i nationale regler og forskellige tilsynsmetoder var en væsentlig hindring for et fuldt ud effektivt EU-pas i kapitalforvaltningssektoren.

Den retlige usikkerhed er særlig høj:

- i) i de meget tidlige faser af en fonds livscyklus, f.eks. fasen forud for lanceringen af fonden, hvor formueforvalterne kan have behov for at teste potentielle investorers interesse
- ii) efter lanceringen af fonden, når potentielle kunder henvender sig til fondsforvalterne.

Administrationsselskaberne skal afholde udgifter til research og overholdelse af forskellige nationale ordninger for markedsføring, reklame for finansielle produkter og

³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 171 af 1.7.2011, s. 1).

⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32).

⁵ Den offentlige høring sluttede den 9. oktober 2016 (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index_en.htm).

forbrugerbeskyttelse, herunder til tidsrøvende oversættelser og nødvendige ændringer af deres markedsføringsmateriale.

For at skabe større klarhed drøftede medlemsstaterne i ekspertgruppen også, om *pre-marketing* over for potentielle professionelle kunder og disse kunders *reverse solicitation* (uopfordret tilbud) kunne anses for ikke at være "markedsføring" af andele eller aktier i en fond og således for ikke at være underlagt nationale krav.

Ekspertgruppen mente, at *pre-marketing* bør dække situationer, hvor et begrænset antal potentielle professionelle kunder får forelagt udkast til dokumentation om fondene, hvor tegning ikke er mulig.

*Reverse solicitation*⁶ blev herefter fortolket som en anmodning fra en professionel kunde vedrørende andele eller aktier i en særligt udpeget eksisterende fond uden en forudgående direkte eller indirekte udbydelse eller placering (dvs. henvendelse) fra administrationsselskabet eller på dets vegne. Kontakten må således kun etableres på investors initiativ og må ikke være en reaktion på tidligere udbydelser eller placeringer.

Kommissionen glæder sig over medlemsstaternes indsats i ekspertgruppen for at finde frem til en **fælles forståelse af pre-marketing og reverse solicitation** og opfordrer dem til at fortsætte arbejdet med at revidere deres nationale regler for at **fremme konvergens på dette område**. Kommissionen opfordrer endvidere medlemsstaterne til at fortsætte samarbejdet med Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) for at opnå tilsynskonvergens på dette område.

2.1.2. Administrative ordninger

Selv om de er tilladt i henhold til UCITS-direktivet, kan forskellige nationale administrative ordninger pålagt af værtsmedlemsstaterne opfattes som en hindring for den grænseoverskridende markedsføring af fonde, og de er ikke altid berettiget i forhold til merværdien for lokale investorer, navnlig i betragtning af udviklingen inden for nye teknologier.

De fleste medlemsstater kræver, at der er faciliteter til stede, som muliggør indløsning, tegning og udbetaling på deres område. En række medlemsstater (f.eks. Belgien, Kroatien, Polen, Tyskland og Østrig) stiller de samme krav til AIF'er, der markedsføres til detailinvestorer, eller kræver, at den betalende agents opgaver udføres af et lokalt kreditinstitut. Nogle få medlemsstater (f.eks. Cypern, Estland og Tjekkiet) kræver ligeledes, at der udpeges en lokal distributør, når UCITS eller AIF markedsføres til detailinvestorer.

Uden at foregribe fremtidige initiativer opfordrer Kommissionen medlemsstaterne til at fortsætte arbejdet med at kortlægge de gældende administrative ordninger i national ret for at fjerne unødvendige administrative byrder inden 2019.

2.1.3. Lovbestemte gebyrer for grænseoverskridende markedsføring

Der er en formel anmeldelsesprocedure, som gælder for alle EU-investeringsfonde under pasordningen, og den er i mange tilfælde pålagt et gebyr, som opkræves af de kompetente nationale myndigheder.

⁶ Reverse solicitation er en praksis, der hovedsagelig, men ikke udelukkende, anvendes af AIF'er og af professionelle investorer i særdeleshed.

Ordningerne er meget forskellige, både med hensyn til gebyrernes absolutte størrelse og beregningen heraf, og de omfatter følgende faktorer: fondens retlige form, målmarkedet (professionelle investorer eller detailinvestorer), antallet af delfonde og de forvaltede aktiver. Engangsregistreringsgebyret for et selvstændigt investeringsinstitut kan f.eks. variere fra 115 EUR til 1 100 EUR, og engangsregistreringsgebyret for en selvstændig AIF kan variere fra 200 EUR til 2 520 EUR. De årlige gebyrer for selvstændige investeringsinstitutter og AIF'er kan variere fra 200 EUR til over 4 000 EUR.

