



Bruxelles, den 30.9.2015  
COM(2015) 468 final

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

**Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion**

{SWD(2015) 183 final}  
{SWD(2015) 184 final}

## Indholdsfortegnelse

INDLEDNING .....	3
1. VEJEN TIL VÆKST – FINANSIERING AF INNOVATIONER, NYSTARTEDE VIRKSOMHEDER OG IKKE-NOTEREDE VIRKSOMHEDER .....	8
1.1. Finansiering i opstartsfasen .....	8
1.2. Den tidlige ekspansionsfase .....	9
1.3. Støtte til SMV'er, som søger finansiering .....	10
1.4. Lånoprettende fonde .....	11
1.5. Private investeringer .....	12
2. LETTE VIRKSOMHEDERS ADGANG TIL OG MULIGHED FOR AT REJSE KAPITAL PÅ OFFENTLIGE MARKEDER .....	13
3. INVESTERE PÅ LANG SIGT, INFRASTRUKTUR OG BÆREDYGTIGE INVESTERINGER .....	16
3.1. Forbedre investeringsklimaet gennem de retlige rammer .....	16
3.2. Støtte langsigtet finansiering og infrastrukturfinansiering .....	17
3.3. Kanalisere finansiering til miljømæssig bæredygtighed .....	18
3.4. Opfordring til indsendelse af dokumentation om gældende lovgivning .....	18
4. FREMME PRIVATE OG INSTITUTIONELLE INVESTERINGER .....	19
4.1. Private investorer .....	19
4.2. Institutionelle investorer .....	21
5. FORBEDRE BANKERNES EVNE TIL AT UNDERSTØTTE ØKONOMIEN SOM HELHED .....	23
6. LETTE GRÆNSEOVERSKRIDENDE INVESTERINGER .....	25
6.1. Retssikkerhed for og markedsinfrastruktur til grænseoverskridende investeringer .....	25
6.2. Fjerne nationale hindringer for grænseoverskridende investeringer .....	26
6.3. Fremme af finansiel stabilitet og tilsynsmæssig konvergens .....	28
6.4. Lette internationale investeringer .....	29
7. NÆSTE SKRIDT OG OVERVÅGNING .....	30

## INDLEDNING

Kommissionens første prioritet er at styrke Europas økonomi og fremme investeringerne for at skabe beskæftigelse. Den iværksatte investeringsplan til en værdi af 315 mia. EUR, som er blevet operationel allerede mindre end et år efter den nye Kommissions tiltrædelse, vil bidrage til at sætte gang i denne proces. For at øge investeringerne på lang sigt er der brug for mere robuste kapitalmarkeder. Disse vil kunne tilvejebringe nye finansieringskilder for virksomhederne, bidrage til at øge mulighederne for opsparerne og gøre økonomien mere modstandsdygtig. Derfor har kommissionsformand Jean-Claude Juncker erklæret oprettelsen af et ægte indre marked for kapital – en kapitalmarkedsunion for alle 28 medlemsstater – for en af sine vigtigste prioriteter.

Frie kapitalbevægelser er et af de grundlæggende principper, som EU blev bygget på. Trods de sidste 50 års fremskridt er Europas kapitalmarkeder stadig forholdsvis underudviklede og fragmenterede. Den europæiske økonomi er lige så stor som USA's, men Europas aktiemarkeder er mindre end halvt så store, og markederne for gældsinstrumenter er mindre end en tredjedel så store. Forskellen mellem medlemsstaterne indbyrdes er endog endnu større end mellem Europa og USA. Mere integrerede kapitalmarkeder vil medføre effektivitetsgevinster og understøtte Europas evne til at finansiere væksten.

En kapitalmarkedsunion vil styrke den tredje søjle i investeringsplanen for Europa. Den vil gavne alle 28 medlemsstater og samtidig styrke Den Økonomiske og Monetære Union ved at fremme den økonomiske konvergens og bidrage til at absorbere økonomiske chok i euroområdet, som anført i de fem formænds rapport om fuldførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union.

Mere robuste kapitalmarkeder vil supplere den stærke tradition i Europa for bankfinansiering og vil:

- **Tiltrække flere investeringer fra EU og resten af verden:** En kapitalmarkedsunion vil bidrage til at mobilisere kapital i Europa og kanalisere den ud til alle virksomheder, herunder SMV'er, og infrastrukturprojekter, som har behov herfor til at ekspandere og skabe job. Den vil give husholdningerne bedre muligheder for at nå deres mål for pensionstilværelsen.
- **Sikre en bedre sammenknytning af finansiering og investeringsprojekter i hele EU:** Medlemsstater med små markeder og højt vækstpotentiale har meget at vinde ved en bedre kanalisering af kapital og investering til deres projekter. Medlemsstater med mere udviklede kapitalmarkeder vil drage fordel af flere grænseoverskridende investerings- og opsparingsmuligheder.
- **Gøre det finansielle system mere stabilt:** Integrerede finansielle markeder og kapitalmarkeder vil bidrage til, at medlemsstaterne, og særlig dem inden for euroområdet, kan dele virkningerne af chok. Ved at åbne for en bredere vifte af finansieringskilder vil det bidrage til en bedre deling af finansielle risici og betyde, at EU's borgere og virksomheder bliver mindre sårbare over for udlånsstramninger i banksektoren. Mere udviklede aktiemarkeder vil desuden, i modsætning til øget gældssætning, muliggøre flere investeringer på lang sigt.
- **Uddybe den finansielle integration og øge konkurrencen:** Mere grænseoverskridende risikodeling, dybere og mere likvide markeder og diversificerede finansieringskilder vil

uddybe den finansielle integration, reducere omkostningerne og øge konkurrenceevnen i Europa.

Kort sagt: En kapitalmarkedsunion vil skabe en bedre forbindelse mellem opsparring og vækst. Den vil give opspare og investorer flere muligheder og bedre afkast. For virksomhederne vil den betyde et bredere udvalg af finansieringsmuligheder på forskellige stader i deres udvikling.

### **Hvorfor er det umagen værd?**

Nogle få eksempler illustrerer de potentielle fordele. Sammenlignet med USA modtager europæiske SMV'er fem gange færre midler fra kapitalmarkederne. Hvis vores venturekapitalmarkeder var lige så dybe, ville mere end 90 mia. EUR have været til rådighed for finansiering af virksomheder mellem 2009 og 2014. Og såfremt securitiseringer i EU igen – sikkert – kunne nå et omfang svarende til det gennemsnitlige udstedelsesniveau før krisen, ville bankerne kunne stille yderligere lån til rådighed for den private sektor for over 100 mia. EUR. Og såfremt securitiseringer for SMV'er kunne nå et omfang svarende til halvdelen af det, de havde på højdepunktet før krisen, ville det svare til 20 mia. EUR i yderligere finansiering. Også investeringsbehovene er store – f.eks. skønnes EU's overgang til lavemissionsøkonomi at kræve 200 mia. EUR i årlige investeringer<sup>1</sup>.

En kapitalmarkedsunion må forventes at bringe EU tættere på en situation, hvor eksempelvis SMV'er kan rejse kapital lige så let som store virksomheder, hvor investeringsomkostninger og adgang til investeringsprodukter konvergerer i hele EU, hvor opnåelse af finansiering over kapitalmarkederne bliver stadig enklere, og hvor opnåelse af finansiering i en anden medlemsstat ikke besværliggøres af unødvendige juridiske eller tilsynsmæssige hindringer.

### **En handlingsplan for kapitalmarkedsunionen**

Kommissionen har modtaget over 700 svar på høringen, som startede i februar. Svarene har generelt støttet etableringen af en kapitalmarkedsunion, og Europa-Parlamentet<sup>2</sup> og Rådet<sup>3</sup> har begge bekræftet deres stærke opbakning til en trinvis tilgang samt rigtigheden af at fokusere på de problemer, der blev identificeret i forbindelse med høringen.

En kapitalmarkedsunion kan ikke etableres gennem et enkelt tiltag. I stedet vil der være en række skridt, hvis samlede virkning vil være betydelig. Kommissionen vil arbejde videre med tiltag, som kan afhjælpe de barrierer, der står mellem investorernes penge og investeringsmulighederne, og fjerne de hindringer, som afskærer virksomhederne fra at nå investorerne. Systemet til kanalisering af disse midler vil blive gjort så effektivt som muligt, både nationalt og på tværs af grænserne.

Da en tættere integration af kapitalmarkederne og en gradvis fjernelse af de tilbageværende nationale barrierer kan skabe nye risici for den finansielle stabilitet, vil vi understøtte tiltag, som kan øge den tilsynsmæssige konvergens, således at reguleringsmyndighederne for kapitalmarkederne handler på en ensartet måde, og styrke de eksisterende værktøjer til forsigtig styring af systemiske risici.

---

<sup>1</sup> PRIMES, 2030 konsekvensanalyse.

<sup>2</sup> Europa-Parlamentets beslutning om etablering af en kapitalmarkedsunion (2015/2634(RSP)).

<sup>3</sup> [Rådet for Den Europæiske Unions konklusioner](#) om en kapitalmarkedsunion af 19. juni.

På baggrund af svarene og sin egen analyse vil Kommissionen arbejde videre med tiltag på følgende prioriterede områder:

### **Tilvejebringe et bredere udvalg af finansieringsmuligheder for europæiske virksomheder og SMV'er**

Barrierer i forbindelse med europæiske virksomheders opnåelse af finansiering over kapitalmarkederne findes på hvert trin af finansieringstrappen og på de offentlige markeder. Disse barrierer begrænser mindre virksomheders muligheder for at rejse egen- og fremmedkapital. Kommissionen vil:

- Modernisere prospektdirektivet for at gøre det mindre omkostningstungt for virksomhederne at rejse kapital på de offentlige markeder, gennemgå de reguleringsmæssige hindringer for små virksomheders notering på markederne for egen- og fremmedkapital og støtte små virksomheders notering ved hjælp af europæiske rådgivningsstrukturer
- Iværksætte en pakke af tiltag for at støtte finansiering med venturekapital og egenkapital i EU, herunder katalysere private investeringer, som anvender EU-ressourcer, gennem paneuropæiske funds of funds, igangsætte en reguleringsmæssig reform og fremme bedste praksis med hensyn til skatteincitament
- Fremme innovative former for virksomhedsfinansiering såsom crowdfunding, private investeringer og lånoprettende fonde og samtidig bevare investorbeskyttelsen og den finansielle stabilitet samt
- Undersøge måder for etablering af en paneuropæisk tilgang, som bedre vil kunne sammenknytte SMV'er med en række finansieringskilder.

### **Sikre hensigtsmæssige reguleringsmæssige rammer for langsigtet investering i og finansiering af europæisk infrastruktur**

I Europa er der behov for langsigtede bæredygtige nyinvesteringer i stor skala for at opretholde og forbedre konkurrenceevnen. Offentlig støtte gennem tiltag såsom investeringsplanen for Europa med et budget på 315 mia. EUR kan hjælpe, men yderligere initiativer er nødvendige for at tiltrække private investeringer på lang sigt. Kommissionen vil:

- Gennemføre en hurtig revision af kalibreringerne i Solvens II, så den sande risiko ved infrastrukturinvesteringer bedre afspejles, og herefter gennemgå behandlingen af bankers eksponering mod infrastruktur i henhold til kapitalkravsforordningen samt
- På baggrund af Kommissionens initiativ om bedre lovgivning og det arbejde, der påbegyndtes i Europa-Parlamentet i 2013 vedrørende sammenhængen i EU's lovgivning om finansielle tjenesteydelser, vurdere den samlede virkning af tidligere reguleringsmæssige reformer for at sikre sammenhæng og konsekvens.

### **Øge private og institutionelle investorers investeringer og valgmuligheder**

Privat opsparing, som direkte eller indirekte placeres gennem kapitalforvaltere, livsforsikringselskaber og pensionsfonde, er nøglen til at åbne op for kapitalmarkederne. Høringen viste, at større investortillid, gennemsigtighed, sikkerhed og valgmuligheder kan bane vejen for de rigtige investeringer i forbindelse med private investorers opsparing til

fremtiden. Europas kapitalforvaltningssektor fungerer generelt godt, men der skal gøres mere for at styrke pasordningen og den grænseoverskridende konkurrence. Kommissionen vil:

- Finde løsninger, som skal øge valgmulighederne og konkurrencen inden for grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser i detailledet og forsikring gennem en grønbog, som offentliggøres senere i år. Den vil også vurdere regelsættet for private investeringer og i den forbindelse særlig se på mulighederne for at forbedre gennemsigtigheden og kvaliteten af samt adgangen til investeringsrådgivning på baggrund af det stigende onlineudbud
- Finde løsninger, som skal øge valgmulighederne inden for pensionsopsparing og etablere et EU-marked for personlige private pensioner, som pensionsudbydere kan vælge at anvende ved udbud af private pensionsordninger i hele EU, samt
- Tilvejebringe et effektivt europæisk fondspas, som fjerner grænseoverskridende gebyrer og barrierer for forøgelse af konkurrence og forbrugervalgmuligheder.

