

Bruxelles, den 15.3.2019
COM(2019) 136 final

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

**Kapitalmarkedsunionen: fremskridt med hensyn til at skabe et indre marked for kapital
til en stærk Økonomisk og Monetær Union**

{SWD(2019) 99 final}

1. INDLEDNING

Etablering af en kapitalmarkedsunion har været en nøgleprioritet for Juncker-Kommissionen. Næsten fem år senere er der ingen tvivl om, at der er behov for mere integrerede og dybere kapitalmarkeder. I december 2018 opfordrede EU's ledere til, at der opnås ambitiøse fremskridt inden for kapitalmarkedsunionen senest i foråret 2019, sådan som det fremgår af Eurogruppens rapport til lederne. Den Europæiske Centralbank har også gentagne gange understreget behovet for at gå videre med kapitalmarkedsunionen¹.

På Det Europæiske Råds forårsmøde den 21.-22. marts vil EU's ledere drøfte den videre udvikling af det indre marked, herunder kapitalmarkedsunionen, industripolitikken og den europæiske digitale politik som forberedelse til den næste strategiske dagsorden for prioriterede områder for en mere langsigtet indsats fra EU's side.

Kapitalmarkedsunionen er nødvendig for at supplere bankunionen og styrke Den Økonomiske og Monetære Union og euroens internationale rolle². En dybere integration af kapitalmarkederne sammen med mere integrerede banksystemer kan bidrage til at opretholde grænseoverskridende kapitalstrømme og opretholde investeringer i medlemsstater, der lider under store asymmetriske makroøkonomiske chok. Disse private risikodelingsmekanismer spiller en særlig vigtig rolle med hensyn til at afbøde landespecifikke chok i Den Økonomiske og Monetære Union og bidrager til risikoreduktion i den finansielle sektor. For eksempel vil nye regler øge EU-investeringsselskabers evne til at hjælpe virksomheder med at udnytte kapitalmarkeder, forvalte aktiver og levere markedslikviditet og dermed lette risikodeling og investeringer i hele EU.

Kapitalmarkedsunionen er også et vigtigt projekt for det indre marked. Den vil øge virksomhedernes og borgernes adgang til kapitalmarkederne — især i mindre lande — ved at skabe forbindelser mellem deres lokale kapitalmarkedsøkosystemer og dybere kapitalpuljer i hele EU. Ved at diversificere finansieringskilderne for EU's virksomheder kan kapitalmarkedsunionen støtte investeringer i innovation og teknologisk udvikling og dermed fremme EU's globale konkurrenceevne.

F.eks. vil virksomheder takket være nye regler om prospekter og SMV-vækstmarkeder kunne søge flere midler fra hele EU, herunder ved at blive børsnoteret i en anden medlemsstat. En ny tilgang til forebyggende omstrukturering vil hjælpe levedygtige virksomheder med at omstrukturere på et tidligt tidspunkt og undgå insolvens og vil give ærlige iværksættere en ny chance for at starte en ny virksomhed i stedet for at blive straffet for at klare sig dårligt i deres første forretningsforsøg. For borgerne vil det nye paneuropæiske personlige pensionsprodukt og foranstaltningerne til forbedring af EU's investeringsfondsmarked skabe nye opsparings- og investeringsmuligheder. For lokale markeder vil nye regler for særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer give bankerne en stabil og omkostningseffektiv finansieringskilde.

¹ Jf. f.eks. indledning ved Mario Draghi, formand for ECB, i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg, Bruxelles, den 28. januar 2019 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190128~8b43137b4f.en.html>).

² Den 25. januar 2019 iværksatte Kommissionen en målrettet høring om euroen og valutamarkederne, som er en af de vigtigste opfølgingsforanstaltninger til Kommissionens meddelelse fra december 2018 "Mod en stærkere international rolle for euroen". Denne høring, der afsluttes den 31. marts, tager sigte på at indhente de interesserede parter synspunkter om euroens rolle på valutamarkederne og vurdere, om handelen med euroen gennemføres effektivt og på grundlag af en tilstrækkelig markedslikviditet.

En veludviklet kapitalmarkedsunion i EU er også vigtig set i lyset af de globale kapitalmarkeder og øger yderligere EU's tiltrækningskraft som et mål for udenlandske investeringer. Dette supplerer EU's dagsorden for fri og fair handel. EU's ækvivalensordning giver tredjelandsoperatører adgang til EU's markeder inden for visse områder med forbehold af tilsvarende regulerings- og tilsynsstandarder i det pågældende tredjeland. Samtidig vil kapitalmarkedsunionen efter Det Forenede Kongeriges udtræden af EU skulle videreudvikle sine kritiske funktioner med hensyn til at levere og føre tilsyn med kapitalmarkedstjenesterne ved at opretholde likviditeten og undgå regional opsplitning. For eksempel vil nye regler for centrale modparter sikre et mere konsekvent og robust tilsyn med centrale modparter i EU og tredjelande. De europæiske forbrugere, investorer og virksomheder vil også drage fordel af stærkere og mere integrerede finansielle markeder takket være reformen af EU's tilsynsarkitektur. En avanceret ramme for bekæmpelse af hvidvaskning af penge vil sikre integriteten af EU's finansielle markeder. Fremadrettet vil der være behov for yderligere tiltag for at sikre, at markedsinfrastrukturen holder trit med den voksende transaktionsmængde, at oplysningerne er tilgængelige og sammenlignelige, at investorernes rettigheder er beskyttet og tilstrækkeligt harmoniserede, og at der ikke sker regularbitrage eller et kapløb mod bunden med hensyn til tilsynsstandarder.

