
FOLKETINGET



Europaudvalget og Erhvervsudvalget

EU-konsulenten

EU-note

Til: Udvalgets medlemmer og stedfortrædere

Dato: 30. marts 2015

Kapitalmarkedsunion skal frigøre indefrosset likviditet i EU

Den 18. februar lancerede Europa-Kommissionen sin plan om at oprette en såkaldt "kapitalmarkedsunion". Den skal komplementere EU's nye bankunion, som trådte i kraft i november 2014¹. Planen er at skabe et indre kapitalmarked for alle 28 EU-lande, hvor det bliver nemmere at investere på tværs af landegrænser, og hvor omkostningerne til finansiering sænkes inden for EU.

Som EU's finanskommissær Jonathan Hill udtrykte det i forbindelse med præsentationen af planen: "Vi skal opbygge et indre marked for kapital fra bunden. Fri kapitalstrømme var blandt de grundlæggende principper, som EU blev bygget på for mere end halvtreds år siden. Vi bør nu gøre denne vision til virkelighed".

Kapitalmarkedsunionen skal være på plads senest i 2019. Men allerede i sommeren 2015 vil Kommissionen lægge en køreplan frem for, hvordan og hvornår de enkelte elementer i kapitalmarkedsunionen skal gennemføres.

Kommissionen har iværksat en høring om kapitalmarkedsunionen og udsendt en grønbog om sagen, som rejser en lang række spørgsmål om kapitalmarkedsunionens indretning². De næste tre måneder kan alle interessenter i sagen komme med deres bidrag og forslag til, hvordan kapitalmarkedsunionen

¹ Se Kom(2015)0063.

² Kun et mindre udvalgt antal af Kommissionens 32 spørgsmål fra Grønbogen er gengivet i denne EU-note i boksene. For gengivelse af alle spørgsmål henvises til Grønbogen.

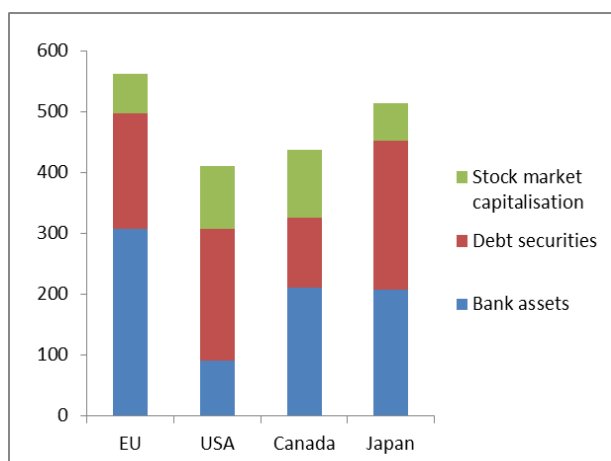
skal udformes. Høringen er rettet mod bl.a. de nationale regeringer og parlamenter, Europa-Parlamentet samt andre interesserede organisationer. Høringsfristen er den 13. maj.

Hvorfor en kapitalmarkedsunion?

Finanskrisen har ifølge Kommissionen vist, at små og mellemstore europæiske virksomheders afhængighed af bankfinansiering stiller dem i en sårbar position. Finanskrisen har ført til et drastisk fald i bankernes udlån til skade for virksomhederne, som har haft svært med at skaffe risikovillig kapital. Ifølge Kommissionen er kapitalmarkederne i EU underudviklede og opsplittede i nationale kapitalmarkeder i forhold til navnlig USA. I USA modtager mellemstore virksomheder, som i mange lande er drivkræfterne bag vækst, fem gange så mange penge fra kapitalmarkederne, som de gør i EU.

Det skal derfor gøres lettere for små og mellemstore europæiske virksomheder at skaffe sig direkte adgang til risikovillig kapital fra kapitalmarkederne, så de ikke er afhængige af om banken vil låne dem penge.

Graf 1: Banksektorens og kapitalmarkederenes størrelse i EU og andre (pct. af BNP).



Grøn = kapital fra aktiemarked, rød = securitisering og blå = banklån

Ifølge Kommissionen består det moderne kapitalmarkedet i snæver forstand af et marked for finansielle fordringer med løbetid på over et år. Det omfatter navnlig:

- Aktier, ansvarlig indskudskapital, anden egenkapital samt obligationer
- Afledte fordringer eller derivater
- Securitiserings og andre strukturerede finansielle produkter

Hvad er der i pakken?