De forskellige lovbestemte gebyrer, der pålægges af værtsmedlemsstaterne, den manglende gennemsigtighed i beregningsmetoderne eller de gældende lovgivningsrammer er til hinder for udviklingen af den grænseoverskridende markedsføring af fonde i hele EU. I de anmeldelsesprocedurer, der er fastlagt i forskellige retsakter om fonde, henvises der i øjeblikket ikke til lovbestemte gebyrer. I nogle tilfælde såsom EuVECA- og EuSEF-forordningerne⁷ er alle tilsynsbeføjelser forbeholdt den kompetente myndighed i hjemlandet, og værtslandets myndigheder forbydes udtrykkeligt at indføre krav eller administrative procedurer i forbindelse med markedsføring. Kommissionen har allerede foreslået at reducere forvalternes omkostninger ved at indføre et udtrykkeligt forbud mod gebyrer, der pålægges af værtsmedlemsstaternes kompetente myndigheder, i sine forslag til ændring af EuVECA- og EuSEF-forordningerne.

Ekspertgruppen fremhævede forskellene i de nationale tilsynsordninger i forbindelse med UCITS- og FAIF-direktiverne og bemærkede, at gebyrerne enten kan betragtes som godtgørelse for de nationale kompetente myndigheders tilsyns- og administrationsomkostninger ved behandlingen af anmeldelsen og/eller som en foranstaltning, der skal skabe lige vilkår mellem indenlandske og udenlandske aktører og forhindre tilsynsarbitrage.

Selv om administrationsgebyrerne muligvis ikke er en betydelig hindring i absolutte tal, udgør de sammen med rets- og konsulentomkostningerne på de forskellige nationale markeder en væsentlig byrde, navnlig for mindre forvaltere. Medlemsstaterne anerkendte således, at det er nødvendigt at sikre større klarhed, gennemsigtighed og forudsigelighed omkring nationale gebyrer.

Med forbehold af andre initiativer på dette område opfordrer Kommissionen medlemsstaterne til at bygge videre på drøftelserne i ekspertgruppen og **forpligte sig til at sikre en mere klar og gennemsigtig ramme for lovbestemte gebyrer**. Medlemsstaterne bør offentliggøre oplysninger om alle anmeldelsesrelaterede gebyrer for fonde – både engangsgebyrer og årlige gebyrer – bredt og på en brugervenlig måde på et enkelt nationalt offentligt websted.

Som led i høringen om investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet vurderer Kommissionen, hvorvidt anmeldelsesgebyrer er i overensstemmelse med en effektiv anmeldelsesprocedure, pasrettighederne i henhold til loven, og hvordan det sikres, at gebyrerne er forholdsmæssige og ikke for høje, såfremt de er tilladt. I det omfang gebyrer er tilladt, har Kommissionen til hensigt at **fortsætte drøftelserne med medlemsstaterne og ESMA om fordelene ved et enkelt offentligt domæne med gebyrrelaterede oplysninger** i form af et sammenligningswebsted eller en central database.

⁷ Forslag til forordning om ændring af forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde og forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde.

2.2. Krav til pensionsfondes investeringer

Ekspertgruppen behandlede spørgsmålet om en eventuel fokus på hjemmemarkedet i forbindelse med investeringsvalget på grund af nationale begrænsninger for pensionsfondes investeringer. Dette kunne være af relevans for fonde under den såkaldte "søjle 1 a" (privat forvaltede sociale sikringsordninger) og "søjle 2" (arbejdsmarkedspensionsordninger). "Søjle 3" (personlige pensionsordninger) er som oftest omfattet af forsikringsbestemmelser, og det er mindre sandsynligt, at de er berørt af begrænsninger af denne karakter. Det hidtidige arbejde har bekræftet, at mange medlemsstater har indført investeringsbegrænsninger for forskellige aktivklasser, for aktier, der handles på ikke-regulerede markeder eller for unoterede aktier. Langt størstedelen af de geografiske begrænsninger gælder kun for investeringer uden for EU, EØS og/eller OECD. De synes alle at være begrundet i generelle tilsynsregler⁸ og er ikke den vigtigste begrænsende faktor for grænseoverskridende investeringer i EU.

