



Bruxelles, den 8.6.2017  
COM(2017) 292 final

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET,  
DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG  
REGIONSUDVALGET**

**om midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen**

{ SWD(2017) 224 final }  
{ SWD(2017) 225 final }

## 1. INDLEDNING

Kommissionens førsteprioritet er at styrke EU's økonomi og fremme investeringer for at skabe beskæftigelse.

For at øge investeringerne på lang sigt er der brug for **stærkere kapitalmarkeder**. Disse markeder skal sikre nye kilder til finansiering af virksomheder og bidrage til at øge investeringsmulighederne og derved frigøre de konkrete fordele ved det indre marked for virksomheder og husholdninger i EU. **EU's virksomheder**, fra nystartede virksomheder og vækstvirksomheder til veletablerede multinationale selskaber, skal have adgang til en bred vifte af finansieringskilder, både til at investere i innovation og til at udvide deres forretning. **Husholdningerne** skal have adgang til kapitalmarkederne for at få flere og bedre muligheder for at investere i deres fremtid.

De nødvendige finansielle produkter og tjenesteydelser kan tilbydes på mere konkurrencedygtige vilkår af finansieringsinstitutter, banker, investeringsselskaber og institutionelle investorer, der opererer på store og integrerede kapitalmarkeder. Kapitalmarkederne skaber også mulighed for at kanalisere private midler i retning af mere bæredygtige investeringer.

Den økonomiske genopretning i EU er ved at tage fart med vækst for femte år i træk. Der findes imidlertid betydelige risici for, at væksten vil falde igen. Investeringernes bidrag til væksten er fortsat lavt, og investeringskvoten ligger stadig under niveauet fra før krisen. Dette fortsatte lave investeringsniveau udgør stadig en hæmsko for dynamikken i genopretningen og væksten på længere sigt.

Det er grunden til, at Kommissionens formand Jean-Claude Juncker fremførte behovet for at skabe et ægte indre marked for kapital – en **kapitalmarkedsunion** for alle medlemsstater – som en af sine vigtigste prioriteter.

Kapitalmarkedsunionen styrker den tredje søjle i **investeringsplanen for Europa**. Den vil gavne alle medlemsstater og samtidig styrke Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) ved at fremme den økonomiske og sociale konvergens og bidrage til at absorbere økonomiske chok i euroområdet. Den blev beskrevet i rapporten fra de fem formænd om gennemførelse af Den Økonomiske og Monetære Union.

I sin beslutning af 19. januar 2016<sup>1</sup> anerkendte **Europa-Parlamentet** den vigtige rolle, som kapitalmarkederne kan spille i håndteringen af medlemsstaternes økonomiers finansieringsbehov, og understregede, at kapitalmarkedsunionen i højere grad skal fokusere på slutbrugerne af kapitalmarkederne, dvs. virksomheder og investorer.

For nylig er der opstået en række nye udfordringer for den økonomiske integration, som betyder, at det er nødvendigt at styrke og ændre reformdagsordenen for EU's kapitalmarkeder.

Særlig det forhold, at **vi står over for at skulle sige farvel til EU's største finanscentrum**, gør det nødvendigt at revurdere, hvordan kapitalmarkedsunionen kan

---

<sup>1</sup> Beslutning om status og udfordringer for EU's regulering af finansielle tjenesteydelser: Virkninger og vejen frem mod en mere effektiv EU-ramme for finansiell regulering og en kapitalmarkedsunion ([2015/2106\(INI\)](#)).

sikre, at EU's virksomheder og investorer har adgang til stærke, dynamiske og mere integrerede kapitalmarkeder, samtidig med at risici for den finansielle stabilitet forvaltes korrekt.

Dette kræver en øget indsats, et mere effektivt tilsyn og foranstaltninger, der kan sikre, at fordelene ved kapitalmarkedsunionen kan mærkes i hele EU. Kapitalmarkedsunionen skal også omfatte metoder til udnyttelse af forandringspotentialer ved den finansielle teknologi og til at flytte privat kapital over i bæredygtige investeringer.

I oplægget om en dybere Økonomisk og Monetær Union af 31. maj<sup>2</sup> hedder det, at kapitalmarkedsunionen er altafgørende med henblik på at kunne tilbyde mere innovative, bæredygtige og diversificerede finansieringskilder til husholdninger og virksomheder. Heri understreges det også, at der kræves engagement fra Europa-Parlamentet, Rådet og alle berørte parter, for at det kan lykkes.

Det Europæiske Råd opfordrede i juni 2016 til "hurtige og målrettede fremskridt med henblik på [...] at sikre lettere adgang til finansiering for virksomheder og støtte investeringer i realøkonomien ved at gå videre med dagsordenen for kapitalmarkedsunionen."<sup>3</sup>

I september 2016 vedtog Kommissionen en meddelelse, hvori den opfordrer til fremskyndelse af reformerne<sup>4</sup>.

Den 13. december 2016 indeholdt den fælles erklæring fra Europa-Parlamentet, Rådet og Kommissionen om EU's lovgivningsmæssige prioriteter for 2017 (ikke oversat) initiativer om skabelse af sikrere og mere gennemsigtige markeder for securitisering og bedre prospekter for værdipapirer med henblik på at gennemføre kapitalmarkedsunionen<sup>5</sup>.

Men Kommissionen kan ikke opbygge kapitalmarkedsunionen alene. Dens succes afhænger af graden af politisk engagement hos medlemsstaterne, Europa-Parlamentet og markedsdeltagerne.

Den vil afhænge af, hvordan virksomheder, store og små leverandører af finansielle tjenesteydelser samt institutionelle og private investorer anvender disse byggesten. Nationale myndigheder og markedsdeltagere indtager en nøglerolle i opbygningen af de finansielle kredsløb og markedssegmenter samt den juridiske, skattemæssige og tekniske infrastruktur, der er nødvendig for at fjerne hindringerne for integration i EU og udvikling af et ægte indre marked for kapital.

Kommissionen har forpligtet sig til at tage disse udfordringer op. Det er grunden til, at man i denne revision opdaterer og supplerer den oprindelige dagsorden med nye prioriterede foranstaltninger, der er baseret på svarene fra den offentlige høring i januar-marts 2017.

---

<sup>2</sup> [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_da.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_da.pdf).

<sup>3</sup> [EUCO 26/16](#).

<sup>4</sup> [Meddelelse fra Kommissionen om kapitalmarkedsunionen – En fremskyndelse af reformprocessen, COM\(2016\) 601 final af 14.09.2016](#)

<sup>5</sup> [Fælles erklæring om EU's lovgivningsmæssige prioriteter for 2017](#).

Alle forslag vil blive sendt i høring, og der vil blive gennemført en konsekvensanalyse af hele den vifte af løsninger, der gør det muligt at nå målene.

## 2. GENNEMFØRELSE AF DAGSORDENEN FOR KAPITALMARKEDSUNIONEN

De udfordringer, der påpeges i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2015, er mere relevante end nogensinde før. Kapitalmarkedsunionen er nødvendig, fordi banker og kapitalmarkeder begge er afgørende bestanddele af det finansielle system; de konkurrerer ikke mod, men supplerer hinanden. De 178 svar på den offentlige høring om midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen<sup>6</sup> bekræftede de mere specifikke udfordringer, der skal løses inden for kapitalmarkedsunionen (se tekstboksen nedenfor for en oversigt over høringssvarene).

- Europæiske **nystartede virksomheder og vækstvirksomheder** har behov for mere risikovillig kapital til at investere i innovation og vækst. Det er nødvendigt at udvikle og styrke nye former for risikovillig kapital til nystartede virksomheder ved siden af banklån.
- Størrelsen af EU's **markeder for offentlig egenkapital og gældsinstrumenter** halter bagefter andre udviklede økonomier, navnlig i visse medlemsstater. Det er dyrt og kompliceret at få adgang til offentlige markeder, især for små og mellemstore virksomheder.
- Den nødvendige indsats, som EU's banksektor har ydet i kølvandet på finanskrisen for at nedbringe uforholdsmæssigt store eksponeringer mod risici og gearing, har bidraget til en **nedgang i mængden af nye lån til EU-virksomheder**. Kapitalmarkederne kan tilbyde effektive løsninger for at hjælpe bankerne med at forvalte deres balancer mere effektivt og til finansiering af deres udlån til virksomheder og husholdninger.
- Forsikringsselskaber og pensionskasser investerer ikke nok i **risikovillig kapital, egenkapital og infrastruktur**. Der skal mobiliseres mere privat kapital til at finansiere bæredygtige investeringer, overgangen til en kulstoffattig økonomi og investeringer i opfyldelsen af vigtige sociale behov.
- De **private investorers** tilstedeværelse på kapitalmarkederne er fortsat begrænset. Husholdningerne i EU har nogle af de største opsparinger i verden, men størstedelen af denne opsparing står på bankkonti med kort løbetid. Flere investeringer i kapitalmarkedet kan bidrage til at imødegå de udfordringer, som den aldrende befolkning og de lave renter udgør. Dette vil dog ikke ske, medmindre private investorer har adgang til attraktive investeringer på konkurrencedygtige og gennemsigtige vilkår.
- Mange vedvarende og dybt rodfæstede hindringer står i vejen for **grænseoverskridende investeringer** i EU, hvilket undergraver effektiviteten af EU's økonomi. Hindringerne afholder investorer fra at diversificere deres porteføljer geografisk, reducerer markedslivviditeten og gør det vanskeligere for virksomhederne at vokse.