Kapitalmarkedsunionen skal ifølge Kommissionen løse investeringsproblemet i Europa gennem en række forskellige tiltag. Nogle forslag ventes Kommissionen at søsætte allerede i de kommende måneder, mens andre har en længere tidshorisont.

På den korte bane

På den korte bane foreslår Kommissionen, at EU prioriterer fem indsatsområder.

Prospektdirektivet

For det første ventes Kommissionen at foreslå en **revision af prospektdirektivet**, som skal gøre det lettere for virksomheder at tiltrække investeringer. Et prospekt er et detaljeret dokument med oplysninger om en virksomhed, som gives til potentielle investorer om de vilkår og risici, der er forbundet med at investere i virksomheden.

Bl.a. vil Kommissionen se på, hvornår et prospekt er påkrævet, hvordan man kan forenkle oplysninger i prospektet, samt hvordan man kan effektivisere godkendelsesproceduren. Målet er her at lette virksomhedernes informationsbyrde, så det bliver enklere for dem at udarbejde et prospekt.

Securitisering

Kommissionen vil også skabe et **bæredygtigt europæisk marked for værdipapirfinansieringstransaktioner (securitisering) af høj kvalitet**, som bygger på enkle, gennemsigtige og standardiserede principper.

Efter finanskrisen er der behov for at genskabe tilliden hos investorerne til at skaffe kapital gennem securitisering. Securitisering³ bruges til at skaffe kapital uden om banksystemet ved, at man udsteder obligationer eller værdipapirer for at dække et lånebehov. Kapitalen skaffes typisk mod sikkerhedsstillelse i en pulje af forskellige kapitalprodukter såsom boliglån, forbrugslån og kreditkort, så de kan bruges som kapitalbasis for værdipapirer.

³ Securitisering er en proces, som benyttes til at sælge værdipapirer mod sikkerhed i forventede fremtidige betalingsstrømme fra underliggende aktiver. Det sker typisk ved et salg af aktiver (fx forskellige typer lån såsom boliglån, forbrugslån, studielån) til et til formålet oprettet selskab (SPV), som finansierer dette køb gennem udstedelse af obligationer med sikkerhed i de netop erhvervede aktiver. Investorerne får dermed sikkerhed i en pulje af forskellige aktiver, hvorfor risikopræmien reduceres.

EU har allerede i forlængelse af finanskrisen vedtaget omfattende lovgivning på området. Nævnes kan bl.a. forordningen om kapitalkrav til banker, MIFID, Solvens II-direktivet om kapitalkrav for forsikrings-selskaber og pensionskasser, AIFMD-direktivet, som indfører regulering af alternative investeringsenheder (f.eks. kapital og hedgefonde) og UCITS-direktivet, som skal øge investorbekyttelsen i investeringsinstitutter⁴. Endelig fremlagde Kommissionen i 2014 et forslag om rapportering og gennemsigtighed for værdipapirfinansieringstransaktioner (Securities Financing Transactions) som led i reguleringen af den såkaldte skyggebanksektor⁵.

Adgang til kreditoplysninger

Kommissionen vil også **forbedre investorers adgang til at skaffe sig kreditoplysninger om små og mellemstore virksomheder**, så det bliver enklere for dem at investere i disse virksomheder. Kommissionen foreslår bl.a., at EU fastsætter fælles minimumskrav til sammenlignelige oplysninger for kreditoplysning og kreditvurdering, som kan være med til at tiltrække finansiering til små og mellemstore virksomheder.

Kommissionen foreslår samtidig, at der arbejdes videre med såkaldt "credit scoring", som kan give investorer og långivere bedre oplysninger om små og mellemstore virksomheders kreditværdighed. Kommissionen planlægger at afholde en workshop om emnet i løbet af 2015.

Private investeringer

Kommissionen foreslår desuden, at der udvikles **et paneuropæisk marked for private investeringer**. Virksomhederne skal kunne rejse kapital gennem private investeringer, hvor et selskab tilbyder værdipapirer til en enkeltperson eller mindre gruppe investorer, som ikke er på de offentlige markeder. Kommissionen peger bl.a. på, at der kan være behov for at fjerne forskelle i de nationale konkurslovgivninger samt for at standardisere processer og dokumentation og information om udsteders kreditværdighed.

Som et første skridt i retning af udviklingen af et europæisk marked for private investeringer har en række brancheorganisationer udarbejdet en markedsvejledning om fælles markedspraksis, principper og standardiseret dokumentation for private investeringer.

