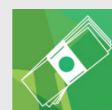


Särskild rapport

Kapitalmarknadsunionen: en långsam start mot ett ambitiöst mål



EUROPEISKA
REVISIONSRÄTTEN

Innehållsförteckning

	Punkt
Sammanfattning	I–X
Inledning	01–12
Målen med kapitalmarknadsunionen	06–09
Roller och ansvarsområden inom kapitalmarknadsunionen	10–12
Revisionens inriktning och omfattning samt revisionsmetod	13–19
Iakttagelser	20–124
Kommissionens åtgärder för att diversifiera finansieringsalternativen för små och medelstora företag har hittills inte haft någon katalysatoreffekt	20–50
Delresultat när det gäller stöd till finansiering med riskkapital och eget kapital	26–33
Små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader måste förbättras	34–39
Begränsad inverkan i fråga om att undanröja informationsmässiga hinder	40–43
Åtgärder för att generera ny bankutlåning till små och medelstora företag har inte haft någon märkbar effekt	44–50
Brister i insatserna för att utveckla lokala kapitalmarknader	51–78
Det saknas en omfattande strategi för utvecklingen av lokala kapitalmarknader	57–58
Den europeiska planeringsterminen utnyttjas inte fullt ut för att främja kapitalmarknadsreformer	59–65
Det tekniska stödet uppskattas i hög grad men resultaten låter vänta på sig	66–78
Kommissionen har vidtagit vissa åtgärder inom sitt behörighetsområde men har inte helt och hållet tagit itu med gränsöverskridande hinder	79–99
Kommissionen kunde ha gjort mer för att främja finanskunskaper bland små och medelstora företag	82–86
Kommissionens åtgärder kommer sannolikt inte att leda till mer enhetliga insolvensförfaranden	87–92

Kommissionen offentliggjorde en sund uppförandekod om källskatt men den är inte bindande 93–99

Kapitalmarknadsunionen saknade en övertygande prestationsram 100–124

Kapitalmarknadsunionens mål var relativt vaga och prioriteringarna fastställdes sent 101–106

Det var inte realistiskt att åtgärderna inom ramen för kapitalmarknadsunionen skulle infria de höga förväntningar som kommissionen byggt upp 107–114

Kommissionen övervakade inte regelbundet de generella framstegen mot att nå kapitalmarknadsunionens mål 115–124

Slutsatser och rekommendationer 125–139

Bilagor

Bilaga I – Översikt över granskade projekt inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer av relevans för kapitalmarknadsunionen, 2017–2018

Bilaga II – Kommissionens handlingsplan för en kapitalmarknadsunion 2015 och dess föregångare – utvalda åtgärder med fokus på tillgång till finansiering

Bilaga III – Åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen för att utveckla lokala kapitalmarknader

Bilaga IV – Översikt över direkta landsspecifika rekommendationer som utfärdats till alla medlemsstater, 2014–2019

Bilaga V – Översikt över direkta och bredare landsspecifika rekommendationer som utfärdats till mindre utvecklade medlemsstater, 2016–2019

Bilaga VI – Översikt över lagstiftningsåtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen, juli 2020

Akronymer, förkortningar och förklaringar

Ordlista

Kommissionens svar

Granskningsteam

Tidslinje

Sammanfattning

I Kapitalmarknadsunionen är ett storskaligt EU-initiativ som lanserades officiellt i samband med kommissionens handlingsplan från 2015. Det främsta målet med kapitalmarknadsunionen är att upprätta en inre marknad för kapital där företag, i synnerhet små och medelstora företag, får bättre tillgång till andra finansieringsformer än banklån och där lokala kapitalmarknader fördjupas och integreras på ett bättre sätt. Kapitalmarknadsunionen syftar till att komplettera bankutlåningen, stärka den privata riskdelningen och säkerställa en generell riskminskning och förväntas därigenom leda till ett stabilare finanssystem som är bättre rustat för att främja tillväxt, skapa sysselsättning och göra Europa mer attraktivt för utländska investeringar.

II Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015 och halvtidsöversynen av denna 2017 innehöll ett stort antal åtgärder som tillsammans skulle lägga grunden till kapitalmarknadsunionen senast i slutet av 2019. Med tanke på hur högt kommissionen och berörda parter prioriterar detta flaggskeppsinitiativ anser vi att denna rapport kommer lägligt för att stödja den fortsatta utvecklingen av kapitalmarknadsunionen. Vår rapport undersöker hur väl kommissionen har genomfört sin roll och belyser frågor som skulle kunna påverka kapitalmarknadsunionens framgångar nu och i framtiden.

III Vid revisionen undersökte vi om kommissionen har lyckats väl med sina åtgärder för att upprätta en ändamålsenlig kapitalmarknadsunion. För att behandla denna övergripande fråga bedömde vi om kommissionen hade uppnått målen med att öka diversifieringen av finansieringskällor för företag, vidtagit ändamålsenliga åtgärder för att i tillräcklig grad främja mer integrerade och fördjupade kapitalmarknader, undanröjt gränsöverskridande hinder för marknadsaktörer och på lämpligt sätt utformat och övervakat projektet med kapitalmarknadsunionen.

IV Sammantaget är vår slutsats att kommissionen har ansträngt sig för att nå det utmanande målet att upprätta en kapitalmarknadsunion, men resultaten låter vänta på sig. Många av de åtgärder som kommissionen kunnat vidta inom sitt ansvarsområde har endast inriktats på begränsade områden inom målen för kapitalmarknadsunionen. Dessa åtgärder (till exempel mjuka åtgärder såsom att göra analyser för att främja bästa praxis) har utformats på ett sätt som inte bidragit till betydande framsteg mot att uppnå målen med kapitalmarknadsunionen. En annan begränsande faktor för kommissionen är att många centrala åtgärder enbart kan vidtas av medlemsstaterna eller med deras fulla stöd.

V Åtgärderna för att diversifiera företagens finansieringskällor var inriktade på frågor som var alltför snäva för att trigga och påskynda en strukturell förändring mot ökad marknadsfinansiering i EU och hade endast begränsad effekt. Vidare var lagstiftningen om värdepapperisering ett steg i rätt riktning, men den har ännu inte lett till den förväntade återhämtningen på den europeiska värdepapperiseringsmarknaden efter finanskrisen och den bidrog inte till att bankerna kunde öka sin utlåningskapacitet, till exempel till förmån för små och medelstora företag. Transaktionerna är fortfarande koncentrerade inom traditionella tillgångsklasser (dvs. hypotekslån och billån) och inom vissa medlemsstater.

VI När det gäller utveckling av lokala kapitalmarknader använde kommissionen sin samordningsroll inom den europeiska planeringsterminen. Kommissionen tog dock inte fram någon övergripande och tydlig EU-strategi, och den rekommenderade heller inte att samtliga medlemsstater med mindre utvecklade kapitalmarknader skulle genomföra relevanta reformer. Kommissionen använde det efterfrågestyrda stödprogrammet för strukture reformer för att finansiera bland annat projekt som var av relevans för kapitalmarknadsunionen. Interventionslogiken hos stödprogrammet för strukture reformer var inte formellt riktad mot de specifika behoven på EU:s kapitalmarknader men målen med kapitalmarknadsunionen behandlades på projektnivå. Den efterfrågestyrda strategin ledde dock inte till att alla medlemsstater fick stöd utifrån behov, och några resultat har ännu inte redovisats.

VII Vi konstaterar att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion inte ledde till något genombrott när det gällde att undanröja de huvudsakliga hindren för gränsöverskridande kapitalflöden. Dessa hinder har ofta sitt ursprung i nationell lagstiftning, exempelvis inom områdena insolvensrätt och källskatt, eller i bristande finansiell utbildning. Framstegen med att ta itu med hindren var ofta begränsade, delvis på grund av bristande stöd från medlemsstaternas sida.

VIII När det gäller utformningen av kapitalmarknadsunionen var målen inte alltid tillräckligt tydliga eller mätbara. Dessutom fastställdes inga prioriteringar innan projektet startades. Kommissionen övervakade bara framstegen när det gällde lagstiftningsåtgärder. Den övervakade inte regelbundet och konsekvent framstegen mot att nå kapitalmarknadsunionens mål.