Kapitalmarkederne skal ændres for at sikre en velordnet overgang i overensstemmelse med målene i FN's 2030-dagsorden for bæredygtig udvikling og klimaaftalen fra Paris. Europa går i spidsen for den internationale indsats for at opfylde disse forpligtelser. EU vil hurtigt dekarbonisere økonomien med henblik på at sikre klimaneutralitet i 2050³, og modstandsdygtighed over for mere alvorlige klimarelaterede begivenheder vil blive stadig mere presserende⁴. De foranstaltninger, der er fastsat i handlingsplanen for bæredygtig finansiering⁵, vil bidrage til at reorientere private og offentlige kapitalstrømme i retning af mere bæredygtige investeringer, herunder gennem nye regler, der vil gøre det muligt for investorer at træffe mere velfunderede beslutninger om deres investeringers bæredygtighed. Kommissionen vil aflægge rapport om gennemførelsen af handlingsplanen i 2019.

I vore dages digitale verden skal vi med henblik på at forberede vores økonomier på fremtiden høste fordelene ved den finansielle teknologi, samtidig med at forbrugerbeskyttelsen sikres, således som det er beskrevet i fintech-handlingsplanen⁶. Den finansielle sektor er allerede under forandring på grund af nye teknologier såsom kunstig intelligens, big data eller blockchainnetværk. Finansteknologi kan skabe sammenkoblinger mellem paneuropæiske markeder og lokale økosystemer på en mere effektiv og omkostningseffektiv måde. Den kan også stimulere innovationen i EU og EU's kapitalmarkeds internationale konkurrenceevne.

Samlet set har Europas kapitalmarkeder fortsat udviklet sig i de sidste 5 år. Børsnoterede virksomheders samlede markeds kapitalisering i EU ligger nu over niveauet før krisen, og andelen af EU's børsintroduktioner på det globale marked er fortsat på ca. 30 %. Børsnoterede kapitalandele

³ COM(2018) 773 En ren planet for alle: en europæisk strategisk og langsigtet vision for en fremgangsrig, moderne, konkurrencedygtig og klimaneutral økonomi.

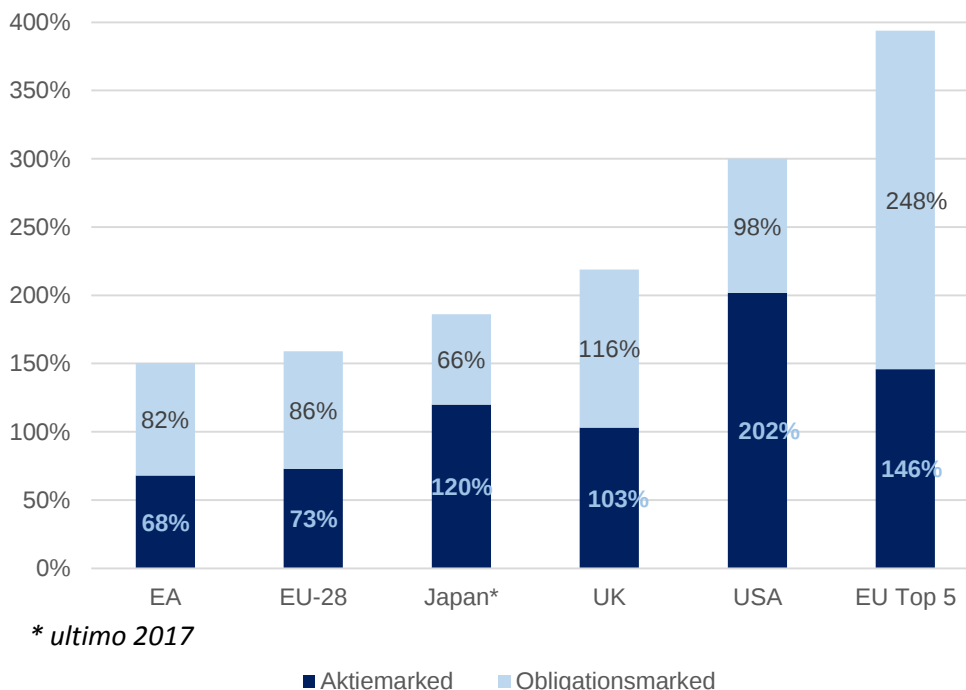
⁴ Global opvarmning på 1,5 °C. IPCC's særberetning om virkningerne af global opvarmning på 1,5 °C over det førindustrielle niveau og relaterede globale drivhusgasemissioner i forbindelse med en styrkelse af den globale reaktion på truslen fra klimaændringer, bæredygtig udvikling og bestræbelser på at udrydde fattigdom.

⁵ Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Rådet, Den Europæiske Centralbank, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget: Handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst (COM/2018/097 final af 8.3.2018).

⁶ Fintech-handlingsplanen: for en mere konkurrencedygtig og innovativ finanssektor i Europa (COM(2018) 109 final).

udstedt af ikke-finansielle virksomheder gik fra ca. 36 % af EU's bruttonationalprodukt i 2014 til 41 % i 2018. Gældsværdipapirerne steg fra 8 % til 10 %. Distribution på tværs af grænserne af EU-mærkede investeringsfonde er også vokset støt. Disse tendenser er positive tegn for den videre udvikling af Europas kapitalmarkeder.

