



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 18.2.2015
COM(2015) 63 final

GRÖNBOK

Att bygga en kapitalmarknadsunion

{SWD(2015) 13 final}

Förord

Kommissionens prioritering – Europas prioritering – är sysselsättning och tillväxt. För att få Europa att växa på nytt består vår utmaning i att frigöra investeringar i Europas företag och infrastruktur. Investeringspaketet på 315 miljarder euro kommer att bidra till att rivstarta processen. Men för att stärka investeringar på lång sikt måste vi bygga upp en verklig inre marknad för kapital – en kapitalmarknadsunion för samtliga 28 medlemsstater.

Jämfört med andra delar av världen är de europeiska företagen fortsatt starkt beroende av banker för sin finansiering och relativt sett mindre beroende av kapitalmarknader. Starkare kapitalmarknader skulle kunna komplettera banker som en källa till finansiering, och skulle

- frigöra mer investeringar för alla företag, särskilt små och medelstora företag, och för infrastrukturprojekt,
- locka mer investeringar till EU från resten av världen, och
- stärka det finansiella systemets stabilitet genom att öppna för ett bredare spektrum av finansieringskällor.

Vår uppgift är i grunden att finna vägar att länka samman investerare och sparare med tillväxtskapande. Det finns ingen enskild åtgärd som kommer att skapa en kapitalmarknadsunion. I stället kommer det att vara fråga om en rad åtgärder, en del var och en för sig blygsamma, men vars inverkan sammantaget kommer att vara betydande. Vi måste identifiera och undanröja skiljemuren mellan investerarmedel och investeringsmöjligheter, och övervinna de barriärer som hindrar företag från att nå investerare. Vi måste också göra investeringskedjan – vårt system för att kanalisera dessa medel – så effektiv som möjligt, både nationellt och över gränserna.

Varför är det värt att göra? Några exempel kan påvisa de potentiella fördelarna. I USA, som jämförelse, tar medelstora företag, tillväxtmotorn i många länder, in fem gånger mer medel från kapitalmarknader än vad de gör i EU. Om våra riskkapitalmarknader vore så djupa skulle så mycket som 90 miljarder euro ha funnits till hands för att finansiera företag mellan 2008 och 2013. Om värdepapperisering av små och medelstora företag på ett säkert sätt åter nådde upp till 2007 års nivåer, skulle detta motsvara cirka 20 miljarder euro i ytterligare finansiering.

Det stämmer att många av de frågor som står på dagordningen, frågor som rör insolvens och värdepapperslagstiftning och beskattning, har diskuterats i många år. Behovet att nå vidare är dock mer trängande än någonsin. Även om detta blir ett långsiktigt projekt som kräver oförminskade ansträngningar under många år, bör det inte hindra oss att göra snara framsteg. Därför vill vi under de kommande månaderna

- ta fram förslag för att uppmuntra högkvalitativ värdepapperisering och frigöra medel ur bankernas balansräkningar för utlåning,
- se över prospektivdirektivet för att göra det lättare för företag, särskilt mindre företag, att anskaffa finansiering och nå investerare över gränserna,

- påbörja arbete med att förbättra tillgången på kreditinformation om små och medelstora företag för att det ska bli enklare för investerare att investera i dem,
- arbeta tillsammans med näringslivet för att inrätta ett alleuropeiskt system för riktade emissioner (s.k. *private placement*), för att uppmuntra direktinvesteringar i mindre företag, och
- stödja utnyttjandet av nya europeiska långsiktiga investeringsfonder för att kanalisera investeringar i infrastruktur och andra långsiktiga projekt.

Denna grönbok utgör inledningen på ett tre månader långt samråd. Vi vill ta del av synpunkter från parlamentsledamöter, medlemsstater, kapitalmarknadsaktörer och alla grupper som är engagerade i frågor om arbetstillfällen, tillväxt och de europeiska medborgarnas intressen. Denna återkoppling kommer att hjälpa oss att utforma en handlingsplan för att få alla bitar på plats till en fullt fungerande kapitalmarknadsunion senast 2019.

Den färdplan vi måste välja är entydig: att bygga upp en inre marknad för kapital nedifrån och upp, kartlägga hinder och ett i taget avskaffa dem, skapa en inneboende drivkraft och medverka till att tända en växande känsla av förtroende för att investera i Europas framtid. Den fria rörligheten för kapital utgör en av de grundläggande principer som EU vilar på. Låt oss, mer än femtio år efter undertecknandet av Romfördraget, gripa detta tillfälle att förverkliga denna vision.

Avsnitt 1: Att bygga en kapitalmarknadsunion

Den fria rörligheten för kapital förankrades rättsligt i Romfördraget för mer än femtio år sedan. Det är en av de grundläggande friheterna i Europeiska unionen och bör stå i centrum för den inre marknaden. Trots de framsteg som gjorts är likväl kapitalmarknaderna i dag fortfarande fragmenterade och organiserade på nationell nivå. Efter en period av fördjupning har graden av finansmarknadsintegration i EU minskat sedan krisen, som fått banker och investerare att dra sig tillbaka till sina hemmamarknader.

Jämfört med andra jurisdiktioner är kapitalmarknadsbaserad finansiering i Europa relativt underutvecklad. Våra aktiemarknader, skuldmarknader och andra marknader har en mindre roll när det gäller att finansiera tillväxt och de europeiska företagen är fortfarande starkt beroende av banker, vilket gör våra ekonomier sårbara för en åtstramning av bankutlåningen. Det finns även ett bristande förtroende från investerarnas sida, och Europeiska sparmedel kanske inte alltid används på mest produktiva sätt. De europeiska investeringsnivåerna ligger betydligt under historiskt konstaterade normalnivåer och de europeiska kapitalmarknaderna är mindre konkurrenskraftiga på global nivå.

För att stödja en varaktig återgång till tillväxt och skapande av sysselsättning, tillsammans med övriga reformer av företagsmiljön, måste kapitalmarknaderna spela en större roll för att kanalisera finansiering till ekonomin. I praktiken innebär detta att man säkerställer att hinder för den fria rörligheten för kapital mellan investerare och de som behöver finansiering identifieras och specificeras, vare sig de finns inom medlemsstater eller är gränsöverskridande.

Att bygga en kapitalmarknadsunion utgör ett nyckelinitiativ i kommissionens arbetsprogram. Det skulle garantera en större diversifiering i finansieringen av ekonomin och minska kostnaderna för att anskaffa kapital, särskilt för små och medelstora företag. Mer integrerade kapitalmarknader, särskilt för eget kapital, skulle öka den europeiska ekonomins förmåga att motstå ekonomiska chocker och möjliggöra ökade investeringar utan att spä på skuldsättningsnivåerna. Genom en effektiv marknadsinfrastruktur och effektiva finansiella intermediärer skulle en kapitalmarknadsunion främja kapitalflödet från investerare till europeiska investeringsprojekt och på så sätt förbättra risk- och kapitalallokeringen inom hela EU, och i slutänden göra Europa mer motståndskraftigt för framtida chocker.

Kommissionen har därför åtagit sig att senast 2019 få byggstenarna på plats till en välreglerad och integrerad kapitalmarknadsunion som omfattar alla medlemsstater, i syfte att maximera fördelarna av kapitalmarknader och av andra finansinstitut än banker för ekonomin i stort.

En kapitalmarknadsunion bör närma EU till en situation där exempelvis små och medelstora företag kan anskaffa finansiering lika lätt som stora företag, där investeringskostnader och tillgång till investeringsprodukter konvergerar över hela EU, där det blir allt enklare att skaffa finansiering via kapitalmarknaderna, och där sökande efter finansiering i andra medlemsstater inte försvåras av onödiga rättsliga och tillsynsmässiga hinder. Dessa ändringar kommer att bidra till att minska beroendet av bankfinansiering, även om banker i egenskap av långgivare till en betydande andel av ekonomin och intermediärer på kapitalmarknaderna fortsatt kommer att spela en central roll i kapitalmarknadsunionen och även framöver kommer att ha en mycket väsentlig roll i den europeiska ekonomin.

Alla dessa utmaningar är inte nya, men EU:s behov av tillväxt gör att det blir alltmer angeläget att lösa dem. Det ger också den drivkraft som behövs för att göra framsteg. Syftet

med denna grönbok är att starta debatten på EU-nivå och nationell nivå, att inbegripa medlagstiftarna, andra EU-institutioner, nationella parlament och alla berörda parter när det gäller de möjliga åtgärderna på kort och lång sikt för att uppnå dessa mål.

En kapitalmarknadsunion kommer att skilja sig från en bankunion: fördjupade kapitalmarknader kräver insatser som kommer att skilja sig från nyckelinslagen i bankunionen. Bankunionens inriktning på att bryta kopplingen mellan bankfallissemang och statsobligationer i euroområdet kommer emellertid utgöra en stabilitetsplattform som lägger grund för utvecklingen av en kapitalmarknadsunion som inkluderar alla EU:s medlemsstater. Likaledes kommer väl integrerade kapitalmarknader att bidra till den ekonomiska och monetära unionens motståndskraft.

En kapitalmarknadsunion bör baseras på följande huvudprinciper:

- Den bör maximera fördelarna av kapitalmarknader för ekonomin, sysselsättning och tillväxt,
- den bör skapa en inre marknad för kapital för alla 28 medlemsstater genom att undanröja hinder för gränsöverskridande investeringar inom EU och främja starkare förbindelser med globala kapitalmarknader,
- den bör bygga på fasta grundvalar för finansiell stabilitet, med ett enhetligt regelverk för finansiella tjänster som upprätthålls på ett verkningsfullt och konsekvent sätt,
- den bör säkerställa en effektiv skydds nivå för konsumenter och investerare, och
- bör bidra till att dra till sig investeringar från hela världen och öka EU:s konkurrenskraft.

1.1 Att bygga en kapitalmarknadsunion

Att bygga en kapitalmarknadsunion är ett långsiktigt projekt. Arbete pågår redan för att upprätta ett enhetligt regelverk, med ett stort antal nyckelreformer¹ som håller på att genomföras. Kommissionens ansats kommer att grundas på en bedömning av kvarstående prioriteringar, både i fråga om troliga konsekvenser och genomförbarhet, med stöd av grundlig ekonomisk analys, konsekvensbedömning och samråd.

