

NOTAT TIL EU-SPECIALUDVALGET

11. marts 2015

JURA

Kommissionens grønbog om etablering af en kapitalmarkedsunion (Green Paper - Building a Capital Markets Union), COM(2015)63

1. Resumé

Kommissionen offentliggjorde den 18. februar 2015 grønbog om etablering af en såkaldt kapitalmarkedsunion, som omfatter samtlige 28 EU-lande. I sammenhæng hermed offentliggjorde Kommissionen to høringsdokumenter om hhv. revision af Prospektdirektivet og sekuritisering.

Hensigten med kapitalmarkedsunionen er at fremme investeringer for særligt små og mellemstore virksomheder (SMV'er) og for infrastrukturprojekter, at tiltrække flere investeringer til EU, og at gøre det finansielle system mere stabilt ved at åbne op for flere kilder til finansiering, herunder udenfor det traditionelle banksystem.

Kommissionen ønsker med grønbogen at afdække en række spørgsmål, der kan danne baggrund for at etablere en kapitalmarkedsunion. Kommissionen vil frem til 2019 fremsætte en række forslag, der tilsammen medvirker til at skabe en kapitalmarkedsunion.

2. Baggrund

Kommissionen offentliggjorde den 18. februar 2015 grønbog om etablering af en kapitalmarkedsunion. I sammenhæng hermed offentliggjorde Kommissionen to høringsdokumenter om hhv. revision af Prospektdirektivet og eventuelle tiltag til fremme af et europæisk marked for sekuritiseringer af høj kvalitet, der begge udgør delelementer i kapitalmarkedsunionen. Høringsfristen for de tre dokumenter er den 13. maj 2015, og fra dansk side vil der blive fremsendt tre separate hørings svar.

Arbejdet med etablering af en kapitalmarkedsunion er en af hovedprioriteterne for kommissæren for Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen, Jonathan Hill. Kommissionen har signaleret, at kapitalmarkedsunionen skal ses som led i en dagsorden om at skabe vækst og beskæftigelse, herunder at fremskaffe kapital uden for det traditionelle banksystem.

I EU kommer ca. 80 % af virksomheders samlede finansiering i dag fra banker, sammenlignet med ca. 20 % i USA, hvor virksomhederne i langt højere grad selv udsteder værdipapirer på markederne. Det er denne skævhed, som blandt andet vil blive forsøgt adresseret og løst med kapitalmar-

kedsunionen ved at styrke det indre marked for kapital i EU og fjerne unødvendige barrierer for virksomheder i forhold til at fremskaffe finansiering via markederne.

Kommissionen vil med udgangspunkt i høringen fremsætte tiltag, der skal sikre etableringen af en velreguleret og integreret kapitalmarkedsunion i 2019. Der er således tale om et langsigtet projekt med en lang række af delforslag, der vil blive fremsat over de kommende år, og som behandles efter den ordinære EU-beslutningsprocedure.

En kapitalmarkedsunion vil i modsætning til det styrkede banksamarbejde ("bankunionen") skulle omfatte alle 28 EU-lande. På kort sigt forventes det ikke, at der bliver udpeget centrale EU-myndigheder på kapitalmarkedsområdet. Dog anses det for sandsynligt, at den fælles europæiske myndighed for kapitalmarkederne, ESMA, får en styrket rolle i forbindelse med etablering af kapitalmarkedsunionen.

3. Formål og indhold

Kapitalmarkedsunionen skal ses som led i en dagsorden om at skabe vækst og beskæftigelse i EU, herunder frembringelse af kapital uden for det traditionelle banksystem.

Kommissionen anfører, at følgende er nødvendigt for at skabe en kapitalmarkedsunion:

- Forbedre adgang til finansiering for virksomheder og infrastrukturprojekter på tværs af grænserne i EU,
- Hjælpe SMV'er med at få lettere adgang til kapital på linje med større virksomheder,
- Skabe et fælles kapitalmarked ved at fjerne de tilbageværende barrierer i forhold til grænseoverskridende investeringer,
- Udvide anvendelsen af andre finansieringskilder end banker og reducere omkostningerne ved at hente kapital.

Grønbogen lægger op til dels en række kortsigtede tiltag, dels nogle overvejelser om mere langsigtede initiativer.