Nogle pensionsfonde kan have en vis national partiskhed, hvilket til en vis grad kan tilskrives nationale lovgivningsmæssige begrænsninger, men i højere grad andre faktorer, der påvirker deres investeringsbeslutninger, såsom erhvervsklima, projektrelaterede garantier og administrative og skattemæssige hindringer⁹. Nogle pensionskasser investerer på tværs af grænserne, men tilsyneladende i vid udstrækning uden for EU.

Investeringsplanen for Europa skaber mulighed for at øge pensionsfondenes grænseoverskridende investeringer i EU gennem Den Europæiske Investeringsfond og Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSI). Copenhagen Infrastructure II¹⁰ er et eksempel på pensionsfondes fælles investering i vedvarende energiprojekter i Det Forenede Kongerige og Tyskland med støtte fra EFSI. Kommissionen har for nylig iværksat et initiativ vedrørende paneuropæiske venturekapital-funds og funds for at tiltrække flere private institutionelle investeringer, herunder fra pensionsfonde.

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at **fokuser på vellykkede eksempler på grænseoverskridende investeringer i EU med deltagelse af pensionsfonde** for at:

- i) identificere de vigtigste drivkræfter for pensionsfondes investeringsbeslutninger og fremme bedste praksis
- ii) øge bevidstheden om nye muligheder inden for rammerne af investeringsplanen for at gøre infrastrukturinvesteringer mere attraktive og tilgængelige for institutionelle investorer.

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at:

- i) fremme de muligheder, som Det Europæiske Centrum for Investeringsrådgivning og Den Europæiske Portal for Investeringsprojekter skaber
- ii) styrke nationale erhvervsfremmende bankers rolle og komplementariteten mellem offentlige og private fonde

⁸ I overensstemmelse med artikel 18 i direktiv 2003/41/EF (IORP) og artikel 132 i direktiv 2009/138/EF (Solvens II).

⁹ Kommissionen har iværksat en undersøgelse for at kortlægge potentielt diskriminerende skattemæssig behandling af pensionsfondes og livsforsikringsselskabers grænseoverskridende investeringer.

¹⁰ <http://cipartners.dk/>

iii) støtte etableringen af et netværk af nationale erhvervsfremmende banker i samordning med Den Europæiske Investeringsbank¹¹ for at koordinere indsatsen til fremme af egenkapital og risikovillig kapital og fuldt ud opfylde målene for EFSI 2.0¹².

2.3. Forskellige nationale tilgange til crowdfunding

Kommissionen fører i øjeblikket tilsyn med¹³ udviklingen af investerings- og lånebaseret crowdfunding og bemærker, at de foreliggende undersøgelser viser, at de grænseoverskridende aktiviteter fortsat er begrænsede¹⁴.

Forskellige regler for forbruger- eller investorbeskyttelse er blandt de andre faktorer, som tilsyneladende er årsagen til, at mange platforme ikke ønsker at levere deres tjenester til valutaudlændinge, og at det kun er muligt at komme ind på nye markeder gennem etablering af nye institutter.

Andre potentielle nationale hindringer for grænseoverskridende aktiviteter er forskellige:

- definitioner af crowdfunding og aktivitetsområder for investeringsbaserede modeller
- nationale regler for kreditformidling for lånebaserede modeller (f.eks. et forbud mod peer-to-peer långivning i Belgien og bankernes udlånsmonopol i Tyskland)
- betingelserne for godkendelse (f.eks. kapitalkrav)
- forretningsmæssige krav (f.eks. faglige kvalifikationer, oplysninger og risikoadvarsler, due diligence, interessekonflikter, investeringsgrænser).

Disse forskellige hindringer rejser en række spørgsmål om, hvorvidt platforme kan få adgang til andre nationale markeder uden at etablere sig de pågældende steder, om, hvordan forbrugerne er beskyttet, når tjenesteydelserne leveres på tværs af grænserne på et midlertidigt grundlag og om, hvorvidt myndighederne kan tage hensyn til opfyldelse af krav i andre medlemsstater (f.eks. minimumskrav til kapitalgrundlag eller krav til organisatoriske strukturer).

Der er også blevet udtrykt bekymring over kravet i nogle medlemsstater om, at investeringsplatforme skal godkendes i henhold til nationale ordninger, selv om de bør have

¹¹ F.eks. Den Europæiske Investeringsfond – nationale erhvervsfremmende institutters egenkapitalplatform: http://www.eif.org/what_we_do/equity/NPI/index.htm

¹² "Styrkelse af europæiske investeringer til jobskabelse og vækst: Indledning af anden fase af Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer og lancering af en ny plan for europæiske eksterne investeringer, COM(2016) 581 final, (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/HTML/?uri=CELEX:52016DC0581&from=da>).