<sup>6</sup> Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene (Feedback Statement for the public consultation on the Capital Markets Union Mid-term review (ikke oversat)), der ledsager denne meddelelse.

I løbet af de seneste 18 måneder har Kommissionen i overensstemmelse med den oprindelige tidsplan **gennemført mere end halvdelen af de foranstaltninger** (20 ud af 33), der blev bebudet i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen.

Der er gjort en særlig indsats for at øge kilderne til risikovillig kapital, efterhånden som virksomhederne gradvis bliver større, og gøre disse mere tilgængelige i hele EU.

- **Venturekapital** – der er gjort gode fremskridt med gennemførelsen af Kommissionens pakke. Europa-Parlamentet og Rådet nåede den 30. maj til principiel enighed om forordningen om europæiske venturekapitalfonde (EuVECA) og forordningen om europæiske sociale iværksætterfonde (EuSEF), og disse vil gøre det lettere for investorer at investere i små og mellemstore innovationsvirksomheder, idet der åbnes op for kapitalforvaltere i alle størrelser og gives mulighed for investering i flere forskellige typer af virksomheder. Udvalgelsesproceduren for forvalterne af en eller flere privatsektorbaserede paneuropæiske venturekapital-funds of funds vil blive afsluttet i løbet af de kommende måneder. Kommissionens tjenestegrene har gennemgået de nationale skatteincitamer for venturekapital og business angels. På grundlag af dette og de initiativer, som planlægges inden for initiativet om nystartede virksomheder og vækstvirksomheder fra 2016, offentliggør man i dag en undersøgelse, der beskriver god praksis. Den vil støtte medlemsstaternes udformning og gennemførelse af politikker, herunder gennem det europæiske semester, med henblik på at forbedre effektiviteten af sådanne skatteincitamer og fremme udviklingen af lokale kapitalmarkeder.
- **Virksomheders adgang til og rejsning af kapital på offentlige markeder** – der er sket fremskridt i bestræbelserne på at gøre dette lettere. Aftalen fra december 2016 mellem Europa-Parlamentet og Rådet om en moderniseret EU-prospektforordning vil blive offentliggjort i juni 2017 og anvendt fra medio 2019. En af forbedringerne er, at Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) vil drive en ny gratis online prospektdatabase for hele EU. Kommissionen arbejder nu sammen med Europa-Parlamentet, medlemsstaterne og ESMA om at indføre gennemførelsesbestemmelser, navnlig vedrørende indholdet og formatet af det forenklede EU-vækstprospekt, kontrol og godkendelse, det universelle registreringsdokument og de oplysninger, der skal offentliggøres for sekundære udstedelser (for at sikre forenklede krav til små og hyppige udstedere). Kommissionen har også taget skridt til at afhjælpe skævheder i skattesystemet, der favoriserer gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering, som led i sit forslag fra oktober 2016 om et fælles konsolideret selskabsskattegrundlag (FKSSG). Gennemgangen af reguleringsmæssige hindringer for børsnotering af SMV'er og likviditeten på virksomhedsobligationsmarkedet vil snart blive afsluttet.
- **Bankers kapacitet til at yde lån til økonomien** – der er sket fremskridt med at frigøre kapacitet på bankernes balancer og derved sikre yderligere finansiering til økonomien. Europa-Parlamentet og Rådet nåede den 30. maj til principiel enighed om simple, transparente og standardiserede (STS) securitiseringer sammen med en revurdering af kapitalkrav for banker. I november 2016 fremlagde Kommissionen et forslag til ændring af EU's regler om kapitalkrav til banker, der giver den mulighed for at fritage hele sektoren af låneforeninger ("credit unions") i en medlemsstat. Høringen om en EU-ramme for covered bonds og lignende strukturer for lån til mindre virksomheder er afsluttet.

- **Investeringer i infrastruktur** – den delegerede Solvens II-retsakt blev ændret i september 2015 og har været anvendt siden april 2016, og den gør det billigere for EU's forsikringsselskaber at investere i kvalificerede infrastrukturprojekter, der opfylder kriterierne. I dag fremlægger Kommissionen også forslag til foranstaltninger vedrørende en gennemgang af risikokalibreringer for investeringer i infrastrukturselskaber. Med henblik på at fremme bankers private investeringer i infrastrukturprojekter vil forslaget fra november 2016 om ændring af lovgivningen om kapitalkrav (CRR/CRD IV) skabe et mere risikofølsomt regelsæt til fremme af infrastrukturprojekter af høj kvalitet og mindske risikoen for investorerne.
- **Institutionelle og private investeringer** – man har afsluttet det grundige indledende arbejde, der skal underbygge forslagene om EU-dækkende personlige pensioner, grænseoverskridende fordeling af investeringsmidler og lavere omkostninger for forsikringsselskaber, når de investerer i privat egenkapital og privatinvesteret virksomhedsgæld. Sideløbende hermed fremlagde Kommissionen i marts 2017 sin handlingsplan for finansielle tjenesteydelser til forbrugerne, som indeholder løsninger, der skal sikre forbrugerne et større udvalg af og lettere adgang til finansielle tjenesteydelser i detailledet i EU. Som supplement til bestræbelserne vedrørende det fælles eurobetalingsområde (SEPA) behandler man i handlingsplanen også spørgsmålet om de høje omkostninger for visse betalinger i EU. Kommissionen intensiverer også samarbejdet med de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) om at øge gennemsigtigheden og sammenligneligheden af omkostninger ved og udbyttet af private investeringer og pensionsprodukter.
- **Forebyggende rekonstruktion og en ny chance for iværksættere** – i november 2016 foreslog Kommissionen regler vedrørende forebyggende rekonstruktion for at undgå likvidation af levedygtige virksomheder, der oplever økonomiske problemer, og for at give iværksættere en chance for at vende tilbage til erhvervslivet efter en konkurs. I forslaget fastsættes der også regler, der skal styrke insolvensprocedurerne effektivitet, gøre dem mere forudsigelige, mindre bekostelige og hurtigere. Europa-Parlamentet og Rådet forhandler i øjeblikket om disse forslag, og en hurtig vedtagelse vil yde et vigtigt bidrag til at sikre, at de lovgivningsmæssige rammer støtter virksomhedernes aktivitet.
- Kommissionens rapport fra marts 2017 indeholder en køreplan for at **afskaffe nationale hindringer** for den fri bevægelighed for kapital. Rådet (økonomi og finans) godkendte denne køreplan den 23. maj 2017.
- **Finansiel stabilitet** – selv om mere diversificerede finansieringskanaler inden for kapitalmarkedsunionen vil gøre EU's finansielle system mere modstandsdygtigt, er der fortsat behov for at kunne identificere eventuelle stabilitetsrisici på kapitalmarkederne og reagere på disse. Efter sin høring i 2016 vil Kommissionen nu arbejde på at sikre, at Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) har kapacitet til at overvåge potentielle risici for den finansielle stabilitet, der opstår som følge af markedsbaseret finansiering.

Blandt de resterende foranstaltninger, hvor det forberedende arbejde blev bebudet i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen, vil Kommissionen nu hurtigt gå videre med **tre forslag til retsakter**, der er centrale for oprettelsen af kapitalmarkedsunionen:

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Et forslag til retsakt om et paneuropæisk personligt pensionsprodukt (PEPP) inden udgangen af juni 2017.</b> Det vil danne grundlag for et mere sikkert,</li> </ol> |
|--|

omkostningseffektivt og gennemsigtigt marked for billige og frivillige personlige pensionsopsparinger, der kan forvaltes på paneuropæisk plan. Det vil bidrage til at imødekomme behovene hos personer, der ønsker at sikre, at deres pensionsopsparinger er tilstrækkelige, imødegå den demografiske udfordring, supplere de eksisterende pensionsprodukter og -ordninger og støtte omkostningseffektiviteten af personlige pensionsordninger ved at tilbyde gode muligheder for langsigtet investering af personlige pensioner;

**2. Et forslag til retsakt med angivelse af lovvalgsregler for virkningerne for tredjepart af transaktioner i værdipapirer og fordringer i fjerde kvartal 2017.**

Forskelle med hensyn til den nationale behandling af virkninger af overdragelsen af fordringer for tredjepart vanskeliggør anvendelsen af disse instrumenter som grænseoverskridende sikkerhedsstillelse og gør det sværere for investorer at prissætte risikoen ved gældsinstrumenter. Ved at fjerne usikkerheden om den gældende lovgivning, som indebærer omkostninger og risici, vil dette forslag fremme grænseoverskridende transaktioner. Det vil trække på det arbejde, der udføres af en ekspertgruppe med et særligt mandat, og resultaterne af den igangværende offentlige høring<sup>7</sup>. Forslaget vil skabe klarhed om, hvilken lovgivning der finder anvendelse på tredjepart i forbindelse med transaktioner i værdipapirer og fordringer.