IX För att kapitalmarknadsunionen ska bli mer ändamålsenlig rekommenderar vi kommissionen att

- a) föreslå välriktade åtgärder för att ytterligare underlätta små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknader,
- b) främja djupare och mer integrerade lokala kapitalmarknader,
- c) ta itu med centrala gränsöverskridande hinder för investeringar,
- d) ta fram specifika mål, kritiska åtgärder och övervakning av kapitalmarknadsunionen.

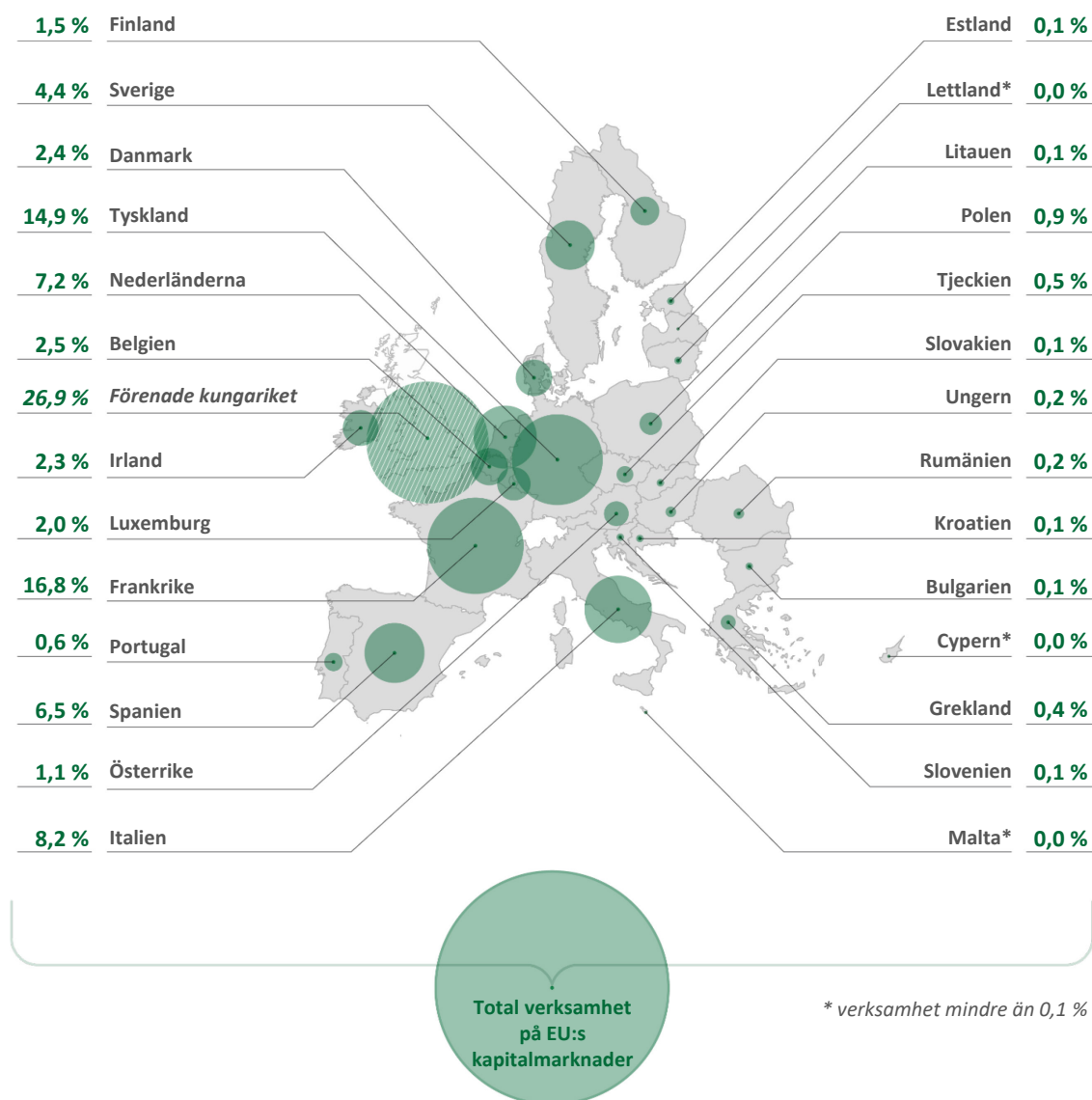
X Vi uppmanar även rådet att överväga hur det skulle kunna gå vidare med kommissionens förslag om att ta itu med den asymmetriska skattemässiga behandlingen av eget kapital och lån.

Inledning

01 Fri rörlighet för kapital är en av de fyra friheterna – tillsammans med fri rörlighet för varor, tjänster och arbetskraft – och ett av Europeiska unionens centrala mål. Vikten av och fördelarna med att inrätta en europeisk kapitalmarknad har diskuterats länge, däribland i Segré-rapporten från 1966, Lamfalussy-rapporten från 2001 och tidigare meddelanden från kommissionen (t.ex. från 1996, 1998 och 2011). Fokus, omfattning och utmaningar när det gäller utveckling och integration av kapitalmarknader har förändrats, men EU har aldrig lyckats upprätta välfungerande integrerade kapitalmarknader.

02 Det finns geografiska skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller kapitalisering och likviditet samt hur djupa deras lokala kapitalmarknader är. Medlemsstater i väst och norr har vanligen djupare kapitalmarknader och självförstärkande kapitalnav, medan medlemsstater i öst och syd släpar efter (se [figur 1](#)). Hittills har London varit EU:s största finansnav. Förenade kungarikets utträde ur EU innebär en utmaning för projektet med kapitalmarknadsunionen.

Figur 1 – Kapitalmarknadernas storlek per land utifrån genomsnittlig andel av den sammanlagda verksamheten i 23 olika sektorer under de tre åren fram till 2019 (i procent)



Källa: Revisionsrätten, på grundval av uppgifter från New Financial, september 2020.

03 Trots de insatser som gjordes efter finanskrisen är de flesta EU-medlemsstaters ekonomier fortfarande mycket mer beroende av bankfinansiering än av kapitalmarknadsfinansiering (t.ex. private equity och riskkapital). Små och medelstora företag i Europa väljer jämförelsevis billigare finansiering från banker, vilket gör det möjligt för dem att behålla full äganderätt. Även om andra finansieringskällor än banker har fått ökande betydelse under det senaste årtiondet stod banklån fortfarande för omkring 45 % av den totala lånefinansieringen för icke-finansiella

företag i euroområdet 2018, vilket är en minskning från omkring 60 % 2007¹.

Traditioner och kultur är en viktig faktor i detta avseende, vilket illustreras av fokuset på hemmamarknaderna (dvs. en tendens att investera större delen av portföljen i inhemska tillgångar). Bristen på lättillgänglig information om företag och otillräckliga finanskunskaper är ytterligare hinder som begränsar investerarens efterfrågan på kapitalmarknadsinstrument.

04 Kapitalmarknadsunionen är ett storskaligt initiativ från kommissionens sida. Den lanserades officiellt i samband med kommissionens handlingsplan från 2015. Detta flaggskeppsprojekt lades fram som en av kommissionens tio politiska prioriteringar och är en del av den tredje pelaren i investeringsplanen för Europa, som syftar till att förbättra investeringsklimatet. Syftet med kapitalmarknadsunionen är att komplettera bankunionen, genom att stärka den privata riskdelningen och säkerställa en generell riskminskning, och i slutändan att stärka Ekonomiska och monetära unionen (EMU).

05 Behovet av en kapitalmarknadsunion har aldrig varit så starkt som det är i dag. Brexit har ökat det politiska behovet av att upprätta djupare och mer integrerade kapitalmarknader i EU i och med att Förenade kungariket, som är den största och djupaste kapitalmarknaden och det mest betydelsefulla europeiska navet för finansiering av nystartade företag, officiellt lämnade EU den 31 januari 2020. Vidare ökar den globala konkurrensen, vilket bland annat illustreras av faktorer såsom att innovativa europeiska små och medelstora företag lämnar EU på jakt efter bättre finansiering och ett företagsklimat som bättre främjar finansiering för snabbväxande företag. Under de senaste månaderna har kommissionen inbegripit den ekonomiska osäkerheten till följd av covid-19-pandemin som ytterligare en faktor i sin argumentation för kapitalmarknadsunionen, som skulle kunna mobilisera privat finansiering och påskynda den ekonomiska återhämtningen.