Langsigtede investeringer

⁴ Kommissionen iværksatte den 18. februar en særskilt høring om "En EU-ramme for enkel, gennemsigtig og standardiseret securitisering"

⁵ Kom(2014) 40 af 29. januar 2014.

Endelig ønsker Kommissionen at **fremme de langsigtede investeringer i europæisk økonomi**. Investeringerne i EU er ifølge Kommissionen faldet væsentligt siden 2007, hvor de lå på deres højeste niveau. Kommissionen har allerede bebudet en stor investeringsplan, som skal frigøre private og offentlige midler i økonomien på mindst 315 mia. i løbet af de næste tre år⁶. Hertil kommer EU's lovgivning for de Europæiske Langsigtede Investeringsfonde (ELTIF), som blev færdiggjort i marts 2015 af Europa-Parlamentet. ELTIF skal sætte skub i ikke-bank investeringer i realøkonomien i f.eks. infrastruktur, maskiner eller udstyr, uddannelse, forskning eller fremme væksten i små og mellemstore virksomheder. Kommissionen vurderer, at ELTIF vil være særlig attraktive for investorer som f.eks. forsikringselskaber eller pensionsfonde, som har behov for konstante indkomststrømme eller langfristet kapitaltilvækst.

Kommissionen stiller nedenstående spørgsmål til overvejelse i forbindelse med de fem foreslåede indsatsområder på kort sigt.

Spørgsmål fra Kommissionen:

- 1) Hvilke andre områder bør prioriteres ud over de fem prioriterede områder for foranstaltninger på kort sigt?
- 2) Hvilke yderligere tiltag vedrørende tilgængelighed og standardisering af kreditoplysninger om SMV'er kunne støtte et mere integreret marked for finansiering af SMV'er og nystartede virksomheder og et bredere investorgrundlag?
- 3) Hvordan kan ELTIF'er støttes med henblik på at fremme deres udbredelse?
- 4) Er der behov for EU-tiltag for at støtte udviklingen af markeder for private investeringer som supplement til de markedsdrevne bestræbelser på at nå til enighed om fælles standarder?

På den lange bane

Kapitalunionen er også et **langsigtet projekt**.

Kommissionen beder derfor også om bud på, hvordan EU på lidt længere sigt kan fjerne hindringer for et velfungerende og fuldt udviklet indre kapitalmarked.

⁶ Se EU-note E17 af 3. marts 2015.

Kommissionen peger i den forbindelse på tre centrale områder, som den mener, bør prioriteres, hvis EU-landene skal have fuldt udbytte af et integreret marked for kapital.

- **Forbedret adgang til finansiering** for alle virksomheder i hele Europa og investeringsprojekter som f.eks. infrastruktur.
- **Forøgelse af diversificering af finansieringskilderne** fra investorer i EU og i hele verden.
- **Mere effektive markeder**, som kan skabe forbindelser mellem investorer og dem, som har behov for finansiering, mere effektivt og til en lavere pris, både inden for medlemsstaterne og på tværs af grænserne.

Forbedret adgang til finansiering

For det første skal adgangen til finansiering forbedres for europæiske virksomheder.

Ifølge Kommissionen kan alternative finansieringskilder spille en vigtig rolle for nystartede virksomheder og små hurtigt voksende virksomheder inden for innovative sektorer.

F.eks. foreslår Kommissionen, at der udvikles et mere integreret europæisk marked for dækkede obligationer (covered bonds), da det kan være med til at give en mere omkostningseffektiv finansiering af bankerne samt give investorerne en bredere vifte af investeringsmuligheder. Kommissionen spørger ligeledes til om, hvorvidt EU bør udvikle et mere standardiseret erhvervsobligationsmarked, og om dette bedst opnås gennem regulering eller et markedsbaseret initiativ.

Endelig nævner Kommissionen, at investeringer i miljøet, sociale investeringer og investeringer i virksomhedsledelse, f.eks. grønne obligationer er et nyt område med potentiale til at sikre virksomhederne yderligere adgang til finansiering.

Spørgsmål fra Kommissionen:

- 1) Bør der træffes foranstaltninger for at fremme større likviditet på erhvervsobligationsmarkeder, f.eks. standardisering? Hvis ja, hvilke foranstaltninger er nødvendige, og kan disse være markedsbaserede eller lovgivningsmæssige tiltage?
- 2) Er der behov for tiltag fra EU's side for at lette udviklingen af standardiserede, gennemsigtige og ansvarlige (miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige) investeringer, herunder grønne obligationer, ud over støtte til udviklingen af retningslinjer på markedet?