### **Forbedre bankernes udlånskapacitet**

Som långivere til en stor del af økonomien og formidlere på kapitalmarkederne spiller bankerne en central rolle i kapitalmarkedsunionen. Bankerne har tætte lokale forbindelser og viden om de lokale forhold. Banklån vil for mange virksomheder fortsat være den vigtigste finansieringskilde sammen med kapitalmarkederne. Kommissionen vil:

- Genopbygge simple, transparente og standardiserede europæiske securitiseringer for at frigøre kapacitet på bankernes balancer og give adgang til investeringsmuligheder for langsigtede investorer
- Undersøge, om alle medlemsstater kan drage fordel af, at lokale låneforeninger ("local credit unions") opererer uden for EU's regelsæt om kapitalkrav for banker
- Vurdere, om og hvordan der kan etableres en paneuropæisk ramme for covered bonds baseret på velfungerende nationale ordninger, og undersøge muligheden for lignende finansieringsredskaber i forbindelse med SMV-lån.

### **Fjerne grænseoverskridende barrierer og udvikle kapitalmarkederne for alle 28 medlemsstater**

Trods de seneste årtiers fremskridt med at udvikle et indre marked for kapital er der stadig mange hindringer for grænseoverskridende investeringer. Disse spænder fra hindringer, som udspringer af national lovgivning på insolvens-, skatte og værdipapirområdet, til hindringer, som opstår på grund af en fragmenteret markedsinfrastruktur. Vi vil derfor:

- Gennemføre en høring om de vigtigste hindringer på insolvensområdet og arbejde videre med et lovgivningsinitiativ om virksomheders insolvens som led i bestræbelserne på at afhjælpe de væsentligste barrierer for frie kapitalbevægelser, idet vi bygger på velfungerende nationale ordninger
- Håndtere den ejendomsretlige usikkerhed vedrørende værdipapirer og stræbe efter forbedringer af ordningerne for clearing og afvikling af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner

- Støtte udviklingen af kapitalmarkederne i alle 28 medlemsstater som led i det europæiske semester og ved at tilbyde medlemsstaterne skræddersyet støtte til at styrke den administrative kapacitet gennem Kommissionens Strukturreformtjeneste
- Sammen med de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) udarbejde og gennemføre en strategi til styrkelse af den tilsynsmæssige konvergens og identificere områder, hvor en mere samlet tilgang kan bidrage til, at det indre marked for kapital kommer til at fungere bedre
- Trække på Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB's) kommende gennemgang og internationalt arbejde for at sikre, at de nationale og europæiske makrotilsynsmyndigheder er i besiddelse af redskaberne til at reagere hensigtsmæssigt på udviklingen på kapitalmarkederne.

Denne handlingsplan indeholder grundelementerne for etableringen af en velfungerende og integreret kapitalmarkedsunion omfattende alle medlemsstater senest i 2019. Der er tale om et langsigtet projekt, men vi vil handle hurtigt. Kommissionen vil vurdere resultaterne og revurdere prioriteterne i 2017.

Retningen, vi skal slå ind på, er klar: Vi skal opbygge et indre marked for kapital fra bunden, udpege hindringerne og fjerne dem én for én, skabe en følelse af dynamik og øge tilliden til investeringer i Europas fremtid. Frie kapitalbevægelser er et af de grundlæggende principper, som EU blev bygget på. Mere end 50 år efter Romtraktaten bør vi gribe denne mulighed for at gøre visionen til virkelighed.

## **1. VEJEN TIL VÆKST – FINANSIERING AF INNOVATIONER, NYSTARTEDE VIRKSOMHEDER OG IKKE-NOTEREDE VIRKSOMHEDER**

Nystartede virksomheder er afgørende som vækstmotorer i økonomien. Små og mellemstore virksomheder (SMV'er) beskæftiger to ud af tre personer og tegner sig for 58 cent ud af hver euros værditilvækst<sup>4</sup> i EU som helhed. Iværksættere med lovende forretningsplaner har behov for finansiering til at føre deres planer ud i livet. Succesfulde virksomheder har behov for kapital på attraktive vilkår til at finansiere deres fortsatte ekspansion. Finansieringsmulighederne for virksomheder i vækst, som søger at rejse egenkapital eller andre former for finansiering uden for banksektoren, er imidlertid ikke tilstrækkeligt udviklede i Europa. Dette gælder særlig for europæiske SMV'er, hvor mere end 75 % af den eksterne finansiering stammer fra banklån. En succesfuld kapitalmarkedsunion bør sikre en bredere vifte af finansieringsmuligheder for virksomheder i vækst. Disse muligheder bør være tilgængelige for iværksættere overalt i EU's 28 medlemsstater og på hvert trin af finansieringstrappen.

### **1.1. Finansiering i opstartsfasen**

Bankers tætte lokale netværk og forbindelser gør, at de kan formidle størstedelen af den eksterne finansiering til europæiske SMV'er. Som supplement hertil er der i de senere år opstået et stigende antal forskellige ikke-bankmæssige finansieringsmuligheder til hjælp for virksomhederne. Disse spænder fra udlåns- og donationsplatforme, fakturahandel og peer-to-peer-lån til investeringsbaseret crowdfunding eller støtte fra business angels.

Crowdfunding har f.eks. undergået en hastig udvikling i nogle medlemsstater. Der findes nu over 500 platforme, som udbyder en række tjenesteydelser i EU<sup>5</sup>. I betragtning af disse aktiviteter overvejende lokale karakter tages der i de medlemsstater, hvor hovedparten af crowdfundingaktiviteterne finder sted, initiativ til at præcisere betingelserne for denne nye forretningsmodel. Værdipapirbaserede crowdfundingplatforme kan tillades i henhold til direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) og nyde godt af adgangen til at udføre regulerede tjenester og aktiviteter i hele EU<sup>6</sup>. Der findes på nuværende tidspunkt ingen særlig EU-ramme for lånebaseret crowdfunding. EU bør finde en passende balance mellem målene for investorbekyttelse og fortsat vækst i crowdfundingaktiviteterne. Der er risiko for, at for tidlig regulering hindrer frem for at fremme væksten i denne hurtigt voksende og innovative finansieringsmulighed. Kommissionen har nedsat et interessentforum vedrørende crowdfunding for at støtte politikudviklingen på dette område og igangsat en undersøgelse for at indsamle og analysere data om crowdfundingmarkeder i hele EU og vurdere virkningen af national lovgivning. Kommissionen vil på baggrund af det igangværende arbejde<sup>7</sup> offentliggøre en rapport om udviklingen i europæisk crowdfunding.

**Kommissionen vil vurdere de nationale ordninger samt bedste praksis og overvåge udviklingen i crowdfundingsektoren. I forlængelse af denne vurdering vil Kommissionen afgøre, hvilke midler der bedst muliggør udviklingen af denne nye finansieringskilde i hele Unionen.**

<sup>4</sup> Europa-Kommissionen (2014), Annual Report on European SMEs: "A Partial and Fragile Recovery", s. 24.

<sup>5</sup> Skøn baseret på data fra 22 EU-medlemsstater fra 2014. Kilde: Crowdsurfer Ltd og Ernst & Young LLP, "Crowdfunding: Mapping EU markets and events study", 2015.

<sup>6</sup> Hvis crowdfundingplatformen er tilladt som investeringselskab og opfylder de relevante MiFID-krav.

<sup>7</sup> Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, "Opinion and Advice on investment-based crowdfunding", ESMA/2014/1378 og ESMA/1560 af 18.12.2014; "Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding", EBA/Op/2015/03 af 26.03.2015.



Business angel-investorer er ofte erfarne forretningsfolk, som er villige til at tilbyde finansiering og anden støtte til nystartede virksomheder. De er blevet en stadig vigtigere kilde til egenkapital i forbindelse med virksomhedsetableringen og i de tidligste faser af virksomhedens liv. De beløb, som investeres af europæiske business angels, er fortsat små<sup>8</sup> – 357 mio. EUR i 2013, hvoraf mere end halvdelen var koncentreret på kun tre EU-medlemsstater (UK, Spanien og Frankrig)<sup>9</sup>. Europa har behov for et tættere netværk af business angels, som kan operere grænseoverskridende i EU. Kommissionen vil fortsat støtte grænseoverskridende netværksdannelse og kapacitetsopbygning for business angels med særligt fokus på Central- og Østeuropa med henblik på at udvikle grænseoverskridende platforme og dermed knytte business angels sammen med innovative SMV'er og lette match funding.

## 1.2. Den tidlige ekspansionsfase

Hurtigt voksende firmaer med stort vækstpotentiale, men begrænset driftskapital, kan komme ud for udækkede finansieringsbehov i afgørende faser af deres vækst. Ofte kan kassekreditter eller kortfristede lånefaciliteter ikke alene imødekomme disse behov. Det fremgik af høringssvarene, at det er i ekspansionsfasen, at EU's finansielle system kommer mest til kort. Da disse firmaer har potentiale til at udvikle sig til store arbejdspladser i fremtiden, kan de forpassede muligheder for EU's samfund være meget store<sup>10</sup>.

Venturekapital spiller en vigtig rolle som vækststøtte og for iværksætteres muligheder for at rejse kapital i såvel Europa som tredjelande. Venturekapital er typisk langfristet (egen-) kapital, som kanaliseres gennem fonde, hvor investorinteresser puljes og risikoen spredes. EU's venturekapitalfonde er imidlertid fortsat forholdsvis små. Med en volumen på ca. 60 mio. EUR er den gennemsnitlige europæiske venturekapitalfond kun halvt så stor som i USA, og ca. 90 % af EU's venturekapitalinvesteringer er koncentreret på kun otte medlemsstater<sup>11</sup>. Offentlig deltagelse i risikodelingen kan medvirke til at øge europæiske venturekapitalfondes størrelse samt til, at branchen kan sætte sit fodaftryk overalt i de 28 medlemsstater, og kan fungere som katalysator for private investeringer og dermed bidrage til at fremme stordriftsfordele, diversificering og geografisk rækkevidde. Fremme af funds of funds kan særlig medvirke til at udvide viften af private investeringer i venturekapital ved at tiltrække institutionelle investorer.

Gennem EU-lovgivning er der blevet gjort forsøg på at etablere de reguleringsmæssige betingelser for en succesfuld venturekapitalsektor i EU. Særlig fastlægges der ved forordningen om europæiske venturekapitalfonde (EuVECA)<sup>12</sup> og forordningen om europæiske sociale iværksætterfonde (EuSEF)<sup>13</sup> betingelser for markedsføring af disse fonde

---

<sup>8</sup> Ikke alle investeringer foretaget af business angels er direkte målbare. Ifølge nogle skøn kan de samlede investeringer foretaget af business angels overstige venturekapitalinvesteringerne i visse europæiske lande med veludviklede business angel-markeder – se OECD (2011), "Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors".

<sup>9</sup> Kilde: EBAN, "Statistics Compendium", 2014. Data er tilgængelige fra 21 medlemsstater.

<sup>10</sup> Oplysninger fra 15 OECD-lande for 2001-11 viser, at unge virksomheder spiller en afgørende rolle for jobskabelsen. Unge virksomheder skaber systematisk flere jobs, end de nedlægger. Særlig tegner unge virksomheder med færre end 50 ansatte sig for ca. 11 % af beskæftigelsen og som helhed for mere end 33 % af den samlede jobskabelse i erhvervssektoren, hvorimod deres andel af jobnedlæggelserne er på omkring 17 %. (Kilde: OECD (2013), "Science, Technology and Industry Scoreboard").

<sup>11</sup> Kilde: Venturekapitalbrancheforeningen.

<sup>12</sup> Forordning (EU) nr. 345/2013.

<sup>13</sup> Forordning (EU) nr. 346/2013.

over for institutionelle investorer og privatpersoner med stor nettoformue i hele EU. Imidlertid er EuVECA- og EuSEF-passene på nuværende tidspunkt kun opnåelige for mindre fondsforvaltere, som forvalter aktivporteføljer på under 500 mio. EUR. Ændringer af disse forordninger kan fremme effektiviteten af passene ved eksempelvis at tillade forvaltere af større fonde at etablere og markedsføre EuVECA- og EuSEF-fonde og således reducere investeringsgrænsen for at tiltrække flere investorer og fremme grænseoverskridende markedsføring og investering.