¹³ *Crowdfunding in the EU capital markets union* (SWD(2016) 154 final): (<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>).

For at forbedre SMV'ers finansielle viden om crowdfunding i dens forskellige former har Kommissionen udarbejdet en EU-vejledning, som er tilgængelig på: https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide_en

¹⁴ F.eks. *The European Alternative Finance Benchmarking Report*, University of Cambridge, 2015: (http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf).

mulighed for at levere grænseoverskridende investeringstjenester relateret til finansielle instrumenter under MiFID på grundlag af deres MiFID-pas. Kommissionen vil følge denne udvikling nøje.

Kommissionen vil vurdere disse spørgsmål og drøfte dem med crowdfundingplatforme, europæiske tilsynsmyndigheder og medlemsstaterne.

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at overveje, **om den nationale lovgivning om crowdfunding sikrer et effektivt og passende niveau af investor- og forbrugerbeskyttelse og skaber mulighed for grænseoverskridende aktiviteter.**

3. IN ITINERE-HINDRINGER

3.1. Bopælskrav, der pålægges forvalterne af finansielle markedsaktører

Et krav om bopæl i landet som betingelse for at kunne blive udpeget til ansættelse i visse stillinger hæmmer lokale virksomheder, der ønsker at tiltrække udenlandsk ekspertise. Det påvirker også udenlandske virksomheder, der ønsker, at deres egne ansatte inddrages i ledelsen af et datterselskab.

Ifølge de oplysninger, som Kommissionen råder over, stilles sådanne krav i et begrænset antal medlemsstater. De kan gælde for flertallet af bestyrelsesmedlemmerne (f.eks. i Cypern og Irland) eller for blot et eller to medlemmer (f.eks. i Litauen, Malta, Ungarn). De kan gælde for alle typer finansielle tjenesteydelser (Malta) eller blot for nogle typer, f.eks. forsikring, banktjenester eller fondsforvaltning. Nogle få medlemsstater (f.eks. Luxembourg) kræver, at ledende medarbejdere med ansvar for den daglige ledelse altid er til stede på enhedens nationale kontor.

Selv om sådanne krav muligvis ikke specifikt udgør et problem for store banker eller forsikringsselskaber, er det tvivlsomt, om de er hensigtsmæssige, og de kan få negative konsekvenser for mindre udbydere af finansielle tjenesteydelser samt for de berørte personers personlige frihed.

Medlemsstaterne har fremført forskellige begrundelser for disse krav, f.eks. lettelse af tilsyn, sikring af en effektiv ledelse og forebyggelse af svig. Disse diskriminerende begrænsninger af grundlæggende friheder i det indre marked synes imidlertid ikke at være begrundet i tvingende almene hensyn, de synes ikke at være hensigtsmæssige, og de er under alle omstændigheder uforholdsmæssige. Moderne kommunikationsmetoder kan rent faktisk i de fleste tilfælde anses for at være tilstrækkelige til at opfylde nogle af disse mål.

De kompetente nationale myndigheder kan imidlertid kræve, at forvalterne afsætter tilstrækkelig tid til at udføre deres opgaver, at de er til stede, når det er nødvendigt, og at de har den fornødne viden, kompetence og erfaring til stillingen. Bopæl kunne være et af de elementer, der tages hensyn til i denne forbindelse, men ikke et afgørende element i sig selv.

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at **fjerne bopælskrav for virksomhedsledere i den finansielle sektor, der er bosiddende i EU, hvis de ikke er begrundede, hensigtsmæssige eller forholdsmæssige.**

3.2. Utilstrækkelig finansiell forståelse

I lyset af de stadig mere komplekse finansielle produkter risikerer forbrugerne og SMV'erne at træffe ukloge finansielle beslutninger, da de ikke har en korrekt forståelse af den

involverede risiko, eller at gå glip af optimale investerings- eller finansieringsmuligheder, navnlig af grænseoverskridende karakter.

Medlemsstaterne har vedtaget en række forskellige programmer til styrkelse af den finansielle forståelse¹⁵. I de fleste foranstaltninger er der fokus på grundlæggende formidling af finansiell viden til sociale kernegrupper (f.eks. unge eller pensionister) og udsatte grupper (f.eks. indvandrere og unge mødre) uden nødvendigvis at komme ind på grænseoverskridende muligheder, som offentligheden har en uensartet og ufuldstændig viden om.