Figur - Kapitalmarkedernes størrelse i udvalgte regioner
(udestående beløb i tredje kvartal 2018 som procentdel af BNP)



Kilde: Det Europæiske Kapitalmarkedsinstitut, Den Europæiske Centralbank, Federal Reserve og egne beregninger

Bemærkninger: Markederne i EU og USA er ganske vist ikke helt sammenlignelige, men figuren viser, at kapitalmarkederne i EU-28 tegner sig for ca. 160 % af BNP i Unionen, mens de tegner sig for 300 % af BNP i USA. Børsmarkedsværdi og obligationer udstedt af finansielle og ikke-finansielle selskaber. Gennemsnittet af de 5 bedste markeder i Den Europæiske Union blev beregnet som et BNP-vægtet gennemsnit for Nederlandene, Sverige, Irland, Danmark og Luxembourg med vægtning på henholdsvis 41 %, 25 %, 17 %, 15 % og 2 %.

Fra og med i dag lever Kommissionen op til sine tilsagn. Den har foreslået kapitalmarkedsunionens grundelementer med udgangspunkt i tre dimensioner, som styrker hinanden indbyrdes: EU's indre marked, klare og proportionelle regler og effektivt tilsyn. Imidlertid er aktiv inddragelse af medlemsstaterne og interessenter på nationalt plan og EU-plan fortsat afgørende for en vellykket kapitalmarkedsunion. Nationale reformer og foranstaltninger er afgørende for at styrke kapitalmarkederne, og virksomheder, deltagere på det finansielle marked og investorer bør udnytte disse nye muligheder fuldt ud. Nationale skatteordninger og insolvensbehandlingens effektivitet og varighed har f.eks. en klar indvirkning på grænseoverskridende investeringer og kapitalstrømme. I det europæiske semester tages sådanne spørgsmål op til revision i landerapporterne, og flere medlemsstater har modtaget rådgivning eller formelle landespecifikke henstillinger fra Rådet, der behandler spørgsmål som skattemæssig skævvridning mellem gæld og egenkapital samt insolvensprocedurer.

2. FREMSKRIDT UNDER DETTE MANDAT

Kommissionen har fremlagt alle lovgivningsmæssige forslag i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen og midtvejsevalueringen for at indføre de vigtigste elementer i kapitalmarkedsunionen⁷. Ud over de forslag, der fremlægges nedenfor, har Kommissionen vedtaget andre supplerende forslag, der er relevante for kapitalmarkedsunionen. Disse omfatter forslagene om et fælles selskabsskattegrundlag (FSSG)⁸ og et fælles konsolideret selskabsskattegrundlag (FKSSG), som vil blive gennemført ved en procedure i to trin, og forslaget om en ramme for genopretning og afvikling af centrale modparter. Desuden blev medlovgiverne i februar 2019 enige om en målrettet reform af forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR) med henblik på at indføre enklere og mere forholdsmæssige regler for over-the-counter-derivater.

I november 2018 opfordrede Kommissionen medlovgiverne til at færdiggøre de centrale byggesten i kapitalmarkedsunionen inden valget til Europa-Parlamentet i maj 2019. **Kommissionen glæder sig over Europa-Parlamentets og Rådets politiske engagement, som har ført til en politisk aftale om 10 forslag.**

En lovgivningsreform er imidlertid kun en del af den påkrævede ændring. Det er grunden til, at handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen og midtvejsevalueringen ud over lovgivningsprogrammet omfattede en række ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger, som Kommissionen har truffet⁹. Disse foranstaltninger er i sig selv vigtige for at styrke investorernes tillid, styrke vigtige markedsinfrastrukturer og åbne nye finansieringskanaler.

Det var altid klart, at der ikke ville blive oprettet en fuldt udbygget kapitalmarkedsunion fra den ene dag til den anden. Selv om de foranstaltninger, der hidtil er truffet, begynder at have en indvirkning, vil det tage tid, før fordelene ved de lovgivningsmæssige forslag, som Kommissionen har fremlagt, fuldt ud kan realiseres, og deres virkninger kan mærkes i praksis. Det er nu op til de nationale myndigheder og markedsaktørerne at udnytte de muligheder, som reformerne af kapitalmarkedsunionen giver, til gavn for Den Økonomiske og Monetære Union og EU's bredere økonomi.

2.1. Optimal udnyttelse af det indre marked gennem nye europæiske produkter, mærker og pas

Kommissionen har foreslået seks lovgivningsforanstaltninger til indførelse af nye EU-regler for produkter, mærker og pas. Europa-Parlamentet og Rådet har vedtaget eller er nået til politisk enighed om fem forslag. Der er et presserende behov for fremskridt med hensyn til det resterende forslag.

- Forordningerne om europæiske venturekapitalfonde og sociale iværksætterfonde, der blev vedtaget af medlovgiverne i oktober 2017, har til formål at fremme investeringer i venturekapital

⁷ Meddelelse "Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion" (COM(2015) 468 final af 30.9.2015) og meddelelse "Om midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen" (COM(2017) 292 af 8.6.2017).

⁸ FSSG vil behandle den nuværende skattemæssige skævvridning mellem gæld og egenkapital i forbindelse med selskabsbeskatning ved at indføre et "fradrag for vækst og investeringer" (Allowance for Growth and Investment (AGI)), som vil give virksomhederne skattefordele for egenkapital, som svarer til fordelene ved gæld. AGI bidrager til en stærk kapitalmarkedsunion ved at skabe et mere neutralt og investeringsvenligt skattemiljø.