Også skatteincitamerter kan anvendes til at støtte egenkapitalfinansiering, særlig i forhold til innovative og nystartede virksomheder<sup>14</sup>. Kommissionen vil undersøge, hvorledes nationale skatteincitamerter til venturekapital og business angels kan fremme investeringer i SMV'er og nystartede virksomheder og fremme bedste praksis i alle medlemsstater.

**Som supplement til den finansiering, der stilles til rådighed som venturekapital og til SMV'er under investeringsplanen, vil Kommissionen arbejde videre med en omfattende pakke af tiltag, som skal støtte finansiering med venturekapital og risikovillig kapital i EU. Denne vil omfatte en ændring af reglerne i EuVECA- og EuSEF-forordningerne samt forslag til en række paneuropæiske venturekapital-funds of funds og multinationale fonde støttet over EU's budget med henblik på at mobilisere privat kapital. Denne omfattende pakke vil også indeholde tiltag til fremme af bedste praksis med hensyn til skatteincitamerter.**

De offentlige myndigheder kan endvidere støtte finansieringsinstitutterne ved etableringen af erhvervsmæssige vækstfonde, som skal fremme egenkapital i SMV'er. Udveksling af bedste praksis blandt medlemsstaterne om, hvordan erhvervsmæssige vækstfonde bør etableres, kan udvide fordelene ved disse ordninger til at omfatte en bredere vifte af SMV'er. Kommissionen vil samarbejde med medlemsstaterne og tilsynsmyndighederne for at støtte udviklingen af branchestyrede erhvervsmæssige vækstfonde, som skal fremme egenkapital i SMV'er.

### **1.3. Støtte til SMV'er, som søger finansiering**

Informationskløften mellem SMV'er og investorer kan være en hindring for ikke-bankmæssig finansiering. Særlig søgeomkostningerne forhindrer potentielle investorer i at identificere og vurdere attraktive virksomheder, som de kan investere i. Der er behov for på den ene side at gøre små virksomheder med finansieringsbehov mere bevidste om de markedsbaserede finansieringsmuligheder, som står til deres rådighed, og på den anden side at gøre virksomhederne mere synlige for potentielle lokale og paneuropæiske investorer.

At gøre SMV'erne opmærksomme på udbuddet af markedsbaserede finansieringsmuligheder ved hjælp af en række offentlige og markedsbaserede midler er det første skridt. Denne formidling af information kunne starte med, at bankerne gav tilbagemelding til SMV'erne om årsagerne til afslag på ansøgninger om lån<sup>15</sup>, som i nogle tilfælde kan skyldes, at der findes andre mere velegnede finansieringsmuligheder.

---

<sup>14</sup> I Kommissionens statsstøtteretningslinjer for risikofinansiering præciseres de betingelser, på hvilke medlemsstaterne kan etablere ordninger til fremme af venturekapital, 2014/C 19/04.

<sup>15</sup> Som det pålægges dem i henhold til kapitalkravsforordningens artikel 431, stk. 4.

Desuden er der i en del medlemsstater<sup>16</sup> i stigende grad adgang til rådgivningsbistand gennem en række private og offentlige ordninger. Kommissionen vil lette udveksling af bedste praksis for at fremme udbuddet af effektive informations- og støttemuligheder rettet mod SMV'er, som søger markedsbaseret finansiering, i alle medlemsstater.

Denne lokale eller nationale infrastruktur til formidling af information om nye finansieringsmuligheder kunne være et grundelement i et informationssystem, som forbinder potentielle udbydere af ekstern finansiering med SMV'er i hele Europa. Grænseoverskridende forbindelser kan knytte de eksisterende nationale systemer, og dermed investorer og SMV'er i hele Europa, sammen. Et system, som sammenkobler nationale strukturer, ville bevare det lokalkendskab, som er vigtigt for SMV-segmentet, og gøre det muligt for SMV'er at stille vigtige oplysninger om finansiering og kredit til rådighed for investorer på europæisk plan. En betingelse for, at et sådant system kan skabe merværdi, er, at centrale oplysninger er tilstrækkeligt sammenlignelige, således at potentielle investorer i hele EU kan få et nøjagtigt og pålideligt indblik i SMV'ers økonomiske situation. SMV-deltagelse i dette system og tilvejebringelse af oplysninger skulle ske på frivillig basis. En nylig kortlægning<sup>17</sup> af kreditoplysninger om SMV'er foretaget af Kommissionen afslørede en høj grad af spredning i EU med hensyn til, hvilke oplysninger der deles af hvem, hvordan og med hvem. Standardisering af kreditoplysninger bliver nemmere med ECB's nye AnaCredit-database om selskabers lån, som bliver tilgængelig online i 2018.

**Kommissionen vil arbejde videre med en omfattende strategi for at fjerne informationsbarrierer, som forhindrer SMV'er og potentielle investorer i at identificere finansierings- eller investeringsmuligheder, ved:**

- **at samarbejde med europæiske banksammenslutninger og erhvervsorganisationer for at strukturere svarene fra banker, som har givet afslag på SMV'ers ansøgning om lån**
- **at samarbejde med Enterprise Europe-netværket om kortlægning af den eksisterende lokale eller nationale støtte- og rådgivningskapacitet i hele EU for at fremme bedste praksis for bistand til SMV'er, som kunne drage fordel af alternative finansieringsmuligheder**
- **på grundlag af det arbejde, der er udført af ECB og i medlemsstaterne, at undersøge, hvordan paneuropæiske informationssystemer, som forbinder de nationale systemer og dermed sammenknytter SMV'er, som efterspørger finansiering, og aktører, som udbyder finansiering, kan udvikles eller støttes, og om nødvendigt tage yderligere initiativer.**

#### **1.4. Lånoprettende fonde**

Store institutionelle investorer eller investeringsfonde kan investere i, eller direkte oprette lån (sometider i samarbejde med banker) til, mellemstore virksomheder og bidrage således til yderligere at diversificere kreditformidlingen og øge finansieringsmulighederne. Ved udgangen af 2014 havde 36 alternative långivere skønsvis afsluttet mere end 350 transaktioner på lige over to år. Handelsvolumen for "direct lending funds" i Europa steg med 43 % mellem 2013 og 2014. Der er nu 40 aktive "direct lending funds" (mod 18 rapporteret i

---

<sup>16</sup> Eksempelvis Aktiespararna (Sverige), Médiateur du Credit-ordningen (Frankrig), Better Business Finance (UK), Investomierz (Polen), Industrie- und Handelskammern (Tyskland).

<sup>17</sup> Se rapporten "European Financial Stability and Integration", april 2015, kapitel 7.

2012), og yderligere 81 nye fonde i markedet søger at rejse ca. 70 mia. EUR<sup>18</sup>. Området kan udvikle sig til en vigtig kilde til ikke-bankmæssig finansiering i fremtiden.

EuVECA og europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF'er)<sup>19</sup> kan i begrænset udstrækning oprette lån. Nogle medlemsstater har også indarbejdet de nævnte ordninger i deres nationale regelsæt for at indkredse de betingelser, hvorpå alternative investeringsfonde kan oprette lån. Dette medfører, at grænseoverskridende fonde skal overholde forskellige krav i forbindelse med deres lånoprettelsesaktiviteter. En reguleringsmæssig præcisering af behandlingen af lånoprettende fonde kunne fremme den grænseoverskridende udvikling og samtidig sikre, at de er hensigtsmæssigt reguleret ud fra hensyn om investorbekyttelse og finansiell stabilitet.

**Kommissionen vil samarbejde med medlemsstaterne og ESA'erne om at vurdere behovet for en koordineret tilgang til fondes oprettelse af lån og vurdere mulighederne for en fremtidig EU-ramme.**

## 1.5. Private investeringer

Europæiske virksomheder udtrykker i stigende grad interesse for at anvende markederne for "private investeringer" til at rejse kapital (typisk over 20 mio. EUR) gennem udstedelse af gældsinstrumenter til institutionelle eller andre erfarne investorer. På grund af det begrænsede antal og typen af investorer er denne finansieringskanal forbundet med lempeligere reguleringsmæssige krav<sup>20</sup>. Omfanget af private investeringer i Europa steg med ca. 30 % i 2014 – fra 13 mia. EUR i 2013 til 17 mia. EUR i 2014<sup>21</sup>. Europæiske virksomheder rejste imidlertid et endnu større beløb gennem private investeringer på de amerikanske markeder. I Europa er private investeringer desuden begrænset til et lille antal lande. Alt i alt taler disse forhold for, at der er et potentiale for yderligere udvikling af denne kanal i Europa. Kommissionen har tidligere peget på den begrænsede standardisering med hensyn til processer og dokumentation som hindring for yderligere udvikling. Kommissionen støtter derfor fuldt ud det arbejde, der er udført vedrørende disse forhold af ICMA<sup>22</sup> samt inden for rammerne af den tyske "Schuldschein"-ordning<sup>23</sup>, og vil søge at udnytte bedste praksis og fremme denne i hele EU gennem passende initiativer.

---

<sup>18</sup> Kilde: AIMA, "Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment", maj 2015.

<sup>19</sup> Forordning om europæiske langsigtede investeringsfonde, PE-CONS 97/14 af 20.3.2015.

<sup>20</sup> 52 % af de private investeringstransaktioner, undtagen dem på det tyske marked for gældsbeviser (Schuldscheine), er noteret. Kilde: "S&P First European Private Placement League Table", 2015.

<sup>21</sup> Kilde: S&P.

<sup>22</sup> I februar 2015 offentliggjorde ICMA "Pan-European Corporate Private Placement Guide". Heri tales der for anvendelsen af standardiseret dokumentation udarbejdet af "Loan Market Association" (underlagt engelsk ret) og Euro-PP-arbejdsgruppen (underlagt fransk ret). Dette initiativ har alene fokus på virksomhedsgæld.

<sup>23</sup> Eksempelvis har den tyske forsikringsbranche udarbejdet en enkel, af BaFin godkendt ordning, som gør det muligt for forsikringselskaber på en enkel måde at beregne et på forhånd fastlagt sæt af finansielle indikatorer til vurdering af kreditværdighed samt overholdelse af kapitalkrav for private investeringer.

## 2. LETTE VIRKSOMHEDERS ADGANG TIL OG MULIGHED FOR AT REJSE KAPITAL PÅ OFFENTLIGE MARKEDER

Offentligt udbudte gælds- eller egenkapitalinstrumenter er den vigtigste finansieringskilde for mellemstore og store virksomheder, som søger at rejse mere end 50 mio. EUR. De giver adgang til det bredeste spektrum af kapitaludbydere og tilbyder en exit-mulighed for privat egenkapital og business angels. Offentlige markeder er væsentlige for hurtigtvoksende mellemstore virksomheders overgang til at blive etablerede globale spillere. For eksempel har selskaber noteret på AIM-markedet<sup>24</sup> i gennemsnit udvist en omsætningsvækst på 37 % og en beskæftigelsesvækst på 20 % i året efter børsintroduktionen<sup>25</sup>. Effektive offentlige markeder er derfor et afgørende led i finansieringskæden.

Selv om de europæiske offentlige markeder for egenkapital- og gældsinstrumenter har udviklet sig betydeligt i de senere årtier, halter de stadig bagefter andre udviklede økonomier. Der tegner sig desuden et meget blandet billede fra medlemsstat til medlemsstat. Dette afspejler til dels virksomhedernes forskellige størrelse og finansieringsbehov samt familiemæssige præferencer for fortsat ejerskab til og kontrol med selskaberne<sup>26</sup>. Høringen om kapitalmarkedsunionen fremhævede imidlertid også en udbredt bekymring for, at EU's reguleringsmæssige rammer måske ikke virker befordrende for udviklingen af disse finansieringskanaler. I den nylige EU IPO-taskforce-rapport anslås eksempelvis alene noteringsafgifterne at udgøre 10-15 % ved børsintroduktioner med en transaktionsværdi på under 6 mio. EUR. For større transaktioner (50-100 mio. EUR) udgør disse afgifter til sammenligning 5-8 % af transaktionsværdien<sup>27</sup>. På nuværende tidspunkt anser mange SMV'er disse initiale (og de løbende) omkostninger ved noteringen for at veje tungere end fordelene ved en børsintroduktion<sup>28</sup>. Lavere adgangsomkostninger ville give flere virksomheder mulighed for at rejse kapital over de offentlige markeder<sup>29</sup>.