De fleste medlemsstater har taget konkrete initiativer til at hjælpe SMV'erne. Et vigtigt indsatsområde til fremme af kapitalmarkedsunionen er således at supplere EU-finansieringen til SMV'er¹⁶ med effektiv støtte til de virksomheder, som ønsker markedsbaseret finansiering, herunder i andre medlemsstater, ved at identificere og udveksle innovative løsninger (primært online). I denne forbindelse leverer Enterprise Europe-netværket finmaskede rådgivningstjenester til europæiske SMV'er på forskellige områder, herunder tjenester til fremme af deres finansielle forståelse.

I sådanne løsninger bør der tages hensyn til de meget forskellige niveauer af formidling af finansiell viden på tværs af og i medlemsstaterne¹⁷. Der bør overvejes andre metoder end formel uddannelse og gives plads til innovative former for praktisk erfaring.

Kommissionen glæder sig over, at medlemsstaterne er enige om at fortsætte arbejdet med at fremme den finansielle forståelse¹⁸ gennem udveksling af bedste praksis for udformning, gennemførelse og evaluering af programmer til styrkelse af den finansielle forståelse for særlige målgrupper og finansielle produkter under hensyntagen til den grænseoverskridende dimension.

Ekspertgruppen kan bidrage til potentielle CMU-relaterede initiativer til **udvikling af innovative løsninger, som kan forbedre SMV'ers viden** og støtte dem i at få adgang til finansieringskilder på kapitalmarkedet.

3.3. Andre forhold

Kommissionen bemærker, at en række medlemsstater har henvist til hindringer for bankvirksomhed, herunder mulige hindringer for likviditetens frie bevægelighed i grænseoverskridende bankkoncerner, som de kompetente nationale myndigheder har indført ud over de eksisterende tilsynsmæssige krav. Disse problemer bør være løst senest den 1. januar 2018 med den fulde indførelse af en likviditetsdækningsgrad med en sats på 100 %, som regelmæssigt overvåges af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed¹⁹. En række medlemsstater har endvidere påpeget de problemer, som de nationale tilsynsmyndigheder har med at indrømme undtagelser fra likviditetskrav på tværs af grænserne til et institut og dets datterselskaber i EU og med at føre tilsyn med dem som en enkelt likviditetsundergruppe.

¹⁵ Jf. *Financial education in Europe: trends and recent developments*, OECD Publishing (2016), Paris, (<http://dx.doi.org/10.1787/9789264254855-en>).

¹⁶ Jf. programmet for [virksomheders konkurrenceevne og SMV'er \(COSME\)](#) 2014-2020.

¹⁷ Eurobarometer (2012), http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf

¹⁸ Dette arbejde vil blive udført i en undergruppe af medlemsstater under Kroatiens ledelse.

¹⁹ Artikel 412, stk. 5, i forordning (EU) nr. 575/2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (CRR).

4. EX POST-HINDRINGER

4.1. Forskelle i nationale insolvensordninger

I den seneste meddelelse om kapitalmarkedsunionen²⁰ blev den negative indvirkning, som forskelle og ineffektivitet i nogle nationale insolvensordninger har på grænseoverskridende investeringer og udlån, understreget. Disse forskelle skaber juridisk usikkerhed, yderligere omkostninger og hindringer for en effektiv rekonstruktion af levedygtige virksomheder i EU, herunder grænseoverskridende koncerner.

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne og Europa-Parlamentet til at **støtte det seneste forslag fra Kommissionen om rekonstruktion og muligheden for en ny chance**²¹ og til at overveje forslaget bestemmelser i lyset af de mål, der er fastlagt for uddybningen af det indre marked.

Disse forskelle påvirker desuden bankernes udlån, da de står over for forskellige problemer i form af forsinkelser, omkostninger og inddrivelse af værdier. Kommissionen har iværksat et initiativ til benchmarking af nationale låneinddrivelsesordninger, herunder insolvensordninger, for at danne sig et detaljeret og pålideligt billede.

Benchmarkingen og resultaterne heraf, der forventes at foreligge i løbet af sommeren 2017, vil være til støtte for de medlemsstater, der ønsker at øge effektiviteten og gennemsigtigheden af deres insolvens- og låneinddrivelsesordninger.