¹ Revisionsrätten om [Europeiska centralbankens årsrapport 2017](#), s. 36.

Målen med kapitalmarknadsunionen

06 Ett viktigt mål med kapitalmarknadsunionen är att bidra till att minska det stora beroendet av bankfinansiering och minska kostnaderna för kapitalanskaffning, i synnerhet för små och medelstora företag. Enligt kommissionen bör detta mål uppnås genom att man upprättar ett stabilt finanssystem där djupare och integrerade kapitalmarknader absorberar en större del av medborgarnas besparingar och spelar en större roll när det gäller företagsfinansiering. Även EU:s banksektor kommer att gynnas av kapitalmarknadsunionen, som omfattar åtgärder för att ge den europeiska värdepapperiseringsmarknaden en nystart.

07 Kapitalmarknadsunionen ska komplettera bankunionen och fördela riskerna mellan marknadsaktörerna och bör på så sätt bidra till ett stabilare finanssystem som är bättre rustat för att främja tillväxt, skapa sysselsättning och göra Europa mer attraktivt för utländska investeringar. Slutligen skulle mer integrerade och likvida samt djupare finansmarknader i Europa inte bara bidra till ökande gränsöverskridande investeringsflöden utan även till en starkare internationell roll för euron.

08 Handlingsplanen från 2015 och halvtidsöversynen av denna 2017 innehöll en rad lagstiftningsåtgärder och andra åtgärder fördelade inom sju insatsområden som tillsammans bland annat skulle leda till att fragmenterade delar av den finansiella lagstiftningen gjordes om till ett sammanhängande regelverk. Syftet med lagstiftningsramen och övriga åtgärder är att upprätta ett ekosystem för investeringar som stimulerar tillgång till kapitalmarknader och ekonomisk tillväxt. Men även om en reglering kan underlätta marknadens funktion kan den inte helt och hållet styra den.

09 Kapitalmarknadsunionen är en ofullbordad agenda och arbetet fortlöper. De flesta av rättsakterna har ännu inte genomförts, eller så har de genomförts först nyligen. För att inleda det förberedande arbetet med en ny strategi inrättade kommissionen ett högnivåforum om kapitalmarknadsunionen bestående av 28 kapitalmarknadsexperter på hög nivå. Forumets slutrapport offentliggjordes i juni 2020 och innehåller en rad politiska rekommendationer². Kommissionen offentliggjorde sin nya handlingsplan³ i september 2020.

² Slutrapport från högnivåforumet för kapitalmarknadsunionen, *A New Vision for Europe's Capital Markets Union*, 10 juni 2020.

³ Meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeiska ekonomiska och sociala kommittén samt Regionkommittén, *En kapitalmarknadsunion för människor och företag – en ny handlingsplan*, COM(2020) 590 final, 24.9.2020.

Roller och ansvarsområden inom kapitalmarknadsunionen

10 Enligt subsidiaritetsprincipen faller vissa av de politikområden som är centrala för kapitalmarknadsunionen (t.ex. beskattning, insolvens och finansiell utbildning) under medlemsstaternas ansvar. Därför beror framgångarna med initiativet till en kapitalmarknadsunion inte enbart på kommissionen, utan även på Europaparlamentets, rådets och medlemsstaternas politiska vilja och ambitionsnivå.

11 Inom kommissionen ansvarar generaldirektoratet för finansiell stabilitet, finansiella tjänster och kapitalmarknadsunionen för planeringen, det övergripande genomförandet och samordningen av projektet med kapitalmarknadsunionen, men även andra kommissionsavdelningar är delaktiga. Kommissionens generaldirektorat för stöd för strukturreformer inrättades 2020 i syfte att ersätta stödtjänsten för strukturreformer. Generaldirektoratet tillhandahåller tekniskt stöd genom stödprogrammet för strukturreformer⁴ för att bland annat stärka kapaciteten hos medlemsstaternas inhemska kapitalmarknader. Det finns ingen specifik budget för att genomföra kapitalmarknadsunionen.

12 Övriga organ som är centrala för kapitalmarknadsunionens funktion är följande tre europeiska tillsynsmyndigheter:

- Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), som är tillsynsmyndighet för EU:s värdepappersmarknad och som föreslår genomförandeåtgärder och preciserar tekniska regler.
- Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa).
- Europeiska bankmyndigheten (EBA).

⁴ Förordningarna (EU) 2017/825 och (EU) 2018/1671.

Revisionens inriktning och omfattning samt revisionsmetod

13 Med tanke på hur viktig kapitalmarknadsunionen är granskade vi hur den är utformad, hur den genomförs och hur ändamålsenlig den är. Vår rapport syftar till att informera berörda parter och lämna rekommendationer till kommissionen som stöd för kapitalmarknadsunionens fortsatta utveckling.

14 De åtgärder vi granskade tillhör fyra av sju insatsområden i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion, närmare bestämt i) finansiering till innovation, nya företag och icke börsnoterade företag, ii) underlättad introduktion och kapitalanskaffning på publika marknader, iii) ökad förmåga för bankerna att stödja ekonomin som helhet och iv) underlättande av gränsöverskridande investeringar.

15 Den övergripande revisionsfrågan var om kommissionens åtgärder framgångsrikt har bidragit till upprättandet av en ändamålsenlig kapitalmarknadsunion. För att utreda frågan bedömde vi om kommissionen

- a) bidrog till att diversifiera finansieringen för företag, i synnerhet små och medelstora företag,
- b) bidrog till utvecklingen av djupare och mer integrerade lokala kapitalmarknader,
- c) vidtog ändamålsenliga åtgärder för att ta itu med gränsöverskridande hinder,
- d) hade fastställt en övertygande prestationsram för kapitalmarknadsunionen.

16 För vår revision granskade vi tillgänglig dokumentation vid kommissionen och intervjuade berörd kommissionspersonal. Vi granskade ett urval om tio av 54 projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen som finansierades via stödprogrammet för strukturreformer och dess förberedande åtgärd under perioden 2016–2019. Vi gjorde en yrkesmässig bedömning för att välja ut urvalet (se förteckningen över projekten i [bilaga I](#)) med fokus på projekt i medlemsstater med mindre utvecklade kapitalmarknader (se [figur 1](#)). Genomförandet av de utvalda projekten var relativt långt framskridet och det var därför mer sannolikt att de skulle uppvisa resultat.

17 I syfte att samla in information träffade vi dessutom myndigheter och berörda parter från nio utvalda medlemsstater, det vill säga Bulgarien, Tjeckien, Estland, Italien, Litauen, Luxemburg, Nederländerna, Polen och Rumänien. Vi intervjuade även personal vid Esma, Europeiska investeringsbanken och Europeiska investeringsfonden och experter vid och företrädare för Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD), Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD), ett antal näringslivs- och investerarorganisationer samt börser.

18 Vi genomförde en enkät bland de myndigheter som ansvarar för att reglera och övervaka de lokala kapitalmarknaderna i samtliga medlemsstater (finansministerier, nationella behöriga myndigheter och centralbanker), europeiska och nationella näringslivsorganisationer, investerarorganisationer och bankförbund samt börser i EU.

19 Vi utförde revisionsarbetet mellan september 2019 och februari 2020. Revisionsarbetet slutfördes före covid-19-utbrottet, och i denna rapport tas därför ingen hänsyn till någon politisk utveckling eller andra förändringar som genomförts för att hantera pandemin.