⁹ Jf. bilag 1 til Kommissionens arbejdsdokument (SWD(2019) 99).

og sociale projekter. De vil gøre det lettere for investorer at investere i innovative små og mellemstore virksomheder ved at åbne forordningen for fondsforvaltere for alle størrelser og ved at udvide viften af virksomheder, der kan investeres i.

- Forordningen om harmonisering af de retlige rammer for securitisering og oprettelse af **simple, transparente og standardiserede (STS) securitiseringer**, der blev vedtaget i december 2017, bidrager til at opbygge tilliden til securitiseringsmarkedet, forebygge gentagelse af fejl, der tidligere er begået, og frigøre bankernes balancer. Der er ved at blive udviklet et sæt reguleringsmæssige og gennemførelsesmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere rammerne for den fornyede securitiseringsramme og sikre dens klarhed og konsekvente anvendelse med henblik på at nå de politiske mål. Ud over securitiseringsforordningen er tilsynsrammerne for banker og forsikringsselskaber blevet ændret for at etablere en tættere forbindelse mellem risikoen ved en securitiseringsposition og den krævede lovpligtige kapital.
- Forordningen om et **paneuropæisk personligt pensionsprodukt**, som der blev indgået en politisk aftale om i december 2018, indfører et frivilligt EU-pensionsprodukt, der kan supplere nationale lovbestemte og arbejdsmarkedsrelaterede pensioner for borgere, der ønsker det. Det vil give borgerne flere valgmuligheder, når de sparer op til deres pensionering, og bidrage til at imødegå de demografiske udfordringer i forbindelse med befolkningens aldring ved at supplere statslige pensioner og arbejdsmarkedspensioner.
- Medlovgiverne nåede i februar 2019 til en politisk aftale om **fælles regler for særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer**. De harmoniserede regler, der er baseret på nationale høje standarder og bedste praksis, vil bidrage til at udvikle særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer som en stabil og omkostningseffektiv finansieringskilde for EU's banker. De vil således udvide bankernes kapacitet til at yde finansiering til realøkonomien. De vil også give investorerne en bredere vifte af sikrere investeringsmuligheder.
- Medlovgiverne nåede i februar 2019 til enighed om pakken om **fremme af distribution på tværs af grænserne af kollektive investeringsfonde**. De nye regler vil gøre distributionen på tværs af grænserne enklere, hurtigere og billigere. De vil gøre dette ved at forbedre de nationale krav gennemsigtighed, mindske bureaukratiet og harmonisere forskellige nationale regler. Dette vil give investorer flere valgmuligheder og reducere deres omkostninger, samtidig med at investorbeskyttelsen sikres.
- Forslagene til en forordning om **crowdfunding**, der stadig er til forhandling hos medlovgiverne, vil gøre det muligt for platforme at ansøge om en EU-licens baseret på et enkelt sæt regler og vil derfor gøre det muligt for crowdfundingplatforme at levere deres tjenesteydelser i hele EU. Denne ramme vil forbedre adgangen til en innovativ form for finansiering for virksomheder med behov for finansiering — især nyetablerede virksomheder — samtidig med at det sikres, at investorerne drager fordel af stærke beskyttelsesforanstaltninger.

For at skabe nye finansieringskanaler for virksomhederne har Kommissionen også vurderet, om der er behov for europæiske sikrede værdipapirer i forbindelse med små og mellemstore lån og infrastrukturlån. Ved at fremme brugen af lån til små og mellemstore virksomheder og infrastrukturlån som sikkerhed går de europæiske sikrede værdipapirer ud over de traditionelle former for sikkerhedsstillelse for særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer. Europæiske sikrede værdipapirer kunne derfor potentielt forbedre bankernes evne til at yde lån, navnlig til små og mellemstore virksomheder, og dermed potentielt stimulere virksomhedernes vækst og jobskabelse. På grundlag af rådgivning fra Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, en høring af

private interessenter og en gennemførlighedsundersøgelse vil Kommissionen fortsat vurdere, om der er behov for yderligere tiltag på EU-plan.

For at øge detailinvestorernes tillid har Kommissionen vurderet fordelingen af investeringsprodukter. Denne vurdering har afdækket en række udfordringer, som forbrugerne står over for, når de skal investere. Nogle af disse udfordringer blev allerede taget op i de seneste ændringer af EU-lovgivningen, som forbedrer gennemsigtigheden og styrker detailinvestorbeskyttelsen. Kommissionen vil fortsat overvåge og vurdere effektiviteten og hensigtsmæssigheden af de lovgivningsmæssige rammer for detailinvestorer, herunder i forbindelse med revisionen af direktivet om markeder for finansielle instrumenter og forordningen om sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter til detailinvestorer.

Kommissionen har også vurderet flere instrumenter, der kan hjælpe detailinvestorer med at deltage på kapitalmarkederne. **Medarbejderaktieordninger giver detailinvestorer en vis erfaring med investering i aktier. Investeringskonti kan bidrage mere generelt til at mindske den administrative byrde og give investorerne et incitament til at deltage på kapitalmarkederne på gennemsigtige vilkår.** Kommissionen vil fortsat samarbejde med private interessenter om at udvikle disse instrumenter.