Porten til de offentlige markeder for virksomheder, som søger finansiering, er prospektet. Prospektet består af lovpligtige dokumenter, som giver alle de oplysninger om en virksomhed, som investorerne har behov for på et oplyst grundlag at kunne afgøre, om de vil investere eller ikke. Prospektkravene er blevet harmoniseret for at gøre det muligt at sammenligne investeringsmuligheder i hele EU. Men dokumenterne er omkostningstunge og byrdefulde at udarbejde, særlig for SMV'er, og når typisk et omfang på flere hundrede sider. For investorerne kan de være komplicerede og unødigt detaljerede, og det er svært at udlede de oplysninger, som er væsentlige for investeringen.

**Kommissionen vil modernisere prospektdirektivet<sup>30</sup>. Dette indebærer en opdatering af bestemmelserne om, hvornår et prospekt er påkrævet, og en forenkling af de krævede oplysninger og af godkendelsesprocessen og betyder, at der skabes en ordening, som reelt**

<sup>24</sup> En multilateral handelsfacilitet (MHF) på London Stock Exchange beregnet specielt for SMV'er.

<sup>25</sup> "Improving the market performance of business information regarding SMEs", ECSIP Consortium, 2013.

<sup>26</sup> I 2009 udgjorde familieejede virksomheder mere end 60 % af alle europæiske virksomheder. Kilde: Europa-Kommissionen, "Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies".

<sup>27</sup> "EU IPO Report" udgivet af European IPO Task Force (European Issuers, EVCA og FESE) den 23. marts 2015.

<sup>28</sup> Demarigny-rapporten, "An EU-listing Small Business Act", marts 2010.

<sup>29</sup> En nylig Oxera-undersøgelse viser, at den gennemsnitlige omkostning for investorer, som søger oplysninger om en investering, er 58 USD i USA mod 430 EUR i EU.

<sup>30</sup> Som led i Kommissionens Refitprogram til forenkling og reduktion af den reguleringsmæssige byrde.

**er hensigtsmæssig for SMV'er, der står foran at skulle udarbejde et prospekt og have adgang til kapitalmarkederne. Kommissionen vil også undersøge, hvordan SMV'er kan bistås i forbindelse med noteringsproceduren gennem europæiske rådgivningsstrukturer såsom Det Europæiske Centrum for Investeringsrådgivning.**

Ud over prospektet er der en række andre udfordringer i forbindelse med at rejse kapital offentligt. SMV-vækstmarkeder, som blev indført med MiFID II, vil fra 2017 tilbyde nye virksomheder en ramme, som giver dem mulighed for at forberede sig på en eventuel optagelse på en større børs. Skabelsen af dette særlige marked kan navnlig være relevant for lokale markeder, der udvikler sig, eller unge udstedere. For at høste det fulde udbytte af disse særlige platforme i kapitalmarkedsunionen vil Kommissionen via gennemførelsen af MiFID II sikre, at de krav, der gælder for dem, repræsenterer den rette balance mellem at tilvejebringe tilstrækkelig investorbekyttelse og at undgå unødige administrative byrder.

For investorer kan adgangen til hurtigtvoksende SMV'er på offentlige børser være tiltrækkende på grund af afkastmulighederne og diversificeringsfordelene. Ikke desto mindre kan mere mangelfulde oplysningskilder og lavere likviditet få dem til at tøve<sup>31</sup>. Høringssvarene fremhævede, at investeringsanalytikerens manglende undersøgelse af SMV'er<sup>32</sup> og fraværet af supplerende indberetningskrav er to store udfordringer for SMV'er, som forsøger at blive noteret på offentlige børser. Mange SMV'er, der handles på en multilateral handelsfacilitet (MHF), indberetter alene finansielle oplysninger på grundlag af nationale regnskabsstandarder, hvilket som følge af mangelen på sammenlignelighed ikke nødvendigvis er tilstrækkeligt til at opfylde internationale investorers krav. Sammen med International Accounting Standards Board (IASB) vil Kommissionen tillige undersøge muligheden for at udvikle en frivillig, skræddersyet regnskabsløsning, som kan anvendes af virksomheder, der handles på SMV-vækstmarkeder.

**Kommissionen vil gennemgå de reguleringsmæssige barrierer for små virksomheders notering på offentlige markeder og arbejde tæt sammen med de nye SMV-vækstmarkeder, jf. MiFID II, for at sikre, at de reguleringsmæssige rammer for disse "kuvøsemarkeder" opfylder deres formål.**

For større virksomheder er virksomhedsobligationer en vigtig mekanisme til at rejse fremmedkapital i større skala. Hjulpet af historisk lave renter omtrent fordobledes ikkefinansielle selskabers udstedelse af virksomhedsobligationer denomineret i euro mellem 2008 og 2014 til 340 mia. EUR<sup>33</sup>.

Trods det rekordagtige omfang af førstegangsudstedelser har nogle markedsdeltagere givet udtryk for bekymring over den begrænsede likviditet på de sekundære markeder, som gør det vanskeligt at handle ind og ud af disse instrumenter. Begrænset likviditet kan medføre højere illikviditetspræmier og højere låneomkostninger. Hvis lånevilkårene forringes, vil det hurtigt kunne medføre, at nogle virksomheder finder det vanskeligere at få adgang til fremmedkapital.

---

<sup>31</sup> Se Kommissionens undersøgelse på adressen: [http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item\\_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs](http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs).

<sup>32</sup> For eksempel fremgik det af APG's høringssvar, at 50 % af de SMV'er, der er noteret på Euronext i Amsterdam, Bruxelles, Paris og Lissabon, ikke har været genstand for finansielle analyser, og 16 % dækkes kun af én analytiker.

<sup>33</sup> Kilde: Bloomberg.

**Kommissionen vil se nærmere på, hvordan markederne for virksomhedsobligationer i EU fungerer, med fokus dels på, hvordan markedslikviditeten kan forbedres, dels på den mulige virkning af reguleringsmæssige reformer, markedsudviklingen og en frivillig standardisering af udbudsdokumentationen.**

Udarbejdelsen af konsolideret løbende handelsinformation for aktier fra 2017 og for aktielignende finansielle instrumenter fra 2018 som krævet i MiFID II vil gøre det nemmere for reguleringsmyndigheder og markedsdeltagere at få et bedre overblik over markedet, hvilket burde gøre EU's kapitalmarkeder mere attraktive som mål for investeringer. Kommissionen vil fortsat overvåge udviklingen på dette område.

Forskelle i den skattemæssige behandling af forskellige finansielle instrumenter kan hindre effektiv finansiering over kapitalmarkederne. Den fordelagtige skattemæssige behandling af gæld, som skyldes fradraget for rentebetalinger, sker på bekostning af andre finansielle instrumenter, særlig aktier. En afhjælpning af denne skattebetingede skævhed vil tilskynde til flere aktieinvesteringer og styrke virksomhedernes egenkapitalgrundlag. Endvidere er der oplagte fordele i form af finansiell stabilitet, eftersom virksomheder med et stærkere kapitalgrundlag er mindre sårbare over for chok. Dette gælder særlig bankerne.

**Som en del af det generelle arbejde med det fælles konsoliderede selskabsskattegrundlag (FKSSG), som vil resultere i udarbejdelsen af et nyt forslag i 2016, vil Kommissionen undersøge, hvordan skævheden mellem gæld og aktier kan afhjælpes.**

### 3. INVESTERE PÅ LANG SIGT, INFRASTRUKTUR OG BÆREDYGTIGE INVESTERINGER

Europa har et betydeligt behov for nye langsigtede og bæredygtige investeringer for at opretholde og forbedre konkurrenceevnen og omstille sig til en lavemissions- og ressourceeffektiv økonomi. Kapitalmarkedsunionen vil hjælpe investorer med at træffe investeringsbeslutninger på et oplyst grundlag og overvåge de relevante risici.

#### 3.1. Forbedre investeringsklimaet gennem de retlige rammer

De retlige rammer er en væsentlig faktor i forbindelse med investorernes beslutningstagning, særlig hvad angår langsigtede investeringer. Store institutionelle investorer er naturlige udbydere af sådanne midler. Forsikringsselskaber, pensionsfonde og de nyligt etablerede gældsfordele kan nyde godt af de stabile indtægtsstrømme fra infrastrukturforpligtelser, som matcher langfristede forpligtelser. Også nogle banker deltager aktivt i infrastrukturfinansiering ved siden af nationale erhvervsfremmende banker.

Indtil for nylig har fraværet af almindeligt anerkendte instrumenter til kapitalfremskaffelse og investering besværliggjort grænseoverskridende infrastrukturinvesteringer. Med den nyligt vedtagne forordning om europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF'er), som anvendes fra december 2015, skabes et nyt grænseoverskridende fondsinstrument for sådanne langsigtede projekter (f.eks. energi-, transport- og kommunikationsinfrastruktur samt industri- og servicefaciliteter og boliger). ELTIF-forordningen kombinerer fordelene ved en grænseoverskridende pasordning med muligheden for at rejse langsigtet kapital fra mindre investorer (lokale pensionsordninger, kommuner, virksomheders pensionsordninger osv.), herunder private investorer<sup>34</sup>. Forordningen giver kapitalforvaltere en ny mulighed for at give investorer adgang til et langt bredere spektrum af aktiver, herunder infrastruktur, end det havde været muligt under det tidligere regelsæt. Den nationale skattemæssige behandling vil være væsentlig for etableringen af ELTIF'er, og Kommissionen opfordrer medlemsstaterne til at give dem den samme skattemæssige behandling som tilsvarende nationale ordninger.

Et vigtigt reguleringsmæssigt spørgsmål drejer sig om, at der ikke findes en særlig og passende kalibreret formel til beregning af det lovbestemte kapitalgrundlag, som institutionelle investorer bør besidde til afdækning af infrastrukturinvesteringer. Kommissionen vil foreslå, at infrastrukturinvesteringer defineres som langsigtede forudsigelige pengestrømme, hvis risici kan identificeres, styres og overvåges korrekt af forsikringsselskaberne. Denne fælles definition vil betyde, at infrastruktur kan behandles som en særlig aktivklasse og muliggøre justeringer af lovrammen, hvis det er berettiget.

Også banker er fortsat vigtige i forbindelse med ydelse eller tilrettelæggelse af lån til infrastrukturprojekter. I juli 2015 offentliggjorde Kommissionen et høringsdokument om den mulige virkning af kapitalkravsforordningen (CRR)<sup>35</sup> og kapitalkravsdirektivet (CRD IV)<sup>36</sup> på bankernes udlån til økonomien, som også omfatter en gennemgang af bankernes kapitalkrav for langsigtet finansiering og infrastrukturfinansiering. Det er formålet hermed at opnå en

---

<sup>34</sup> Forvaltere, der har opnået tilladelse i henhold til FAIF-direktivet og er hjemmehørende i EU, kan drive disse fonde med henblik på investeringer i langsigtede, illikvide eller vanskeligt salgbare aktiver såsom infrastrukturprojekter og SMV'er, som har behov for stabil finansiering i en årrække. Til gengæld vil disse aktiver sandsynligvis afkaste en "illikviditetspræmie" i form af højere eller mere stabile afkast som kompensation for, at investorerne ikke kan få deres penge inden et på forhånd fastsat tidspunkt.

<sup>35</sup> Forordning (EU) nr. 575/2013.

<sup>36</sup> Direktiv 2013/36/EU.



bedre forståelse af virkningen af de nye regler om kapitalkrav på udbuddet af finansiering til infrastruktur- og andre investeringer, som understøtter bæredygtig langsigtet vækst.

**For at lette finansieringen af infrastruktur og bæredygtige langsigtede investeringer i Europa fremlægger Kommissionen reviderede kalibreringer i Solvens II, som skal sikre, at forsikringselskaber omfattes af en reguleringsmæssig behandling, som bedre afspejler risikoen ved infrastruktur- og ELTIF-investeringer. Kommissionen vil afslutte gennemgangen af CRR og ændre infrastrukturkalibreringerne, hvis det er relevant.**

### **3.2. Støtte langsigtet finansiering og infrastrukturfinansiering**

Krisens omfang og genopretningens karakter har givet et stort efterslæb med hensyn til infrastrukturinvesteringer i EU's økonomi. Den Europæiske Investeringsbank (EIB) skønner, at det samlede behov for infrastrukturinvesteringer i EU kan nå op på 2 000 mia. EUR i perioden frem til 2020<sup>37</sup>.