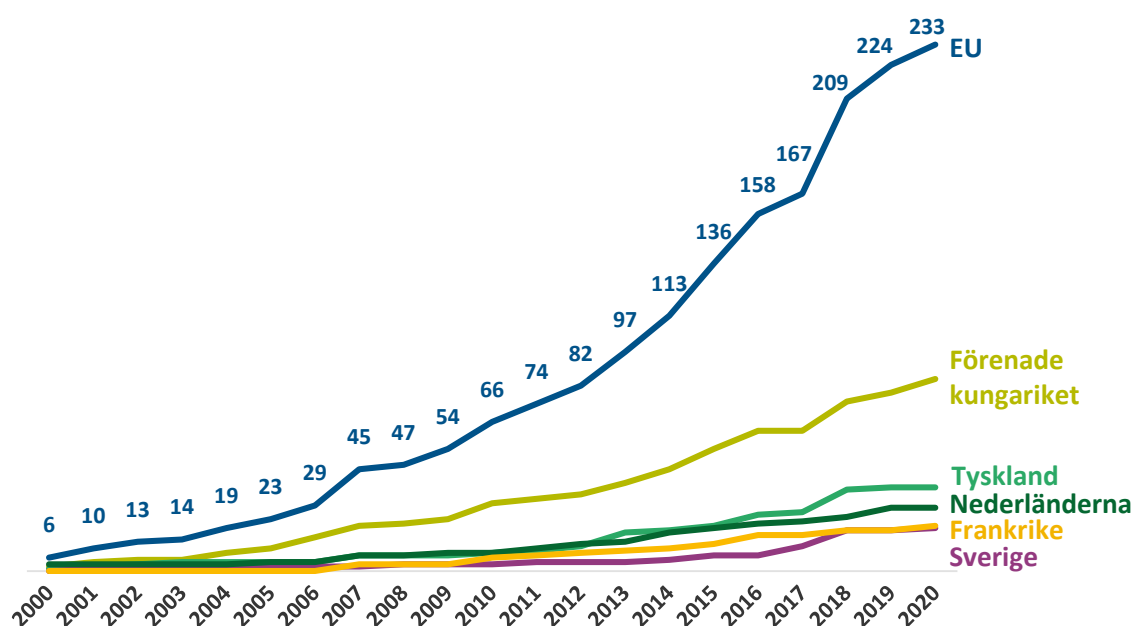
lakttagelser

Kommissionens åtgärder för att diversifiera finansieringsalternativen för små och medelstora företag har hittills inte haft någon katalysatoreffekt

20 I EU har banklån alltid varit den viktigaste finansieringskällan för företag, särskilt små och medelstora företag. Kärnan i initiativet till kapitalmarknadsunionen har varit att ge små och medelstora företag tillgång till nya finansieringskällor genom att komplettera bankbaserad finansiering med marknadsbaserad finansiering (dvs. riskkapital och private equity).

21 Under de senaste årtiondena har Europa genererat många innovativa nystartade företag, så kallade "enhörningar", det vill säga snabbväxande nystartade företag som värderats till över en miljard dollar (se [figur 2](#)). Allt fler företag av denna typ flyttar utanför EU på grund av tillväxtmöjligheter när de har passerat den tidiga tillväxtfasen. Kommissionen har försökt stoppa denna trend genom att stödja små och medelstora företag i noteringsprocessen med hjälp av flera åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen.

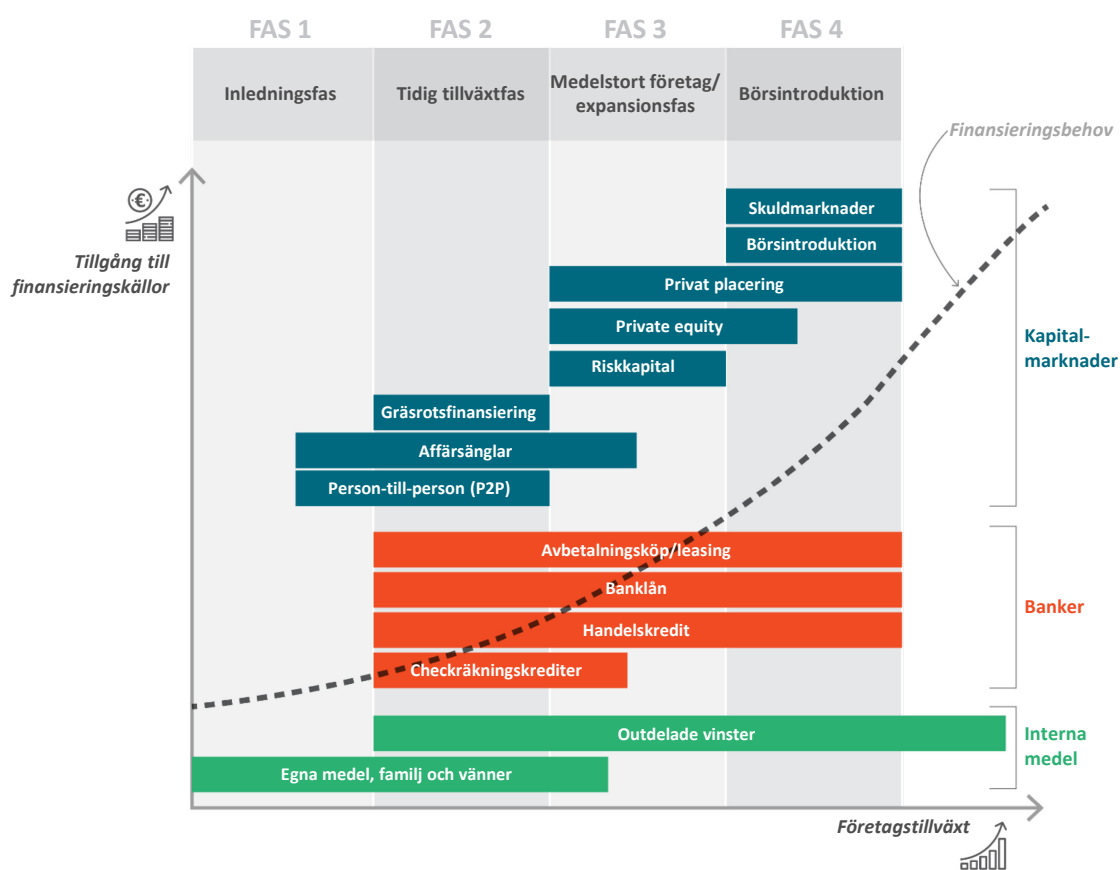
Figur 2 – Utvecklingen för europeiska enhörningar 2000–2020



Källa: Dealroom.co.

22 De små och medelstora företagen är mycket heterogena när det gäller storlek, bransch, ålder, verksamhet och ägande, samtidigt som det finns många skillnader mellan länder. Snabbväxande små och medelstora företag utgör omkring 11 % av EU:s 25 miljoner företag⁵. Kommissionen har sedan länge drivit en strategi för att underlätta snabbväxande små och medelstora företags tillgång till flera olika finansieringskällor, och den inleddes 1998 med en handlingsplan om riskkapital⁶. Små och medelstora företags finansieringsproblem, vilka varierar under de olika tillväxtfaserna (se [figur 3](#)), har också stått i fokus för flera av kommissionens strategier, bland annat en åtgärdsplan från 2011 för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering⁷. Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015 är en fortsättning på ovannämnda initiativ (se [bilaga II](#)).

Figur 3 – Finansieringskällor under ett företags tillväxtfaser



Källa: Europeiska kommissionen.

⁵ Uppgiftskälla: www.statista.com.

⁶ SEK(1998) 552 slutlig, 31 mars 1998.

⁷ KOM(2011) 870 slutlig.

23 Enligt handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015 och uppdateringen av denna 2017, var kommissionens mål att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering genom att fokusera på två insatsområden: i) finansiering till innovation, nya företag och icke börsnoterade företag och ii) underlättad introduktion och kapitalanskaffning på publika marknader. De föreslagna förändringarna av regelverket bestod främst av revideringar av tidigare regler (prospekt, tillväxtmarknader för små och medelstora företag och europeiska riskkapitalfonder (EuVECA)).

24 Kommissionens andra insatsområde var iii) ökad förmåga för bankerna att stödja ekonomin som helhet, vilket innefattade säkerställda obligationer och värdepapperiseringar. Denna politiska åtgärd är inte direkt kopplad till finansiering för små och medelstora företag, men berör bankers möjlighet att minska skuldsättningen (dvs. att minska sin balansräkning) utan att skära ner på kreditgivningen till den privata sektorn.