Inden for området detailinvestering er **Kommissionen også i færd med at undersøge de nuværende teknologibaserede digitale grænseflader**, som kan hjælpe enkeltpersoner med at finde egnede og omkostningseffektive detailinvesteringsprodukter på en pålidelig, gennemsigtig og troværdig måde. En undersøgelse, der forventes i år, vil vurdere mulige scenarier for udviklingen af et digitalt onlineredskab, der kan støtte detailinvestorer, når de træffer investeringsbeslutninger.

Endelig har Kommissionen foretaget en undersøgelse af potentielle skattemæssige hindringer for pensionsfondes og livsforsikringsselskabers grænseoverskridende investeringer. Kommissionen har til hensigt at drøfte resultaterne af undersøgelsen med medlemsstaterne med henblik på at fjerne eventuelle identificerede hindringer på frivillig basis, inden der eventuelt træffes retlige foranstaltninger.

2.2. Støtte til virksomheder og investorer gennem tydeligere og enklere regler

Kommissionen har foreslået fem lovgivningsmæssige foranstaltninger med henblik på at skabe enklere, klarere og mere forholdsmæssige regler for iværksættere, virksomheder og finansielle institutioner. Europa-Parlamentet og Rådet har vedtaget eller er nået til politisk enighed om fire forslag. Der er behov for yderligere fremskridt med hensyn til det resterende forslag.

- **Prospektforordningen**, der blev vedtaget af medlovgiverne i juni 2017, reducerer bureaukratiet for virksomheder, der søger finansieringsmuligheder, ved at gøre det enkelt at udarbejde et prospekt og let for investorer at forstå.
- Medlovgiverne blev enige om **mere forholdsmæssige og risikofølsomme regler for investeringsselskaber** i februar 2019. De nye regler vil sikre lige konkurrencevilkår mellem store og systemiske finansielle institutioner, som vil være underlagt de samme regler og tilsyn som banker, og indføre enklere og mindre byrdefulde tilsynsregler for ikke-systemiske investeringsselskaber. Denne afbalancerede tilgang vil sætte gang i konkurrencen og øge investeringerne, samtidig med at den finansielle stabilitet sikres.
- I december 2018 blev der indgået en politisk aftale om **direktivet om rammer for forebyggende rekonstruktion, muligheden for en ny chance og foranstaltninger med henblik på mere effektive procedurer for rekonstruktion, insolvensbehandling og gældssanering**. Det vil

hjælpe levedygtige virksomheder i finansielle vanskeligheder til at blive omstruktureret effektivt og gøre det muligt for ærlige iværksættere at få en ny chance efter at være gået konkurs. Dette er afgørende for at sikre et dynamisk erhvervsklima, der også fremmer innovation, forhindrer unødvendige likvidationer, tab af knowhow og arbejdspladser og forhindrer akkumulering af misligholdte lån.

- Nye regler, **der vil lette finansieringen på kapitalmarkederne for små virksomheder**, blev vedtaget af medlovgiverne i marts 2019. De foreslåede regler vil mindske bureaukratiet for små og mellemstore virksomheder, der forsøger at få adgang til "SMV-vækstmarkeder" - en ny kategori af markedspladser, der er forbeholdt små udstedere - ved at indføre en mere forholdsmæssig tilgang til at støtte børsnotering af små og mellemstore virksomheder. Forslaget har også til formål at sikre investorbeskyttelsen og markedsintegriteten.
- Der er behov for en yderligere indsats for at nå til enighed om den foreslåede **forordning om, hvilken lov der finder anvendelse med hensyn til virkningerne for tredjepart af overdragelsen af fordringer**. Forordningen vil øge retssikkerheden betydeligt — og dermed fremme investeringer på tværs af grænserne — ved at afgøre, hvilken national lovgivning der finder anvendelse på virkningerne for tredjeparter, når en fordring overdrages på tværs af grænserne.

Som langsigtede investorer spiller forsikringsselskaber en væsentlig rolle i finansieringen af realøkonomien ved at investere mere i egenkapital. **Kommissionen har vedtaget en ændring af Solvens II-rammen for den tilsynsmæssige behandling af kvalificeret privat egenkapital og privat gæld. Desuden har Kommissionen vedtaget en mere skræddersyet tilsynsmæssig behandling af forsikringsselskabers langsigtede egenkapitalinvesteringer.** Medlovgiverne er nu i færd med at undersøge ændringerne. Takket være disse ændringer vil kvalificerede private egenkapitalinvesteringer foretaget af forsikringsselskaberne nu nyde godt af et lavere kapitalkrav, navnlig når sådanne investeringer kvalificerer som langfristet egenkapital. For privat gæld gør Kommissionen i de nye regler det som alternativ muligt at anvende eksterne ratings til beregning af kapitalkrav. Dette vil fjerne de nuværende ulemper ved privat gæld i forhold til sikre virksomhedsobligationer i forbindelse med investeringer.