Institutionelle og andre private investorer kan være en væsentlig kilde til finansiering af infrastrukturinvesteringer, da denne form for investeringer er forbundet med stabile afkast og forholdsvis robuste kreditresultater<sup>38</sup>. Der er tegn på, at disse investorer i stigende grad søger at investere i infrastrukturprojekter. I forbindelse med de mest ambitiøse, langsigtede og transformativt projekter er der ofte behov for offentlig intervention for at kickstarte processen<sup>39</sup>.

Under investeringsplanen vil Den Europæiske Fond for Strategiske Investeringer (EFSD) mobilisere for 315 mia. EUR yderligere nyinvesteringer i EU mellem 2015 og 2017 – hvoraf 240 mia. EUR kanaliseres til infrastruktur- og innovationsprojekter. Den Europæiske Portal for Investeringsprojekter vil gøre det muligt for EU-baserede projektledere at komme i forbindelse med hinanden og udveksle deres investeringsprojekter og idéer med potentielle investorer, og Det Europæisk Centrum for Investeringsrådgivning (EIAH) vil udgøre en fælles indgang til rådgivning og vejledning, som støtter infrastrukturinvesteringer i EU.

Den nye Europæiske Fond for Strategiske Investeringer tilbyder, om muligt sammen med europæiske struktur- og investeringsfonde (ESI-fonde), en vifte af finansieringsmuligheder og muligheder for risikodeling gennem anvendelsen af innovative finansieringsinstrumenter såsom investeringsplatforme eller fonde. Anvendelsen af investeringsfondstrukturer, herunder de muligheder, ELTIF'er giver for at rejse kapital fra den privat investerende offentlighed, eller investeringsplatforme under EFSD, gør det muligt at kombinere offentlige og private ressourcer og kan medføre bedre risiko/afkast-udsigter.

Med hensyn til EFSD vil Kommissionen og Den Europæiske Investeringsbank tilbyde vejledning om de krav, saminvesteringsstrukturerne skal opfylde for at være berettiget til støtte fra fonden. Der tilbydes desuden teknisk bistand under EIAH til investorer, som ønsker at undersøge anvendelsen af sådanne strukturer. Derudover er Kommissionen rede til at

---

<sup>37</sup> Se EIB-arbejdsrapport 2013/02, "Private Infrastructure Finance and Investment in Europe", side 11.

<sup>38</sup> En global undersøgelse af misligholdelses- og inddrivelsesrater mellem 1983 og 2012 gennemført af Moody's viser, at den kumulerede misligholdelsesrate for infrastruktursektoren er på 6,6 % set over en tiårig periode. Dette er lavere end for banklån til projektf finansiering. Inddrivelsesraten for misligholdte infrastrukturudlån er desuden høj (op til 80 %).

<sup>39</sup> I 2013 androg de samlede offentlige infrastrukturinvesteringer for EU-28 eksempelvis 450 mia. EUR. Af dette beløb udgjorde offentlige investeringer 90 % og private investeringer (herunder offentlig-private partnerskaber) ca. 10 % ifølge EIB-arbejdsrapport 2013/02, side 7.

samarbejde med private investorer for at støtte pooling af private ressourcer og EU-ressourcer for at øge finansieringen til infrastrukturinvesteringer og bæredygtig vækst.

### **3.3. Kanalisere finansiering til miljømæssig bæredygtighed**

Effektive kapitalmarkeder kan hjælpe investorer med at træffe investeringsbeslutninger på et oplyst grundlag samt at analysere og prissætte langsigtede risici og muligheder, som opstår under udviklingen hen imod en bæredygtig og klimavenlig økonomi. Dette skift i investeringerne kan bidrage til opfyldelsen af de klima- og energipolitiske målsætninger for 2030 samt EU's forpligtelser vedrørende målene for bæredygtig udvikling. Særlig den nylige fremkomst af obligationer baseret på ESG-kriterier ("Environmental, Social and Governance bonds") kan bidrage til at kanalisere kapital til bæredygtige investeringer. I 2014 sås en eksponentiel vækst i udstedelsen af grønne obligationer – 35 mia. EUR sammenlignet med 8 mia. EUR i 2013 og mindre end 1 mia. EUR i 2012. Dette markeds hastige vækst ledsages af en markedsdrevet standardiseringsproces, der tager hensyn til kriterier for udvælgelse af projekter, som er udviklet af internationale finansielle institutioner, bl.a. Verdensbanken, EIB og Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling (EBRD). Markedsdeltagerne er i øjeblikket ved at udvikle frivillige retningslinjer, der kaldes "principper for grønne obligationer", for at fremme gennemsigtighed og integritet i forbindelse med udviklingen af markedet for grønne obligationer og præcisere, hvad der kvalificerer en udstedelse til betegnelsen "grøn obligation". Kommissionen vil fortsat vurdere og støtte denne og andre udviklingstendenser inden for investeringer baseret på ESG-kriterier samt overvåge behovet for standarder for grønne EU-obligationer for at hjælpe investorerne med at drage fordel af en mere langsigtet, bæredygtig tilgang til investeringsbeslutninger.

### **3.4. Opfordring til indsendelse af dokumentation om gældende lovgivning**

EU har som del af en international konsensus taget væsentlige skridt til at genetablere den finansielle stabilitet og den offentlige tillid til det finansielle system. Det er vigtigt, at EU's lovgivning finder den rette balance mellem nedbringelse af risiko og skabelse af vækst og ikke medfører nye utilsigtede hindringer. Kommissionen iværksætter derfor sideløbende med denne handlingsplan en omfattende gennemgang af den finansielle lovgivning, der blev vedtaget som svar på finanskrisen, med henblik på at undersøge dens samlede virkning og sammenhæng. Formålet med denne gennemgang er at vurdere det gældende regelsæts overordnede sammenhæng. I betragtning af det store antal retsakter, der er blevet vedtaget i de senere år, og det omfattende samspil mellem disse, er der risiko for, at lovgivningen i sin helhed har nogle utilsigtede virkninger, som ikke opfanges i de sektorspecifikke gennemgange. Reguleringsmæssig konsekvens, sammenhæng og sikkerhed er vigtige faktorer i forbindelse med investorernes beslutningstagning. Hvis der fremlægges klar dokumentation, som kan begrunde specifikke og målrettede ændringer, kan dette bidrage yderligere til at forbedre investeringsklimaet og opfylde målene for kapitalmarkedsunionen.

**På grundlag af det arbejde, der er udført af Europa-Parlamentet og internationale organer såsom Rådet for Finansiell Stabilitet og Baselkomitéen for Banktilsyn, opfordrer Kommissionen i dag til at indsende dokumentation med henblik på at evaluere samspillet mellem reglerne og den samlede virkning af den finansielle reform på investeringsklimaet.**

## 4. FREMME PRIVATE OG INSTITUTIONELLE INVESTERINGER

Kapitalmarkedsunionen sigter mod en bedre udnyttelse af europæisk opsparing, mod mere effektivt at matche opsparende og låntagere og mod at lade EU's økonomi<sup>40</sup> skabe bedre resultater. Større investortillid og sikkerhed kan give investorerne bedre mulighed for at træffe de rigtige investeringsbeslutninger. Det er bredt anerkendt, at private investorer som følge af stigningen i den forventede levetid og ændrede demografiske forhold er nødsaget til at spare mere op for at indfri deres krav til pensionstilværelsen. Samtidig opererer mange institutionelle investorer i et lavrentemiljø og kan ikke finde tilstrækkeligt med investeringsmuligheder, som giver et afkast, der gør det muligt for dem at opfylde deres forpligtelser.

### 4.1. Private investorer

I dag har private investorer i Europa betydelige opsparinger på bankkonti, men er mindre direkte engageret på kapitalmarkederne end tidligere. Europæiske husholdningers direkte aktieejerskab er faldet fra 28 % i 1975 til 10-11 % siden 2007<sup>41</sup>, og andelen af private investorer i forhold til samtlige aktionærer udgør mindre end halvdelen af niveauet fra 1970'erne. En fjernelse af hindringerne for private investorers opsparing via kapitalmarkederne kræver konkurrencedygtige finansielle markeder, som kan tilbyde valgmuligheder, der gør det muligt for kunderne at sammenligne produkter og finde det mest velegnede opsparingsinstrument til konkurrencedygtige priser. For yderligere at fremme gennemsigtigheden af detailprodukter vil Kommissionen anmode de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) om at arbejde for gennemsigtigheden af langsigtede detail- og pensionsprodukter og analysere de aktuelle nettoresultater og gebyrer, jf. ESA-forordningernes artikel 9.

**I slutningen af 2015 offentliggør Kommissionen en grønbog om finansielle tjenesteydelser i detailledet og forsikring, som vil indhente synspunkter om, hvordan valgmulighederne, konkurrencen samt det grænseoverskridende udbud inden for finansielle produkter i detailledet kan øges, og om digitaliseringens virkning på finansielle tjenesteydelser i detailledet.**

Det er vanskeligt for private investorer at opbygge relevant viden om og erfaring med kapitalmarkeder, da de kun lejlighedsvis køber investeringsprodukter<sup>42</sup>. Mens genetablering af de private investorers tillid til kapitalmarkederne først og fremmest er den finansielle sektors ansvar, kan regulering og tilsyn bidrage til at etablere "spilletts regler".

Bedre information og rådgivning er en forudsætning for, at de private investorer kan tilskyndes til igen at engagere sig i markedsbaseret finansiering. Det første skridt går via gennemsigtighed. Meningsfuld information af høj kvalitet bør formidles på en måde, der sikrer sammenlignelighed og gennemsigtighed på tværs af investeringsprodukter – bl.a. for så vidt angår produkternes væsentlige karakteristika (f.eks. omkostninger, mulige afkast og risici). I de senere år har EU gjort betydelige fremskridt med hensyn til at forbedre

---

<sup>40</sup> Se f.eks. Oliver Wyman-rapporten (2012), "The real financial crisis: why financial intermediation is failing"; IPO-taskforce-rapport, "Rebuilding IPOs in Europe", den 23. marts 2015.

<sup>41</sup> OEE, IODS (2012): "Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012".

<sup>42</sup> I 2013 havde kun 35 % af de private investorer tillid til, at udbydere af investeringservice respekterede reglerne om forbrugerbeskyttelse. Europa-Kommissionen (2013), Market Monitoring Survey, 2010-2013.

oplysningskrav for alle sektorer. Nye oplysningskrav er blevet indført gennem forskellige lovgivningsmæssige tiltag<sup>43</sup>. Nogle af de detaljerede gennemførelsesbestemmelser er stadig under forberedelse og vil gradvis træde i kraft i de kommende år. En omfattende vurdering af effektiviteten af dette nye regelsæt om oplysninger kan bidrage til at sikre konsekvens, identificere mulige huller eller unødvendige overlappinger og om nødvendigt tjene som grundlag for en strømlining af kravene og dermed sikre, at de nylige lovgivningsmæssige reformer opfylder deres formål.

Private investorer bør endvidere have let adgang til en række egnede og omkostningseffektive investeringsprodukter samt overkommelig og uafhængig rådgivning, hvis de i højere grad skal kanalisere opsparring gennem kapitalmarkederne. Nogle af høringssvarene understregede, at private investorer i dag i begrænset omfang belønnes for at påtage sig den højere risiko, der er forbundet med markedsbaserede investeringer på grund af høje formidlings- og salgsprovisioner. MiFID II-lovgivningen, sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter til detailinvestorer (PRIIP'er) samt det reviderede forsikringsformidlingsdirektiv medfører væsentlige ændringer i reglerne vedrørende investeringsrådgivning og produktoplysninger. Overgangen til onlinesalg af investeringsprodukter og fremkomsten af nye fintech-løsninger udgør en mulighed for at udvikle yderligere rådgivningstjenester og onlinesalgsplatforme med åben adgang. Det er vigtigt at sikre, at disse ændringer er ledsaget af en kritisk vurdering af de investeringsløsninger og resultater, som tilbydes de private investorer.

**Kommissionen vil foretage en omfattende vurdering af de europæiske markeder for detailinvesteringsprodukter, herunder af salgskanaler og investeringsrådgivning, og i den forbindelse trække på input fra eksperter. Vurderingen vil identificere måder, hvorpå politikrammen og formidlingskanalerne kan forbedres, således at private investorer kan få adgang til egnede produkter på omkostningseffektive og rimelige vilkår. I vurderingen vil det blive undersøgt, hvorledes politikrammen bør udvikles for at drage fordel af de nye muligheder, som onlinebaserede tjenesteydelser og fintech udgør.**

Europæiske husholdninger står over for en række udfordringer med at skulle finde effektive muligheder for at spare op til en pension af passende størrelse<sup>44</sup> på grund af den øgede levealder, det finanspolitiske pres i de enkelte lande og den fortsat lave rente. Til dette formål støtter Kommissionen udviklingen af kollektive og individuelle pensionsordninger som supplement til offentlige pensionsordninger.