Grundat på utfallet av detta samråd kommer kommissionen försöka identifiera vilka åtgärder som krävs för att nå nedanstående mål:

- Att förbättra **tillgången till finansiering** för alla företag i hela Europa (särskilt små och medelstora företag) och investeringsprojekt som exempelvis infrastruktur,
- **att öka och diversifiera källorna till finansiering** från investerare i EU och över hela världen, och

¹ Exempelvis lagstiftningen om marknader för finansiella instrument (MiFID II-direktivet), marknadsmissbruk (förordningen/direktivet om marknadsmissbruk), förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIFMD-direktivet), europeiska marknadsinfrastrukturer (EMIR-förordningen) och värdepapperscentraler (CSDR-förordningen)

- att få **marknader att fungera mer effektivt och ändamålsenligt**, och länka samman investerare med dem som behöver finansiering till lägre kostnad, både inom och mellan medlemsstaterna.

Kommissionen bedriver ett brett samråd om typen av problem, möjliga åtgärder och hur de bör prioriteras. Lagstiftning är kanske inte alltid det lämpliga politiska svaret för att hantera dessa utmaningar, och det ankommer i många fall på marknaden att erbjuda lösningar. Andra åtgärder än lagstiftning och ett effektivt genomförande av konkurrens- och inre marknads lagstiftning skulle kunna erbjuda den bästa vägen framåt på andra områden. Kommissionen kommer att stödja marknadsrelaterade lösningar när de förväntas bli effektiva, och ändringar av regelverket endast där det är nödvändigt.

Grönboken är uppdelat på följande sätt. **Avsnitt 2** beskriver strukturen i dagens europeiska kapitalmarknader och ger en preliminär analys av några av hindren för djupare och mer integrerade kapitalmarknader. Ytterligare information ges i det medföljande arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar. I **avsnitt 3** efterlyses synpunkter på de tidiga politiska prioriteringar vi avser att driva, med utgångspunkt i kommissionens meddelande *En investeringsplan för Europa*², inbegripet frågor som gäller exempelvis genomförandet av förordningen om europeiska långsiktiga investeringsfonder (ELTIF), värdepapperisering av hög kvalitet, kreditupplysningar om små och medelstora företag, riktade emissioner och en översyn av prospektivdirektivet. I **avsnitt 4** efterlyses synpunkter på hindren för tillgång till finansiering, hur källor till finansiering kan breddas och på hur marknaderna ska fås att fungera mer effektivt och på var arbetet kan föras vidare på grundval av den återkoppling som erhållits. Hinder för gränsöverskridande kapitalflöden inbegriper sådana frågor som insolvens, företagsbeskattning, beskattning och värdepapperslagstiftning, där ytterligare analyser och återkoppling krävs för att kartlägga utmaningens omfattning på varje område, och de lämpliga lösningarna och prioriteringarna.

Genom att ytterligare öppna upp de nationella marknaderna för investerare, emittenter och mellanhänder, främja den fria rörligheten för kapital och utbyte av bästa praxis bör kapitalmarknadsunionen även ses som ett sätt att medverka till att utveckla marknaderna på nationell nivå. Med tanke på kapitalmarknadernas varierande grad av utveckling inom EU och förekomsten av specifika utmaningar i olika medlemsstater, kan politiska svar kräva skraddarsydda åtgärder på nationell nivå, baserade på bland annat kommissionens landsspecifika rekommendationer inom ramen för den europeiska planeringsterminen. Kommissionen uppmanar medlemsstaterna att samråda om särskilda utmaningar för utvecklingen av deras kapitalmarknader och till att bidra med sina slutsatser till debatten.

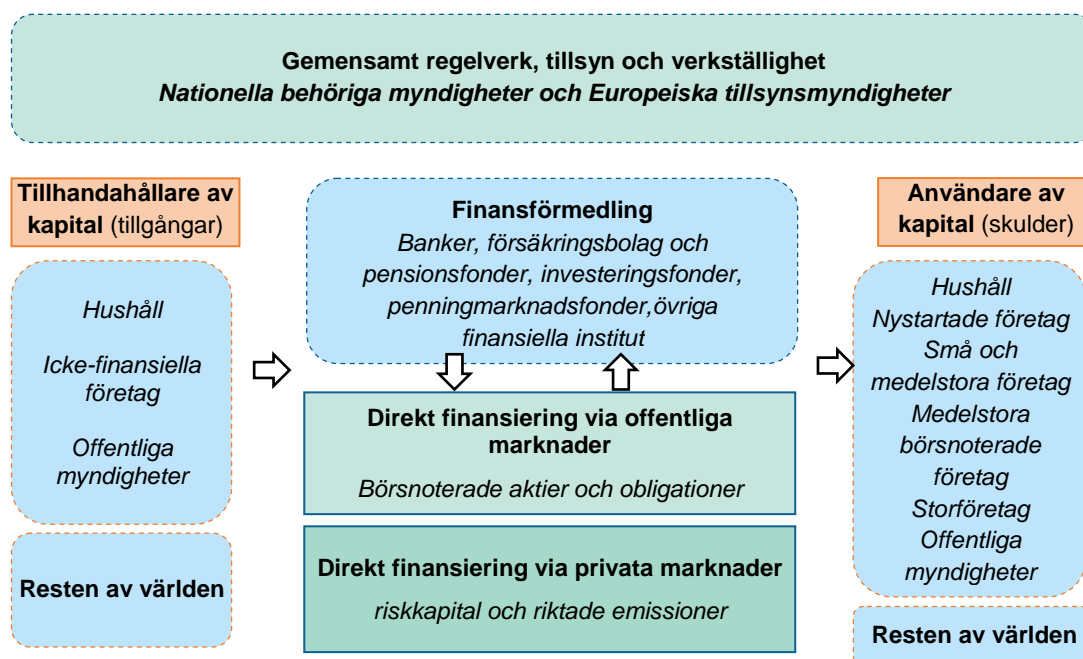
² COM(2014) 903 final, 26.11.2014.

Avsnitt 2: Aktuella utmaningar för dagens europeiska kapitalmarknader

2.1 Europas kapitalmarknader i dagsläget

Förutom direkt bankutlåning är kapitalmarknader den viktigaste mekanismen för att sammanföra potentiella investerare med dem som söker finansiering och erbjuda en uppsättning diversifierade finansieringskällor för ekonomin. Diagram 1 visar en enkel bild av det finansiella flödet i en ekonomi. Även om kapitalmarknaderna i huvudsak sysslar med direkta finansiering, är de också nära sammanlänkade med finansiella intermediärer som ofta kanaliserar medel från sparare till investerare.

Diagram 1: Stiliserad bild av kapitalmarknaderna i det bredare finansiella systemet

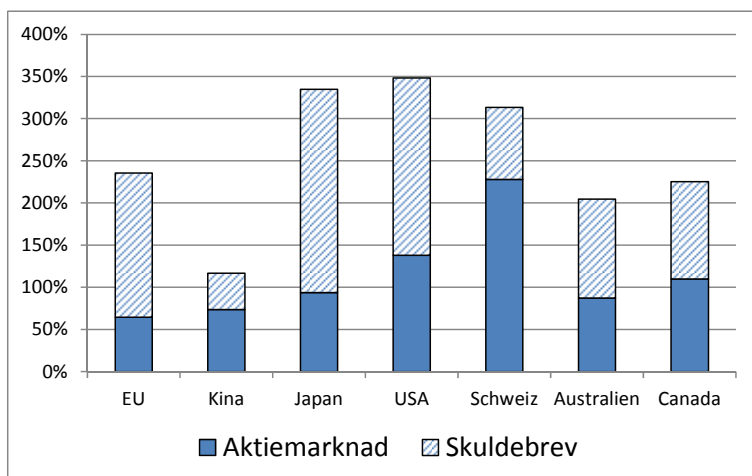


Kapitalmarknaderna har expanderat i EU under de senaste årtiondena. Det totala börsvärdet i EU uppgick exempelvis till 8 400 miljarder euro (cirka 65 % av BNP) i slutet av 2013, jämfört med 1 300 miljarder euro 1992 (22 % av BNP). Det sammanlagda värdet av de utestående skuldebrev var drygt 22 300 miljarder euro (171 % av BNP) år 2013, jämfört med 4 700 miljarder euro (74 % av BNP) år 1992³.

Marknaderna är inte desto mindre fortfarande underutvecklade i jämförelse med andra jurisdiktioner. Offentliga aktiemarknader i USA är nästan dubbelt så stora som i EU (i procent av BNP) och de är tre och en halv gånger större i Schweiz (diagram 2).

³ ECMI:s statistikpaket 2014.

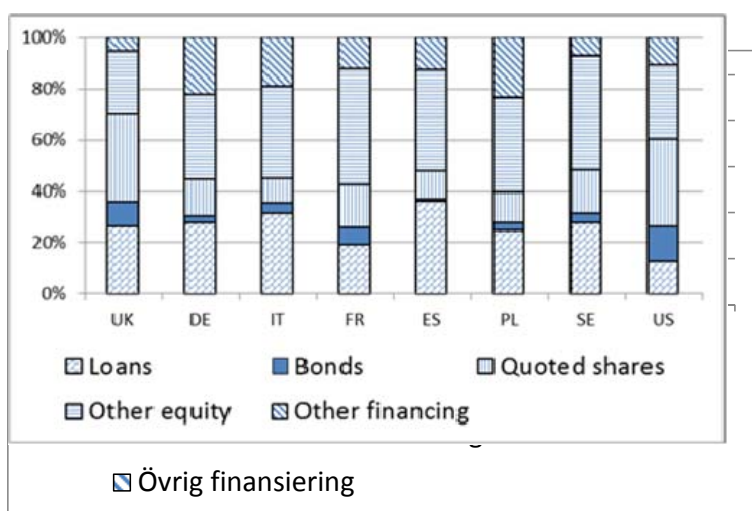
Diagram 2: Aktiemarknadsbörsvärde och skuldebrev (i % av BNP)



Risikapitalmarknaderna i USA är också ungefär dubbelt så stora som de i EU, medan marknader för riktade obligationsemissioner är upp till tre gånger större i USA. Samtidigt finns det stora variationer i kapitalmarknadsutveckling mellan EU:s medlemsstater. Den inhemska aktiemarknadens börsvärdet var drygt 121 % av BNP i Storbritannien, jämfört med mindre än 10 % i Lettland, Cypern och Litauen.

Källa: ECMI:s statistikpaket 2014.

Diagram 3: Mönster för företagsfinansiering (i % av totala skulder)



Europa har traditionellt sett varit mer beroende av bankfinansiering, där bankutlåning spelar en betydligt större roll i finansieringen av företagssektorn än emittering av skuldebrev på marknaden (diagram 3). Sammantaget gör detta större beroende av bankutlåning den europeiska ekonomin, särskilt små och medelstora företag, mer sårbara när bankernas utlåning stramas åt, vilket skedde under finanskrisen.