Blandt de kortsigtede initiativer fra Kommissionen kan nævnes:

Revision af Prospektdirektivet - Et prospekt er et juridisk dokument, som virksomheder benytter til at tiltrække investeringer. Prospektet skal udarbejdes i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer eller når værdipapirer søges optaget til handel på et reguleret marked (fx en børs). Prospekterne giver investorerne et billede af virksomhedens forhold og økonomi, herunder muligheder og risici ved en investering. Et prospekt er således en hjælp til investorerne med at foretage velovervejede investeringsbeslutninger. For SMV'er kan udarbejdelsen af prospekter dog være admini-

strativt byrdefulde og således være en barriere i forhold til at skaffe finansiering på denne vis. Kommissionen vil derfor lette de administrative byrder med det sigte at lette adgangen til kapital for SMV'er. Kommissionen lægger vægt på, at tiltagene ikke må begrænse forbruger- og investorbeskyttelsen.

Herudover er formålet at opdatere Prospektdirektivet, så det tager højde for de seneste markedsmæssige- og reguleringsmæssige tiltag, for eksempel udviklingen af nye handelsplatforme og SMV-vækstmarkeder.

Det separate høringsdokument vedrørende revisionen af Prospektdirektivet søger bl.a. svar på en række spørgsmål vedrørende anvendelsesområde, form, indhold, sammenlignelighed, godkendelsesproces, forpligtigelser og sanktioner i relation til prospekter.

Fremme af sekuritiseringer – En sekuritisering indebærer, at en udlåner – typisk en bank – sammensætter puljer af lån eller aktiver og sælger dem til investorer i form af værdipapirer (den såkaldte sekuritisering). Det er således en måde at pulje og videresælge risici. Sekuritisering medfører, at flere investorer kan købe andele af de aktiver, der er blevet sekuriteret, hvilket tilfører kapital til udlåner. Kommissionen vurderer, at et marked for sekuritiseringer af høj kvalitet kan styrke og yderligere integrere kapitalmarkederne, samt øge antallet af finansieringskilder.

Det anføres, at de standarder, der er etableret i delegerede retsakter under kapitalkravsreglerne for hhv. forsikring (Solvens II) og bank (CRR/CRD IV) er et af de første skridt på vejen til at sikre simple, standardiserede og transparente sekuritiseringer. Der udestår dog stadig et arbejde med at gøre kapitalkravene for investorer i sekuritiseringer mere risikjusterede, således at der sættes et lavere kapitalkrav i de tilfælde, hvor en sekuritisering vurderes at være simpel, transparent og af høj kvalitet. Det er dette arbejde, Kommissionen vil have sat gang i.

Kommissionen ser det, at man fremmer sekuritisering som en løftestang til at fremme SMV-lån som underliggende aktiver. Dette sker bl.a. gennem såkaldt sekundære markeder, som er de markedspladser, hvor den efterfølgende (sekundære) handel med allerede udbudte/udstedte værdipapirer foregår. Det separate høringsdokument stiller en række spørgsmål om hvordan sekuritiseringsmarkedet bedst kan fremmes ud fra disse hensyn.

Fremme af private placement - Private placement er typisk aktie- eller obligationsudstedelser, som sælges til en mindre udvalgt gruppe investorer fremfor at blive solgt generelt på markedet. Kommissionen lægger op til at fremme denne finansieringsmulighed for virksomheder, der ikke er børsnoterede og potentielt for infrastrukturprojekter, fx investering i veje og broer.

Kreditinformation for SMV'er: Kommissionen påtænker at udvikle et sæt af sammenlignelige informationer i regi af et fælles europæisk set-up for

kreditinformation om SMV'er. Dette skyldes, at SMV'er har været mere udsat end de store virksomheder under finanskrisen, typisk fordi information om SMV'er er begrænset. Det skyldes blandt andet, at informationen typisk indhentes af banken og derfor ikke er hverken offentligt tilgængelig eller sammenlignelig på tværs af SMV'er. Ved at styrke kreditinformationen for SMV'erne ønsker Kommissionen at opbygge et effektivt og holdbart kapitalmarked for SMV'er.

Af tiltag på længere sigt nævner Kommissionen i grønbogen blandt andet følgende:

Fremme af langsigtede investeringer via fonde - Der peges på nytten af at øge mulighederne for kapitalfremskaffelse til iværksættervirksomheder og SMV'er, herunder via crowdfunding, samt udnyttelse af EU-reglerne om europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF¹), venturekapitalfonde og sociale iværksætterfonde², som er gennemført i de seneste år og som på forskellig vis har til formål at fremme forskellige typer af langsigtet finansiering.

Revision af regler for institutionelle investorer³ - Kommissionen ønsker at revidere reglerne på en række områder, hvor der er potentiale for at fremme alternative finansieringskilder. I den forbindelse overvejer man mulige justeringer af direktivet om kollektive investeringsforeninger (UCITS)⁴ og direktivet alternative investeringsfonde (AIFMD)⁵.