**3. Forslag til retsakt om EU-rammer for covered bonds i første kvartal 2018.**

Formålet er at skabe et mere integreret marked for covered bonds i EU uden at undergrave kvaliteten af eksisterende covered bonds. Markeder for covered bonds er en vigtig kilde til den langsigtede finansiering af realøkonomien.

Sideløbende hermed vil Kommissionen undersøge muligheden for at udvikle europæiske sikrede værdipapirer ("European Secured Notes") som et instrument til SMV-lån og infrastrukturlån.

Kommissionen gør også fremskridt med sit forberedende arbejde om følgende foranstaltninger til gennemførelse af forpligtelserne i den oprindelige handlingsplan:

- **Ændringer af den delegerede forordning om supplerende regler til Solvens II i 2018** med henblik på at revurdere den tilsynsmæssige behandling af privat egenkapital og privat gæld, hvis det er begrundet i forsigtighedshensyn, på grundlag af et risikobaseret tilsyn.
- **Henstilling om private investeringer** (på grundlag af erfaringerne med velfungerende nationale ordninger)<sup>8</sup>. Markeder for private investeringer i gæld kan udvide adgangen til finansiering for ikke-børsnoterede mellemstore virksomheder. Resultaterne af en undersøgelse, der offentliggøres i **fjerde kvartal 2017**, vil blive indarbejdet i henstillingen.
- **Meddelelse om en køreplan for at fjerne hindringer for efterhandelsmarkedsinfrastruktur** (på grundlag af henstillingerne fra EPTF – European Post Trade Forum) – i **fjerde kvartal 2017**.

<sup>7</sup> [Offentlig høring om lovvalgsregler for virkningerne for tredjepart af transaktioner i værdipapirer og fordringer.](#)

<sup>8</sup> F.eks. Schuldscheine i Tyskland og Euro-PP-markedet i Frankrig.

Efterhandelsmarkedsinfrastruktur spiller en afgørende rolle for værdipapirmarkederne og sikrer en korrekt overførsel af ejerskab, betaling og udøvelse af rettigheder, der følger med værdipapirer<sup>9</sup>. Den grænseoverskridende handel er i gennemsnit fortsat væsentligt dyrere end indenlandske transaktioner. Et effektivt efterhandelsmiljø kan reducere disse omkostninger. På grundlag af EPTF's rapport vil Kommissionens tjenestegrene snart lancere en offentlig høring for at indsamle interessenteres synspunkter om, hvor de ser et behov for yderligere forbedringer af efterhandelssektoren, med henblik på at opnå en bedre integration.

- **Meddelelse om markederne for virksomhedsobligationer** (på grundlag af henstillingerne fra ekspertgruppen om Bond Market Liquidity) – i **fjerde kvartal af 2017**. Markederne for erhvervsobligationer er en vigtig finansieringskilde for større virksomheder. Kommissionen er i færd med at gennemgå, hvordan disse markeder fungerer, med fokus på hvordan likviditeten kan forbedres på de sekundære markeder.
- **Adfærdskodeks** til forenkling af **kildeskatteprocedurerne med fokus på refusioner** – inden **udgangen af 2017**. Kommissionen arbejder sammen med nationale eksperter med henblik på at udveksle bedste praksis og nå til enighed om en adfærdskodeks. Dette bliver et konkret skridt i retning af mere effektive operationelle løsninger for opkrævning af kildeskat.

### 3. HVORFOR EU MERE END NOGENSINDE HAR BRUG FOR KAPITALMARKEDSUNIONEN

Den seneste udvikling i EU's politiske og økonomiske kontekst kræver stærke og konkurrencedygtige kapitalmarkeder til finansiering af EU's økonomi sammen med bankunionen. Denne udvikling gør midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen endnu mere relevant og aktuel.

Set i lyset af den voksende indbyrdes afhængighed mellem de finansielle markeder i EU og på globalt plan er der behov for yderligere at integrere EU's overvågning for at løse de fremtidige udfordringer for EU's finansielle markeder. Kommissionen lægger fortsat vægt på integrerede finansielle markeder og internationalt samarbejde. Ækvivalens er det vigtigste instrument, som EU anvender til effektivt at håndtere grænseoverskridende aktiviteter blandt markedsdeltagerne inden for solide og sikre tilsynsmæssige rammer, samtidig med at man sikrer et velfungerende indre marked. Dette kræver en styrket tilsynsmæssig ramme for ækvivalens.

Inden for EU er den **tilsynsmæssige ramme** et nødvendigt element i velfungerende og integrerede kapitalmarkeder, der bygger på de mål, der er angivet i de fem formænds rapport<sup>10</sup>. Man er i færd med at indføre foranstaltninger for at øge de europæiske tilsynsmyndigheders evne til at bevare EU's velfungerende markeder og den finansielle stabilitet. Dette omfatter den nylige høring om de europæiske tilsynsmyndigheders aktiviteter. Inden for EU-27 bør navnlig ESMA's evne til at sikre et konsekvent tilsyn i EU styrkes. Dette bør sikre, at det fælles regelsæt anvendes på en ensartet måde over hele

---

<sup>9</sup> Gennemførelsen af det nyligt vedtagne direktiv om aktionærrettigheder (SRD 2) vil afhjælpe nogle af de barrierer, der er forbundet med udøvelsen af rettigheder, der følger af overførsel af egenkapital og data via kæden af formidlere.

<sup>10</sup> [https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_en](https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en)



det indre marked. Derfor bør finansielle virksomheder med samme forretnings- og risikoprofil være underlagt de samme standarder for tilsyn, uanset hvor de befinder sig i EU, for at undgå tilsynsarbitrage. I oplægget om udbygningen af ØMU'en understregede man, at et mere integreret tilsynssystem, der sikrer fælles gennemførelse af reglerne for den finansielle sektor og mere centraliseret tilsyn og håndhævelse, er afgørende for opbygningen af en kapitalmarkedsunion.

**Det Forenede Kongeriges** udtræden af det indre marked øger det presserende behov for yderligere at styrke og integrere rammerne for EU's kapitalmarked, herunder for centrale modparter (CCP'er), investeringsselskaber og markeder for børsintroduktioner (IPO). Det øger også behovet for yderligere integration af tilsyn på EU-plan.

**Finansiel teknologi (fintech)** ændrer kapitalmarkederne ved at indføre nye markedsdeltagere og mere effektive løsninger, øge konkurrencen og sænke omkostningerne for virksomheder og investorer. Eksempler på finansielle innovationer, der kan gøre EU's kapitalmarkeder bredere og dybere, omfatter: crowdfunding og andre alternative finansieringsinstrumenter supply chain-finansiering<sup>11</sup> robo-advice (computerbaseret finansiell rådgivning) aktionærafstemning via internettet og den eventuelle anvendelse af blokkædningsteknologi inden for efterhandelen. Fintech kan tilbyde løsninger i flere markedssegmenter og funktioner som f.eks.: aktieemission virksomhedsledelse forvaltning af aktiver investeringsformidling fordeling af produkter og efterhandelsmarkedsinfrastruktur, herunder opbevaring af værdipapirer.

Nyere lovgivning såsom betalingstjenestedirektivet (PSD 2)<sup>12</sup> er blevet udformet med henblik på at kunne reagere på hurtige teknologiske ændringer i betalingssektoren og dermed sikre en afbalanceret tilgang, som giver fintech-virksomheder mulighed for at udvikle nye forretningsmodeller. Den igangværende offentlige høring om fintech vil hjælpe Kommissionen med at identificere nye problemstillinger, som kan integreres i kapitalmarkedsunionens politiske rammer.

En gennemgribende omlægning af det finansielle system er nødvendig, for at investeringerne kan blive mere **bæredygtige** og for at fremme en virkelig bæredygtig udvikling set ud fra et økonomisk, socialt og miljømæssigt perspektiv. Dette indebærer, at man finder metoder til at integrere bæredygtighed i EU's lovgivningsmæssige og økonomiske politiske rammer samt mobilisere og målrette flere private kapitalstrømme i retning af bæredygtige investeringer. De 17 mål for bæredygtig udvikling, der er fastlagt i FN's 2030-dagsorden for bæredygtig udvikling<sup>13</sup>, udgør en ramme for målretningen af sådanne investeringer, som EU forpligter sig til at gennemføre<sup>14</sup>.

Blandt andre langsigtede udfordringer med hensyn til bæredygtighed afhænger håndteringen af klimaændringerne af, om man kan bringe finansieringsstrømmene i overensstemmelse med de langsigtede målsætninger om en kulstoffattig økonomi og klimaresistent udvikling. I Parisaftalen, der markerede et vendepunkt i de globale forpligtelser til at bekæmpe klimaændringerne, placeres finanssektoren i centrum for denne politik.