Källa: Eurostat, OECD Anm.: Lån inkluderar banklån och företagsinterna lån.

Tillgången till kapitalmarknaderna varierar mycket mellan olika företag och mellan olika EU-medlemsstater. Det har skett en avsevärd ökning i icke-finansiella företags emissioner av företagsobligationer i EU, vilket delvis återspeglar en gynnsam marknadsmiljö för obligationsemitterter på grund av låga räntor. Obligationer har dock huvudsakligen utfärdats av stora företag snarare än små och medelstora företag. Obligationsemissioner har också koncentrerats till större marknader, snarare än till marknader där företagens finansieringsproblem har varit mest trängande.

Trots att kapitalmarknaderna i EU blev alltmer integrerade under perioden fram till krisen i fråga om gränsöverskridande innehav av finansiella instrument, blottade krisen att en del av denna integrering drevs på av skuldbaserade internbankflöden som var utsatta för plötsliga omsvängningar i ljuset av chocker. Aktiemarknaderna i EU kännetecknas fortfarande av en partiskhet till förmån för hemlandet, vilket betyder att potentiella risker och avkastning inte delas över gränserna. Gränsöverskridande innehav av skuldebrev ligger också fortfarande kvar på en lägre nivå än vad som skulle kunna förväntas på en fullt integrerad marknad. Även de bäst presterande nationella marknaderna i EU når inte upp i kritisk storlek, vilket leder till en mindre investerarbaserad och färre finansiella instrument att välja mellan.

2.2 Utmaningar och möjligheter i uppbyggnaden av en kapitalmarknadsunion

Det finns en rad olika hinder för integreringen och utvecklingen av EU:s kapitalmarknader, med ursprung i historiska, kulturella, ekonomiska och rättsliga faktorer, varav vissa är djupt rotade och svåra att övervinna. Hit hör till exempel att företag av tradition ger företräde för vissa finansieringsmodeller, särdragen i pensionssystemen, tillämpningen av tillsynsbestämmelser och administrativa hinder, aspekter av bolagsstyrning och bolagsrätt, informationsluckor och många skattesystems utformning liksom ineffektiva marknadsstrukturer. Även på väl integrerade kapitalmarknader kommer vissa av dessa skillnader att kvarstå. För att uppnå fördelarna med en fullständigt integrerad inre marknad för kapital är det nödvändigt att ta itu med utmaningar på särskilt följande tre nyckelområden.

För det första, är det en viktig prioritering på efterfrågesidan att **förbättra tillgången till finansiering, inklusive riskkapital, särskilt för små och medelstora företag (t.ex. innovativa och snabbväxande nystartade företag)**. Framgång på längre sikt förutsätter att man kommer tillrätta med informationsproblem, fragmenteringen av nyckelsegment på marknaden och att man lyckas sänka kostnaderna för att få tillgång till kapitalmarknaderna. Dessutom finns det specifika hinder för finansiering av långsiktiga projekt, inklusive investeringar i infrastruktur.

För det andra, på utbudssidan kommer utvecklingen av kapitalmarknaderna i EU att vara beroende av tillflödet av medel i kapitalmarknadsinstrument. Ett uppsving för det institutionella och icke-institutionella investeringsinflödet till kapitalmarknaderna skulle göra investeringskällorna mer diversifierade. Växande tjänstepensionsavsättningar och privata pensionsavsättningar i Europa skulle kunna leda till ett ökat inflöde av medel till ett mer varierat utbud av investeringsbehov via kapitalmarknadsinstrument och underlätta en övergång till marknadsbaserad finansiering. Att stärka de icke-professionella investerarnas förtroende för kapitalmarknader och finansiella intermediärer skulle kunna öka flödet av hushållens sparkapital, som idag till största delen är bundet i den egna bostaden och i banksparande, till kapitalmarknadsinstrument. Att öka de europeiska kapitalmarknadernas globala konkurrenskraft och attraktionskraft på detta sätt skulle även kunna ge ett uppsving för investeringar.

För det tredje kommer skapandet av större, mer integrerade och djupare kapitalmarknader att avhänga av att de hinder som splittrar marknaden och hämmar utvecklingen av specifika marknadssegment övervinns. **Att göra marknaderna mer effektiva** skulle göra det möjligt för EU att tillgodogöra sig fördelarna av en större och djupare marknad. Dessa fördelar inbegriper bland annat ökad konkurrens, större urval och lägre kostnader för investerare samt en mer effektiv riskspridning och bättre riskfördelning. Mer integrerade kapitalmarknader,

särskilt för eget kapital, skulle öka den europeiska ekonomins förmåga att motstå ekonomiska chocker och möjliggöra ökade investeringar utan att spä på skuldsättningsnivåerna. Väl fungerande kapitalmarknader kommer att förbättra kapitalallokeringen i ekonomin, främja företagande, risktagande och investeringar i infrastruktur och ny teknik.

Avsnitt 3: Prioriteringarna för tidiga åtgärder

Kommissionen har identifierat ett antal områden, där behoven av framsteg är allmänt erkända, som har potential att ge snabba resultat. I detta avsnitt beskrivs översiktligt dessa möjligheter och efterlyses synpunkter från berörda parter på specifika inslag inom varje område.

3.1 Att sänka hindren för tillgång till kapitalmarknader

Ett prospekt är ett detaljerat dokument som innehåller uppgifter om företaget, samt villkoren för och riskerna med en investering. Det är inkörspporten till kapitalmarknaderna för företag som söker finansiering och flertalet företag som planerar en skuld- eller aktieemission måste utarbeta ett sådant dokument. Det är helt avgörande att det inte fungerar som ett onödigt hinder för tillträde till kapitalmarknaderna. Kommissionen kommer att se över den nuvarande prospektordningen genom ett särskilt offentligt samråd som inleds parallellt med denna grönbok, för att göra det lättare för företagen (inbegripet små och medelstora företag) att anskaffa kapital i hela EU⁴ och driva på utvecklingen av tillväxtmarknader för små och medelstora företag. Översynen kommer att se närmare på när ett prospekt krävs, strömlinjeforma godkännandeförfarandet och förenkla prospektinformationen.

3.2 Att bredda investerarbasen för små och medelstora företag

Små och medelstora företags tillgång till finansiering har i större utsträckning drabbats av krisen än de större företagens. I de flesta fall är information om små och medelstora företag begränsad och finns vanligen hos banker, och vissa små och medelstora företag har svårt att nå den bredare investerarbasen bestående av andra investerare än banker som skulle kunna passa deras finansieringsbehov. Förbättrad kreditinformation skulle medverka till att bygga upp **en effektiv och hållbar kapitalmarknad för små och medelstora företag**. Utvecklingen av en gemensam minimiuppsättning jämförbar information för rapportering och utvärdering skulle kunna bidra till att göra det mer attraktivt att finansiera små och medelstora företag. Standardiserad information om kreditkvalitet skulle vidare kunna bidra till att utveckla finansiella instrument för att refinansiera lån till små och medelstora företag, t.ex. värdepapperisering av små och medelstora företag.

Arbete på en metod för kreditriskomdömen har inletts och fått brett stöd av medlemsstaterna. Kreditriskomdömen tillhandahåller investerare och långgivare information om små och medelstora företags kreditvärdighet. I Europa har emellertid omkring 25 % av alla företag och cirka 75 % av ägarstyrda företag inte något kreditriskomdöme. Eventuella åtgärder på detta område kan bidra till att diversifiera finansieringen av innovativa och snabbväxande nystartade företag. Som ett första steg avser kommissionen att hålla workshoppar om kreditinformation om små och medelstora företag under 2015 för att utveckla detta arbete.

3.3 Att skapa en hållbar värdepapperisering

Värdepapperisering, som är ett förfarande genom vilket tillgångar som exempelvis bolån läggs samman för investerare att investera i, kan utgöra en kraftfull mekanism för överföring

⁴ En del av programmet om lagstiftningens ändamålsenlighet och resultat (Refit-programmet)

av risk och öka bankernas utlåningskapacitet. Sedan krisen har emellertid aktiviteten tagit skada, trots låga förlustnivåer i europeiska värdepapperiseringar. Under 2014 uppgick värdepapperiseringsemissioner i Europa till omkring 216 miljarder euro, jämfört med 594 miljarder euro 2007⁵. En hållbar **värdepapperiseringsmarknad av hög kvalitet** som bygger på enkla, transparenta och standardiserade värdepapperiseringsinstrument skulle kunna slå en bro mellan banker och kapitalmarknader.

Genom Solvens II-direktivet och de nyligen offentliggjorda delegerade akterna om likviditetstäckningsgrad har arbetet redan påbörjats med att säkerställa en övergripande och konsekvent ansvarsfull ansats för en enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering. Utöver dessa initiativ har företrädare för centralbanker, tillsynsmyndigheter, nationella myndigheter och företrädare för den privata sektorn förespråkat en mer heltäckande strategi för att återuppbygga värdepapperiseringen i EU.

För investerare skulle ett EU-initiativ behöva säkerställa höga normer, rättslig förutsebarhet och jämförbarhet mellan värdepapperiseringsinstrument. Denna ram bör göra nyckelinformation mer transparent, konsekvent och lättillgänglig, särskilt när det gäller lån till små och medelstora företag, samt främja tillväxttakten i andrahandsmarknader för att underlätta både emissioner och investeringar. **Kommissionen kommer parallellt med denna grönbok att samråda om särskilda åtgärder för att uppfylla dessa mål.**

3.4 Att stimulera långsiktiga investeringar

Investeringarna i EU har minskat betydligt efter att ha nått en kulmen 2007 och ligger kvar under sina tidigare normalnivåer. Europeiska kommissionen har redan aviserat en investeringsplan som kommer att frigöra offentliga och privata investeringar i ekonomin på minst 315 miljarder euro under de kommande tre åren i och med inrättandet av den nya Europeiska fonden för strategiska investeringar (Efsi)⁶ och offentliggjorde ett meddelande om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin, som innehåller en rad investeringsstimulansåtgärder. Den nyligen utarbetade rättsliga ramen för europeiska långsiktiga investeringsfonder (ELTIF) kommer att göra det möjligt för investerare att långsiktigt satsa pengar i företag och infrastruktur. Europeiska långsiktiga investeringsfonder bör särskilt tilltala sådana investerare som exempelvis försäkringsbolag eller pensionsfonder som kräver jämna inkomstströmmar eller långsiktig kapitaltillväxt.