Kommissionen har gennemgået den måde, hvorpå markederne for virksomhedsobligationer i EU fungerer. For større virksomheder er virksomhedsobligationer et vigtigt instrument til at rejse fremmedkapital i større skala. Mens ikke-finansielle virksomheders udstedelse af virksomhedsobligationer er steget i EU i løbet af det seneste årti, har dette instrument stadig uudnyttet potentiale som et finansieringsredskab for virksomheder. Kommissionen har nedsat en ekspertgruppe, der skal vurdere EU's markeder for virksomheder. Dens mandat var at give en tværgående analyse af markederne for virksomhedsobligationer og at fremsætte anbefalinger til, hvordan de kan forbedre deres funktionsmåde. Kommissionen har allerede truffet foranstaltninger på grundlag af ekspertgruppens anbefalinger, herunder vedtagelse af et lovforslag om fremme af SMV'ers børsnotering for at mindske den administrative byrde for udstedere af virksomhedsobligationer. Vurderingen af markederne for virksomhedsobligationer vil også — i relevant omfang — indgå i fremtidige revisioner af EU-lovgivningen.

Kommissionen har også forpligtet sig til at identificere og fremme bedste praksis for private investeringer. Markeder for private investeringer i gæld kan udvide adgangen til finansiering for ikke-

børsnoterede mellemstore virksomheder. En undersøgelse¹⁰ viste, at private investeringer i gældsinstrumenter hos institutionelle investorer kunne spille en større rolle i finansieringen af mellemstore virksomheder i fremtiden. Den fremhævede også et betydeligt vækstpotentiale for private investeringer i EU på grund af nye hjemmemarkeder og en stigning i grænseoverskridende aktiviteter. Med udgangspunkt i undersøgelsens resultater opfordrer Kommissionen medlemsstaterne til at støtte udviklingen af private investeringer som en alternativ finansieringskilde.

Ud over de foranstaltninger, Kommissionen allerede har truffet, er der flere igangværende foranstaltninger, som vil bidrage til Kommissionens fremtidige arbejde. Disse omfatter en **undersøgelse af finansiering af forsyningskæden og en undersøgelse, der skal vurdere situationen med hensyn til SMV-forskningsdækningen og virkningen af de nye regler i direktivet om markeder for finansielle instrumenter for adskillelse af analysebetalinger.**

For at udnytte innovationspotentialet anmodede Kommissionen også en **ekspertgruppe¹¹ om at vurdere reglerne for innovative forretningsmodeller og teknologier.** Resultaterne af undersøgelserne og analyserne skal stadig revideres, og det vil være op til den næste Kommission at træffe afgørelse om eventuelle opfølgende foranstaltninger.

Det **Europæiske Innovationsråd**, som nu befinder sig i sin endelige pilotfase, vil samle EU-ordninger under et enkelt kontaktpunkt for innovatorer med stort potentiale, der er tilpasset banebrydende og disruptive innovationer. Med henblik på at blive fuldt operationelt med EU's næste forsknings- og innovationsprogram, Horisont Europa, vil innovationsrådet yde tilskud og blandet finansiering (en kombination af støtte og egenkapital) for at afhjælpe markedssvigt i finansieringen af højrisikoinnovation og tiltrække private investeringer.

Et stabilt investeringsklima er afgørende for at tilskynde til flere investeringer i EU. Den 19. juli 2018 vedtog Kommissionen en meddelelse, der præciserer, hvordan EU-lovgivningen beskytter investeringer, og hvordan investorer kan håndhæve deres rettigheder i henhold til EU-retten ved nationale myndigheder og domstole¹².

Beskyttelse af investeringer er blevet endnu vigtigere i lyset af Achmea-dommen af 6. marts 2018. Dommen bekræftede Kommissionens synspunkt om, at EU-investorer ikke kan forlade sig på bilaterale investeringsaftaler inden for EU, og navnlig at voldgift mellem investorer og stater i disse aftaler er uforenelig med EU-retten. Efter en dialog mellem Kommissionen og medlemsstaterne forpligtede alle medlemsstater sig i januar 2019 til at afslutte bilaterale investeringsaftaler inden for EU, og de fleste medlemsstater forpligtede sig til at træffe foranstaltninger for at sikre, at energichartertraktaten ikke kan anvendes som grundlag for voldgift mellem investorer og EU-medlemsstater.

2.3. Et mere effektivt tilsyn med EU's kapitalmarkeder

Kommissionen har foreslået to lovgivningsmæssige foranstaltninger for at sikre et mere integreret og effektivt tilsyn med kapitalmarkederne, som er et centralt element i kapitalmarkedsunionen og nødvendigt for mere finansiell integration og en mere privat

¹⁰ Se [Kommissionens websted om EU's markeder for private investeringer](#).

¹¹ Lovgivningsmæssige hindringer for ekspertgruppen vedrørende finansiell innovation.

¹² Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet: Beskyttelse af EU-interne investeringer (COM(2018) 547 final).

risikodeling. Der er opnået politisk enighed om ét forslag. Der er et presserende behov for fremskridt med hensyn til det resterende forslag:

- Moderniserede regler for et **mere robust tilsyn med centrale modparter**, som blev vedtaget i marts 2019, for at styrke EU's finansielle stabilitet. Denne reform vil sikre, at EU's tilsynsramme er tilstrækkelig robust til at foregribe og afbøde risici fra centrale modparter i EU og fra systemiske, centrale modparter uden for EU, der leverer tjenesteydelser til kunder i EU.
- Der er opnået store fremskridt i forhandlingerne om reformen af de **europæiske tilsynsmyndigheder med henblik på at styrke og yderligere integrere det europæiske finanstilsyn** og forslaget om at **styrke tilsynsrammerne for bekæmpelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme**, som ændrede det oprindelige forslag i september 2018¹³. **Kommissionen opfordrer Europa-Parlamentet og medlemsstaterne til hurtigst muligt at nå frem til en politisk aftale og er parat til fortsat at yde sin fulde støtte denne indsats.**