Virksomhedsobligationer - Kommissionen ønsker at fremme harmonisering af markedet for virksomhedsobligationer og sikre større gennemsigtighed. Herudover overvejer Kommissionen fremme af investeringer med et miljømæssigt eller socialt sigte, fx såkaldte "green bonds"⁶.

Markedsinfrastruktur og Securities Law - Kommissionen påtænker et initiativ i form af et forslag om Securities Law, der har til formål at medvirke til at sikre investors rettigheder ved handel på tværs af landegrænserne, fordi deres rettigheder over værdipapirerne registreres. Kommissionen ønsker herudover, at barrierer for, at sikkerheder kan bevæge sig over grænserne, skal reduceres som led i kapitalmarkedsunionen.

Øget rolle for ESA'erne - Grønbogen er ligeledes inde på nogle områder, hvor ESA'erne kan medvirke til øget konvergens, for eksempel i relation til

¹ European Long-term Investment Funds er fonde som fremmer lavere fælles investeringer i langsigtede materielle og immaterielle anlægsaktiver, såsom infrastruktur og byggeri ved at give mulighed for etablering af ELTIF'er med investorer på tværs af EU landegrænser

² Venturekapitalfonde og sociale iværksætterfonde er fonde som udgør et light regime for forvaltere af alternative investeringsfonde. Disse fonde investerer i mindre europæiske virksomheder eller socialt iværksætteri

³ En institutionel investor er en stor enhed med adgang til en stor pulje af midler, der anvendes til investeringer. Institutionelle investorer foretager ligeledes investeringer på andres vegne.

⁴ UCITS regulerer kollektive investeringsforeninger

⁵ AIFM regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde (kapital og hedgefonde)

⁶ "Green bonds" er instrumenter, hvor provenuet udelukkende bruges til projekter og aktiviteter, der fremmer klimaet eller andre miljømæssige formål.

investorbeskyttelse. På den baggrund lægges ikke umiddelbart op til en meget stærk myndighed på værdipapirområdet. Kommissionen spørger i grønbogen, om ESA'ernes beføjelser er tilstrækkelige til at sikre konvergens og hvilke yderligere tiltag i relation til tilsyn på EU-niveau, der kan bidrage til at udvikle en kapitalmarkedsunion.

I grønbogen peges ligeledes på, at et integreret marked for **covered bonds** kan være med til at bidrage med finansiering og nye investeringsmuligheder for visse investorer. Kommissionen lægger dog ikke op til at konkrete tiltag, men vil i første omgang gennemføre en høring med henblik på at undersøge "the merits and potential shape of an EU covered bond framework" og herefter præsentere en række mulige tiltag, baseret på erfaringer fra velfungerende nationale modeller. Der forventes en separat grønbog om covered bonds i løbet af foråret.

Grønbogen for kapitalmarkedsunionen omfatter mange aspekter af de finansielle markeder. Således nævnes kapitalkravsreglerne på hhv. **bankområdet (CRD IV)** og **forsikringsområdet (Solvens II)** i relation til at fremme investeringer, for eksempel ved at sætte lave kapitalkrav for langsigtede investeringer som infrastrukturprojekter.

Kommissionen refererer i grønbogen også til en række emner af mere vidtgående karakter. Det drejer sig om øget harmonisering af blandt andet **selskabsret, skatteregler og regler for konkurs**, som relaterer sig til tiltagene om kapitalmarkedsunionen. På disse områder lægger Kommissionen op til tiltag, men det er endnu uklart, hvad disse tiltag konkret vil indeholde. Samtidig er det uvist, hvad tidsperspektivet er for disse tiltag.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europa-Parlamentets formelle holdning foreligger endnu ikke, men det ventes, at Europa-Parlamentet vil stille sig positiv overfor etableringen af en kapitalmarkedsunion og arbejdet for at fremme alternative finansieringer og det indre marked for kapital.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen finder, at etablering af en kapitalmarkedsunion i EU fordrer fælles løsninger på EU-niveau.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslagene i grønbogen overordnet set er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da det vurderes, at indsatsen for at etablere en kapitalmarkedsunion, herunder at fjerne hindringer for kapitalbevægelser på tværs af landene i EU, fordrer fælles regler..

Der vil skulle foretages en vurdering af nærhedsprincippet for de enkelte delforslag, som Kommissionen måtte fremsætte som opfølgning på grønbo-gen.

6. Gældende dansk ret

Det er forventningen, at tiltagene oplyst i grønbogen vil kræve ændringer af dansk ret. Da kapitalmarkedsunionen indeholder mange forskellige og separate tiltag, vil disse have indflydelse på flere aspekter af dansk lovgivning. Da det ikke er konkretiseret, hvorledes de forskellige initiativer skal udmøntes i praksis, er det ikke muligt på nuværende tidspunkt at vurdere konsekvenserne.