Synpunkter välkomnas på vilken framtida roll kommissionen och medlemsstaterna kan spela för att stödja genomslaget för europeiska långsiktiga investeringsfonder, inbegripet att eventuellt utsträcka de fördelar som för närvarande finns tillgängliga för nationella ordningar till att även omfatta europeiska långsiktiga investeringsfonder.

3.5 Att utveckla europeiska marknader för riktade emissioner

Ett sätt för företag att skaffa finansiering sker via riktade emissioner, där ett företag bjuder ut värdepapper till en enskild individ eller grupp av investerare direkt och inte på offentliga

⁵ SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4:e kvartalet 2014)

⁶ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om Europeiska fonden för strategiska investeringar och om ändring av förordningarna (EU) nr 1291/2013 och (EU) nr 1316/2013, COM(2015) 10

marknader. Dessa kan erbjuda ett mer kostnadseffektivt sätt för företag att skaffa finansiering och **bredda tillgången till finansiering** för medelstora och stora företag och potentiellt till infrastrukturprojekt.

Medelstora europeiska företag haft tillgång till den amerikanska marknaden för riktade emissioner under många år, och anskaffade 15,3 miljarder US-dollar under 2013.⁷ Sedan den finansiella krisen bröt ut, har riktade emissioner ökat i popularitet i Europa och vissa medlemsstater har utvecklat marknaderna för riktade emissioner. På de tyska och franska inhemska marknaderna för riktade emissioner togs omkring 15 miljarder euro upp i skuldfinansiering under 2013. Hinder för utvecklingen av alleuropeiska marknader inbegriper skillnader i nationell insolvenslagstiftning, brist på standardiserade förfaranden, dokumentation och information om emittenters kreditvärdighet.

Som ett första steg för att utveckla europeiska marknader för riktade emissioner har ett konsortium av branschorganisationer tagit fram en marknadshandbok om gemensam marknadspraxis, principer och standardiserad dokumentation för riktade emissioner, som är förenlig med skiljaktiga rättsliga ramverk. Handboken offentliggjordes nyligen och de första utgåvorna följer inom kort. Kommissionen välkomnar denna marknadsledda ansats, som skulle kunna bidra till att underlätta att på kort sikt skapa en europeisk marknad för riktade emissioner.

Frågor

- 1) Vilka andra områden, förutom de fem prioriterade områden som lyfts fram för åtgärder på kort sikt, bör prioriteras?*
- 2) Vilka ytterligare insatser rörande tillgången på och standardiseringen av kreditinformation om små och medelstora företag skulle kunna främja en djupare marknad för finansiering av små och medelstora företag och nystartade företag samt en bredare investerarbas?*
- 3) Vilket stöd kan ges till europeiska långsiktiga investeringsfonder för att uppmuntra deras genomslag?*
- 4) Krävs det ytterligare åtgärder från EU för att stödja utvecklingen av marknader för riktade emissioner förutom att stödja marknadsledda ansträngningar att enas om gemensamma standarder?*

⁷ Se rapport ICMA 3:e kvartalet 2014.

Avsnitt 4: Åtgärder för att utveckla och integrera kapitalmarknaderna

För att dra nytta av en till fullo integrerad inre marknad för kapital är det nödvändigt att anta utmaningar särskilt på följande tre huvudområden:

- förbättra **tillgången till finansiering** för samtliga företag i Europa (särskilt små och medelstora företag) och investeringsprojekt, till exempel infrastruktur,
- **öka och diversifiera kapitalkällorna från investerare** inom EU och över hela världen, och
- göra **marknaderna mer ändamålsenliga** genom att länka investerare till dem som behöver mer effektiv finansiering till lägre kostnad, både inom medlemsstaterna och över gränserna.

4.1 Förbättra tillgången till finansiering

Med tanke på deras storlek och betydelse är till sist väl fungerande aktie- och obligationsmarknader av avgörande betydelse för att säkerställa en effektiv kapitalmarknadsunion och största möjliga tillgång till kapital. Det finns dock betydande friktioner i finansflödet, särskilt när det gäller mindre eller medelstora företag samt för projekt på längre sikt, till exempel infrastruktur, och båda är av avgörande betydelse för att öka produktionskapaciteten och den ekonomiska tillväxten. Dessa finansieringsproblem är särskilt tydliga i medlemsstater som påverkats mest av krisen.

Historiskt sett har **små och medelstora företag** huvudsakligen varit beroende av banklån. Under krisen blev bankernas lånebeslut oundvikligen mer selektiva, både på grund av begränsningar i bankernas egna resultaträkningar och en ökande falissemangsansolikhet hos låntagarna. Även om kapitalmarknaderna kan komplettera banklån för små och medelstora företag är deras mångfald och knapphändiga kreditinformation bättre anpassade till lån som bygger på ett personligt förhållande.

Alternativa kapitalkällor kan emellertid spela en viktig roll, särskilt för nystartade företag och små men snabbt växande företag i innovativa industrier. Dessa företag uppvisar oftast lågt kassaflöde initialt och är beroende av extern finansiering för att utöka sin verksamhet. Bankutlåning liksom andra finansieringsinstrument, till exempel leasing och fakturakredit, är ofta svårtillgängliga eller otillräckliga för företag med avsevärda immateriella tillgångar som är svåra att använda som lånesäkerhet.

Tillgång till finansmarknaderna är kostsamt inte bara för småföretag, men också för medelstora företag som är mer benägna än småföretag att anskaffa kapital på finansmarknaderna. Aktieemissioner och skuldinstrument kännetecknas av avsevärda fasta utgifter för företagsbesiktning och regleringskrav. Detta omfattar utgifter för offentliggörande av information till investerare eller regel- och tillsynsmyndigheter, för att uppfylla krav på företagsstyrning samt beställa extern kreditvärdering. Dessutom kan företag i ett tidigt utvecklingsstadium ha ett kommersiellt intresse av att inte lämna ut detaljerade upplysningar om sin affärsplan. De kan vara ovilliga att släppa kontrollen eller ställas inför ökad extern granskning. Dessa omständigheter hindrar ofta små och medelstora företag från att få tillgång till aktie- och obligationsmarknaderna, vilket leder dem huvudsakligen till privata

skuldinstrument- och aktiemarknader som i allmänhet är mindre standardiserade, mer komplexa och ofta dyrare.

Stora företag kan i allmänhet tack vare sin storlek bära de fasta kostnaderna på finansmarknaderna och stora nog för att varje enskild emission ska bli tillräckligt bred för att uppmärksammas av garanter, investerare och analytiker. Även om antalet emissioner av företagsobligationer har ökat betydligt under senare år, vilket delvis kompenserar den minskande bankutlåningen, förblir emissioner av noterade aktier dämpade i Europa. Mer ändamålsenliga och effektiva marknader kan bidra till att minska kostnaderna för att få tillgång till dessa marknader, och skulle vara till nytta för alla företag.

Slutligen behöver EU ett betydande mått av **nya investeringar i infrastruktur** för att upprätthålla sin konkurrenskraft. Flödet av medel till sådana projekt är emellertid begränsat av kortsiktighet, regleringshinder och andra faktorer. Många infrastrukturprojekt uppvisar också karaktäristiska kännetecken för kollektiva varor, vilket betyder att enbart privat finansiering inte är lämplig för att leverera en optimal investeringsnivå. Medan Efsi kommer att ge ett väsentligt bidrag till ökade investeringar i infrastrukturprojekt⁸ välkomnar kommissionen synpunkter på andra medel för att uppnå detta mål.

Att hantera informationsproblem

Inom Europa söker sig flertalet små och medelstora företag till banker för sin finansiering. Även om närmare 13 % av dessa ansökningar avslås är det ofta för att de inte motsvarar bankernas riskprofiler, trots att de är bärkraftiga. Även om bankerna ibland hänvisar små och medelstora företag till alternativa kapitalkällor fungerar detta inte alltid: ibland är varken bankerna eller företagen tillräckligt medvetna om att alternativ existerar. Bankerna skulle kunna uppmuntras att ge små och medelstora företag bättre information när deras lånansökningar avslås, samt öka medvetenheten om alternativa finansieringslösningar för små och medelstora företag som inte beviljats kredit.

De internationella finansiella rapporteringsstandarderna (IFRS) har spelat en nyckelroll för att främja ett enda redovisningsspråk inom EU, vilket gör det lättare för stora börsnoterade företag i EU att få tillgång till de globala finansmarknaderna. Att påtvinga mindre företag IFRS i full skala, särskilt dem som söker tillträde till särskilda handelsplatser, skulle emellertid leda till extra kostnader. Att utveckla en förenklad, gemensam rapporteringsstandard av hög kvalitet som är anpassad till företag som är noterade på vissa handelsplatser⁹ skulle kunna vara ett steg i riktning mot förbättrad insyn och jämförbarhet, och om det tillämpas proportionerligt skulle det hjälpa de företag som letar gränsöverskridande investerare att blir mer attraktiva. Denna standard skulle kunna bli en del av tillväxtmarknader för små och medelstora företag, och tillgänglig för vidare användning.

Ökad insyn i infrastrukturprojekt eller projektförteckningar skulle kunna öka deras attraktivitet för privata investerare, samt hjälpa regleringsorgan att anta en anpassad tillsynsordning för investeringar i infrastruktur. Rapporten från arbetsgruppen för investeringar (december 2014) föreslår att skapa en central webbplats på EU-nivå för att tillhandahålla länkar till projekt/projektförteckningar samt information om EU-projekt (t. ex.

⁸ När det gäller investeringar i infrastruktur kan de europeiska struktur- och investeringsfonderna också spela en viktig roll, förutsatt att de relevanta utvalskriterierna uppfylls.

⁹ Till exempel multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar).

under rubrikerna fonden för ett sammanlänkat Europa och de europeiska struktur- och investeringsfonderna). På grundval av rapporten från arbetsgruppen för investeringar har kommissionen föreslagit inrättande av en förteckning över europeiska investeringsprojekt, för att ge investerare bättre tillgång till information om investeringsmöjligheter inom EU och maximera investerares deltagande i finansieringen¹⁰. Detta kommer att omfatta inrättandet av en särskild webbplats och gemensamma standarder för hur informationen presenteras. Inrättandet av en sådan projektförteckning kommer att bygga på det arbete som redan har påbörjats i vissa medlemsstater.