Det er nødvendigt, at EU's finansielle system støtter borgerne i at tage ansvar for deres egne personlige pensionsopsparring. Det kan det gøre gennem politiske tiltag, som tager sigte på at skabe incitament og fjerne hindringer for udviklingen af individuelle pensionsordninger (under "tredje søjle") i Europa.

Der er på nuværende tidspunkt ikke noget effektivt indre marked for personlige pensionsordninger under "tredje søjle". Et virvar af regler på EU- og nationalt plan står i vejen

---

<sup>43</sup> Direktiv 2014/91/EU; forordning (EU) nr. 1286/2014; direktiv 2014/65/EU; det reviderede forsikringsformidlingsdirektiv, 10747/15; direktiv 2009/138/EF og Kommissionens forslag til forordning om indberetning af værdipapirfinansieringstransaktioner og om disses gennemsigtighed (COM(2014) 40 final).

<sup>44</sup> "2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU", under udgivelse.

for den uhindrede udvikling af et stort og konkurrencedygtigt marked for personlige pensionsordninger<sup>45</sup>. Markedsfragmenteringen betyder, at udbydere af personlige pensionsordninger ikke kan maksimere stordriftsfordelene, risikospredningen og innovationen, hvorved valgmulighederne bliver færre og omkostningerne øges for pensionsopsparerne. En tilvalgsmulighed i form af en europæisk personlig pension kunne give pensionsudbydere en standardiseret løsning baseret på en passende grad af forbrugerbeskyttelse, som de kan vælge at benytte, når de tilbyder produkter i hele EU. Et større europæisk marked for pensionsordninger under "tredje søjle" vil tillige fremme udbuddet af midler til institutionelle investorer og investeringer i realøkonomien.

**Kommissionen vil vurdere mulighederne for en politikramme med henblik på at etablere et succesfuldt europæisk marked for simple, effektive og konkurrencedygtige personlige pensionsordninger og fastslå, om det er påkrævet med EU-lovgivning for at underbygge dette marked.**

#### **4.2. Institutionelle investorer**

Institutionelle investorer, særlig livsforsikringselskaber og pensionsfonde, er naturlige langsigtede investorer. I de senere år har de imidlertid reduceret deres investeringer i langsigtede projekter og virksomheder. Forsikringselskabers og pensionsfondes aktieejerskab faldt fra mere end 25 % af EU-aktiemarkedsværdien i 1992 til 8 % i slutningen af 2012<sup>46</sup>. I dag består en stor del af deres portefølje typisk af et snævert udvalg af aktiver. EU bør støtte institutionelle investorer, således at de får mulighed for at blive eksponeret mod langsigtede aktiver og SMV'er, samtidig med at de opretholder en sund og forsigtig aktiv-passiv-styring.

Tilsynsmæssig regulering påvirker institutionelle investorers villighed til at investere i bestemte aktiver gennem kalibreringen af kapitalomkostningerne. Kommissionen vil indføre mere risikofølsomme kalibreringer for infrastruktur og ELTIF'er (se kapitel 3) og for simple og transparente securitiseringsprodukter (se kapitel 5). Foruden disse tiltag fremhævede høringsvarene endvidere den tilsynsmæssige behandling af privat egenkapital og privat gæld i Solvens II som en hindring for investering i disse aktivklasser.

**Kommissionen vil vurdere, om der er behov for ændringer, og i givet fald udarbejde disse, så de kan fremsættes i forbindelse med revisionen af Solvens II.**

Investeringsfonde øgede deres ejerandel af EU's aktiemarkeder fra mindre end 10 % i 1990'erne til 21 % i 2012. I de senere år har de desuden til stadighed øget deres besiddelser af virksomhedsobligationer. Disse fonde er blandt de mest aktive grænseoverskridende investorer, men markedsfragmentering er stadig et fremherskende problem i Europas kapitalforvaltningssektor. I mange høringsvar blev der argumenteret for, at disse fondes grænseoverskridende aktivitet begrænses af en række forhold, herunder diskriminerende skattemæssig behandling, forskellige nationale krav til fondes markedsføring og gebyrer for grænseoverskridende underretninger. En fjernelse af ubegrundede hindringer vil tilskynde fondsforvaltere til at gøre en større indsats med hensyn til grænseoverskridende markedsføring af deres fonde og nedbringe investorernes omkostninger.

---

<sup>45</sup> Et overblik over det aktuelle marked og den gældende lovramme findes i EIOPA's høringsdokument om skabelsen af et standardiseret paneuropæisk personligt pensionsprodukt af 3.7.2015.

<sup>46</sup> Kilde: "Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012" af Observatoire de l'Épargne Européenne og Insead OEE Data Services, august 2013.

**Kommissionen vil indsamle dokumentation for de væsentligste hindringer for investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet. Dette vil særlig omfatte urimelige markedsføringskrav, gebyrer og andre administrative foranstaltninger fastsat af værtslandene og i skattelovgivningen. På grundlag af den indsamlede dokumentation vil Kommissionen søge at fjerne væsentlige hindringer, om nødvendigt gennem lovgivning.**

## 5. FORBEDRE BANKERNES EVNE TIL AT UNDERSTØTTE ØKONOMIEN SOM HELHED

Som långivere til en stor del af økonomien og formidlere på kapitalmarkederne spiller bankerne en central rolle i kapitalmarkedsunionen og for europæisk økonomi som helhed. Bankerne har tætte lokale forbindelser og viden, som betyder, at de for mange virksomheder fortsat vil være en vigtig finansieringskilde. For andre virksomheder vil adgangen til finansiering gennem bankerne fortsat være vigtig som led i deres diversificering af finansieringsmulighederne. Sideløbende med arbejdet med kapitalmarkedsunionen reviderer Kommissionen derfor regelgrundlaget for banker med henblik på at sikre den optimale balance mellem risikostyring og væksthjælp<sup>47</sup>.

For mindre virksomheder er tætte lokale netværk vigtige for at understøtte væksten. Låneforeninger ("credit unions"), hvor eksempelvis SMV'er kan finansiere hinanden på non-profitbasis, er etableret i nogle medlemsstater. De kan endvidere lette udvekslingen af viden mellem medlemmerne. Anvendelsen af sofistikeret og omfattende bankregulering kan undertiden udgøre en urimelig hindring for låneforeninger og andre kooperativer, som på non-profitbasis betjener SMV'er. Dette er måske særlig tilfældet, når de er små og deres virksomhed først og fremmest tager sigte på at modtage midler fra og omfordele disse blandt medlemmerne, således at risikoen for det finansielle system som helhed er begrænset.

**Låneforeninger i visse medlemsstater er allerede undtaget fra bestemmelserne i CRD. For at sikre lige vilkår bør alle medlemsstater kunne drage fordel af låneforeninger, som er omfattet af nationale reguleringsforanstaltninger i overensstemmelse med de risici, de pådrager sig. Kommissionen vil derfor undersøge muligheden for, at alle medlemsstater kan tillade låneforeninger, som opererer uden for EU's regelsæt om kapitalkrav for banker.**

Securitisering kan øge udbuddet af finansiering og reducere finansieringsomkostningerne. Som et finansieringsredskab kan securitisering bidrage til et veldiversificeret finansieringsgrundlag. Securitisering kan desuden være et vigtigt redskab til overførsel af risiko med henblik på at forbedre kapitaleffektiviteten og allokere risikoen i overensstemmelse med efterspørgslen.

Efter krisen er EU's securitiseringsmarkeder fortsat hårdt ramt af skader relateret til problemer med securitiseringsprocessen og de hermed forbundne risici. Mens disse svagheder først og fremmest viste sig i forbindelse med securitiseringer baseret på amerikanske subprimelån<sup>48</sup>, omfatter den efterfølgende reguleringsmæssige reform, som udgjorde modtrækket, alle securitiseringer. Der er ingen planer om at omstøde EU-reformer, som er rettet mod iboende risici i meget komplekse og svært gennemskuelige securitiseringer. Imidlertid er det vigtigt at genopbygge securitiseringsmarkederne, således at deres betydning som effektiv finansieringskilde for økonomien som helhed og risikospredningsmekanisme sikres. Kommissionen yder allerede økonomisk støtte til securitiseringstransaktioner under investeringsplanen. Nye lovforslag, som blev vedtaget i dag, går et skridt videre. De vil i

<sup>47</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf).

<sup>48</sup> Da krisen var på sit højeste, var misligholdelsesraten for de EU-securitiseringsprodukter med AAA-rating, der klarede sig dårligst, på 0,1 %. Til sammenligning var misligholdelsesraten for den amerikanske ækvivalent på 16 %. Med en misligholdelsesrate for klasserne med de dårligste resultater på 0,2 %, da krisen var på sit højeste, klarede også mere risikable EU-securitiseringer (med BBB-rating) sig godt. Misligholdelsesraten for amerikanske værdipapirer med BBB-rating var til sammenligning på 62 %. Kilde: EBA.

højere grad afgrænse simple, transparente og standardiserede produkter (STS-produkter) og dermed sikre investortilliden og nedbringe byrden i forbindelse med due diligence. Efter råd fra Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) vil Kommissionen tillige foreslå mere velegnede tilsynskrav for finansieringsinstitutters og forsikringsselskabers investeringer i STS-produkter. Denne pakke af tiltag bør bidrage til at frigøre kapacitet på bankernes balancer og øge deres muligheder for at yde lån til økonomien som helhed samt medvirke til at opbygge et mere langsigtet investorgrundlag.

**Kommissionen offentliggør i dag et forslag til en EU-ramme for simple, transparente og standardiserede securitiseringer sammen med nye tilsynsmæssige kalibreringer for banker i CRR. Tilsvarende kalibreringer for forsikringsselskaber i form af en ændring af den delegerede retsakt om Solvens II, hvori STS-kriterierne er indarbejdet, følger umiddelbart efter STS-rammens vedtagelse.**

Covered bonds er et andet finansieringsredskab med særlig betydning i en række medlemsstater. Imidlertid er markedet for covered bonds i dag fragmenteret langs de nationale grænser. Forskellen mellem lovrammer og tilsynspraksis i medlemsstaterne, som har vedtaget dedikeret lovgivning om covered bonds, begrænser mulighederne for standardisering af praksis vedrørende emission og offentliggørelse. Dette kan medføre hindringer for markedsdybde og markedslivviditet samt begrænse investorernes adgang, særlig på tværs af grænser. En EU-ramme for et mere integreret marked for covered bonds kan bidrage til at nedbringe finansieringsomkostningerne for banker, som udsteder covered bonds, særlig i visse medlemsstater.

**Kommissionen offentliggør i dag en høring om udarbejdelsen af en paneuropæisk lovramme for covered bonds baseret på velfungerende nationale ordninger, men uden at forkaste disse, samt på standarder af høj kvalitet og bedste markedspraksis. Høringen vil endvidere indhente synspunkter om anvendelsen af lignende strukturer til at støtte SMV-lån.**



## 6. LETTE GRÆNSEOVERSKRIDENDE INVESTERINGER

Trods de seneste årtiers fremskridt med at udvikle et indre marked for kapital er der stadig mange vedvarende og rodfæstede hindringer for grænseoverskridende investeringer. Disse spænder fra hindringer, som udspringer af national lovgivning – om insolvensbehandling, sikkerhed og værdipapirer – til hindringer i form af markedsinfrastruktur, skattemæssige barrierer og ændringer i reguleringsmæssige rammer, som underminerer forudsigeligheden af regler om direkte investeringer. Grænseoverskridende risikodeling inden for EU er blevet svækket siden krisens start, og også omfanget af investeringer fra tredjelande er mindsket over samme periode.

Fjernelse af nogle af de vedvarende hindringer, som afholder investorer fra at diversificere deres geografiske porteføljer, ville medføre markante fordele for kapitalefterspørgere, investorer og EU's økonomi som helhed. Mere integrerede kapitalmarkeder i EU vil også øge EU-medlemsstaternes attraktivitet som mål for investeringer fra investorer fra tredjelande.