---

<sup>11</sup> Ved at identificere bedste praksis for supply chain-finansiering vil man yde støtte til udvikling af disse relevante finansieringskilder for SMV'er.

<sup>12</sup> [Direktiv \(EU\) 2015/2366](#) af 25. november 2015 om betalingstjenester, (L 337/35 af 23.12.2015, s. 35-127).

<sup>13</sup> [FN-resolution A/RES/70/1](#).

<sup>14</sup> Meddelelse fra Kommissionen "Næste skridt til en bæredygtig europæisk fremtid" ([COM\(2016\) 739 final](#)).

I FN's 2030-dagsorden fremhæver man også den centrale rolle, som finanssektoren skal spille i opfyldelsen af målene for bæredygtig udvikling. De politiske beslutningstagere og den finansielle sektor er begyndt at foreslå løsninger, der tilskynder investorerne til at flytte støtten til bæredygtige og langsigtede projekter og egnede virksomheder.

I erkendelse af vigtigheden af disse udfordringer har Kommissionen nedsat en ekspertgruppe på højt niveau, der skal rådgive om, hvordan man kan integrere bæredygtighedshensyn i EU's finansforordning og i de finansielle markeders praksis.

Tilsvarende kan kapitalmarkederne også bidrage til, at der kanaliseres privat kapital til at belønne investeringsmuligheder med positive eksterne virkninger for samfundet, og dermed hjælpe EU med at opfylde sit sociale ansvar.

**Institutionelle investorer** har traditionelt været langsigtede investorer på kapitalmarkederne. Men i de seneste 15 år har EU's forsikringsselskaber reduceret deres investeringer i egenkapital til ca. 5-10 % af deres samlede portefølje. Pensionsfondenes investeringer i egenkapital er fortsat større, men de investerer enten overvejende på deres hjemmemarked eller uden for euroområdet, hvis de investerer i udlandet. Det er nødvendigt at vurdere de økonomiske drivkræfter bag egenkapitalinvesteringer foretaget af forsikringsselskaber og pensionskasser, herunder investeringer i EU og den potentielle indvirkning af lovgivningsmæssige begrænsninger på EU-plan og på nationalt plan samt andre faktorer.

Endelig er der behov for at udvide **kapitalmarkedernes geografiske rækkevidde**, så alle medlemsstater kan drage fordel af dybere og mere integrerede kapitalmarkeder. En kapitalmarkedsunion kan bidrage til at udvikle disse markedssegmenter og finansieringskanaler, der kræver nærhed og lokale løsninger for virksomheder og investorer. Samtidig vil kapitalmarkedsunionen føre til mere integrerede kapitalmarkeder og dermed gøre det muligt for virksomheder og investorer at få adgang til større kapitalpuljer andetsteds i EU.

#### **4. NYE PRIORITEREDE INITIATIVER TIL STYRKELSE AF HANDLINGSPLANEN FOR KAPITALMARKEDSUNIONEN**

Disse nye udfordringer kræver en omdefinering af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen, så den kan levere stærke svar. Denne midtvejsevaluering er opbygget omkring et sæt af nye prioriterede foranstaltninger, der fokuserer på: at forenkle grænseoverskridende investeringer og udvikle kapitalmarkedernes økosystemer over hele EU og behandle visse yderligere aspekter ved udviklingen af EU's kapitalmarkedssystemer.

De foranstaltninger, der identificeres her, udgør sammen med de igangværende arbejder vedrørende kapitalmarkedsunionen grundlaget for et afgørende og varigt bidrag til at skabe fundamentet for en ægte kapitalmarkedsunion senest i 2019. De nye initiativer, der fremlægges i denne meddelelse, vil blive integreret i Kommissionens arbejdsprogram for 2018. Alle foranstaltninger skal udarbejdes i overensstemmelse med principperne om bedre lovgivning, navnlig ved at vurdere virkningen, mindske omkostningerne ved overholdelse og sikre, at proportionalitetsprincippet overholdes i forbindelse med udarbejdelsen af forslag til retsakter.

Det konsoliderede sæt af foranstaltninger, der sigter mod at skabe byggestenene til kapitalmarkedsunionen senest i 2019, findes i bilaget. Mere detaljerede oplysninger om Kommissionens tjenestegrenes arbejde med gennemførelsen af forpligtelserne

vedrørende kapitalmarkedsunionen findes i det arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, der ledsager denne meddelelse<sup>15</sup>. Store fremskridt med gennemførelsen af dette program vil skabe en ubrydelig dynamik for målsætningen om at etablere kapitalmarkedsunionen.

#### **4.1. Øge effektiviteten af tilsynet for at fremskynde markedsintegrationen**

Tilsyn vil være i centrum for bestræbelserne på at opbygge en kapitalmarkedsunion i betragtning af den centrale rolle, det spiller for at fremskynde markedsintegrationen og skabe muligheder for finansielle institutioner og investorer på det indre marked.

Et mere effektivt og konsekvent tilsyn er afgørende for at fjerne mulighederne for tilsynsarbiterage mellem medlemsstaterne med hensyn til, hvordan de fører tilsyn med finansielle enheder og aktiviteter.

Et konsekvent og effektivt tilsyn sikrer velfungerende kapitalmarkeder ved at fjerne hindringer for grænseoverskridende investeringer og bidrager til at forenkle erhvervs miljøet og mindske overholdelsesomkostningerne, som skyldes forskellig anvendelse for virksomheder, der opererer på tværs af grænserne. Et mere effektivt tilsyn skaber yderligere muligheder på det indre marked for finansielle enheder og investorer og gør det muligt for virksomhederne at få adgang til finansiering på et større marked. Et konsekvent og effektivt tilsyn bidrager også til at forbedre beskyttelsen af investorerne, opbygge tilliden til kapitalmarkederne og bevare den finansielle stabilitet.

ESMA, Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) og Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) spiller en central rolle med hensyn til at fremme tilsynskonvergens og derfor med at fremme markedsintegrationen.

Den nylige ESA-høring<sup>16</sup> viste, at reglerne for de europæiske tilsynsmyndigheders arbejde bør udvikles for at øge tilsynets effektivitet. De interesserede parter tilbagemeldinger ved høringen pegede på behovet for at tilpasse den lovgivningsmæssige ramme, inden for hvilken de europæiske tilsynsmyndigheder arbejder, for at forbedre deres evne til at føre tilsyn med den finansielle sektor og dermed sætte dem bedre i stand til at opfylde deres mål.

ESMA i særdeleshed spiller en afgørende rolle med hensyn til at fremme integration af kapitalmarkederne. Med henblik på at sikre en EU-dækkende tilgang til tilsyn og en ensartet anvendelse af det fælles regelsæt for kapitalmarkederne er der behov for at styrke ESMA's evne til at identificere og afhjælpe svagheder i det nationale tilsyn og til at identificere områder, hvor direkte tilsyn fra ESMA's side kan være berettiget.

De udfordringer, der opstår i forbindelse med CCP'er, er særligt bemærkelsesværdige. CCP'ernes stedse større systemiske betydning for EU's finansielle system – på grund af deres størrelse og indbyrdes forbundethed – har understreget manglerne i de nuværende ordninger for CCP'er fra EU og tredjelande. Kommissionen har meddelt, at den agter at fremlægge et forslag til retsakt i juni for at styrke rammerne for både EU's og

---

<sup>15</sup> Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene (Economic Analysis), der ledsager denne meddelelse.

<sup>16</sup> [Offentlig høring om driften af de europæiske tilsynsmyndigheder](#).

tredjelandes CCP'er med henblik på at sikre finansiel stabilitet, CCP'ernes sikkerhed og soliditet og støtte den videre udvikling af kapitalmarkedsunionen.

ESMA's tilsynsværktøjer bør optimeres for at sikre, at de identificerede mangler i de nationale tilsynsresultater og -praksis behandles på en konsekvent og sammenhængende måde under overholdelse af nærhedsprincippet.

#### **Prioriteret foranstaltning 1**

**Kommissionen vil i tredje kvartal 2017 foreslå ændringer af ESMA's og de øvrige europæiske tilsynsmyndigheders funktion for at fremme effektiviteten af et ensartet tilsyn både i og uden for EU. I bestemte områder vil Kommissionen styrke ESMA's beføjelser, herunder, hvor det er relevant, direkte tilsyn til støtte for en velfungerende kapitalmarkedsunion.**

#### **4.2. Øge proportionaliteten af reglerne for børsintroduktioner og investeringselskaber**

Der skal gøres mere for at sikre, at europæiske virksomheder og investorer kan høste de fulde fordele ved adgangen til offentlige markeder. Især SMV'er er stadig underrepræsenteret på børserne i EU. Størrelsen af den egenkapital, som blev rejst på dedikerede markeder for SMV'er, faldt med 9 mia. EUR i forhold til niveauet før krisen.