Standardisering som en mekanism för att sätta fart på marknaderna

Även om standardisering också har nackdelar är det möjligt att sätta fart på vissa marknader genom ett gemensamt regelverk för marknader, insyn i produkternas egenskaper samt konsekvent övervakning och verkställighet. Ett visst mått av standardisering kan attrahera fler investerare och öka marknadens djup och likviditet. Detta gäller särskilt i mindre medlemsstater där marknaderna inte kan uppnå en viss minimivolym om de är hänvisade enbart till inhemska kapitalkällor. Där gemensamma standarder inte är nödvändiga eller svåra att uppnå kan de politiska ansträngningarna i stället inrikta sig på att utarbeta bästa praxis inom EU för att främja utvecklingen av vissa finansiella instrument.

Utvecklingen av en mer **integrerad europeisk marknad för säkerställda obligationer** skulle kunna bidra till en kostnadseffektiv finansiering av banker, samt erbjuda investerare ett större urval av investeringsmöjligheter. Säkerställda obligationers framgång som finansieringsinstrument är nära knuten till utvecklandet av specifika nationella rättsramar. Under 2015 kommer kommissionen att samråda om förtjänster och potentiell utformning av ett EU-ramverk för säkerställda obligationer och lägga fram politiska alternativ för högre integration på säkerställda obligationsmarknader, baserade på erfarenheter från väl funktionerande nationella ramverk. Kommissionen kommer också att reflektera över om investerare bör få mer information om säkerställda obligationers underliggande säkerhet och andra strukturerade skuldebrev, som kan jämföras med informationsskyldigheten för lånestatistik rörande strukturerade finansiella instrument.

Trots att emissioner av **företagsobligationer** har ökat nyligen kännetecknas dessa av låg standardisering och otydlig prisinformation. Även om nya elektroniska plattformar för obligationshandel riktade mot icke-professionella investerare har uppstått under senare år, kan bristande standardisering lägga hämsko på utvecklandet av handelsplatser för obligationer och en likvid sekundärmarknad. Högre standardisering i utgivningen av skuldförbindelser skulle kunna medge att en mer likvid sekundärmarknad utvecklas för företagsobligationer. Kommissionen välkomnar synpunkter på huruvida man bör vidare undersöka möjligheten att utveckla en mer standardiserad marknad för företagsobligationer, och om detta bäst uppnås genom ett marknadsbaserat initiativ eller genom regleringsåtgärder.

En annan växande investeringskategori med potential att ge bättre tillgång till finansiering är investeringar för miljön, sociala investeringar och investeringar i företagsstyrning, till exempel gröna obligationer. Intäkterna från gröna obligationer inriktas på projekt och verksamheter som främjar klimatfrågor eller andra mål relaterade till hållbar utveckling. Denna snabbt växande marknad får hjälp av en marknadsdriven standardiseringsprocess som beaktar urvalskriterier för gröna obligationer som utvecklas, bland andra, av Världsbanken,

¹⁰ Jfr KOM(2015) 10 slutlig, artikel 9

europiska investeringsbanken och europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling. Marknadsaktörer utvecklar just nu frivilliga riktlinjer, eller ”Principer för gröna obligationer”, som rekommenderar insyn och att främja integritet i utvecklandet av den gröna obligationsmarknaden genom att klarlägga hur gröna obligationer släpps på marknaden.

Att låta alternativa finanseringslösningar utvecklas

Även om lån mellan privatpersoner och gräsrotsfinansiering till sin natur utvecklas på internet och antyder hög potential för gränsöverskridande finansiering av ekonomin, finns lite belägg för gränsöverskridande eller alleuropeisk verksamhet. Som en uppföljning till meddelandet om gräsrotsfinansiering¹¹ samlar kommissionen information om hur industrin hanterar informationsskyldigheten, samt hur medlemsstaterna hanterar regleringar. Preliminära resultat antyder att olika nationella ansatser på dessa områden kan uppmuntra gräsrotsfinansiering lokalt, men att verksamheterna kanske inte nödvändigtvis är förenliga i gränsöverskridande sammanhang.

Frågor

5) Vilka vidare åtgärder skulle kunna bidra till att öka tillgången till finansiering och till att kanalisera medel till dem som behöver dem?

6) Bör åtgärder vidtas för att främja ökad likviditet på företagsobligationsmarknaderna, till exempel standardisering? Om så är fallet, vilka åtgärder krävs och kan dessa åstadkommas genom marknaden, eller krävs regleringsåtgärder?

7) Bör EU agera för att underlätta utvecklandet av standardiserade, transparenta och ansvarsfulla investeringar (miljöinvesteringar, sociala investeringar och investeringar i god förvaltning) till exempel gröna obligationer, förutom att stödja utarbetande av riktlinjer genom marknaden?

8) Är det värdefullt att utveckla en gemensam redovisningsstandard på EU-nivå för små och medelstora företag som är MTF-noterade? Bör en sådan standard ingå i handelsplattformen tillväxtmarknader för små och medelstora företag? Om så är fallet, under vilka omständigheter?

9) Finns det utvecklingshinder för lämpligt reglerad gräsrotsfinansiering eller plattformar för lån mellan privatpersoner, inbegripet på gränsöverskridande nivå? Om så är fallet, hur skulle detta kunna åtgärdas?

4.2 Utveckla och diversifiera kapitaltillförseln

Kapitalmarknadernas storlek beror i slutänden på tillflödet av besparingar till kapitalmarknadsinstrument. Därför måste kapitalmarknader **dra till sig institutionella, enskilda och internationella investerare.**

¹¹ COM(2014) 172.

Öka de institutionella investeringarna

Långsiktiga institutionella investerares roll på kapitalmarknaderna har ökat avsevärt. Regleringshinder och andra faktorer kan emellertid begränsa flödet av långsiktiga institutionella investeringar till långsiktiga projekt, inbegripet infrastrukturinvesteringar.

Den europeiska kapitalförvaltningsbranschen förvaltar tillgångar motsvarande mer än 17 000 miljarder euro och spelar en avgörande roll för att kanalisera investerares pengar i ekonomin. Denna framgång är till stor del ett direkt resultat av Europas ramverk för investeringsfonder. Ramverket för fondföretag (företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper)¹² är en erkänd internationell standard, medan direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder¹³ har skapat ett ramverk inom vilket europeiska alternativa investerare kan verka.

Regleringskostnaden för att inrätta fonder, bli auktoriserade förvaltare och handla med värdepapper över gränserna varierar för närvarande mellan olika medlemsstater. Minskade kostnader för etablering av fonder och för gränsöverskridande marknadsföring mer allmänt skulle sänka hindren för marknadsstillträde och skapa mer konkurrens. Jämte nya marknadsaktörer är det också viktigt att fonderna kan växa och dra nytta av stordriftsfördelar. Kommissionen välkomnar synpunkter på andra politiska åtgärder som skulle kunna ge institutionella investerare incitament att mobilisera och investera större summor och i ett bredare spektrum av tillgångar, till exempel långsiktiga projekt, nya företag samt små och medelstora företag.

Pensions- och försäkringssektorn äger också betydande tillgångar motsvarande mer än 12 000 miljarder euro som kan bidra till att finansiera investeringar. Den nya tillsynsordningen som ska tillämpas på försäkringsgivare från och med den 1 januari 2016 (Solvens II)¹⁴ kommer att låta företag investera mer i långsiktiga placeringar, tack vare att nationella restriktioner för portföljens sammansättning avskaffas¹⁵. Dessutom har kommissionen sett till att standardformeln för att beräkna försäkringsbolagens kapitalkrav inte lägger hinder i vägen för långsiktiga investeringar, samt att para ihop skuldförbindelser och tillgångar med lång löptid¹⁶. Denna åtgärd var välkommen, även om vissa aktörer efterlyser skräddarsydd behandling av infrastrukturinvesteringar när det gäller att kalibrera kapitalkraven för försäkringsbolag och banker. Ytterligare ansträngningar krävs för att fastställa skuldfinansieringsinstrument och/eller investeringar i eget kapital för infrastruktur med lägre risk, med sikte på en eventuell översyn av tillsynskraven och inrättande av underkategorier av infrastruktur.

Kapitalbaserade pensionssystem spelar en ökande roll i vissa medlemsstater. Sådana system, förutsatt att de förvaltas med försiktighet och på ett sätt som återspeglar deras samhällsfunktion, kan bidra till pensionssystemens hållbarhet och tillräcklighet, och är växande investerare i den europeiska ekonomin. Nya regler om tjänstepension som för närvarande diskuteras skulle kunna undanröja hinder för pensionsfonder att investera mer i

¹² Direktiv 2014/91/EU

¹³ Direktiv 2011/61/EU samt ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010

¹⁴ Direktiv 2009/138/EG

¹⁵ När det gäller tillsynsregleringar för banksektorn ger kommissionens delegerade akt om likviditetstäckningskvoter ökade incitament för investeringar i infrastruktur och små och medelstora företag.

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

långsiktiga placeringar. Dessutom skulle utbyte av bästa praxis också göra de nationella systemen mer förenliga.

När det gäller personliga pensioner är pensionsgivarna föremål för ett antal olika rättsakter på EU-nivå. Därför ställer sig frågan huruvida införandet av en standardiserad produkt, till exempel ett alleuropeiskt eller ett "29:e" system som avskaffar hindren för gränsöverskridande tillträde, skulle kunna stärka den inre marknaden för pensionsgivare. Varje förändring skulle behöva säkerställa effektivt konsumentskydd, och samtidigt förbättra täckning, deltagande och tillräcklig säkerhet för sparat kapital.

Som alternativ kapitalkälla till traditionella banklån eller skuldfinansiering eller emission av egenkapital, spelar **riskkapital** en viktig roll i Europas ekonomi. Riskkapitalmarknaderna är emellertid ofta för små; detta gäller inte bara aktiemarknaderna som är specialiserade på att finansiera snabbt växande företag, men också riskkapitalinvesteringar i företag som är nystartade eller i en utvecklingsfas, eller i högteknologiska företag. Riskkapitalmarknaderna är också i mycket olika utvecklingsstadier i medlemsländerna: ca 90 % av alla riskkapitalförvaltare är koncentrerade i åtta medlemsstater¹⁷.

I vissa medlemsstater har riskkapitalfonder problem med att nå den storlek de behöver för att sprida riskerna i sin portfölj. De viktigaste orsakerna verkar vara frånvaron av en riskkapitalkultur, avsaknad av information, en fragmenterad marknad och höga kostnader.