25 I syfte att undersöka om åtgärderna inom ramen för kapitalmarknadsunionen hade uppnått målet att diversifiera finansieringen för små och medelstora företag bedömde vi om kommissionen

- a) stärkte företags möjligheter att finansiera expansion under deras tillväxtfas före börsintroduktion (se [figur 3](#), däribland riskkapital och private equity),
- b) förbättrade små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader (dvs. börsintroduktionsfasen),
- c) minskade de informationshinder som hindrar små och medelstora företag från att hitta finansieringskällor och potentiella investerare från att hitta investeringsmöjligheter,
- d) gjorde det möjligt för banker att frigöra utlåningskapacitet till stöd för små och medelstora företag.

Delresultat när det gäller stöd till finansiering med riskkapital och eget kapital

26 Inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion lanserade kommissionen ett åtgärds paket i syfte att stödja finansiering med riskkapital och eget kapital i EU. Åtgärderna inbegriper lagstiftningsreformer, inrättande av en europeisk fondandelsfond för riskkapital och spridning av bästa praxis för skatteincitament (se [tabell 1](#)).

Tabell 1 – Utvalda granskade åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen som syftar till att stödja finansiering med riskkapital och eget kapital

Åtgärder	Typ	Åtgärd slutförd på kommissionsnivå	Revisionsrättens iakttagelser
Inrättande av europeiska fondandelsfonder för riskkapital	Finansieringstillskott	JA	Kapitalanskaffning och investeringar går framåt med tre fondandelsfonder. De investerade beloppen förväntas femdubblas av kommissionen (ännu inte uppnått).
Ändringar av förordningarna om EuVECA och Eusef	Lagstiftningsåtgärd	JA i kraft sedan mars 2018	Registreringen av riskkapitalfonder har enbart ökat i de medlemsstater som redan har attraktiva, integrerade och välutvecklade riskkapitalmarknader.
Studie om och spridning av bästa praxis om skatteincitament för riskkapital och investeringar av affärsänglar	Icke-lagstiftningsåtgärd	JA	Presentation av studien i samband med två workshoppar för att sprida resultaten bland medlemsstaternas skattemyndigheter. Ingen ytterligare effekt på medlemsstatsnivå.
Lagstiftningsförslag om en gemensam konsoliderad bolagsskattebas	Lagstiftningsåtgärd	JA	Förslaget om en gemensam konsoliderad bolagsskattebas 2011 var för ambitiöst för att medlemsstaterna skulle komma överens. Förslaget lanserades på nytt 2016, men en överenskommelse har ännu inte nåtts.

Källa: Revisionsrätten.

27 EU:s riskkapital- och private equity-marknader kännetecknas fortfarande av stora skillnader mellan medlemsstaterna både i fråga om storleken på de små och medelstora företagens finansieringsunderskott och tillgången till finansieringskällor, i synnerhet när det gäller institutionella investerare. Det finns mycket riktigt en stor fragmentering av marknaderna mellan de centrala och perifera delarna av EU när det gäller riskkapital- och private equity-investeringar (dvs. där det portföljföretag som mottar finansieringen är beläget). Dessa investeringar är huvudsakligen koncentrerade till några få medlemsstater (Frankrike, Tyskland, Nederländerna, Danmark och Sverige).

28 Översynen av förordningarna om EuVECA och europeiska fonder för socialt företagande (Eusef) var den första lagstiftningsåtgärd som inbegreps i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion i syfte att främja riskkapitalbolag med gränsöverskridande inriktning och stödja utvecklingen av mindre utvecklade områden på den europeiska riskkapitalmarknaden. Men denna åtgärd ledde i praktiken till att antalet registreringar av EuVECA-fonder enbart ökade i medlemsstater med välutvecklade riskkapitalmarknader (t.ex. Frankrike och Nederländerna).

29 Vår dataanalys av nyligen registrerade EuVECA- och Eusef-fonder och våra intervjuer med marknadsaktörer och berörda parter har visat att EuVECA- och Eusef-beteckningarna fortfarande inte används av majoriteten av riskkapitalfonderna och inte har visat sig vara avgörande för marknadsexpansion eller finansiering för små och medelstora företag. Resultaten från den enkätundersökning som vi genomförde bland offentliga myndigheter i EU visar att 22 % av de svarande inte tror att 2017 års ändringar av EuVECA-förordningen ledde till ökade investeringar i riskkapitalbolag i EU. 45 % av de svarande anser att det är för tidigt att bedöma detta.

30 Inrättandet av de europeiska fondandelsfonderna för riskkapital motsvarar ett potentiellt tillskott på 410 miljoner euro till marknaden från EU:s budget⁸. Denna åtgärd är den enda finansieringsåtgärden i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion. Utöver handlingsplanen bidrar kommissionen även aktivt till små och medelstora företags finansiering, genom att tillhandahålla betydande finansiering via program med central och delad förvaltning. Förväntningarna på att anskaffa 2,1 miljarder euro från privata eller offentliga investerare (dvs. att femdubbla det belopp som skjutits till fonden) har ännu inte uppfyllts, men kapitalanskaffningen och investeringarna inom ramen för tre fondandelsfonder går framåt, vilket lockar privata investeringar och ökar storleken på EU:s riskkapitalmarknad.

⁸ Revisionsrättens särskilda rapport 17/2019, punkt 20.

31 I syfte att stödja private equity- och riskkapitalmarknader har kommissionen även offentliggjort en rapport om skattelättnadssystem för riskkapitalinvesteringar och företagsänglars investeringar, inklusive bästa praxis, och presenterat rapporten i samband med två workshoppar. Denna åtgärd följdes inte upp ytterligare i medlemsstaterna.

32 Kommissionen lade fram ett lagstiftningsförslag för att komma till rätta med den så kallade snedvridningen till förmån för skuldfinansiering. I de flesta medlemsstater behandlas låneränta och avkastning på eget kapital på olika sätt, vilket hindrar utvecklingen och integreringen av marknaderna. Det faktum att ränta får dras av från bolagsskattebasen medan avkastning på kapital inte får dras av innebär att finansiering med lån ger skattefördelar, vilket påverkar de ekonomiska beslut som fattas av företag och investerare. På grund av detta beräknades kapitalkostnaden för eget kapital vara 45 % högre än kapitalkostnaden för lån⁹.

33 Kommissionen har försökt att ta itu med denna fråga inom ramen för kapitalmarknadsunionen genom att föreslå att man inför rätt till avdrag på bolagsskatten för anskaffning av eget kapital som en del av förslaget till en gemensam konsoliderad bolagsskattebas. Den föreslagna lösningen har dock inte genomförts ännu på grund av oenighet i rådet, som fortfarande har exklusiv behörighet när det gäller skattefrågor.

Små och medelstora företags tillgång till offentliga marknader måste förbättras

34 Små och medelstora företag har svårare än större företag att erhålla kapitalfinansiering på den offentliga marknaden eftersom de är rädda för att förlora ägandet och inte har samma kapacitet att iaktta rapporteringskrav eller att bära de tillhörande kostnaderna (upp till 15 % av det belopp som anskaffats). Kommissionen har som mål att göra det enklare och billigare att emittera obligationer och aktier på offentliga marknader och samtidigt säkerställa att investerarna skyddas. Därför lanserade kommissionen ett åtgärds paket (se [tabell 2](#)).

⁹ SWD(2015) 183 final.