Små og mellemstore virksomheder, som søger at rejse mindre end 100 mio. EUR gennem offentlig udstedelse, står over for særlige udfordringer. De nuværende lovgivningsmæssige rammer kan afskrække disse virksomheder fra at rejse kapital på offentlige markeder. I handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen understreges behovet for at sikre, at SMV-vækstmarkeder<sup>17</sup> skaber den rette balance mellem at sikre tilstrækkelig investorbekyttelse og undgå unødige administrative byrder.

Kommissionen har arbejdet sammen med repræsentanter for økosystemer for offentlige markeder for at vurdere, hvordan de offentlige markeder for SMV'er fungerer, og identificere mulige løsninger på hindringer for børsnoteringen af SMV'er<sup>18</sup>. Kommissionens tjenestegrene vil snart offentliggøre en rapport om hindringer for SMV'ers børsnotering, der skal danne udgangspunkt for et sammenhængende arbejdsprogram på dette område, herunder om den prioriterede foranstaltning 2.

Med udgangspunkt i betydelige bidrag fra de berørte parter vil Kommissionen gennemgå de reguleringsmæssige barrierer for SMV'ers børsnotering på regulerede markeder og SMV-vækstmarkeder i henhold til i indkaldelsen af dokumentation<sup>19</sup>. Denne målrettede

<sup>17</sup> MiFID II ([direktiv 2014/65/EU](#) af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter, EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349) indeholder en ny kategori af markeder, SMV-vækstmarkeder, som skal lette adgangen til kapital for SMV'er. Et SMV-vækstmarked er en multilateral handelsfacilitet, hvor mindst 50 % af udstederne, hvis finansielle instrumenter handles der, er SMV'er. SMV'er defineres som virksomheder, der har en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR.

<sup>18</sup> Der blev afholdt to workshops i oktober og december 2016 om: fremme af adgangen til handel for SMV-aktier løsninger på reguleringsmæssige spørgsmål og markedssvigt og hindringer for SMV-vækstmarkeder.

<sup>19</sup> Respondenternes svar ved den offentlige høring og indkaldelsen af dokumentation viste, at visse tekniske aspekter af reglerne kan ændres for at lette den administrative byrde for mindre udstedere uden at ændre de grundlæggende principper i denne forordning. Dette kan omfatte tekniske aspekter i forbindelse med lister over insidere og rapporteringsforpligtelser om ledelsens transaktioner.

revision af central sektorspecifik lovgivning (f.eks. MiFID II og MAR<sup>20</sup>) vil tage sigte på at undersøge, i hvilken udstrækning disse lovgivningsmæssige bestemmelser tager hensyn til de begrænsninger, som SMV'erne og "vækstmarkederne" er underlagt<sup>21</sup>.

### **Prioriteret foranstaltning 2**

**Kommissionen vil gennem en konsekvensanalyse undersøge, hvorvidt målrettede ændringer af den relevante EU-lovgivning vil kunne sikre mere passende lovgivningsmæssige rammer til støtte for SMV'ers børsnotering på offentlige markeder, hvilket kan føre til målrettede ændringer af den sektorspecifikke lovgivning i andet kvartal 2018.**

Investeringselskaber leverer en række tjenesteydelser, som giver investorerne adgang til markeder for værdipapirer og derivater gennem investeringsrådgivning, porteføljepleje, mægling, udførelse af ordrer, handel for egen regning, underwriting osv. EU-rammerne for deres godkendelse og gennemførelse er fastsat i MiFID. Hertil kommer, at de er underkastet tilsynsregler i henhold til CRR/CRD<sup>22</sup>. En mere effektiv tilsynsramme, der er tilpasset størrelsen og arten af investeringselskaberne, bør genoprette lige konkurrencevilkår, fremme konkurrencen og forbedre investorernes adgang til nye muligheder og bedre metoder til forvaltning af deres risici. Den bør derfor sikre, at enhver udflytning ikke sker på grund af regelarbitrage eller forskelle i den tilsynsmæssige ramme.

### **Prioriteret foranstaltning 3**

**Kommissionen vil fremsætte et forslag til retsakt om revision af den tilsynsmæssige behandling af investeringselskaber i fjerde kvartal 2017.**

## **4.3. Udnytte potentialet ved fintech**

Kommissionen er i færd med at vurdere, hvordan fintech kan bidrage til at uddybe og udvide EU's kapitalmarkeder ved at integrere digitaliseringspotentialet med henblik på at ændre forretningsmodellerne gennem databaserede løsninger inden for investeringsformidling og produktfordeling.

Innovative virksomheder, uanset om der er tale om nystartede virksomheder eller virksomheder, der allerede er etableret på markedet, udtrykker bekymring for, at den nationale tilsynspraksis kan begrænse deres evne til at innovere og tilbyde tjenesteydelser på tværs af grænserne. Især innovative virksomheder mener, at de er underlagt uforholdsmæssig eller inkonsekvent praksis ved anvendelsen af de forskriftsmæssige krav.

For nylig har de tilsynsførende og regulerende myndigheder i nogle medlemsstater udviklet metoder til at støtte udviklingen af innovative virksomheder ved at samarbejde med dem for at opnå en forståelse af deres specifikke problemer. Disse initiativer – de

<sup>20</sup> [Forordning \(EU\) nr. 596/2014 af 16. april 2014](#) om markedsmisbrug, EUT L 173, 12.6.2014, s. 1.

<sup>21</sup> Denne revision kan omfatte den sektorspecifikke lovgivning, som allerede findes i ansøgningen, eller som snart kommer med i ansøgningen. Indtil denne undersøgelse er afsluttet, vil den eksisterende sektorspecifikke lovgivning fortsat finde anvendelse.

<sup>22</sup> Europa-Parlamentets og Rådets [direktiv 2013/36/EU](#) af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringselskaber (EUT L 176 af 27.6.2013, side 338). Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringselskaber (EUT L 176 af 27.6.2013, side 1).

såkalde "tilsynsmæssige sandkasser" – omfatter knudepunkter, der leverer vejledning om gældende lovgivning og direkte bistand med tilsynet, mens disse virksomheder er i færd med at afprøve deres aktiviteter.

Desuden er der gjort en indsats for at anerkende eksistensen af og indføre en afbalanceret tilgang til fintech-virksomheder i nyere lovgivning, såsom betalingstjenestedirektivet (PSD 2)<sup>23</sup>.

Den igangværende offentlige høring om fintech, som blev indledt den 23. marts 2017, vil give Kommissionen værdifulde oplysninger om:

- hvorvidt der er behov for nye og mere forholdsmæssige licensordninger for fintech-aktiviteter og -virksomheder på områder såsom investeringsbaseret og lånebaseret crowdfunding
- hvordan man kan støtte fintech-virksomheder, der er registreret i ét EU-land, med henblik på at drive virksomhed på tværs af grænserne, uden at det kræver yderligere godkendelse fra hver medlemsstat ("pasordning").

#### **Prioriteret foranstaltning 4**

**Som led i en overordnet strategi for anvendelsen af fintech-virksomheder vil Kommissionen vurdere mulighederne for en EU-rammeprocedure for licenser til og godkendelse af fintech-aktiviteter i fjerde kvartal 2017.**

#### **4.4. Bruge kapitalmarkeder til at styrke bankernes udlån og stabilitet**

Kapitalmarkederne kan også hjælpe de europæiske banker med at klare udfordringerne med misligholdte lån, som vejer tungt på nogle nationale banksystemer. Misligholdte lån har en betydelig negativ indvirkning på bankernes rentabilitet og deres muligheder for at yde lån, herunder til SMV'er.

Politikker, der har til formål at forbedre funktionen af sekundære markeder for misligholdte lån, er en vigtig del af en hvilken som helst varig løsning. Denne løsning vil kunne omfatte foranstaltninger, som skal fremme større forudsigelighed og gennemsigtighed, der gør det muligt for potentielle købere af misligholdte lån på det sekundære marked at prissætte disse aktiver mere præcist.

Det vil give bankerne mulighed for at sælge deres misligholdte lån til et større udvalg af investorer, hvilket potentielt vil føre til transaktionspriser, der bedre afspejler aktivernes reelle værdi. Dette vil medføre en rensning af balancerne og kreditinstitutter, der står bedre rustet til at yde nye kreditter til økonomien.

Kommissionen vil om kort tid indlede en offentlig høring om eventuelle EU-foranstaltninger på områder som låneafbetaling af tredjemand (dvs. andre end den oprindelige långiver) og overførsel af lån, herunder til andre enheder end banker.

Forvaltningen af misligholdte lån vil også have gavn af mere effektive og forudsigelige låneinddrivelsesordninger og insolvensrammer, der er beregnet på hurtig inddrivelse af værdier for sikrede kreditorer. Den igangværende benchmarking vil blive afsluttet i

<sup>23</sup> [Direktiv \(EU\) 2015/2366](#) af 25. november 2015 om betalingstjenester, (L 337/35 af 23.12.2015, s. 35-127).

fjerde kvartal 2017. Den vil kaste lys over de aspekter af fuldbyrdes-/insolvenssystemer, der bidrager til bedre eller dårligere resultater.