### 6.1. Retssikkerhed for og markedsinfrastruktur til grænseoverskridende investeringer

Effektive og sikre efterhandelsinfrastrukturer er vigtige elementer i velfungerende kapitalmarkeder. En bekymring, som fremgik tydeligt af høringssvarene, drejer sig om, at det på nuværende tidspunkt ikke kan fastslås med juridisk sikkerhed, hvem der ejer værdipapirerne, hvis udstederen af værdipapirerne og investor er beliggende i forskellige medlemsstater og/eller værdipapirerne besiddes af finansieringsinstitutter i forskellige medlemsstater. Disse situationer bliver stadig mere almindelige. Mange af respondenterne på grønbogen efterlyste bestemmelser, som præciserer, hvilken national lov der finder anvendelse på en given grænseoverskridende værdipapirtransaktion. Kommissionen har derfor til hensigt at styrke og udvide de gældende regler på området. En modernisering af lovgivningen er så meget desto vigtigere, som omfanget af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner som følge af lanceringen af Target2-Securities (T2S) forventes at stige.

Forskelle med hensyn til den nationale behandling af virkningerne for tredjepart af overdragelsen af fordringer<sup>49</sup> gør det desuden vanskeligere at anvende disse instrumenter som grænseoverskridende sikkerhed og gør det sværere for investorer at prissætte risikoen ved gældsinstrumentinvesteringer. Denne retsikkerhed er til skade for finansielle transaktioner med økonomisk rækkevidde såsom securitiseringer, som kræver robust collateral management.

**Kommissionen vil arbejde videre med en rettidig målrettet indsats over for den ejendomsretlige usikkerhed vedrørende værdipapirer. På baggrund af yderligere høring og konsekvensanalyse vil Kommissionen desuden foreslå ensartede regler, som med juridisk sikkerhed fastslår, hvilken national lovgivning der skal gælde for virkningerne for tredjepart af overdragelsen af fordringer.**

I de senere år har EU-lovgivning såsom forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR)<sup>50</sup>, forordningen om værdipapircentraler (CSDR)<sup>51</sup> og MiFID II fjernet mange af

---

<sup>49</sup> Når den oprindelige kreditor overfører fordringen til en anden.

<sup>50</sup> Forordning (EU) nr. 648/2012.

<sup>51</sup> Forordning (EU) nr. 909/2014.

hindringerne for grænseoverskridende clearing og værdipapirafvikling. Med mange bestemmelser, som endnu ikke er trådt i kraft, og den nylige etablering af den fælles afviklingsplatform T2S undergår efterhandelslandskabet imidlertid væsentlige ændringer. Disse ændringer medfører en restrukturering af efterhandelsinfrastrukturen, samtidig med at de tilskynder til innovativ markedspraksis, særlig på området for collateral management. Det er nødvendigt at overvåge markederne for at sikre, at lovgivningen holder trit med denne ændrede praksis og samtidig sikre, at sikkerheden og effektiviteten af efterhandelssystemet ikke mindskes.

Trods disse fremskridt er der stadig hindringer for effektiv grænseoverskridende clearing og afvikling – herunder en række af dem, som Giovannini-rapporten<sup>52</sup> identificerede for mere end ti år siden. Mange af disse barrierer udspringer af nationale forskelle inden for den formueretlige lovgivning og insolvenslovgivningen, ligesom de nationale bestemmelser om værdipapirbesiddelse er meget forskellige for så vidt angår aktivets juridiske status. Disse forskelle kan give anledning til usikkerhed om, hvem der ejer et værdipapir i tilfælde af misligholdelse, og hvis rettigheder der har forrang i tilfælde af insolvens. Usikkerhed om sådanne grundlæggende spørgsmål er imidlertid kilde til en betydelig retlig risiko om for eksempel muligheden for at søge fyldestgørelse i sikkerhedsstillelse og kan true robustheden af grænseoverskridende afvikling og strømme af sikkerhedsstillelse.

**For at støtte mere effektive og robuste efterhandelssystemer og markeder for sikkerhedsstillelse vil Kommissionen iværksætte en større gennemgang af, hvilke fremskridt der, efter gennemførelsen af den seneste lovgivning og set i lyset af den seneste markedsinfrastrukturudvikling, er sket med hensyn til fjernelse af de hindringer for grænseoverskridende clearing og afvikling, som Giovannini påviste.**

## **6.2. Fjerne nationale hindringer for grænseoverskridende investeringer**

Konsekvens i anvendelsen, gennemførelsen og håndhævelsen af de retlige og tilsynsmæssige rammer er omdrejningspunktet for den frie bevægelse af kapital og skabelsen af lige vilkår. Nu, hvor der er iværksat et stort antal finansielle bestemmelser i EU for at lette grænseoverskridende investeringer, skal fokus flyttes over på effektiv gennemførelse og håndhævelse. Hindringer kan udspringe af national lovgivning eller administrativ praksis. Nogle skyldes national overregulering med udgangspunkt i EU's minimumsregler, mens andre kan hidrøre fra forskellig anvendelse af EU-regler. Andre hindringer er forårsaget af nationale forholdsregler, som er iværksat på områder, hvor der ikke findes EU-lovgivning, eller hvor ansvaret forbliver på det nationale niveau.

Med henblik på disse hindringer, som ikke imødegås af andre tiltag, herunder gennem tilsynsmæssig konvergens, vil Kommissionen sammen med medlemsstaterne identificere og fjerne dem gennem en samarbejdsorienteret tilgang. Kommissionen vil:

- etablere et netværk af 28 nationale kontaktpunkter og indgå i bilaterale drøftelser om eventuelle nationale tiltag for at fjerne hindringer
- udvikle bedste praksis, resultattavler, henstillinger og retningslinjer på grundlag af arbejdet inden for netværket.

**Kommissionen vil i samarbejde med medlemsstaterne kortlægge og arbejde for at afskaffe ubegrundede nationale hindringer for frie kapitalbevægelser – hidrørende fra bl.a. utilstrækkelig gennemførelse eller manglende konvergens i fortolkningen af det**

---

<sup>52</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf).

## **fælles regelsæt eller national lovgivning – som forhindrer en velfungerende kapitalmarkedsunion, og offentliggøre en rapport i slutningen af 2016.**

Konvergerende insolvens- og rekonstruktionsbehandling vil give grænseoverskridende investorer større retssikkerhed og tilskynde til tidlig rekonstruktion af levedygtige virksomheder i vanskeligheder. Respondenterne svarede i det store og hele samstemmende, at såvel ineffektiviteten som forskellene i insolvenslovgivningen gjorde det sværere for investorerne at vurdere kreditrisikoen, særlig i forbindelse med grænseoverskridende investeringer.

Verdensbankens Doing Business-rapport fra 2015 rangordner lande på en skala fra 0-16 efter robustheden af deres insolvenslovgivning. Det simple gennemsnit for EU er på 11,6, hvilket er 5 % under OECD-gennemsnittet for højindkomstlande (12,2). Nogle medlemsstater scorer under 8.

I 2014 offentliggjorde Kommissionen en henstilling<sup>53</sup> om en ny tilgang til virksomheders konkurs og insolvens, som tilskynder medlemsstaterne til at gennemføre tidlig rekonstruktionsbehandling og give iværksættere en ny chance. Henstillingen indeholder fælles principper for national insolvensbehandling af virksomheder i vanskeligheder samt tiltag, som sigter mod at nedbringe behandlingens længde og omkostninger for SMV'er (f.eks. anvendelse af standardformularer og fjernkommunikation). Mens henstillingen selvsagt har tilvejebragt et nyttigt fokus for de medlemsstater, som har iværksat reformer på insolvensområdet, viser en vurdering foretaget af Kommissionen, at den kun er blevet delvist gennemført, også i de medlemsstater, som har iværksat reformer<sup>54</sup>.

**Kommissionen vil foreslå et lovgivningsinitiativ om virksomheders insolvens, herunder tidlig restrukturering og en ny chance, på baggrund af erfaringerne indhentet i forbindelse med henstillingen. Initiativet vil bygge på velfungerende nationale ordninger og søge at fjerne de væsentligste barrierer for frie kapitalbevægelser.**

Også skat er en væsentlig problemstilling i forbindelse med beslutninger om grænseoverskridende investeringer. To konkrete skattemæssige hindringer er identificeret som værende særlig relevante i forbindelse med kapitalmarkedsunionen. For det første understregede mange investorer, at de i dag straffes i forbindelse med grænseoverskridende investeringer som følge af opkrævningen af lokale kildeskatter, som det er næsten umuligt at få tilbage, i tillæg til deres indenlandske skat. Problemet skyldes forskellige nationale tilgange til opkrævningen af kildeskatter og komplicerede procedurer for anmodning om fritagelse for disse skatter. Den potentielt diskriminerende beskatning af pensionsfonde og livsforsikringselskaber er også en hindring for grænseoverskridende investeringer.

**For at tilskynde medlemsstaterne til at indføre ordninger, som gør det muligt at give fritagelse for kildeskat, og til at etablere procedurer for hurtig og standardiseret tilbagebetaling vil Kommissionen fremme bedste praksis og sammen med medlemsstaterne udarbejde en adfærdskodeks om principper for fritagelse for kildeskat. Kommissionen vil desuden iværksætte en undersøgelse om diskriminerende skattemæssige hindringer i forbindelse med livsforsikringselskabers og pensionsfondes grænseoverskridende investeringer og om nødvendigt anlægge traktatbrudssag.**

<sup>53</sup> C(2014) 1500 final af 12.3.2014.

<sup>54</sup> "Evaluation of the implementation of the Recommendation on a new approach to business failure and insolvency" ([http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)).

Der er i dag omkring 200 bilaterale investeringsaftaler mellem EU-medlemsstaterne, som fastlægger forskellige standarder for behandlingen af grænseoverskridende investeringer i det indre marked og er uforenelige med EU-lovgivningen. Kommissionen har for nylig taget retslige skridt over for disse bilaterale investeringsaftaler. Kommissionen vil i samarbejde med medlemsstaterne undersøge, om der er behov for supplerende initiativer for yderligere at styrke sikkerheden for grænseoverskridende investorer og dermed attraktiviteten af det indre marked som mål for investeringer.

### **6.3. Fremme af finansiel stabilitet og tilsynsmæssig konvergens**

Kapitalmarkedsunionen vil gennem fremme af mere diversificerede finansieringskanaler bidrage til at øge robustheden af EU's finansielle system<sup>55</sup>. Samtidig er det nødvendigt at være meget opmærksom på risici for den finansielle stabilitet, som kan opstå på kapitalmarkederne. EU har i de senere år iværksat en række reformer for at gøre kapitalmarkederne mere gennemsigtige, velregulerede og robuste, herunder nedbragt risici i derivatmarkederne gennem EMIR, indført mere sikre og mere gennemsigtige handelsregler i MiFID og sikret, at alle forvaltere af alternative fonde i EU reguleres gennem FAIF-direktivet. Yderligere reformer er i støbeskeen gennem værdipapirfinansieringstransaktionsforordningen (SFTR)<sup>56</sup>, forslaget om pengemarkedsfonde og det kommende lovforslag om centrale modparters genopretning og afvikling. FSB prioriterer arbejdet med at forstå og afhjælpe den sårbarhed, som er knyttet til enheder, der udøver banklignende aktiviteter på kapitalmarkederne. At sikre en overordnet reguleringsmæssig tilgang til mulige nye systemiske risici vil både understøtte den finansielle stabilitet og lette grænseoverskridende investeringer.

**Foruden Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) vil Kommissionen samarbejde med FSB og ESA'erne om vurdering af mulige risici for den finansielle stabilitet i forbindelse med markedsbaseret finansiering. Der vil blive udført et yderligere analysearbejde, bl.a. for bedre at forstå problemerne vedrørende markedslikviditet og indbyrdes afhængighed i det finansielle system og for at vurdere, om der bør udvikles supplerende makroprudentielle redskaber. Kommissionen vil gennemføre eventuelt nødvendige ændringer af de makroprudentielle rammer på baggrund af den kommende ESRB-revision.**

For så vidt angår tilsyn var høringssvarene positive over for den struktur, som EU indførte efter finanskrisen i 2011. Mens der er sket fremskridt med hensyn til etableringen af Det Europæiske Finanstilsynssystem og indførelsen af et fælles regelsæt, blev der i høringssvarene samtidig lagt vægt på vigtigheden af at sikre tilsynsmæssig konvergens og konsekvent gennemførelse og anvendelse af EU's lovgivning om finansielle tjenesteydelser – et spørgsmål, som også blev fremhævet i de fem formænds rapport om fuldførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union.