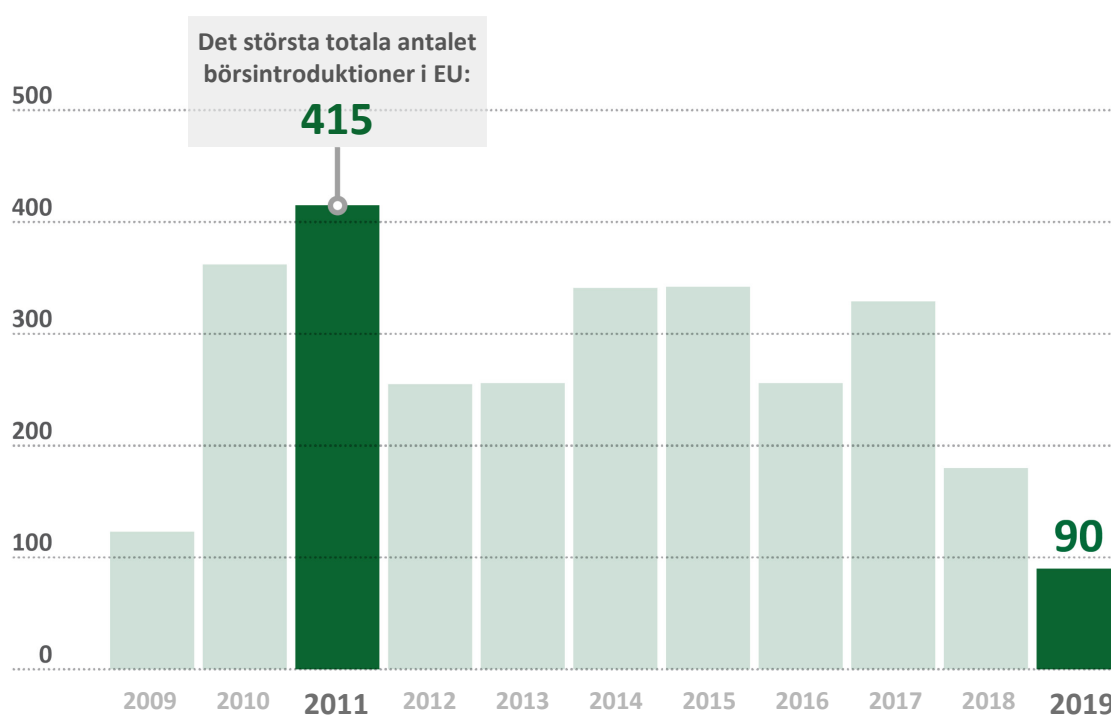
Tabell 2 – Utvalda granskade åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen som syftar till att stärka företagens tillgång till offentliga marknader

Åtgärder	Typ	Åtgärd slutförd på kommissionsnivå	Revisionsrättens iakttagelser
Förordning för att se över reglerna om utfärdande av prospekt	Lagstiftningsåtgärd	JA i kraft sedan juli 2019	Förslaget förkastades i första instans av kommissionens nämnd för lagstiftningskontroll rörande varför den andra översynen inom fem år förväntades vara framgångsrik. Förslaget lades snabbt fram igen och godkändes då. Prospekt betraktas fortfarande som dyra och alltför komplexa för små och medelstora företag. Inga undantag för sekundäremission. Ingen betydande ökning av börsintroduktioner har konstaterats sedan juli 2019.
Ny lagstiftning till stöd för tillväxtmarknader för små och medelstora företag infördes genom det andra direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid II).	Lagstiftningsåtgärd	JA i kraft sedan januari 2020	Positiva signaler till ekosystemet för små och medelstora företag om att EU:s beslutsfattare var beredda att införa proportionalitet i texterna till förmån för små och medelstora företag.
Övervaka framstegen med International Accounting Standards Boards (IASB) åtagande om att förbättra rapportering, användbarhet och tillgänglighet när det gäller IFRS	Pågående icke-lagstiftningsåtgärd	JA	Inga konkreta resultat av övervakningen av verksamheten på marknaden.

Källa: Revisionsrätten.

35 Makroekonomiska villkor, såsom likviditeten på marknaden, investerares intresse, räntenivå, förväntad ekonomisk tillväxt, förväntad skattesats och inflationstakt, kan ha större betydelse än kostnaderna för offentliggörandet av ett prospekt och kan vara avgörande för om ett företag väljer att gå vidare med en börsintroduktion eller inte. I efterdyningarna av finanskrisen varierade antalet börsintroduktioner i EU. År 2019 registrerades totalt 90 börsintroduktioner, vilket var lägre än 2009 (se [figur 4](#)). Det största antalet börsintroduktioner i EU registrerades 2011, då antalet registrerade börsintroduktioner uppgick till 415¹⁰.

Figur 4 – Totalt antal börsintroduktioner i EU 2009–2019



Källa: Revisionsrätten, på grundval av PwC och IPO Watch Europe 2009–2019.

36 De små och medelstora företagens tillgång till offentliga marknader har hittills inte blivit påtagligt bättre eller mindre kostsam, vilket framgår av våra intervjuer och enkätundersökningar. Kostnaderna i samband med offentliggörande av prospekt minskade endast lite, och processen är fortfarande betungande och långdragen. Dessutom är det kostnaden för rådgivningstjänster om utfärdande av prospekt som avgör merparten av kostnaderna i samband med offentliggörandet, vilken inte är lätt att påverka med hjälp av kommissionens åtgärder.

¹⁰ IPO Watch Europe 2011 och IPO Watch Europe 2019.

37 Förändringarna i lagstiftningen och bristen på harmonisering av nationella regler gällande emissioner som ligger under den tröskel under vilken prospekt inte krävs ger utrymme för regelarbitrage. Företag som har för avsikt att anskaffa upp till 8 miljoner euro och är etablerade i ett land där prospekt krävs om beloppet överstiger 1 miljon euro kan genomföra en gränsöverskridande aktieemission på nätet (dvs. kapitalinvesteringar via gräsrotsfinansiering) genom en plattform som har inrättats i ett annat land där prospekt inte krävs för emissioner på upp till 8 miljoner euro.

38 Vi noterar även att kommissionen inte övervägde att tillföra någon finansiering till stöd för börsintroduktion av små och medelstora företag, till exempel i form av en offentlig-privat fond, när den utarbetade handlingsplanen från 2015. I mars 2020 meddelade kommissionen emellertid att den har för avsikt att inrätta en offentlig-privat fond som investerar i börsintroduktioner¹¹.

39 En annan åtgärd i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion, det vill säga förordningen om tillväxtmarknader för små och medelstora företag, inbegrep ändringar av marknadsmissbruksförordningen och ytterligare ändringar av reglerna om prospekt i syfte att underlätta för små och medelstora företag att emittera aktier och skuldebrev på de så kallade tillväxtmarknaderna för små och medelstora företag. Vidare föreslog kommissionen ytterligare regler för att göra det enklare att registrera multilaterala handelsplattformar som tillväxtmarknader för små och medelstora företag och främja likviditet för börsnoterade små och medelstora företags aktier, i syfte att göra dessa marknader mer attraktiva för investerare, emittenter och mellanhänder. Lagstiftningsåtgärden antogs 2019 och trädde i kraft i januari 2020. Genomförandet av denna åtgärd har skickat positiva signaler till ekosystemet för små och medelstora företag om att EU:s beslutsfattare är beredda att göra förändringar till förmån för små och medelstora företag.

¹¹ *Politiska riktlinjer för nästa Europeiska kommission, 2019–2024.*

Begränsad inverkan i fråga om att undanröja informationsmässiga hinder

40 Informationsmässiga hinder är några av de främsta hindren för efterfråge- och utbudssidan av finansieringsmarknaden för små och medelstora företag. På efterfrågesidan har små och medelstora företag svårt att bedöma tillgängliga finansieringsalternativ. På utbudssidan har investerare svårt att bedöma små och medelstora företags kreditvärdighet. Kommissionen har försökt åtgärda båda dessa problem (se [tabell 3](#)).

Tabell 3 – Utvalda granskade åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen som syftar till att undanröja informationsmässiga hinder för finansieringen av små och medelstora företag

Åtgärder	Typ	Åtgärd slutförd på kommissionsnivå	Revisionsrättens iakttagelser
Främjande av ett avtal mellan bankförbund och föreningar för små och medelstora företag om överordnade principer för återkoppling från banker som har gett avslag på små och medelstora företags kreditansökningar	Icke-lagstiftningsåtgärd	JA	Tillämpningen av de överordnade principerna bestäms av bankförbunden. Avtalet är icke-bindande för bankerna.
Stödja ett Europatäckande informationssystem för investerare	Icke-lagstiftningsåtgärd	JA	Kommissionen drog slutsatsen att EU:s insatser inte skulle föra med sig mervärde om inte lokala och nationella myndigheter först finner lösningar.

Källa: Revisionsrätten.

41 På efterfrågesidan främjade kommissionen ett icke-bindande avtal mellan bankförbund och föreningar för små och medelstora företag om övergripande principer för återkoppling från banker rörande avslag på kreditansökningar från små och medelstora företag. Vi noterar att initiativet helt och hållet beror på om branschen anammar det. Principerna är ännu inte kända i hela banksektorn och sådan återkoppling skulle inte ha någon omfattande inverkan på små och medelstora företags låneansökningar med tanke på att enbart 6 % av dem avslogs i euroområdet 2019.