Benchmarkingarbejdet fremhævede også de udfordringer, som banker og andre privilegerede kreditorer står over for som følge af den manglende effektivitet ved de juridiske rammer for fuldbyrdelse af sikkerhedsstillelse med henblik på at inddrive værdier fra misligholdte lån. Der er mulighed for at styrke de sikrede kreditors mulighed for at få dækning fra sikret sikkerhedsstillelse for lån til virksomheder og iværksættere, idet man tager udgangspunkt i erfaringerne fra nogle medlemsstater i form af metoder, der ikke kræver indgriben i de nationale systemer for insolvens- og førinsolvens, og som er i overensstemmelse med målsætningerne for rekonstruktionen og forslaget vedrørende en ny chance.

#### **Prioriteret foranstaltning 5**

**Som led i sine bestræbelser på at løse problemet med de misligholdte lån vil Kommissionen foreslå foranstaltninger til støtte for et sekundært marked for misligholdte lån. Kommissionen vil også iværksætte en konsekvensanalyse med henblik på at overveje et muligt lovgivningsinitiativ, der skal styrke sikrede kreditors mulighed for at inddrive værdier fra sikrede lån til virksomheder og iværksættere (K1 2018), idet de samtidig er i overensstemmelse med og supplerer Kommissionens forslag fra november 2016 om førinsolvens-/rekonstruktionssystemernes effektive funktion, og den vil gøre sit yderste for at støtte medlovgiverne, så de kan prioritere at nå til enighed om dette forslag.**

#### **4.5. Styrke EU's førerstilling inden for bæredygtig investering**

Både FN's dagsorden for bæredygtig udvikling 2030<sup>24</sup> og Parisaftalen gør det klart, at en reform af det finansielle system er afgørende for at styre vores økonomi ind på en bæredygtig vækstkurs. En omlægning af de private kapitalstrømme til mere bæredygtige investeringer kræver en omfattende og grundig nytænkning af vores finansielle ramme.

Langsigtede investeringsbeslutninger bør omfatte større risici og afkast, herunder vedrørende miljømæssige omkostninger eller andre omkostninger for samfundet.

Det er også afgørende for et stabilt finansielt system at håndtere risici i forbindelse med klimaet og miljøet. Med henblik herpå har Kommissionen nedsat en ekspertgruppe på højt niveau om bæredygtig finansiering, der skal udforme et europæisk politisk program. Gruppen vil offentliggøre sine henstillinger om en overordnet og sammenhængende EU-strategi vedrørende bæredygtig finansiering i december 2017.

De finansielle markeder bliver stadig bedre til at skelne mellem bæredygtige investeringer og andre investeringer. Grønne obligationer er i front. Fonde med sigte på sociale resultater og udformning og sammenlægning af realkreditlån baseret på energieffektivitet er yderligere eksempler på dette. Den positive udvikling på disse markeder bør støttes gennem foranstaltninger på EU-niveau for at forbedre tilliden til projekternes gennemførelse, offentliggørelse og mærkning, og der bør gives passende lovgivningsmæssig anerkendelse af enhver konstateret forbedring af afkastet på disse aktiver.

Kommissionen vil snart offentliggøre ikkebindende retningslinjer, der vil give virksomheder en principbaseret metode, der kan hjælpe dem med at opfylde de

<sup>24</sup> [FN-resolution A/RES/70/1](#).

eksisterende ikkefinansielle indberetningskrav i EU. Disse retningslinjer bygger på rammer på sektorniveau eller tematiske rammer som f.eks. de kommende henstillinger fra FSB's taskforce om klimarelaterede finansielle oplysninger (TCFD), der kan være nyttige i forbindelse med offentliggørelse af ikkefinansielle oplysninger.

I forbindelse med den offentlige høring om midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen blev Kommissionen opfordret til at overveje foranstaltninger, der kan iværksættes allerede nu for at indlede recalibreringen af EU's finanspolitiske rammer. Eksempler på de konstaterede problemer er bl.a.:

- præcisering af, at kapitalejeres og kapitalforvalteres betroede opgaver omfatter integration af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige aspekter i beslutningsprocessen
- sikring af, at bæredygtighed indtager en mere central plads i forvaltningen af virksomhederne
- fremme af bedre integration af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige resultater ved udstedervurderinger og de vigtigste benchmarks.

Ved revisionen af Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSI) sættes der også øget fokus på opfyldelsen af EU's sociale og miljømæssige mål. Privat kapital, finansiering fra EFSI og andre EU-fonde bør kombineres på en effektiv måde for at flytte investeringer i retning af disse positive sociale og miljømæssige eksterne virkninger, hvilket også bidrager til at opfylde målene i den nye europæiske søjle for sociale rettigheder<sup>25</sup>.

#### **Prioriteret foranstaltning 6**

**Kommissionen træffer senest i første kvartal af 2018 afgørelse om den konkrete opfølgning på henstillingerne fra den højtstående ekspertgruppe om bæredygtig finansiering. Den skal navnlig allerede nu igangsætte arbejdet med at forberede foranstaltninger til forbedring af åbenheden og bedre integration af bæredygtighed samt miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige aspekter i vurderingsmetoder og tilsynsprocesser samt i investeringsmandater for institutionelle investorer og kapitalforvaltere. Den vil også udvikle en strategi for medtagelse af bæredygtighedsovervejelser i kommende revisioner af den finansielle lovgivning.**

#### **4.6. Investeringer på tværs af grænserne**

Investeringsfonde i EU er stadig små og mindre omkostningseffektive end i visse andre jurisdiktioner, og fondenes geografiske placering er fortsat begrænset. De oplysninger, der indkom under den offentlige høring, viser, at en væsentlig årsag hertil er manglen på harmonisering af regler og tilsyn, herunder divergerende nationale krav vedrørende anvendelse af markedsføringspas i henhold til direktivet om investeringsinstitutter og direktivet om FAIF. En bedre grænseoverskridende fordeling og navnlig digital fordeling på tværs af grænserne vil give fondene mulighed for at vokse, en mere effektiv fordeling af kapital i hele EU og mulighed for at konkurrere på de nationale markeder med henblik på at levere større værdi og mere innovation.

<sup>25</sup> [Meddelelse fra Kommissionen om oprettelse af en europæisk søjle for sociale rettigheder, COM/2017/0250 final](#), 26.04.2017.



Hindringerne for investeringsfondens fordeling på tværs af grænserne er også blevet kortlagt af Kommissionen og en ekspertgruppe bestående af repræsentanter for medlemsstaterne. Resultatet var en køreplan med foranstaltninger, som medlemsstaterne tilsluttede sig i maj 2017, der skal afhjælpe de første hindringer, man har identificeret, og give mulighed for at finde frem til og fjerne andre potentielle hindringer på områder af relevans for kapitalmarkedsunionen.

Ud over investeringsforeninger indeholder køreplanen foranstaltninger på andre områder såsom kildeskatteprocedurer.

#### **Prioriteret foranstaltning 7**

**Kommissionen vil påbegynde en konsekvensanalyse med henblik på at overveje et eventuelt forslag til retsakt for at lette den grænseoverskridende fordeling af og tilsyn med investeringsinstitutter og AIF'er i første kvartal i 2018.**

Et stabilt investeringsklima er afgørende for at tilskynde til flere investeringer i EU. Større klarhed om de materielle EU-retlige standarder er særligt vigtig for EU-investorer, de nationale myndigheder, interessenterne og dommerne ved de nationale domstole. Dette bør sikre øget gennemsigtighed vedrørende den effektive beskyttelse af EU-investorers rettigheder på det indre marked.

I bilaterale investeringsaftaler mellem medlemsstaterne fastlægges der forskellige standarder for behandling af grænseoverskridende investeringer i det indre marked uden for EU's retlige ramme. De er uforenelige med EU-retten. Kommissionen har indledt en traktatbrudsprocedure i forbindelse med bilaterale investeringsaftaler inden for EU. Desuden vurderer Kommissionen også mulighederne for at etablere en ramme for udenretlig bilæggelse af investeringstvister.

#### **Prioriteret foranstaltning 8**

**I første kvartal af 2018 vil Kommissionen vedtage en fortolkningsmeddelelse med vejledning om de nuværende EU-regler for behandlingen af grænseoverskridende investeringer i EU.**

**Den vil også straks iværksætte en konsekvensanalyse med henblik på at fastlægge en passende ramme for udenretlig bilæggelse af investeringstvister.**

### **4.7. Støtte udviklingen af økosystemer på det lokale kapitalmarked**

Hvis den markedsbaserede finansiering skal være levedygtig og udgøre et bæredygtigt alternativ til bankernes udlån, skal kapitalmarkedsunionen opbygge de finansielle kredsløb, markedskonventionerne samt den tekniske og juridiske infrastruktur. Disse vil give markedsdeltagerne mulighed for at operere på lokalt, regionalt eller nationalt plan og for trygt at kunne foretage paneuropæiske transaktioner.