Et effektivt tilsyn er vigtigt for at sætte skub i detailinvesteringerne, da opsparene skal have tillid til, at en potentiel investering giver et passende afkast i forhold til den risiko, der tages. **I januar 2019 offentliggjorde de tre europæiske tilsynsmyndigheder efter anmodning fra Kommissionen resultaterne af deres første omfattende analyse af omkostningerne ved og resultaterne for de vigtigste kategorier af investeringsprodukter for opsparene, f.eks. gensidige fonde, forsikringer, pensioner og strukturerede produkter.** De første resultater danner udgangspunkt for fremtidige vurderinger og for videreudvikling af rapporteringskravene, herunder — hvor det er relevant — en mulig udvidelse af anvendelsesområdet og forbedringer af metodologien.

2.4. Bæredygtig finansiering

Kommissionen har vedtaget tre lovgivningsforslag for at sætte EU's finansielle sektor i stand til at bane vejen for en klimaneutral, mere ressourceeffektiv og modstandsdygtig cirkulær økonomi. **Europa-Parlamentet og Rådet er nået til politisk enighed om to. Der er stadig behov for fremskridt i forbindelse med et af de tre lovgivningsforslag:**

- Medlovgiverne drøfter stadig det fælles **EU-klassificeringssystem** (taksonomi) med henblik på at fastslå, hvilke økonomiske aktiviteter der er miljømæssigt bæredygtige. Dette vil skabe klarhed for investorer og andre økonomiske aktører om, hvilke aktiviteter der kan anses for at være "grønne". Det vil også danne grundlag for standarder og mærker for bæredygtige finansielle produkter. Kommissionen foreslog ved udgangen af 2021 at evaluere, om det er hensigtsmæssigt at udvide taksonomien til at omfatte andre bæredygtighedsmål, navnlig sociale mål.
- I marts 2019 blev der opnået politisk enighed om forordningen om **oplysninger vedrørende bæredygtige investeringer og risici for bæredygtigheden**. De nye regler vil skabe konsekvens og klarhed om, hvordan institutionelle investorer bør integrere miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG-faktorer) i deres investeringsbeslutninger. De vil også øge gennemsigtigheden af ESG-investeringsstrategier for slutinvestorer.

¹³ Kommissionen fremsatte et forslag om ændring af det oprindelige ESA-forslag med det formål at koncentrere beøjelserne vedrørende bekæmpelse af hvidvaskning af penge i forbindelse med den finansielle sektor inden for Den Europæiske Banktilsynsmyndighed og at styrke dens mandat for at sikre, at alle relevante myndigheder fører et effektivt og konsekvent tilsyn med risiciene for hvidvaskning af penge, og at de relevante myndigheder samarbejder og udveksler oplysninger.

- Endelig nåede medlovgiverne i februar 2019 frem til en politisk aftale om regulering af **EU's benchmarks for klimaændringer og benchmarks, som sikrer overensstemmelse med Parisaftalen**. Disse nye markedsstandarder vil afspejle virksomhedernes CO2-fodaftrek og give investorerne klarere oplysninger om, hvordan deres investeringer bidrager til at bekæmpe klimaændringer.

En række ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger inden for bæredygtig finansiering er også godt i gang. Disse omfatter den tekniske ekspertgruppes udvikling af en taksonomi for bæredygtig finansiering med henblik på at definere miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter, som vil indgå i lovgivningsprocessen i forbindelse med Kommissionens forslag til et fælles EU-klassificeringssystem, en rapport fra ekspertgruppen om klimarelaterede oplysninger og teknisk arbejde vedrørende en EU-standard for grønne obligationer. På grundlag af rapporten fra den tekniske ekspertgruppe ajourfører Kommissionen også de ikke-bindende retningslinjer om ikke-finansielle oplysninger fra virksomheder og offentliggør dem medio 2019. Der arbejdes også på at bane vej for et kommende EU-miljømærke for finansielle produkter og for sammen med Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed at vurdere, om bæredygtighed skal integreres i vurderingerne. Endelig analyserer Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, hvorvidt det er muligt at integrere bæredygtighed i de tilsynsmæssige krav.

2.5. Lokale kapitalmarkeder

En styrkelse af de lokale kapitalmarkeder er et vigtigt mål for kapitalmarkedsunionen. Stærke lokale markeder er især til gavn for mellemstore virksomheder, der er store nok til at udnytte de lokale kapitalmarkeder, men er for små til at lede efter kapital på tværs af grænserne. Geografisk nærhed sænker transaktionsomkostningerne, hjælper med at overvinde kulturelle barrierer for iværksættere og hjælper investorerne med at forstå de virksomheder, som de yder økonomisk støtte til. Det øger også mulighederne for at anvende lokale besparelser produktivt.

Udvikling af lokale kapitalmarkeder kræver en supplerende indsats på medlemsstatsplan, grænseoverskridende og regionale initiativer samt tiltag på EU-plan. Der træffes mange foranstaltninger på nationalt plan, herunder nationale strategiske planer for kapitalmarkedsudvikling, forbedring af erhvervsklimaet og offentlig støtte til adgang til finansiering. Kommissionens Strukturreformtjeneste har ydet teknisk støtte til disse nationale initiativer. Det regionale samarbejde fremmes for at åbne markederne og fremme forbindelser på tværs af grænserne, fremme udenlandske børsnoteringer og investeringer og forbinde markedsinfrastrukturer og regional harmonisering af regler. På EU-plan bidrager de finansielle instrumenter, der tilbydes af Den Europæiske Investeringsbank, til at udvikle lokale kapitalmarkeder ved at udvide tilgængeligheden af finansielle produkter og afhjælpe små og mellemstore virksomheders finansieringsbehov.