4.2. Diskriminerende og byrdefulde procedurer for kildeskattelettelser

Kapitalmarkedsinvestorerne og medlemsstaterne har gentagne gange påpeget, at procedurerne for kildeskattelettelser er en væsentlig hindring for grænseoverskridende investeringer. Som påpeget af Økofinrådet i november 2015 til støtte for CMU-initiativer er der behov for at "finde pragmatiske løsninger på langvarige skattemæssige hindringer, f.eks. dobbeltbeskatning i forbindelse med nuværende kildeskatteordninger".

På baggrund af dette politiske mandat har ekspertgruppen drøftet problemets karakter og eksisterende bedste praksis. Gruppen noterede sig, at en velfungerende kapitalmarkedsunion er nødt til at håndtere dette spørgsmål og erkende, at ethvert skridt ud over kortlægning af relevante hindringer og bedste praksis bør tages i de relevante arbejdsgrupper om skatteforhold.

For at undgå dobbeltbeskatning af grænseoverskridende investeringer indeholder de fleste bilaterale beskatningsoverenskomster bestemmelser om refusion af kildeskat. I praksis skal investorerne imidlertid følge komplekse, krævende, ressourceintensive og dyre procedurer.

Ud over at skulle dokumentere deres bopælssted gennem opfyldelse af komplekse dokumentationskrav skal investorer, der opererer i EU, udfylde op til 56 forskellige nationale

²⁰ Jf. Kommissionens meddelelse af 14. september 2016: *Kapitalmarkedsunionen – En fremskyndelse af reformprocessen*
http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/20160913-cmu-accelerating-reform_en.pdf

²¹ Den 22. november 2016 fremlagde Kommissionen et forslag til direktiv om rammer for forebyggende rekonstruktion, muligheden for en ny chance og foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering og om ændring af direktiv 2012/30/EU (COM(2016) 723).

formularer. I mange medlemsstater er det ikke muligt at gennemføre proceduren online. Desuden skal investorer regelmæssigt behandle refusionskrav gennem en lokal agent, og som følge af national praksis kan de ikke få hjælp fra finansieringsinstituttet i hjemlandet.

Som følge heraf tager det i en række medlemsstater flere år at foretage en refusion, hvilket er uacceptabelt, da andre medlemsstater kan foretage refusionen inden for få uger²².

Det er navnlig presserende at lempe de tunge procedurer for refusion af kildeskat, da de berører alle typer finansielle instrumenter (obligationer, aktier og derivater) og interessenter. Uforholdsmæssigt store overholdelsesomkostninger forhindrer private investorer i at kræve refusion og pålægger institutionelle investorer betydelige administrationsomkostninger. I januar 2016 blev de samlede omkostninger forbundet med procedurerne for refusion af kildeskat anslået til 8,4 mia. EUR årligt i mistede skattelettelser (på grund af komplekse overholdelsesprocedurer og dyr ekspertrådgivning), omkostninger forbundet med ansøgningsprocedurer og offeromkostninger (forsinkede tilbagebetalinger betyder, at pengene ikke kan anvendes til andre formål)²³.

I sin henstilling fra 2009 om procedurer for kildeskattelettelser²⁴ opfordrede Kommissionen alle medlemsstaterne til at gennemføre velfungerende procedurer for kildeskattelettelser, eller hvis dette ikke er muligt, at fastlægge standardiserede og hurtige godtgørelsesprocedurer.

En undersøgelse, der ledsagede henstillingen fra 2009, viste, at en forenkling af procedurerne for kildeskattelettelser har positive afsmittende virkninger. Irland og Finland bekræftede, at refusionsprocedurerne efter gennemførelsen af kildeskattelettelsessystemet fungerede mere pålideligt og effektivt, mindskede de administrative byrder og frigjorde ressourcer – både for skatteforvaltninger og finansielle formidlere. Nederlandene og Tyskland anførte ligeledes, at nye elektroniske systemer har gjort deres kontrolmekanismer mere effektive og nedbragt skatteunddragelsen betydeligt i oprindelseslandene.

Selv om der er sket forbedringer, er den generelle status quo stadig utilfredsstillende, da løsningerne er velkendte og er blevet indført med succes i en række medlemsstater. Med udgangspunkt i ekspertgruppens kortlægningsarbejde indeholder nedenstående figur en liste med ni eksempler på bedste praksis (ud over kildeskattelettelser), og der angives en medlemsstat, der har særlig gode forudsætninger for at dele sine erfaringer på de enkelte områder.