Kapitalmarkedernes modenhed varierer betydeligt landene imellem. Der er behov for at udvide kapitalmarkedernes geografiske rækkevidde, således at alle medlemsstater kan drage nytte af dybere og mere integrerede kapitalmarkeder. Her står medlemsstaterne i Central-, Øst- og Sydøsteuropa over for de største udfordringer.

Kommissionen arbejder aktivt med et stigende antal medlemsstater for at støtte udviklingen af lokale markeder og medvirke til at styrke kapitalmarkedernes økosystemer gennem teknisk bistand<sup>26</sup>.

Kommissionens drøftelser med Wien-initiativet, der støtter investeringer i og uden for Central-, Øst- og Sydøsteuropa, førte til nedsættelse af en arbejdsgruppe om kapitalmarkedsunionen i marts. Arbejdsgruppen udsender inden udgangen af 2017 en rapport, hvori man vil identificere de vigtigste arbejdsområder og foreslå løsninger til den fortsatte udvikling af kapitalmarkederne.

Kommissionen vil fortsat støtte bestræbelserne på at udvide den geografiske rækkevidde af kapitalmarkederne gennem nærhed og lokale løsninger til finansiering af SMV'er. Et centralt område for at nå disse mål er levering af teknisk bistand til medlemsstaterne gennem støtteprogrammet for strukturreformer. Programmet vil bidrage til institutionelle, administrative og væksthæmende strukturreformer i medlemsstaterne gennem støtte til de nationale myndigheder. Under programmet har Kommissionen hidtil modtaget over 50 anmodninger om teknisk bistand i den finansielle sektor fra 13 medlemsstater med kraftigt fokus på støtte til udvikling af kapitalmarkederne<sup>27</sup>.

#### **Prioriteret foranstaltning 9**

**I andet kvartal af 2018 vil Kommissionen foreslå en omfattende EU-strategi for foranstaltninger, der kan træffes på EU-plan, til støtte for lokal og regional udvikling af kapitalmarkederne i hele EU. Den baseres på rapporten fra Wien-initiativets arbejdsgruppe om kapitalmarkedsunionen og vil tage hensyn til erfaringerne ved i stigende grad at yde on-demand teknisk bistand under Kommissionens støtteprogram for strukturreformer.**

### **5. KONKLUSION: GENNEMFØRE EN REFORM MED VARIGE VIRKNINGER**

Kapitalmarkedsunionen har til formål at skabe de rette forudsætninger for, at nye former for finansiering kan udvikles og styrkes for virksomheder, navnlig små virksomheder, og for langsigtede infrastrukturinvesteringer. Den sigter mod at anvende finansielle nyskabelser til at slå bro over informationskløften mellem investorer og virksomheder samt tilbyde mere omkostningseffektive investeringsmuligheder for private investorer. Kapitalmarkedsunionen sigter også mod at mobilisere privat kapital til at finansiere bæredygtige investeringer ved at identificere metoder til indførelse af finansiell regulering, der fremskynder flytningen af privat kapital fra projekter, der ikke er bæredygtige miljømæssigt og socialt, til bæredygtige projekter.

Formålet med kapitalmarkedsunionen er at afhjælpe EU's økonomis afhængighed af banklån ved at stille et mere diversificeret system til rådighed, hvor finansiering fra andre kilder end banker effektivt supplerer det traditionelle bankvæsen.

<sup>26</sup> I samarbejde med Den Europæiske Investeringsbank ydede fi-compass støtte vedrørende finansielle instrumenter, der finansieres af de europæiske struktur- og investeringsfonde i 26 medlemsstater, herunder i Central-, Øst- og Sydøsteuropa.

<sup>27</sup> Disse anmodninger vedrører flere områder såsom lettere markedsadgang, mulighed for virksomhedsudvikling i vækstfasen, alternativ finansiering af modne virksomheder (securitisering osv.) og finanstillsyn.

Dette vil betyde, at der bliver større beløb til rådighed til finansiering af EU's økonomi. Eftersom kapitalmarkedsunionen medfører en omfattende omlægning af EU's finansielle system, vil så gennemgribende strukturelle ændringer have brug for tid til at tage form og rodfæste sig.

En lovgivningsreform er kun en del af de ændringer, der behøves. Der er brug for tid til at opbygge de finansielle kredsløb, markedskonventioner og den tekniske og juridiske infrastruktur, der giver markedsdeltagerne mulighed for at foretage mere effektive transaktioner.

Kommissionen har konsekvent levet op til sine forpligtelser i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra september 2015 i henhold til den oprindelige tidsplan. Målet har været at skabe forandringer og derved sikre en mere udviklet og effektiv finansiering af kapitalmarkederne. Den har navnlig fremsat forslag med henblik på at udvikle markederne for venturekapital, gøre det nemmere og billigere for virksomheder at få adgang til offentlige markeder ved at revidere reglerne om prospekter, fjerne den skattemæssige præferencebehandling af gæld i forhold til egenkapital, fremme et sikkert og likvidt marked for securitisering og give iværksættere mulighed for rekonstruktion eller give dem en ny chance i tilfælde af konkurs. Kommissionen har også truffet foranstaltninger for at støtte infrastrukturinvesteringer fra forsikringselskaber og banker.

Som opfølgning på det omfattende forberedende arbejde, der blev annonceret i den oprindelige handlingsplan, vil Kommissionen snart fremsætte forslag om et enkelt, effektivt og konkurrencedygtigt personligt pensionsprodukt på EU-plan, om fjernelse af grænseoverskridende hindringer for ejerskab af værdipapirer og om covered bonds.

Blandt de nye prioriteringer i midtvejsevalueringen af kapitalmarkedsunionen vil Kommissionen søge at styrke tilsynsrammen for kapitalmarkeder, øge proportionaliteten af reglerne for mindre børsnoterede selskaber samt for investeringsselskaber, fjerne yderligere hindringer for grænseoverskridende investeringer, styrke EU's førerstilling inden for bæredygtig finansiering og fremme fintech.

Midtvejsevalueringen indeholder en omfattende reformdagsorden, således at byggestenene til kapitalmarkedsunionen kan være på plads i 2019. Dette vil forankre forudsætningerne for reformen af det finansielle system i EU, som indebærer en afbalancering af blandingen mellem bankfinansiering og andre former for finansiering.

Disse skridt vil også sikre, at EU's kapitalmarkeder kan reagere på nye udfordringer, herunder Det Forenede Kongeriges udtræden af det indre marked.

Kapitalmarkedsunionens succes vil afhænge af omfanget af de politiske tilsagn fra Europa-Parlamentet og medlemsstaterne, samt hvordan markedsdeltagere gør brug af byggestenene. Branchen skal spille sin rolle med at genskabe tilliden hos deres kunder og tilliden til kapitalmarkederne over hele EU.

Kommissionen vil regelmæssigt aflægge rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om sine fremskridt. Disse rapporter skal danne grundlag for en styrket dialog mellem institutionerne for at sikre, at der sker væsentlige fremskridt vedrørende de foreslåede prioriterede foranstaltninger i den nuværende mandatperiode.

## Bilag – fuldstændig oversigt over byggestenene til kapitalmarkedsunionen, der skal være på plads i 2019

Dette bilag indeholder en oversigt over de foranstaltninger, der tager sigte på at indføre byggestenene til kapitalmarkedsunionen inden 2019. Det indeholder de prioriterede foranstaltninger fra midtvejsevalueringen, opfølgning på eksisterende forpligtelser og en række nye foranstaltninger.

Yderligere oplysninger om alle disse foranstaltninger findes i arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene (Economic Analysis), der ledsager denne meddelelse. Nedenstående tabeller viser også – hvor det allerede ligger fast – hvorvidt en foranstaltning har form af et **forslag til retsakt (R)**, en **foranstaltning på niveau 2 (N2)**, en **ikke-lovgivningsmæssig foranstaltning (IL)** eller en **meddelelse fra Kommissionen (M)**.