För att främja tillgången på riskkapital i form av aktier eller villkorade lån till nystartade företag och sociala företag inrättade EU år 2013 de europeiska riskkapitalfonderna (EuVECA)¹⁸ och antog förordningar för de europeiska fonderna för socialt företagande (EuSEF)¹⁹. Spridningen har varit uppmuntrande, men det finns utrymme för vidare utveckling. Sannolikt finns en rad hinder som blockerar en större spridning. Ett särskilt bekymmer är att förvaltare vars portfölj överstiger 500 miljoner euro inte kan ansöka om att inrätta och driva en sådan fond, och inte heller använda dessa benämningar för att marknadsföra sina fonder inom EU. En utvidgning av antalet marknadsaktörer skulle potentiellt kunna öka antalet av tillgängliga EuVECA och EuSEF.

Offentliga medel kan också spela en roll, då regionala myndigheter är betydande källor till riskkapital i flera medlemsstater. EU:s finansiella instrument, till exempel ramprogrammet för konkurrenskraft och innovation, de europeiska struktur- och investeringsfonderna²⁰ och finansiering via eget kapital med stöd av strukturfondens program har varit framgångsrika i att mobilisera riskkapital för små och medelstora företag. EU:s program för små och medelstora företags konkurrenskraft (Cosme)²¹ och Horisont 2020 kommer att bygga vidare på dessa. I juli 2014 ändrades dessutom reglerna för statligt stöd för att tillåta mer statliga ingrepp i tillbörliga fall, för att utveckla riskkapitalmarknaden och förbättra tillträdet för små och medelstora företag eller innovativa midcapföretag²². Utmaningen är att utreda hur man ökar riskkapitalbolagens omfattning och hur offentliga och privata finansiärer gemensamt kan bidra till detta.

¹⁷ Storbritannien, Tyskland, Sverige, Danmark, Finland, Nederländerna, Frankrike och Spanien.

¹⁸ Förordning (EU) nr 345/2013

¹⁹ Förordning (EU) nr 346/2013

²⁰ Förordning (EU) nr 1303/2013

²¹ Förordning (EU) nr 1287/2013

²² 2014/C 19/04

Frånvaron av exit-möjligheter för investerare kan också utgöra ett hinder för utvecklingen av finansiering via riskkapital. Kommissionen intresserar sig för huruvida åtgärder kan vidtas för att skapa en bättre miljö för affärsänglar²³, riskkapital och börsintroduktioner för att säkerställa bättre exitstrategier för investerare och öka tillgången på riskkapital till nystartade företag.

Banker kommer sannolikt även i fortsättningen att vara nyckelaktörer och deltagare på finansmarknaderna i egenskap av emittenter, investerare och förmedlare, och kommer fortsatt att spela en viktig roll för kreditförmedlingen genom att tillhandahålla kapital och information. Samtidigt växer ny teknik och nya affärsmodeller fram, till exempel lån mellan privatpersoner eller andra typer av direkta lån utan inblandning av banker, vilka erbjuder kapital till små och medelstora företag samt nystartade företag. Kommissionen välkomnar synpunkter på huruvida det finns betydande hinder för att tillhandahålla och utveckla dessa tjänster vid sidan av banklån.

Frågor

10) Vilka politiska åtgärder skulle ge institutionella investerare incitament att uppbåda och investera större summor och i ett bredare spektrum av tillgångar, till exempel långsiktiga projekt, små och medelstora företag och innovativa och nystartade högtillväxtföretag?

11) Vilka steg kan tas för att minska förvaltares kostnader för att inrätta och marknadsföra kapitalfonder inom EU? Vilka hinder finns för kapitalfonder som utnyttjar stordriftsfördelar?

12) Bör arbetet på en skraddarsydd behandling av investeringar i infrastruktur riktas mot klart definierade underkategorier av tillgångar? Om så är fallet, vilka av dessa borde kommissionen prioritera vid framtida översyn av tillsynsreglerna, till exempel fjärde kapitalkravsdirektivet (CRDIV/CRR) och Solvens II?

13) Skulle införandet av en standardiserad produkt, eller ett avskaffande av hindren för gränsöverskridande tillträde, kunna stärka den inre marknaden för pensionsgivare?

14) Skulle ändringar av EuVECA och EuSEF-förordningarna göra det enklare för större fondförvaltare i EU att driva denna typ av fonder? Vilka andra förändringar bör göras för att öka antalet fonder av denna typ?

15) Hur kan EU vidare utveckla privata investerare och riskkapital som en alternativ kapitalkälla för ekonomin? Vilka åtgärder skulle särskilt öka omfattningen av riskkapitalbolag och förbättra exit-möjligheterna för riskkapitalinvesterar?

16) Finns hinder för att öka båda bankutlåningen och direkta lån utan inblandning av banker på ett säkert sätt till företag som behöver kapital?

²³ Affärsänglar är privata investerare, vanligtvis med erfarenhet från affärslivet, som erbjuder kapital till nystartade företag

Öka investeringarna från privata investerare

Privata investerares aptit på direkta investeringar på finansmarknaderna är i allmänhet dålig inom EU, där kollektiva institutionella investeringar dominerar. Europeiska hushåll har emellertid betydande sparkapital på bankkonton som i vissa fall skulle kunna utnyttjas på ett mer produktivt sätt. Sjunkande räntor för sparkonton kan erbjuda vissa hushåll incitament att flytta mer finanskapital från banker till värdepappersmarknaden.

Aktiefonder, till exempel för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper, är populära hos privata investerare för att investera på finansmarknaderna. Trots detta är andelen privata investerare i fondföretag relativt låg: hushåll utgjorde endast 26 % av det totala ägandet i fondföretag i euroområdet 2013²⁴. För att säkerställa ett större urval av aktiefondsprodukter och ökad konkurrens är kommissionen intresserad av synpunkter på hur gränsöverskridande deltagande i kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper kan utvidgas.

Privata investerare kommer endast att lockas att investera i finansmarknader om de litar på dem, liksom på de förmedlare som verkar på marknaderna, och om de tror att de på ett säkert sätt få bättre avkastning på sina besparingar. Att återupprätta investerarnas förtroende är ett huvudansvar och en utmaning för finanssektorn. Att stärka kunskapen om finansiella frågor skulle också hjälpa konsumenterna att mer effektivt och enkelt välja finansiella produkter och att jämföra dem. Ett antal nationella program finns redan för att förbättra kunskapen om och för utbildning i finansiella frågor, samt EU-projektet *Konsumenteskolan*. I vissa fall kan mer standardiserade eller enkla finansiella produkter, som är tillgängliga i vissa medlemsstater, också vara till hjälp.

Regleringar och övervakning kan bidra till att bygga upp investerares tillit. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) och Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) har tilldelats ökade befogenheter för investerarskydd genom andra direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID II)²⁵ och andra rättsakter. Som nämnts i kommissionens översyn av de europeiska tillsynsmyndigheterna²⁶ bör deras mandat på området konsument- och investerarskydd klargöras och stärkas där så krävs.

En starkt gränsöverskridande konkurrens för finansiella tjänster till icke-professionella investerare skulle kunna medföra fler alternativ, lägre priser och bättre tjänster. Finansiella tjänster genom elektroniska och mobila verktyg kan bidra i detta avseende, förutsatt att fruktan för bedrägeri, intrång och penningtvätt kan bemästras samtidigt som användarvänligheten upprätthålls. Kommissionen kommer att inleda sitt förberedande arbete på hur den inre marknaden för detaljhandel med finansiella tjänster kan ge konsumenterna fler fördelar.

Frågor

17) Hur kan gränsöverskridande deltagande i UCITS öka?

²⁴ Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association

²⁵ Direktiv 2014/65/EU och om ändring av direktiv 2002/92/EG och direktiv 2011/61/EU

²⁶ KOM(2014) 509 slutlig.

18) Hur kan tillsynsmyndigheterna vidare bidra till att garantera skydd för konsumenter och investerare?

19) Vilka politiska åtgärder kan öka icke-professionella investeringar? Vad kan mer göras för att skydda och göra EU-medborgare mer delaktiga i finansmarknaderna?

20) Finns nationell bästa praxis för att utveckla enkla och transparenta investeringsprodukter för konsumenter, som kan delas?

Attrahera internationella investeringar

Europeiska finansmarknader måste vara öppna och globalt konkurrenskraftiga, väl reglerade och integrerade för att attrahera utländska investeringar, vilket innebär upprätthållande av höga EU-standarder för att garantera marknadsintegritet, finansiell stabilitet och investerarskydd. Eftersom finansmarknaderna är till sin natur globala är det viktigt att kapitalmarknadsunionen utvecklas med hänsyn tagen till det större globala sammanhanget.

Även om nedskärningen av bruttokapitalflöden efter krisen påverkade samtliga regioner, har EU (och särskilt euroområdet) genomgått den största nedgången i bruttokapitalinflöden och -utflöden i procent av BNP. Samtliga komponenter i bruttokapitalinflödet (portföljinvesteringar, direkta utländska investeringar och bankförmedlade fordringar) var lägre 2013 än 2007.

Enligt uppgifter från Internationella valutafonden (IMF) uppgick den globala kapitalstocken för gränsöverskridande portföljinvesteringar i slutet av 2013 till 25 000 miljarder euro. Den totala stocken av gränsöverskridande portföljinvesteringar mellan EU:s medlemsstater uppgick till 9 600 miljarder euro, medan portföljinvesteringar med ursprung utanför EU motsvarade 5 000 miljarder euro. Därför finns fortfarande stort utrymme för att attrahera ytterligare investeringar i eget kapital och skuldinvesteringar från tredjeländer.

EU:s internationella politik för handel och investeringar²⁷ har en viktig roll att fylla för att stödja internationella investeringar. Internationella handels- och investeringsavtal liberaliserar kapitalrörelser, reglerar marknadstillträde och investeringar, inbegripet för tillgången på finansiella tjänster, och kan bidra till att uppnå en lämplig skyddsnivå för investerare i Europa samt likvärdiga förutsättningar inom EU²⁸. Kommissionen bidrar dessutom till det internationella arbetet för kapitalets fria rörlighet, inbegripet till exempel OECD:s normer för kapitalrörelsernas liberalisering

Direkt marknadsföring av EU:s investeringsfonder och andra investeringsinstrument i tredjeländer bör underlättas. Detta skulle kunna åstadkommas genom att minska hindrena för finansiella institutioner och tjänster i EU att få tillträde till marknader i tredjeländer, inbegripet där så är lämpligt, genom att öppna marknaderna för gränsöverskridande kapitalförvaltning i framtida handelsavtal.