Hurtig godtgørelse

Bedste praksis	Medlemsstat
Hurtig godtgørelsesprocedure indført	Nederlandene
Effektiv refusion inden for kort tid (< 6 måneder)	Slovenien (7-30 dage)

Klassisk procedure for refusionskrav

²² "Workable solutions for efficient and simplified fiscal compliance procedures related to post-trading within the EU" Report by the Tax Barriers Business Advisory Group, 2013 (http://ec.europa.eu/info/publications/report-tax-barriers-business-advisory-group-tbag_en)

²³ Kilde: Europa-Kommissionens Fælles Forskningscenter.

²⁴ Jf. Kommissionens henstilling af 19. oktober 2009: *Om procedurer for kildeskattelettelser* (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=CELEX%3A32009H0784>).

Bedste praksis	Medlemsstat
Forenkling af dokumentationskrav (f.eks. tillade andre beviser end en attest for skattemæssig bopæl, forlænge attestens gyldighed til over et år)	Sverige (ikke behov for yderligere oplysninger, men krav om revisionsprocedurer)
Etablering af et enkelt kontaktpunkt for behandling af refusionskrav	UK (for store virksomheder)
Erstatning af ansøgningsformularer med et enkelt dokument	Cypern
Ansøgningsformularer til rådighed online	Portugal
Mulighed for at gennemføre hele refusionsproceduren online	Finland
Mulighed for, at udenlandske finansieringsinstitutter håndterer proceduren for refusion af kildeskat (dvs. intet behov for en lokal agent)	Estland
Mulighed for, at udenlandske finansieringsinstitutter kan anmode om fritagelse på vegne af deres kunder.	Litauen

Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at **bekræfte relevansen af de ni eksempler på bedste praksis for kildeskat, der blev kortlagt i en fælles køreplan**. De enkelte medlemsstater forventes herefter at afgive tilsagn om, hvilke eksempler på bedste praksis, de ønsker at gennemføre inden 2019. Individuelle fremskridt kan overvåges ved brug af en resultattavle, der skal drøftes med medlemsstaterne.

Kommissionen foreslår, at dette **arbejde videreføres i relevante arbejdsgrupper om skatteforhold**, og at ekspertgruppen underrettes regelmæssigt om fremskridt og får en støttende rolle i betragtning af spørgsmålets store betydning for kapitalmarkedsunionen.

Kommissionen vil også samarbejde med nationale skatteeksperter om en **adfærdskodeks for principperne for kildeskattelettelser**. I overensstemmelse med handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen²⁵ og den nylige meddelelse om kapitalmarkedsunionen²⁶ vil den bedste praksis, der er kortlagt af ekspertgruppen, danne grundlag for udarbejdelsen af en **adfærdskodeks om mere effektive principper for kildeskattelettelser/refusion af kildeskat**.

Ekspertgruppen vil få en støttende rolle og blive regelmæssigt underrettet om alle relevante fremskridt.

5. KONKLUSION OG RESUMÉ AF FORESLÅEDE FORANSTALTNINGER

I denne samarbejdsproces med medlemsstaterne har der været fokus på hindringer på områder, som hører under den nationale kompetence. Disse hindringer kan håndteres gennem frivillige foranstaltninger, og medlemsstaterne er villige til at samarbejde herom. De vurderede hindringer blev udvalgt på grundlag af deres karakter for at sikre, at kumulerede

²⁵ Jf. Kommissionens handlingsplan af 30. september 2015: Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion (http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf).

²⁶ Jf. Kommissionens meddelelse af 14. september 2016: *Kapitalmarkedsunionen – En fremskyndelse af reformprocessen* (http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf).

foranstaltninger på nationalt plan kan få en positiv indvirkning på grænseoverskridende investeringer.

Selv om disse hindringer hver især i større eller mindre omfang indvirker på grænseoverskridende investeringer, er vurderingen indtil videre ikke blevet understøttet af en økonomisk vurdering af virkningerne af de enkelte hindringer kortlagt på EU-plan eller nationalt plan.

Ud fra, hvor ofte de blev nævnt i svarene på høringer og af medlemsstaterne i ekspertgruppen, kan hindringerne opdeles som følger, fra den mindst (x) til den hyppigst rapporterede (xxx) hindring.