<b>STYRKELSE AF KAPACITETEN PÅ EU'S KAPITALMARKEDER</b>			
<b>Tilsyn</b>	<b>Foreslå ændringer af ESMA og de øvrige europæiske tilsynsmyndigheder for at fremme effektiviteten af konsekvent tilsyn i og uden for EU (prioriteret foranstaltning 1)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning (R)</b>	3. kvartal 2017
<b>Udvikle lokale og regionale kapitalmarkeder</b>	<b>Samlet EU-strategi for udvikling af lokale og regionale kapitalmarkeder over hele EU (prioriteret foranstaltning 9)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning (IL)</b>	2. kvartal 2018

<b>FINANSIERING AF INNOVATION, NYSTARTEDE VIRKSOMHEDER OG IKKEBØRSNOTEREDE VIRKSOMHEDER</b>			
<b>Innovative virksomhedsfinansieringsplatforme</b>	<b>Vurdere mulighederne for en EU-ramme for licenser og pasordninger i forbindelse med fintech-aktiviteter (prioriteret foranstaltning 4)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	4. kvartal 2017
	Rapport om bedste praksis vedrørende supply chain-finansiering	Ny foranstaltning (IL)	4. kvartal 2018
<b>Venturekapital og business angels</b>	God praksis med hensyn til skatteincitamenter til venturekapital og business angel-investeringer	Opfølgning (IL)	2017-18
<b>Private investeringer</b>	Henstilling om fremme af bedste praksis	Opfølgning (IL)	4. kvartal 2017
<b>Informationsbarrierer for SMV-finansiering</b>	Udvælgelse af forslag efter indkaldelse af forslag til finansiering af projekter til kapacitetsopbygning under Horisont 2020-programmet.	Opfølgning (IL)	4. kvartal 2017

<b>LETTE VIRKSOMHEDERS ADGANG TIL OG MULIGHED FOR AT REJSE KAPITAL PÅ OFFENTLIGE MARKEDER</b>			
<b>Prospekter for offentlige udbud</b>	Gennemførelsesforanstaltninger	Opfølgning (N2)	2018-2019

**LETTE VIRKSOMHEDERS ADGANG TIL OG MULIGHED FOR AT REJSE KAPITAL PÅ OFFENTLIGE MARKEDER**

<b>Markederne for virksomhedsobligationer</b>	Meddelelse (køreplan) med forslag til en mulig opfølgning	Opfølgning (M)	4. kvartal 2017
<b>Pakke vedrørende børsnotering af SMV'er</b>	<b>Via en konsekvensanalyse undersøge , om målrettede ændringer af den relevante EU-lovgivning kan skabe en mere passende lovgivningsmæssig ramme til støtte for SMV'ers børsnotering på offentlige markeder (prioriteret foranstaltning 2)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	2. kvartal 2018
	Vurdering af virkningen af MiFID II niveau 2-regler på børsnoterede SMV'ers søgen efter egenkapital	Ny foranstaltning (IL)	1. kvartal 2019
	Overvåge fremskridtene med IASB's tilsagn om at forbedre offentliggørelsen, anvendeligheden og tilgængeligheden af IFRS	Opfølgning (IL)	I gang
	Udvikling af bedste praksis om medlemsstaternes anvendelse af EU-midler til delvis at finansiere omkostninger, der afholdes af SMV'er, når de søger om at få deres aktier optaget på de fremtidige SMV-vækstmarkeder.	Ny foranstaltning (IL)	2. kvartal 2018
<b>Forholdsmæssige tilsynskrav</b>	<b>Forslag til retsakt om at forbedre proportionaliteten af tilsynsregler for investeringsselskaber (prioriteret foranstaltning 3)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning (R)</b>	4. kvartal 2017

**INVESTERING PÅ LANG SIGT, INFRASTRUKTUR OG BÆREDYGTIGE INVESTERINGER**

<b>Langsigtet investering</b>	Vurdering af drivkræfterne for egenkapitalinvesteringer foretaget af forsikringsselskaber og pensionskasser	Ny foranstaltning (IL)	4. kvartal 2018
	Ændre den tilsynsmæssige behandling af privat egenkapital og privat virksomhedsgæld i Solvens II	Opfølgning (N2)	3. kvartal 2018
	Rapport om, hvorvidt den regnskabsmæssige behandling af egenkapitalinstrumenter i IFRS 9 er tilstrækkeligt gunstig til langsigtet finansiering.	Ny foranstaltning (IL)	2. kvartal 2018
<b>Investeringer i infrastruktur</b>	Foranstaltninger til gennemgang af kalibreringen af kapitalkravene for infrastrukturselskaber	Opfølgning (N2)	2. kvartal 2017
<b>Bæredygtige investeringer</b>	<b>Træffe afgørelse om den konkrete opfølgning af henstillingerne fra ekspertgruppen på højt plan om bæredygtig finansiering (prioriteret foranstaltning 6)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	1. kvartal 2018

**FREMME PRIVATE INVESTERINGER**

**FREMME PRIVATE INVESTERINGER**

<b>Personlige pensioner</b>	Forslag til retsakt om et europæisk personligt pensionsprodukt	Opfølgning (R)	2. kvartal 2017
<b>Markeder for detailinvesteringsprodukter</b>	Opfølgning på undersøgelsen om fordelingssystemer for detailinvesteringsprodukter i hele EU. Periodisk rapportering fra de europæiske tilsynsmyndigheder om omkostninger ved og udbyttet af de vigtigste kategorier af langsigtede detailinvesteringsprodukter og pensionsprodukter. Feasibilityundersøgelse om udviklingen af et centralt knudepunkt for oplysningspligt og dertil knyttede tjenester.	Opfølgning (IL)	2. kvartal 2018
<b>Inddragelse af private investorer</b>	Udvikle bedste praksis på grundlag af medlemsstaternes erfaringer med investeringsopsparing og en eksisterende undersøgelse om ordninger med medarbejderaktier	Ny foranstaltning (IL)	1. kvartal 2019

**STYRKE BANKERNES EVNE TIL AT UNDERSTØTTE ØKONOMIEN SOM HELHED**

<b>Bankernes markedsfinansiering</b>	Ændringer af Kommissionens delegerede forordning for at indføre en særlig tilsynsmæssig behandling af STS-securitisering i Solvens II	Opfølgning (N2)	I gang
	Forslag til retsakt om en EU-ramme for covered bonds	Opfølgning (R)	1. kvartal 2018
	Vurdere mulighederne for europæiske sikrede værdipapirer ("European Secured Notes") til SMV-lån og infrastrukturlån	Opfølgning	2. kvartal 2018
<b>Sekundære markeder for misligholdte lån</b>	<b>Fremlægge foranstaltninger til udvikling af et sekundært marked for misligholdte lån (prioriteret foranstaltning 5)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning (IL og R)</b>	4. kvartal 2017
	<b>Iværksætte en konsekvensanalyse med henblik på at overveje et muligt lovgivningsinitiativ for at styrke sikrede kreditorers mulighed for at hente værdier fra sikrede lån til virksomheder og iværksættere (prioriteret foranstaltning 5)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	1. kvartal 2018
	Benchmarkundersøgelse om de resultater, som bankerne oplever med nationale låneinddrivelsesordninger (herunder insolvens) i forbindelse med forvaltningen af misligholdte lån.	Opfølgning (IL)	4. kvartal 2017

**LETTE GRÆNSEOVERSKRIDENDE INVESTERINGER**

<b>Investeringsfonde</b>	<b>Konsekvensanalyse med henblik på at overveje et eventuelt forslag til retsakt for at lette grænseoverskridende fordeling af investeringsinstitutter og AIF'er (prioriteret foranstaltning 7)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	1. kvartal 2018
<b>Efterhandelsm</b>	Meddelelse (køreplan) for at afhjælpe de resterende	Opfølgning (M)	4. kvartal

<b>arkedsinfrastruktur</b>	Giovannini-hindringer og andre hindringer		2017
	Forslag til retsakt med angivelse af lovvalgsregler for så vidt angår virkningerne for tredjepart af transaktioner i værdipapirer og fordringer	Opfølgning (R)	4. kvartal 2017
<b>Beskatning</b>	Bedste praksis og adfærdskodeks for forenkling af kildeskatteprocedurerne med fokus på refusioner.	Opfølgning (IL)	4. kvartal 2017
	Undersøgelse af diskriminerende skattemæssige hindringer for grænseoverskridende investeringer foretaget af pensionsfonde og livsforsikringselskaber.	Opfølgning (IL)	4. kvartal 2017
<b>Selskabsledelse</b>	Lette den grænseoverskridende udøvelse af aktionærs rettigheder, herunder stemmeretten i forbindelse med gennemførelsen af direktivet om aktionærrettigheder 2, som blev offentliggjort den 20. maj 2017.	Ny foranstaltning (N2)	3. kvartal 2018
<b>Nationale hindringer for kapitalens frie bevægelighed</b>	Overvåge gennemførelsen af køreplanen for fjernelse af nationale hindringer for kapitalens frie bevægelighed og fortsætte drøftelserne med ekspertgruppen.	Opfølgning (IL)	I gang
<b>Stabiliteten i lovrammerne</b>	<b>Fortolkende meddelelse med vejledning om de nuværende standarder for behandlingen af grænseoverskridende investeringer i EU (prioriteret foranstaltning 8)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning (M)</b>	1. kvartal 2018
	<b>Konsekvensanalyse med henblik på at fastlægge en passende ramme for mindelig bilæggelse af investeringstvister (prioriteret foranstaltning 8)</b>	<b>Prioriteret foranstaltning</b>	3. kvartal 2017
<b>Fremme kapaciteten med hensyn til at bevare den finansielle stabilitet</b>	Sikre, at ESRB har kapacitet til at overvåge potentielle risici for den finansielle stabilitet i forbindelse med markedsbaseret finansiering.	Opfølgning (R)	3. kvartal 2017