42 På utbudssidan stoppades försöken att ta fram ett Europatäckande informationssystem med information om små och medelstora företag på grund av att det saknades pengar och expertis för genomförandet. Kommissionen drog slutsatsen att en insats från EU:s sida inte skulle ge något mervärde om inte lokala och nationella myndigheter först fann lösningar.

43 Vi noterar att upprättandet av en EU-omfattande digital plattform för tillgång till företags offentliga finansiella och icke-finansiella information, den gemensamma europeiska kontaktpunkten, har diskuterats sedan insynsdirektivet antogs 2013. Trots att projektet kunde varit mycket relevant för kapitalmarknadsunionen i fråga om att undanröja informationsmässiga hinder inbegrepp inte kommissionen det i handlingsplanen utan delegerade det i stället till Esma. År 2017 nedprioriterade Esma projektet på grund av brist på budgetanslag, bristande jämförbarhet när det gäller företagsuppgifter från medlemsstaterna och avsaknad av behörighet att validera de företagsuppgifter som lämnas in av medlemsstaterna.

Åtgärder för att generera ny bankutlåning till små och medelstora företag har inte haft någon märkbar effekt

44 Kommissionens mål med åtgärderna inom ramen för kapitalmarknadsunionens insatsområde för att öka bankernas förmåga var att underlätta bankfinansiering av företag och ekonomin som helhet. Vi undersökte om kommissionens åtgärder rörande värdepapperiseringsramverket, säkerställda obligationer och europeiska säkrade skuldpaper var ändamålsenliga för att förbättra bankernas förmåga att stödja företag i EU (se [tabell 4](#)).

Tabell 4 – Utvalda granskade åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen som syftar till att öka bankernas förmåga

Åtgärd	Typ	Åtgärd slutförd på kommissionsnivå	Revisionsrättens iakttagelser
Värdepapperiseringsförordningen	Lagstiftningsåtgärd	JA i kraft sedan 2019	Lång lagstiftningsprocess (två år). Förfarandet för att eventuellt inbegripa syntetiska värdepapperiseringar är kraftigt försenat. Förseningar när det gäller sekundärlagstiftning och riktlinjer, vilket hade negativ inverkan på emissionen av enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering på kort sikt.
Direktiv om säkerställda obligationer	Lagstiftningsåtgärd	JA tillämplig från och med 2022	För tidigt att bedöma.
Europeiska säkrade skuldpaper	Icke-lagstiftningsåtgärd	JA	Europeiska bankmyndighetens rapport om europeiska säkrade skuldpaper har offentliggjorts. Inga uppföljningsåtgärder.

Källa: Revisionsrätten.

45 Med tanke på att små och medelstora företag vanligtvis inte har direkt tillgång till kapitalmarknaderna gör en fungerande marknad för värdepapperisering det möjligt att omvandla icke-likvida lån till omsättningsbara värdepapper. Den kan därför betraktas som ett indirekt finansieringsinstrument för små och medelstora företag. Det nya ramverket för enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering (STS-värdepapperisering) som är en åtgärd inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion var ett initiativ som leddes av både lagstiftaren och industrin i syfte att skapa en "gyllene standard" för värdepapperiseringar av högsta kvalitet.

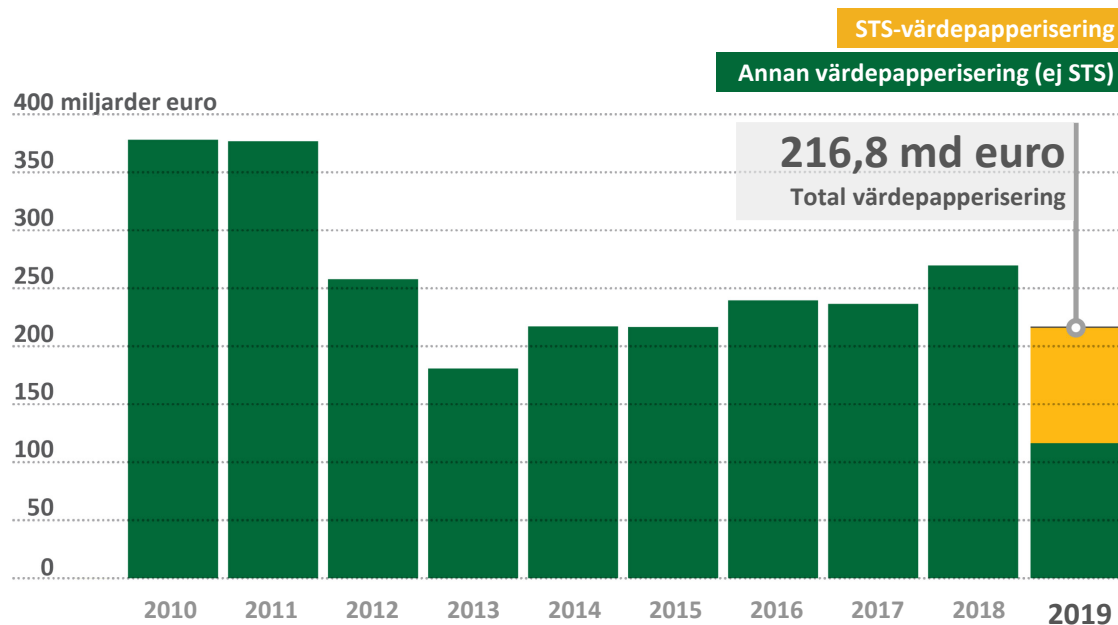
46 Trots att kommissionen betraktade förslaget som ”enkel lösning” inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion tog lagstiftningsprocessen över två år. Förordningen om STS-värdepapperisering har varit i kraft sedan januari 2019 men större delen av den sekundärlagstiftning och de riktlinjer som krävs för att tolka och säkerställa efterlevnad av förordningen trädde i kraft först i september 2020.

47 Vi noterar att kommissionen i sin konsekvensbedömning av värdepapperiseringsförordningen inte lämnade några uppgifter eller någon uppskattning rörande hur stor andel av den europeiska värdepapperiseringsmarknaden som skulle uppfylla de nya STS-kriterierna. Bristen på rättslig klarhet till följd av det försenade antagandet av sekundärlagstiftning och riktlinjer påverkade STS-transaktionerna negativt på kort sikt¹² (den första STS-transaktionen genomfördes den 21 mars 2019, nästan tre månader efter den dag då rättsakten började tillämpas), men situationen förbättrades gradvis med 143 värdepapperiseringar under samma år. I juni 2020 hade ytterligare 165 anmälningar lämnats in, vilket innebar att de totalt uppgick till 308.

48 År 2019 omfattade den nya STS-beteckningen nästan hälften av marknadsandelarna i EU (46 %, dvs. omkring 100 miljarder euro – se [figur 5](#)), men den allmänna värdepapperiseringsmarknaden visade inga tecken på tillväxt. Värdepapperiseringstransaktioner är fortfarande i hög grad koncentrerade inom traditionella tillgångsklasser såsom hypotekslån och billån.

¹² Eurofi, *Regulatory Update – April 2020, Relaunching securitisation in the EU*, s. 21.