7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser

De lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte efterfølgende. Grønbogen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser.

8. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Det er Kommissionens forventning, at etableringen af kapitalmarkedsunionen vil have positive afledte effekter på vækst og beskæftigelse. Kommissionen ser disse effekter både i form af en effekt på efterspørgslen efter kapital, hvor fremme af adgang til kapital for særligt SMV'er og iværksættervirksomheder, og hvor investeringerne fra både institutionelle investorer og private investorer øges. Derudover vil markederne blive mere velfungerende ved at nedbryde nogle af barriererne for kapitalbevægelser over grænserne, hvilket kan have afledte effekter på investering i for eksempel infrastruktur og ny teknologi.

Kommissionen har ikke kvantificeret konsekvenserne.

Det er ligeledes den danske regerings foreløbige vurdering, at kapitalmarkedsunionen vil have positive effekter for vækst og beskæftigelse i EU.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

De administrative konsekvenser for erhvervslivet vil afhænge af, hvilke konkrete initiativer Kommissionen vælger at fremsætte. Et af Kommissionens formål med at etablere kapitalmarkedsunionen er at lette de administrative omkostninger for erhvervslivet, særligt SMV'er, for eksempel ved revision af Prospektdirektivet, hvor Kommissionen lægger op til, at SMV'er muligvis får lempeligere krav end andre virksomheder.

Nogle initiativer vil dog kunne medføre nye administrative byrder. For eksempel må det forventes, at opfyldelsen af kriterierne for simple, standardi-

serede og transparente sekuritiseringer kan medføre krav for erhvervslivet, hvis de vil udnytte muligheden.

10. Høring

Grønbogen er sendt i høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor den 18. februar 2015.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Der vurderes at være overordnet støtte til forslaget om at fremme en kapitalmarkedsunion blandt medlemsstaterne, om end synet på de enkelte tiltag varierer.

Nogle forslag må forventes at have stor bevågenhed i bestemte medlemsstater. Det drejer sig for eksempel om private placements og sekuritiseringer, hvor de mest veludviklede private placement markeder findes i Tyskland, mens UK og Nederlandene ønsker at fremme sekuritiseringsmarkedet.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen kan generelt støtte grøn bogens intention om at fremme nye muligheder for virksomheders adgang til finansiering, samt at udvikle og integrere kapitalmarkederne gennem etablering af en såkaldt kapitalmarkedsunion for alle 28 medlemsstater.

En endelig stillingtagen til eventuelle tiltag som opfølgning på grøn bogen må i sagens natur afvente Kommissionens fremsættelse af konkrete forslag.

Regeringen støtter en revision af Prospektdirektivet med det formål at lette kravene til prospekter, således at det bliver mere attraktivt for blandt andet SMV'er at benytte sig af finansiering via kapitalmarkederne. Det er dog vigtigt, at investorerne fortsat er tilstrækkeligt beskyttede og får de nødvendige oplysninger. Regeringen ser ligeledes positivt på at øge adgangen til kreditinformation om SMV'er, hvilket vil gøre det lettere at tiltrække kapital fra investorerne.

Markederne for private placements og sekuritiseringer er i dag ikke store i Danmark, men regeringen ser positivt på initiativer, der sikrer lettere adgang til information for investorer og letter SMV'ers adgang til kapital. Derfor støtter regeringen det videre arbejde for styrke disse markeder.

Endvidere støtter regeringen ønsket om at fremme langsigtede investeringer blandt andet ved at fremme fonde, der understøtter dette. Det gælder fx ELTIFs, hvor der kan investeres i SMV'er og infrastrukturprojekter.

Regeringen stiller sig tvivlende overfor behovet for harmonisering inden for selskabsret, skat og insolvens, og eventuelle forslag herom vil skulle analyseres nærmere.

Regeringen vil lægge afgørende vægt på, at et stadigt velfungerende real-kreditmarked i Danmark kan opretholdes.

For så vidt angår Kommissionens tanker om et tiltag vedrørende Securities Law for at sikre investorers rettigheder ved handel på tværs af landegrænser, stiller regeringen sig umiddelbart positiv.

Kapitalmarkedstilsynet ligger i dag hos de nationale tilsyn, som har indgående kendskab til nationale branchers særlige kendetegn. De nationale retsområder af betydning for kapitalmarkederne er endnu ikke harmoniserede (selskabsret, skat og insolvens). Regeringen støtter, at ESMA arbejder videre inden for sit mandat med at styrke konvergens i tilsynspraksis mv.

Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.