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ EU vill också i sina handels- och investeringsavtal säkerställa lämpliga garantier för att upprätthålla godtagbart skydd på områden som till exempel säkerhet, hälsa, miljöskydd eller kulturell mångfald.

Mot bakgrund av denna utveckling är kommissionen intresserad av synpunkter på åtgärder som skulle kunna vidtas för att göra EU:s marknader mer attraktiva för internationella investerare.

Frågor

21) Finns ytterligare åtgärder på området reglering av finansiella tjänster som kan vidtas för att säkerställa att EU är internationellt konkurrenskraftig och investeringsvänligt?

22) Vilka åtgärder kan vidtas för att underlätta för EU:s företag att få tillgång till investerare och kapitalmarknader i tredjeländer?

4.3 Förbättra marknadens effektivitet – förmedlare, infrastrukturer och det bredare rättsliga ramverket

En enhetlig regelbok, verkställighet och konkurrens

Utarbetandet av en enhetlig regelbok under senare år innebär att avgörande steg mot ett mer harmoniserat regelverk för kapitalmarknader där företag kan konkurrera över gränserna på likvärdiga villkor. Den enhetliga regelbokens framgång är också avhängig reglernas effektiva genomförande och konsekventa verkställighet. Några nyckeldelar i EU-lagstiftningen återstår som tillåter tilläggskrav, så kallad gold-plating (nationell reglering som går utöver EU:s krav), samt skiftande uttolkning av reglerna. Kommissionen, i samarbete med medlemsstaterna och de europeiska tillsynsmyndigheterna, arbetar för att se till att EU:s lagstiftning i finansiella frågor genomförs korrekt och verkställs i praktiken.

Konkurrens spelar en central roll för att säkerställa att konsumenterna får tillgång till de bästa produkterna och tjänsterna till rimliga priser, och att investeringsflödet kanaliseras till de mest produktiva användarna. Tillträdeshinder för konkurrenter bör avlägsnas där så är möjligt och tillgång till finansmarknadens infrastruktur måste garanteras. Kommissionen har under senare år använt sina befogenheter på konkurrensområdet för att stödja effektivare och väl fungerande kapitalmarknader. Kommissionen kommer fortsatt att säkerställa att konkurrenslagstiftningen tillämpas strikt för att undvika begränsningar eller snedvridning av konkurrensen som inverkar på framväxten av integrerade och väl fungerande kapitalmarknader.

Principen om fri rörlighet för kapital bör också genomföras för att undanröja omotiverade hinder för investeringsflödet inom EU. Så kan exempelvis bestämmelser som införts av en värdmedlemsstat för marknadsaktörer med ett europeiskt marknadsföringstillstånd som utfärdats i deras hemmedlemsstat i vissa fall utgöra ett omotiverat hinder för kapitalets fria rörlighet. Ett mer stabilt, transparent och förutsägbart regelverk för investerare skulle kunna bidra till att bygga förtroende och göra den inre marknaden mer attraktiv för långsiktiga investeringar.

Enhetlighet i tillsynen

Även om regelverken för kapitalmarknaderna överlag har harmoniserats är framgångsrika reformer också beroende av reglernas genomförande och konsekventa verkställande. De europeiska tillsynsmyndigheterna spelar en central roll för att främja enhetlighet. Kommissionen publicerade nyligen en rapport om de europeiska tillsynsmyndigheternas verksamhet och det europeiska systemet för finansiell tillsyn (ESFS)²⁹ som identifierade ett antal områden där förbättringar skulle kunna genomföras på kort och medellång sikt. Kommissionen kommer att fortsätta ett se över de europeiska tillsynsmyndigheternas funktionssätt och verksamhet, liksom deras styrning och finansiering.

De europeiska tillsynsmyndigheterna har en viktig roll att fylla för fortsatt främjande av ökad enhetlighet i tillsynen, med större fokus på och användning av sakkunnigbedömning och lämplig uppföljning. Dessutom skulle vid behov tvistlösning och undersökningsbefogenheter i samband med påstådda överträdelse av EU-rätten kunna underlätta konsekvent genomförande och tillämpning av EU-rätten på den inre marknaden.

De europeiska tillsynsmyndigheternas roll i detta sammanhang bör vidare beaktas. I den utsträckning som nationella tillsynsmyndigheter kan orsaka skillnader i investerarskydd, hinder för gränsöverskridande verksamhet och avskräcka företag från att söka finansiering i andra medlemsstater, kan de europeiska tillsynsmyndigheterna ha en större roll att spela för ökad enhetlighet.

Data och rapportering

Utarbetning av gemensamma data och rapportering inom EU skulle kunna bidra till att stödja närmare integration av kapitalmarknaderna. På värdepappersmarknaderna är till exempel konsoliderad handelsinformation grundläggande för att säkerställa kvalitet, tillgänglighet och aktualitet för information efter handel. Om marknadsledda ansträngningar skulle visa sig otillräckliga för att leverera konsoliderad handelsinformation som är lättillgänglig och användbar för marknadsaktörer på rimlig kommersiell grund, kan andra lösningar eventuellt beaktas, inbegripet att anförtro ett kommersiellt företag uppdraget att producera konsoliderad handelsinformation. Kommissionen kommer också att försöka säkerställa att spridningen av konsoliderad handelsinformation på kommersiellt rimliga villkor sker utan hinder.

Mer effektiva metoder för tillsyn och marknadsrapportering som omfattar nationella myndigheter eller Esma, till exempel rörande gemensamma it-förfaranden för vissa rapporteringskrav, kan också vara till hjälp för marknadsaktörer. Synpunkter välkomnas när det gäller om och vad som behövs för att förbättra data och rapportering inom EU.

Marknadsinfrastruktur och värdepapperslagstiftning

Marknadsinfrastruktur och värdepapperslagstiftning – de ”rörledningar” som kanaliserar investeringar och de lagar som reglerar dem – är nyckelfaktorer för den effektivitet och lätthet med vilka investeringar kan göras. Regelverket som gäller för marknadsinfrastrukturer är på väg att inrättas, inbegripet lagstiftning för att säkerställa att centrala motparter, värdepapperscentraler och Target2Securities-projektet som drivs av Eurosystemet är robusta. Som aviserats i kommissionens arbetsprogram avser kommissionen att lägga fram ett lagförslag för att skapa ett europeiskt ramverk för återhämtning och resolution av systemviktiga finansinstitut, till exempel centrala motparter. Det finns emellertid aspekter på

²⁹ KOM(2014) 509 slutlig.

marknadsinfrastrukturer som stödjer värdepappershandel där ytterligare förbättringar eventuellt kan göras.

Säkerheter är en central del av det finansiella systemet, eftersom det är grunden för ett stort antal transaktioner på marknaden och utgör ett skyddsnet om problem uppstår. Rörligheten för säkerheter inom EU är för närvarande begränsad, vilket hindrar marknaderna från att fungera effektivt. Sedan finanskrisen har efterfrågan på säkerheter ökat, pådriven av marknadens efterfrågan på säkerställd finansiering liksom på nya regleringar och bestämmelser, som till exempel förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer (EMIR)³⁰ och kapitalkravsförordningen (CRR)³¹. Med stigande efterfrågan på säkerheter riskerar man att samma värdepapper återanvänds som underlag för en mångfald transaktioner, vilket var fallet före krisen, och arbete pågår internationellt för att studera dessa frågor. Synpunkter välkomnas för att utreda huruvida arbete ska göras för att underlätta ett vederbörligen reglerat flöde av säkerheter inom EU.

Medan avsevärda framsteg har uppnåtts i harmoniseringen av regler för transparens och integritet i värdepappersmarknaderna varierar **lagstiftningen för investerares rättigheter när det gäller värdepapper mellan medlemsstater**. Följaktligen har investerare svårt att bedöma riskerna för kapitalinvesteringar i olika medlemsstater. Diskussionerna i ämnet går tillbaks mer än tio år med början i andra Giovaninni-rapporten från 2003. Frågeställningen är emellertid komplex eftersom den berör äganderätt, kontraktsrätt, företags- och konkurslagstiftning, liksom lagar om värdepappersinnehav och lagkonflikt. Den motsatta ståndpunkten hävdar att harmonisering på EU-nivå och en EU-definition av värdepapper inte är nödvändiga. Dessutom hävdas att inrättandet av Target2Securities-projektet i mitten av 2015 kommer att undanröja lagliga och operativa risker som sammanhänger med överföring och innehav av värdepapper mellan flera jurisdiktioner, minska kostnaderna och kunna medföra en ökning av gränsöverskridande investeringar. Mot bakgrund av dessa begränsningar skulle synpunkter välkomnas om huruvida riktade förändringar i lagstiftningen om innehav av värdepapper som konkret skulle kunna bidra till mer integrerade kapitalmarknader inom EU är möjliga och önskvärda.

En annan viktig aspekt på framväxten av en alleuropeisk marknad för värdepapperisering och finansiella säkerheter, och också på andra verksamheter som faktorisering, handlar om att åstadkomma större juridisk säkerhet när det gäller gränsöverskridande överföringar av fordringar och deras prioritetsordning, särskilt med avseende på konkursförfaranden. En rapport för att definiera problem och möjliga lösningar kommer att offentliggöras av kommissionen under 2015.

Banker spelar en nyckelroll inte bara för utlåning, men också för förmedling på kapitalmarknaden, särskilt tillhandahållande av likviditet i egenskap av marknadsgarant. Forskningsresultat pekar på att likviditeten minskar i vissa marknadssegment, men också att den kan ha varit undervärderad under upptakten till krisen. Sjunkande likviditet förklaras av några som en nödvändig marknadskorrigerande liksom en nedgång i marknadens förtroende i krisens kölvatten, och av andra med hänvisning till globala regleringsåtgärder efter krisen. Kommissionen är intresserad av synpunkter på hur man kan åstadkomma bättre prissättning på och robustare likviditetsvillkor, särskilt om åtgärder bör vidtas för att stödja likviditeten i

³⁰ Förordning (EU) nr 648/2012

³¹ Förordning (EU) nr 575/2013 och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012

sårbara segment, och om det finns hinder för marknadstillträde för nya aktörer som kan spela en roll för matcha säljare och köpare.

Företagslagstiftning, företagsstyrning, konkurs och beskattning

EU-lagstiftning finns på området **företagsstyrning** (till exempel om bolagsstyrningsrapporter³² och gränsöverskridande utnyttjande av aktieägares rättigheter³³), men företagsstyrning är ofta endast föremål för inhemska lagar och standarder. Efter finanskrisen vidtogs en översyn av EU:s ramverk för företagsstyrning genom två samråd³⁴. Den pågående översynen av direktivet om aktieägares rättigheter avser att uppmuntra institutionella investerare och kapitalförvaltare att tillhandahålla mer långfristigt kapital till företagen.