3. KONKLUSIONER

Kommissionen har nu leveret de foranstaltninger, den forpligtede sig til ved begyndelsen af mandatperioden og i midtvejsevalueringen, til at etablere byggestenene i kapitalmarkedsunionen. Disse lovgivningsmæssige og ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger er et vigtigt skridt i retning af mere effektive og likvide kapitalmarkeder i EU, hvor virksomheder og investorer kan få adgang til markedsfinansiering på lige vilkår, uanset hvor de fysisk befinder sig i det indre marked. Ved at gøre det muligt for investorer og virksomheder at få adgang til investerings- og finansieringsmuligheder på tværs af grænserne forbedrer kapitalmarkedsunionen den private

risikodeling, mindsker risikoen i det finansielle system og bidrager til at afbøde økonomiske chok i og uden for euroområdet. Velintegrerede kapitalmarkeder styrker det indre marked, støtter dagsordenen for fri og fair handel og gør EU til et endnu mere attraktivt sted for investeringer i et skiftende og stadig mere komplekst geopolitisk miljø.

I hele denne mandatperiode har Kommissionen arbejdet tæt sammen med Europa-Parlamentet og Rådet og har gjort betydelige fremskridt med mange forslag. Det er vigtigt, at medlovgiverne fortsat er fast besluttet på at sikre, at al planlagt lovgivning vedtages så hurtigt som muligt. Kommissionen vil fortsat støtte denne indsats. Lovgivning alene vil dog ikke føre til kapitalmarkedsunionen. Medlemsstaterne, de nationale myndigheder og private interessenter spiller alle en afgørende rolle i opbygningen af kapitalmarkedsunionen.

Selv om Kommissionens indsats allerede er begyndt at have en effekt, vil det tage nogen tid, før den fulde virkning kan mærkes i praksis. Der er imidlertid tydeligvis brug for en større indsats for at skabe en dynamisk kapitalmarkedsunion i EU. Under alle omstændigheder skal den fremtidige indsats afspejle indvirkningen på kapitalmarkederne af Det Forenede Kongeriges udtræden af EU og andre økonomiske og samfundsmæssige udfordringer på kort eller mellemlang sigt. Disse omfatter grundlæggende — og sandsynligvis hurtige — ændringer som følge af dekarboniseringen af økonomien og klimaændringer samt teknologiske udviklinger.

Det Europæiske Råd opfordres til at forny sit engagement i kapitalmarkedsunionen og tilslutte sig disse bestræbelser på sin næste strategiske dagsorden. Dette er afgørende for det indre marked, for Den Økonomiske og Monetære Union og for en stærk euro og i sidste ende for EU's globale konkurrenceevne.

4. OVERSIGT OVER FREMSKRIDTENE I LOVGIVNINGSSAGERNE VEDRØRENDE KAPITALMARKEDSUNIONEN

POLITIKBESKRIVELSE		
	Europa-Parlamentet	Rådet for Den Europæiske Union
KAPITALMARKEDSUNIONEN		
Securitisering	Vedtaget	Vedtaget
Prospekt	Vedtaget	Vedtaget
Europæiske venturekapitalfonde (EuVECA)	Vedtaget	Vedtaget
Paneuropæisk personligt pensionsprodukt (PEPP-produkt)	Politisk aftale	Politisk aftale
Særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer	Politisk aftale	Politisk aftale
Crowdfunding	Forhandlingsmandat	Ingen aftale
Distribution på tværs af grænserne af kollektive investeringsfonde	Politisk aftale	Politisk aftale
Kontrol af investeringsselskaber	Politisk aftale	Politisk aftale
Forebyggende restrukturering, mulighed for en ny chance og effektive procedurer	Politisk aftale	Politisk aftale
Fremme af SMV-vækstmarkeder	Politisk aftale	Politisk aftale
Lov der finder anvendelse med hensyn til virkningerne for tredjepart af overdragelsen af fordringer	Forhandlingsmandat	Ingen aftale
Revision af de europæiske tilsynsmyndigheder, herunder styrkede regler til bekæmpelse af hvidvaskning af penge	Forhandlingsmandat	Forhandlingsmandat
Forordning om europæisk markedsinfrastruktur (tilsyn)	Politisk aftale	Politisk aftale
BÆREDYGTIG FINANSIERING		
Bæredygtig finansiering: Taksonomi	Ingen aftale	Ingen aftale
Bæredygtig finansiering: Fremlæggelse af oplysninger	Politisk aftale	Politisk aftale

Bæredygtig finansiering: Lille CO2-effekt og positiv CO2-effekt	Politisk aftale	Politisk aftale
ANDRE FORSLAG AF BETYDNING FOR KAPITALMARKEDSUNIONEN		
Fælles konsolideret selskabsskattegrundlag	Rapport vedtaget	Ingen aftale
Forordning om europæisk markedsinfrastruktur (REFIT)	Politisk aftale	Politisk aftale
Genopretning og afvikling af centrale modparter	Forhandlingsmandat	Ingen aftale