Forøgelse af diversificering af finansieringskilderne

For det andet er der ifølge Kommissionen behov for at kunne tiltrække finansiering fra især institutionelle, private og internationale investorer.

EU skal navnlig sætse på at fremme investeringer fra institutionelle investorer som f.eks. pensionskasser og forsikringselskaber. Pensions- og forsikringssektoren råder ifølge Kommissionen over aktiver til en værdi af 12.000 mia. Euro, som kan bidrage til investeringer i langsigtede aktiver. Bl.a. Solvens II, som træder i kraft den 1. januar 2016 vil ifølge Kommissionen gøre det muligt for forsikringsvirksomheder at investere mere i langsigtede aktiver.

Kommissionen foreslår også, at EU kigger nærmere på, hvordan man kan fremme tilvejebringelsen af venturekapital eller privat egenkapital i hele EU. Der er således stor forskel på udviklingen af markederne for risikovillig kapital i de 28 EU-lande. Omkring 90 pct. af alle forvaltere af venturekapitalfonde er koncentreret i 8 EU-lande (UK, Tyskland, Sverige, Danmark, Finland, Holland, Frankrig og Spanien.)

Endelig skal de europæiske kapitalmarkeder være åbne og konkurrencedygtige på globalt plan, så europæiske virksomheder kan tiltrække internationale investeringer. EU's internationale handels- og investeringspolitik spiller her en vigtig rolle, hvor den kan være med til at liberalisere kapitalbevægelser og regulere markedsadgangen og investeringerne.

Spørgsmål fra Kommissionen

- 1) Hvilke politiske tiltag kunne tilskynde institutionelle investorer til at rejse og investere større beløb i en bredere vifte af aktiver, navnlig langsigtede projekter, SMV'er innovative og hurtigvoksende nystartede virksomheder?
- 2) Hvilke politiske foranstaltninger kan øge private investeringer? Hvad kunne der ellers gøres for at styrke og beskytte EU's borgere, når de anvender kapitalmarkederne?
- 3) Hvilke foranstaltninger kan der træffes for at lette EU-virksomheders adgang til investorer og kapitalmarkeder i tredjelande?

Mere effektive markeder

For det tredje skal EU's kapitalmarkeder gøres mere effektive og velfungerende. De seneste års vedtagelse af harmoniserede regler for kapitalmarke-

derne har ganske vist været med til, at virksomhederne kan konkurrere på mere lige fod på tværs af landegrænserne. Men ifølge Kommissionen er der stadig nogle vigtige dele af EU-lovgivningen, som giver EU-landene mulighed for at stille ekstra krav gennem såkaldt "goldplating" eller "overregulering". Hertil kommer, at der ofte opstår forskellige fortolkninger af reglerne. Reformernes succes afhænger derfor meget af gennemførelsen og konsekvent håndhævelse af reglerne.

Kommissionen nævner også muligheden for at revidere EU's regler inden for selskabsret og insolvens, værdipapirlovgivning samt beskatning.

På det selskabsretlige område er der ifølge Kommissionen fortsat betydelige hindringer for grænseoverskridende etablering og drift af virksomheder. Samme problem gør sig gældende for insolvenslovgivningen, hvor de nationale regelsæt stadig er forskellige. Endelig mener Kommissionen, at også forskelle i skattesystemerne kan vanskeliggøre udviklingen af et indre kapitalmarked. Bl.a. skaber forskelle i skatteregler hindringer for grænseoverskridende investeringer i f.eks. pensioner og livsforsikringer.

Spørgsmål fra Kommissionen

- 1) Hvad er de vigtigste hindringer for integrerede kapitalmarkeder, der skyldes selskabsret, herunder virksomhedsledelse? Findes der målrettede foranstaltninger, som kunne bidrage til at overvinde dem?
- 2) Hvilke specifikke aspekter af konkurslovgivning bør harmoniseres med henblik på at støtte etableringen af et paneuropæisk kapitalmarked?
- 3) Hvad er de vigtigste hindringer for integrerede kapitalmarkeder, der skyldes selskabsret, herunder virksomhedsledelse? Findes der målrettede foranstaltninger, som kunne bidrage til at overvinde dem?
- 4) Findes der mekanismer, der kan forbedre markedernes virkemøde og effektivitet, og som ikke er omfattet af denne grønbog, herunder navnlig aktie- og obligationsmarkedets virkemåde og likviditet?

Med venlig hilsen

Morten Knudsen
(3695)