Hindringernes alvor (baseret på rapporteret forekomst)	x	xx	xxx
Markedsføringskrav			xxx
Administrative ordninger		xx	
Lovbestemte gebyrer for grænseoverskridende markedsføring	x		
Forskellige tilgange til crowdfunding		xx	
Bopælskrav			xxx
Utilstrækkelig finansiel forståelse		xx	
Forskelle i insolvensordninger			xxx
Procedurer for kildeskattelettelser			xxx

På baggrund af sit tilsagn om at fremskynde reformer for at skabe en kapitalmarkedsunion opfordrer Kommissionen medlemsstaterne til at drøfte og blive enige om nedennævnte foranstaltninger, som bør blive til en fælles (Kommissionens og medlemsstaternes) køreplan til afhjælpning af nationale hindringer for kapitalstrømme.

Denne proces er ikke til hinder for, at Kommissionen kan overveje mulige lovforslag eller andre værktøjer til afhjælpning af de kortlagte hindringer.

Inden for rammerne af kapitalmarkedsunionen vil Kommissionen fortsat høre alle kategorier af interesserede parter, herunder erhvervslivet og institutionelle interessenter (f.eks. Den Europæiske Investeringsbank og Den Europæiske Investeringsfond), for at indsamle så mange informerede synspunkter som muligt om de eksisterende hindringer og mulige løsninger. Midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen vil også give input i denne henseende.

Kommissionen vil i samarbejde med medlemsstaterne vurdere virkningerne af de foranstaltninger, der er fastlagt i køreplanen for grænseoverskridende investeringer som led i fremskridtene hen imod skabelsen af kapitalmarkedsunionen. Resultaterne af denne vurdering tages i betragtning ved vurderingen af behovet for yderligere foranstaltninger. Kommissionen betragter ikke den nedenfor foreslåede liste med foranstaltninger som udtømmende og opfordrer medlemsstaterne i ekspertgruppen til at kortlægge andre hindringer på CMU-relevante områder. Det kunne f.eks. være indførelse af nationale indberetningskrav ud over kravene i eksisterende EU-lovgivning, hindringer for investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet, hindringer for mindre institutionelle investorer, der ikke er berettiget til et MiFID-pas eller hindringer for salg af detailfinansprodukter.

Køreplan for foreslåede foranstaltninger

Emne	Foranstaltning	Aktør	Mulig timing
Investeringsfonde	Fortsætte arbejdet med at revidere nationale regler for at fremme en fælles forståelse og reguleringskonvergens inden for pre-marketing og reverse solicitation	Medlemsstater	4. kv. 2017
	Fortsætte arbejdet med at kortlægge administrative ordninger	Ekspertgruppe	4. kv. 2017
	Sikre, at alle anmeldelsesrelaterede gebyrer offentliggøres bredt og på en brugervenlig måde på et enkelt websted	Medlemsstater	4. kv. 2017
	Overveje at oprette et enkelt offentligt domæne med gebyrrelaterede oplysninger i form af et sammenligningswebsted eller en central database	Ekspertgruppe med ESMA	4. kv. 2017
Pensionsfonde	Identificere drivkræfterne bag grænseoverskridende investeringer, fremme bedste praksis i medlemsstaterne og øge bevidstheden om nye muligheder inden for rammerne af investeringsplanen for Europa med inddragelse af nationale erhvervsfremmende banker	Ekspertgruppe med deltagelse af pensionsfonde	3. kv. 2017
Bopælskrav	Fjerne bopælskrav fra lovgivning og administrativ praksis vedrørende forvaltere, der er bosiddende i EU, hvis de er ubegrundede og uforholdsmæssige	Medlemsstater	4. kv. 2017
Finansiell forståelse	Udveksle bedste praksis om programmer til styrkelse af den finansielle forståelse under hensyntagen til den grænseoverskridende dimension	Undergruppe af interesserede medlemsstater under ledelse af Kroatien	2. kv. 2017
	Bidrage til potentielle CMU-initiativer til udvikling af innovative løsninger, som kan forbedre SMV'ers viden og støtte dem i at få adgang til alternative finansieringskilder	Ekspertgruppe	2018
Kildeskat	Bekræfte relevansen af de ni kortlagte eksempler på bedste praksis for kildeskat og nå til enighed om en liste, der kan anføres på en resultattavle	Medlemsstater	2. kv. 2017
	Drøfte vejen frem i en arbejdsgruppe om skatteforhold med det formål at få de enkelte medlemsstater til at forpligte sig til at udarbejde en liste over bedste praksis for at forbedre status quo inden 2019	Nationale skatteeksperter	3. kv. 2017
	Samarbejde med nationale skatteeksperter om en adfærdskodeks for principperne for kildeskattelettelser	Nationale skatteeksperter	4. kv. 2017