Skyddet för **minoritetsägarers rättigheter förbättrar företagsstyrningen och gör företagen mer attraktiva för utländska investerare**, eftersom dessa ofta är minoritetsinvestorer. En annan aspekt på sund företagsstyrning är bolagsstyrelsernas effektivitet när det gäller att kontrollera företagsledningen. Eftersom bolagsstyrelser skyddar investerarnas intressen är effektiva och väl fungerande bolagsstyrelser också centrala för att attrahera investeringar.

Trots åtskilliga direktiv om företagslagstiftning³⁵ står företagen inför betydande hinder när det gäller **gränsöverskridande rörlighet och omstruktureringar**. Ytterligare reformer av företagslagstiftning kan bidra till att övervinna hinder för företagets gränsöverskridande etablering och verksamhet.

Olika nationella **regler om lagkonflikt** när det gäller ett företags interna funktioner kan orsaka juridisk osäkerhet, eftersom de kan leda till en situation där ett företag är föremål för olika medlemsstaters lagar samtidigt, till exempel i de fall där ett företag är registrerat i en medlemsstat, men har sin huvudsakliga verksamhet i en annan medlemsstat.

Medan diskussionen om harmonisering av **insolvenslagstiftningen** har gått långsamt de senaste 30 åren på grund av dess komplexitet, har avsevärda framsteg gjorts när det gäller regler för lagkonflikt på området gränsöverskridande insolvensförfaranden³⁶. De underliggande nationella ramverken för insolvens är emellertid fortfarande olika till sin karaktär och effektivitet³⁷. En minskning av dessa skillnader skulle kunna bidra till en framväxande alleuropeisk aktie- och skuldinstrumentmarknad, tack vare minskad osäkerhet för investerare som behöver göra riskbedömningar i flera medlemsstater. Avsaknaden av eller otillräckliga regler för en tidig omstrukturering av skulden i många medlemsstater, avsaknaden av ”andra chans”-regler och alltför långa och kostsamma insolvensförfaranden kan dessutom leda till en låg återhämtningsandel för långivare, samt avskräcka investerare. Med sikte på att göra framsteg på området insolvens antog kommissionen en rekommendation om ett nytt tillvägagångssätt för konkurs och insolvens³⁸ i vilken den uppmanar medlemsstaterna att införa förfaranden för tidig omstrukturering och ”andra chans”-regler. Rekommendationen uppmanar även medlemsstaterna att överväga tillämpning av dessa

³² Direktiv 2006/46/EG

³³ Direktiv 2007/36/EG

³⁴ COM(2010) 284 och COM(2011) 164.

³⁵ Förordning (EG) nr 2157/2001 och direktiv 2005/56/EG.

³⁶ Förordning 1346/2000 om insolvensförfaranden kommer att ersättas med ett förbättrat rättsligt instrument under 2015.

³⁷ Arbetsdokument från kommissionen (2014) 61 final.

³⁸ Kommissionens rekommendation C(2014) 1500

principer på överskudsättning och konkurs hos konsumenter. En utvärdering av rekommendationen planeras till 2015.

Skillnader i **skattesystem** mellan medlemsstaterna kan försvåra utvecklingen av en inre marknad för kapital. Dessa kan till exempel skapa hinder för gränsöverskridande investeringar som pensioner och livförsäkringar. Som en uppföljning till vitboken om pensioner³⁹ har kommissionen utfört en studie om diskriminerande regler gällande pensions- och livförsäkringskapital, inbetalningar och utbetalningar. Kommissionen kommer att vidta åtgärder vid behov om diskriminerande regler upptäcks och diskriminerande skatteregler för gränsöverskridande investeringar av livförsäkringsbolag och pensionsfonder i fastigheter i ett senare skede. Arbetet fortgår också för att **förenkla för förfaranden för källskattelättnad efter handel**.

Förutom skattebehandlingen av olika marknadsaktörer mellan medlemsstater finns också skillnader i skattebehandling av olika typer av finansiering, vilket kan skapa snedvridningar. Skillnader i skattebehandling av skuld- och egenkapitalfinansiering skulle kunna öka företagets beroende av skuld- och bankfinansiering. Skillnader mellan medlemsstater i definition av skuld och egenkapital samt deras respektive skattebehandling, inbegripet relativt kapitalbasinstrument, kan motverka likvärdiga förutsättningar, fragmentera marknaden och skapa möjligheter till vinstöverflyttning.

Slutligen är det särskilt svårt för nystartade företag att hitta finansiering, eftersom de saknar säkerheter och dokumenterade framgångar som kan ingjuta förtroende hos finansiärerna. Nystartade företag är emellertid mer benägna att prestera innovationer som utmanar de stora etablerade företagens positioner på marknaden. En studie som nyligen beställdes av Europeiska kommissionen⁴⁰ drog slutsatsen att en effektiv praxis är att fokusera på **skatteincitament för forsknings- och utvecklingskostnader** i unga innovativa företag.

Teknik

En viktig drivande faktor för integrerade kapitalmarknader är den snabba utvecklingen av ny teknik, som till exempel har bidragit till att utveckla elektroniska handelsplattformar, högre frekvenshandel och så kallade FinTech-företag. "FinTech" kan beskrivas som en kombination av innovativa finansiella tjänster och tillgång på kapital genom att använda nya (digitala) tekniker, till exempel gräsrotsfinansiering. Enligt en ny rapport har samlade investeringar i FinTech-företag sedan 2008 trefaldigats till närmare 3 miljarder dollar 2013; denna trend kommer att fortsätta, och totala investeringar förväntas växa till 8 miljarder dollar fram till 2018⁴¹.

Europeisk och nationell företagslagstiftning har inte hållit jämna steg med den tekniska utvecklingen, på grund av bland annat otillräcklig **integration av digitaliseringens förtjänster**. Utbyte av information mellan företag, aktieägare och offentliga myndigheter är ofta fortfarande pappersbaserad. I många företag kan till exempel inte aktieägare rösta elektroniskt, och det finns ingen alleuropeisk elektronisk registrering av företag. Att använda modern teknik på dessa områden skulle hjälpa till att minska kostnader och pålagor, men också åstadkomma mer effektiv kommunikation, särskilt i gränsöverskridande sammanhang.

³⁹ Vitboken "En agenda för tillräckliga, trygga och långsiktigt bärkraftiga pensioner" antogs den 16 februari 2012, på grundval av grönboksamrådet 2010. Vitboken beskriver de förestående utmaningarna för pensionssystemens tillräcklighet och hållbarhet, och lägger fram en rad politiska åtgärder på EU-nivå.

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

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

Frågor

- 23) Finns mekanismer för att förbättra marknadernas funktionssätt och effektivitet som inte tagits upp i denna grönbok, särskilt på områden som aktie- och obligationsmarknadernas funktionssätt och likviditet?
- 24) Enligt er uppfattning, finns det områden där den enhetliga regelboken fortfarande är otillräckligt utvecklad?
- 25) Anser ni att de europeiska tillsynsmyndigheternas befogenheter är tillräckliga för att säkerställa effektiv tillsyn? Vilka tilläggsåtgärder på området tillsyn på EU-nivå skulle konkret bidra till att utveckla en kapitalmarknadsunion?
- 26) Med hänsyn till tidigare erfarenheter, finns det riktade förändringar i lagstiftningen om innehav av värdepapper som skulle kunna bidra till mer integrerade kapitalmarknader inom EU?
- 27) Vilka åtgärder skulle kunna vidtas för att förbättra det gränsöverskridande flödet av säkerheter? Bör arbete göras för att förbättra den rättsliga verkställbarheten för säkerheter och gränsöverskridande avtal om slutavräkning?
- 28) Vilka är de huvudsakliga hindren för integrerade kapitalmarknader som härrör från företagslagstiftning, inbegripet företagsstyrning? Finns det riktade åtgärder som skulle kunna bidra till att övervinna dem?
- 29) Vilka specifika aspekter på insolvenslagstiftning bör harmoniseras för att understödja framväxten av en alleuropeisk kapitalmarknad?
- 30) Vilka hinder på beskattningsområdet bör studeras som en prioritering för att bidra till mer integrerade kapitalmarknader inom EU och till en robustare finansieringsstruktur på företagsnivå och med hjälp av vilka instrument?
- 31) Hur kan EU bäst stödja en marknadsbaserad utveckling av ny teknik och nya affärsmodeller till nytta för integrerade och effektiva kapitalmarknader?
- 32) Finns det andra frågor som inte tas upp i denna grönbok, som enligt er uppfattning kräver åtgärder för att uppnå en kapitalmarknadsunion? Om så är fallet, vilka är de och vilken typ av åtgärder bör vidtas?

AVSNITT 5: NÄSTA STEG

På grundval av resultatet av detta samråd kommer kommissionen att överväga de prioriteringar som måste genomföras för att fram till 2019 sätta grundstenarna för en integrerad, väl reglerad, transparent och likvid kapitalmarknadsunion för samtliga 28 medlemsstater. Förutom stöd till marknadsledda initiativ där så är möjligt skulle EU:s åtgärder kunna ske i form av icke-lagstiftande åtgärder, lagstiftning, tillämpning av konkurrenslagstiftning, liksom landsspecifika rekommendationer till medlemsstaterna i samband med den europeiska planeringskalendern. Medlemsstaterna uppmuntras att överväga huruvida begränsningar och hinder som skapats av nationell lagstiftning och praxis existerar och hur man bäst övervinner dem.

Intresserade parter inbjuds härmed att besvara frågorna i denna grönbok senast den 13 maj 2015 via det elektroniska frågeformuläret:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm Under samrådets gång kommer Europeiska kommissionen:

- att föra en dialog med Europaparlamentet för att erhålla direkt information från dess medlemmar,
- att inbjuda medlemsstaterna att anordna samråd och evenemang med allmänheten och nationella parlamentariker för att främja diskussioner om kapitalmarknadsunionen på nationell nivå, och
- att organisera workshops på ett transparent och balanserat sätt för att samråda med dem som besitter specifik teknisk expertis (till exempel akademiker och marknadsaktörer) för att nå insikter i särskilda ämnen.

Kommissionen kommer att organisera en konferens under sommaren 2015 som avslutning på samrådet. En handlingsplan för kapitalmarknadsunionen kommer att offentliggöras senare under 2015.