Den kapitalmarkedslovgivning, som er vedtaget i de senere år, tillægger ESA'erne en vigtig rolle på en række områder. Høringssvarene opfordrede særlig ESMA til at spille en stærkere rolle med hensyn til at forbedre den tilsynsmæssige konvergens i kapitalmarkedslovgivningen og den markeds-mæssige rapportering og sikre en konsekvent

<sup>55</sup> Tale af formand for ECB, V. Constâncio.

<sup>56</sup> I henhold til SFTR vil Kommissionen i 2017 efter færdiggørelsen af det arbejde, der udføres i relevante internationale fora og med bistand fra ESMA, EBA og ESRB, rapportere til Europa-Parlamentet og Rådet om fremskridtene i de internationale bestræbelser på at afbøde risici forbundet med værdipapirfinansieringstransaktioner, herunder om FSB's henstillinger vedrørende haircuts i forbindelse med ikkecentralt clearede værdipapirfinansieringstransaktioner og deres egnethed for europæiske markeder.

anvendelse af det fælles regelsæt i hele EU. De senere års bestræbelser på at udarbejde et fælles kapitalmarkedsregelsæt bør føre til mere integrerede og effektive kapitalmarkeder. For at sikre et velfungerende indre marked er det nødvendigt, at dybere finansiel integration ledsages af øget fokus hos ESMA på opnåelse af konvergens i tilsynsresultaterne i hele EU, herunder på regnskabsområdet. ESMA kunne fokusere mere på at identificere, støtte og fremme bedste praksis for at sikre effektiviteten af medlemsstaternes tilsynsteknikker og sammenlignelige resultater i hele EU. I den forbindelse bør ESMA anvende de redskaber, som står til dens rådighed, mere systematisk og effektivt, særlig tematiske og landespecifikke peerevalueringer.

**Kommissionen vil i samarbejde med ESMA udarbejde og gennemføre en strategi til styrkelse af den tilsynsmæssige konvergens og identificere områder, hvor en mere samlet tilgang kan bidrage til at få det indre marked for kapital til at fungere bedre. Kommissionen vil desuden samarbejde med ESMA om at fremme effektiviteten af den beslutningstagning, som myndigheden baserer på tematiske og landespecifikke peerevalueringer. Kommissionen vil i 2016 offentliggøre en hvidbog om forvaltningen og finansieringen af ESA'erne.**

**Kapitalmarkedsunionen er et klassisk projekt for et indre marked til gavn for alle 28 medlemsstater. For at understøtte kapitalmarkederne i at yde deres fulde bidrag vil Kommissionen gennem Strukturreformtjenesten udarbejde en strategi for ydelse af teknisk bistand til medlemsstater, hvor en sådan er påkrævet af hensyn til styrkelsen af nationale kapitalmarkeds særlige kapacitet.**

#### **6.4. Lette internationale investeringer**

EU's kapitalmarkeder skal, for at være velfungerende, være åbne og globalt konkurrencedygtige og i stand til at tiltrække supplerende aktiekapital og gældsinstrumentinvesteringer fra internationale investorer. Kapitalmarkedsunionen vil bidrage til at gøre EU's kapitalmarkeder mere attraktive for internationale investorer ved at fjerne juridiske og administrative omkostninger i forbindelse med grænseoverskridende aktivitet og forbedre konvergens af tilsynsresultater i Europa. I betragtning af kapitalmarkeds globale karakter skal kapitalmarkedsunionen tage hensyn til den overordnede globale ramme og sikre, at de europæiske kapitalmarkeder forbliver en integreret del af det internationale finansielle system. Kommissionen vil fortsat arbejde tæt sammen med EU-medlemsstaterne og tredjelande i internationale fora såsom FSB og IOSCO om udarbejdelsen af indbyrdes afstemte politiske reaktioner med henblik på at støtte udviklingen af de globale kapitalmarkeder. Kommissionen vil endvidere søge at etablere rammer for et reguleringsmæssigt samarbejde med vigtige tredjelande om finansielle tjenesteydelser for at styrke integrationen af kapitalmarkederne.

EU's internationale handels- og investeringspolitik spiller en vigtig rolle med hensyn til at støtte internationale investeringer. Internationale handels- og investeringsaftaler liberaliserer kapitalbevægelser, regulerer markedsadgang og investeringer, herunder adgangen til levering af finansielle tjenesteydelser, og kan bidrage til at opnå et passende beskyttelsesniveau og lige vilkår for investorer. Derudover vil Kommissionen fortsat bidrage til det internationale arbejde vedrørende frie kapitalbevægelser, herunder inden for rammerne af OECD's kodeks for liberalisering af kapitalbevægelser.

## 7. NÆSTE SKRIDT OG OVERVÅGNING

Denne handlingsplan indeholder prioriterede tiltag, som er nødvendige for at tilskynde til investeringer i alle medlemsstater og i hele EU og skabe en bedre forbindelse mellem opsparing og vækst. Tilrettelæggelsen af de foreslåede tiltag vil være genstand for passende høring og konsekvensanalyse for så vidt angår mulighederne for at nå målene.

En vellykket vedtagelse og gennemførelse af disse tiltag kræver en vedholdende og målrettet indsats. Dette er et projekt for alle 28 medlemsstater, og Kommissionen vil arbejde videre med forslagene i et tæt samarbejde med disse og Europa-Parlamentet.

For at skabe en tidlig dynamik bliver der i dag fremsat konkrete forslag, og andre følger snart. De første tiltag vedrører bl.a. en omfattende pakke om securitisering med opdaterede kalibreringer til CRR, en definition af infrastruktur, reviderede kalibreringer til Solvens II samt et forslag til revision af prospektdirektivet. På andre områder kan høring af interesserede parter være påkrævet. Parallelt hermed vil Kommissionen fremme drøftelserne med medlemsstaterne om emner som skat og insolvens for at sikre, at der sker fremskridt på mellemlang til lang sigt.

Kapitalmarkedsunionens succes afhænger også af markedsdeltagerne. Finansielle formidlere må påtage sig deres del af opgaven med at genetablere tilliden hos deres kunder og til kapitalmarkederne i Europa. Denne handlingsplan indeholder markedsbaserede initiativer, og Kommissionen opfordrer indtrængende de relevante parter til at prioritere fremskridt på disse områder.

Kommissionen vil desuden fortsætte arbejdet med at identificere de største hindringer, herunder effektivitetsmæssige trægheder, for dybere kapitalmarkeder i Europa og finde den bedste måde at afhjælpe disse på, samtidig med at der holdes et stærkt fokus på investorbeskyttelse og markedstilsyn.

Ud over årlige rapporter vil Kommissionen udarbejde en omfattende status i 2017 og på baggrund heraf tage beslutning om, hvorvidt yderligere tiltag er påkrævet.

Kommissionen vil rapportere regelmæssigt til Europa-Parlamentet og medlemsstaterne om fremskridt.

## Bilag 1: Liste over tiltag og vejledende tidsplan

<b>Finansiering af innovationer, nystartede virksomheder og ikke-noterede virksomheder</b>		
<b>Støtte finansiering med venturekapital og egenkapital</b>	Forslag til paneuropæiske venturekapital-funds of funds og multinationale fonde	2. kvartal 2016
	Revision af EuVECA- og EuSEF-forordningerne	3. kvartal 2016
	Undersøgelse om skatteincitamentter til venturekapital og business angels	2017
<b>Overvinde informationsbarrierer for SMV-investeringer</b>	Styrket feedback fra banker, som har givet afslag på SMV'ers ansøgning om lån	2. kvartal 2016
	Kortlægning af den eksisterende lokale eller nationale støtte- og rådgivningskapacitet i hele EU for at fremme bedste praksis	2017
	Undersøge, hvordan paneuropæiske informationssystemer kan udvikles eller støttes	2017
<b>Fremme innovative former for selskabsfinansiering</b>	Rapport om crowdfunding	1. kvartal 2016
	Udarbejde en koordineret tilgang til fondes oprettelse af lån og vurdere mulighederne for en fremtidig EU-ramme	4. kvartal 2016
<b>Lette virksomheders adgang til og mulighed for at rejse kapital på offentlige markeder</b>		
<b>Styrke adgangen til offentlige markeder</b>	Forslag til modernisering af prospektdirektivet	4. kvartal 2017
	Gennemgå reguleringsmæssige barrierer for SMV'ers notering på offentlige markeder og SMV-vækstmarkeder	2017
	Gennemgå markederne for virksomhedsobligationer i EU med fokus på, hvordan markedslivligheden kan forbedres	2017
<b>Støtte egenkapitalfinansiering</b>	Afhjælpe skævheden mellem gæld og aktier, som en del af lovforslaget om et fælles konsolideret selskabsskattegrundlag	4. kvartal 2016
<b>Investere på lang sigt, infrastruktur og bæredygtige investeringer</b>		
<b>Støtte infrastrukturinvesteringer</b>	Justering af kalibreringer i Solvens II med henblik på forsikringsselskabers investeringer i infrastruktur og europæiske langsigtede investeringsfonde	3. kvartal 2015
	Gennemgå CRR for banker og ændre infrastrukturkalibreringerne, hvis relevant	Igangsatt
<b>Sikre konsekvens i EU's regelsæt om finansielle tjenesteydelser</b>	Opfordring til indsendelse af dokumentation om den samlede virkning af den finansielle reform	3. kvartal 2015
<b>Fremme private og institutionelle investeringer</b>		
<b>Øge valgmulighederne og konkurrencen for finansielle produkter i detaileddet</b>	Grøn bog om finansielle tjenesteydelser i detaileddet og forsikring	4. kvartal 2015

<b>Hjælpe private investorer med at gøre en bedre handel</b>	Vurdering af EU's markeder for investeringsprodukter i detailledet	2018
<b>Støtte af opsparing til pension</b>	Vurdering af mulighederne for en politikramme med henblik på at etablere europæiske personlige pensioner	4. kvartal 2016
<b>Udvide mulighederne for institutionelle investorer og fondsforvaltere</b>	Vurdering af den tilsynsmæssige behandling af privat egenkapital og privat gæld i Solvens II	2018
	Høring om de væsentligste hindringer for investeringsfondes grænseoverskridende salgsaktivitet	2. kvartal 2016
<b>Løfte bankernes evne til at understøtte økonomien som helhed</b>		
<b>Styrkelse af lokale finansielle netværk</b>	Undersøge, om alle medlemsstater kan tillade lokale låneforeninger ("local credit unions") uden for EU's regelsæt om kapitalkrav for banker	Igangsæt
<b>Etablere EU-securitiseringsmarkeder</b>	Forslag til simple, transparente og standardiserede securitiseringer og revision af kapitalkalibreringerne for banker	3. kvartal 2015
<b>Understøtte bankers finansiering af økonomien i bred forstand</b>	Høring om en EU-ramme for covered bonds og lignende strukturer til SMV-lån	3. kvartal 2015
<b>Lette grænseoverskridende investeringer</b>		
<b>Fjerne nationale hindringer for grænseoverskridende investeringer</b>	Rapport om nationale hindringer for frie kapitalbevægelser	4. kvartal 2016
<b>Forbedre markedsinfrastruktur til grænseoverskridende investeringer</b>	Målrættede tiltag vedrørende ejendomsretlige problemer vedrørende værdipapirer og virkninger for tredjepart af overdragelsen af fordringer	2017
	Gennemgå fremskridt med hensyn til fjernelse af tilbageværende Giovannini-hindringer	2017
<b>Fremme af konvergens i insolvensbehandling</b>	Lovgivningsinitiativ om virksomheders insolvens, som fjerner de væsentligste barrierer for frie kapitalbevægelser	4. kvartal 2016
<b>Fjerne grænseoverskridende skattemæssige hindringer</b>	Bedste praksis og adfærdskodeks for procedurer for fritagelse for kildeskat	2017
	Undersøgelse om diskriminerende skattemæssige hindringer i forbindelse med pensionsfondes og livsforsikringsselskabers grænseoverskridende investeringer	2017
<b>Styrkelse af tilsynsmæssig konvergens og kapacitetsopbygning på kapitalmarkedet</b>	Strategi om tilsynsmæssig konvergens for at bidrage til, at det indre marked for kapital kommer til at fungere bedre	Igangsæt
	Hvidbog om ESA'ernes finansiering og forvaltning	2. kvartal 2016



	Udarbejde en strategi for ydelse af teknisk bistand til medlemsstater med henblik på at støtte kapitalmarkeders kapacitet	3. kvartal 2016
<b>Fremme kapaciteten til at bevare den finansielle stabilitet</b>	Gennemgå EU's makroprudentielle rammer	2017