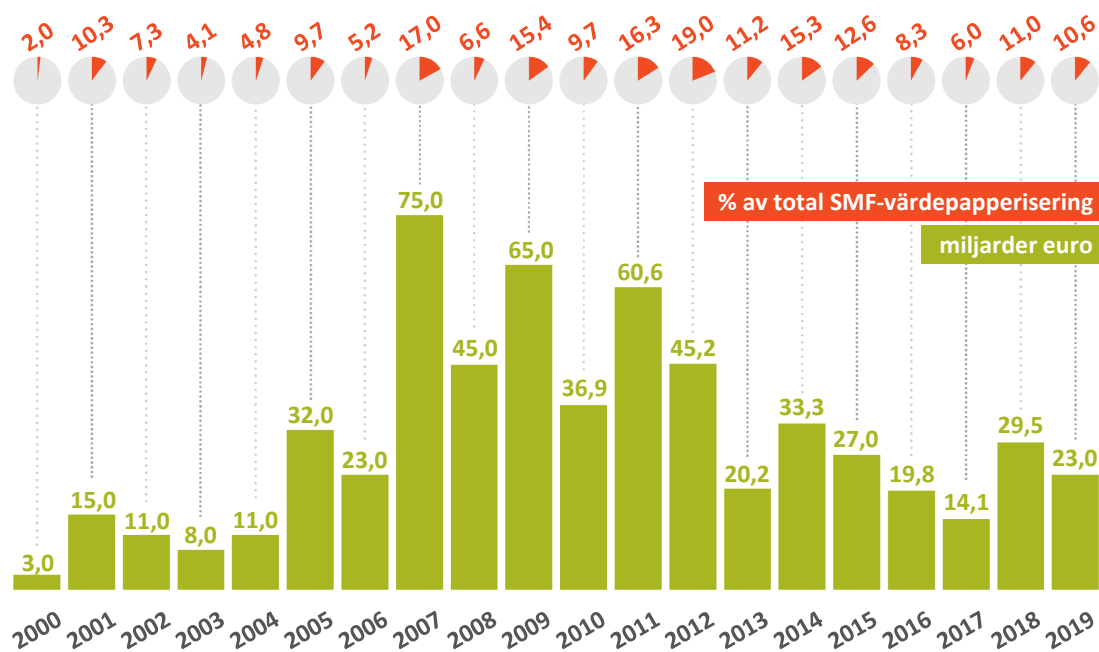
Figur 5 – Emission av värdepapper i Europa 2010–2019 (i miljarder euro)



Källa: Revisionsrätten på grundval av uppgifter och marknadsbedömningar från Association for Financial Markets in Europe.

49 När det gäller de resultat som har uppnåtts noterar vi att värdepapperiseringsemissionerna för små och medelstora företag fortfarande påverkas negativt av finanskrisen 2007–2008 och ligger kvar på låga nivåer (10,6 % av det totala emissionsbeloppet 2019, se [figur 6](#)). År 2019 understeg den sammanlagda emitterade volymen av värdepapperiseringar för små och medelstora företag (23 miljarder euro) nivåerna för 2007–2008 och perioden före kapitalmarknadsunionen 2014–2015, och fram till juni 2020 utgjorde värdepapperiseringen av små och medelstora företags lån enbart 1 % av STS-transaktionerna. Värdepapperiseringarna för små och medelstora företag är dessutom koncentrerade till ett fåtal medlemsstater (Belgien, Italien och Spanien, på grundval av utestående volymer i juni 2020).

Figur 6 – Värdepapperiseringsemissioner för små och medelstora företag i Europa 2000–2019 (volym i miljarder euro och som andel i % av de totala värdepapperiseringarna)



Anm.: Under första kvartalet 2020 gjordes inga värdepapperiseringar för små och medelstora företag.

Källa: Revisionsrätten på grundval av uppgifter från Association for Financial Markets in Europe och OECD.

50 Vi noterar att rådet i december 2019 bad kommissionen att bedöma om EU-märken skulle inrättas, däribland "värdepapperisering för små och medelstora företag", så kallade "ESN" (europeiska säkrade skuldpaper), "investeringsfonder för små och medelstora företag" och medel i form av utgivna lån, i syfte att förbättra finansieringsvillkoren för små och medelstora företag¹³. Dessutom införde kommissionen i samarbete med EIB-gruppen värdepapperiseringsinstrument för att bidra till små och medelstora företags finansiering, främst i centrala, östra och sydöstra Europa. Dessa transaktioner har dock inte lett till ökat privat deltagande.

¹³ Rådets slutsatser om fördjupningen av kapitalmarknadsunionen (5 december 2019).

Brister i insatserna för att utveckla lokala kapitalmarknader

51 Valfungerande lokala marknader stöder finansiering och investeringar inom privat sektor, vilket i slutändan leder till ekonomisk tillväxt och nya arbetstillfällen¹⁴. EU:s kapitalmarknader är fortfarande heterogena och koncentrerade till västra och norra Europa (se *figur 1*).

52 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion syftar till att utveckla lokala kapitalmarknader genom att stärka deras specifika kapacitet och främja deras integration. De politiska åtgärder som vidtas måste dock helt och hållet vara förenliga med subsidiaritetsprincipen. Det är i första hand de nationella och regionala myndigheterna som ansvarar för att utveckla lokala marknader.

53 Kommissionen tillhandahåller också finansieringskällor (t.ex. riskkapital eller lånegarantier) för att stödja små och medelstora företag via program som förvaltas centralt av Europeiska kommissionen (såsom programmet för företagens konkurrenskraft och små och medelstora företag – Cosmeprogrammet) eller via europeiska struktur- och investeringsfonder med delad förvaltning (dvs. att fonderna förvaltas gemensamt av EU och medlemsstaterna). Dessa åtgärder omfattas inte av handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion. EU:s stöd omfattar en mängd olika finansieringsinstrument (eget kapital och lån, lånegarantier och riskkapital, kapacitetsuppbyggnad och riskdelningsinstrument)¹⁵.

54 Kommissionen kan även främja utvecklingen av lokala kapitalmarknader genom den europeiska planeringsterminen, en årlig cykel för samordning av den ekonomiska politiken och finanspolitiken som infördes 2010 i syfte att förbättra EU:s ekonomiska och sociala hållbarhet. Varje år gör kommissionen en analys av varje lands planer när det gäller budgetreformer och makroekonomiska och strukturella reformer. Därefter lämnar den landsspecifika rekommendationer till medlemsstaterna för de kommande 12–18 månaderna som godkänns och antas formellt av rådet.

¹⁴ OECD, *Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors* september 2015 och Wieninitiativets *Report by the Working Group on Capital Markets Union*.

¹⁵ Revisionsrättens särskilda rapport 17/2019 och revisionsrättens särskilda rapport 02/2020.

55 Genom stödprogrammet för strukturreformer tillhandahåller EU tekniskt stöd till EU-medlemsstaternas institutionella, administrativa och tillväxtfrämjande reformer, däribland utvecklingen av deras kapitalmarknader. Stödprogrammet för strukturreformer är efterfrågestyrt och innebär med andra ord att medlemsstaterna själva väljer om de ska eller inte ska lämna in projektförslag för finansiering till kommissionen.

56 Vi bedömde om

- a) kommissionen har en övergripande strategi för att främja lokala kapitalmarknaders utveckling,
- b) den europeiska planeringsterminen användes för att stödja reformer med koppling till kapitalmarknadsunionen i medlemsstaterna,
- c) det tekniska stöd som tillhandahölls inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer på ett ändamålsenligt sätt bidrog till att utveckla kapitalmarknader.

Det saknas en omfattande strategi för utvecklingen av lokala kapitalmarknader

57 I halvtidsöversynen av handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion 2017 angav kommissionen att den planerade att utarbeta en omfattande EU-strategi för att utveckla lokala och regionala kapitalmarknader inom hela EU. Det var en av nio nya prioriterade åtgärder i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion. Kommissionen offentliggjorde inte någon enskild strategisk rapport, vilket den till exempel gjorde när det gäller hållbara finansmarknader och finansteknik i mars 2018¹⁶. I stället rapporterade¹⁷ den, efter en försening på nio månader, enbart om åtgärder som skulle kunna vidtas på nationell och regional nivå för att utveckla kapitalmarknader. Detta infriade inte de förväntningar som hade skapats genom halvtidsöversynen (se [bilaga III](#)). Det var inte en strategi i den meningen att den lade fram ett långsiktigt perspektiv som på ett övergripande sätt omfattade alla segment på kapitalmarknaden, och den innehöll inga konkreta åtgärder som kommissionen skulle vidta.

¹⁶ *Financing a sustainable European Economy – Final report 2018.*

¹⁷ SWD(2019) 99 final.

58 I vår enkätundersökning svarade majoriteten av medlemsstaternas myndigheter att strategin i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion var en ganska fyrkantig lösning och att den inte specifikt gynnade lokala marknadens utveckling (se [tabell 5](#)).

Tabell 5 – Medlemsstaternas synpunkter på kapitalmarknadsunionens strategi för lokala och regionala kapitalmarknader

Väst- och Nordeuropa	Sydeuropa	Central- och Östeuropa
• "Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion syftade till att främja konvergens bland EU:s kapitalmarknader och underlätta gränsöverskridande kapitalflöden, snarare än att specifikt främja lokala marknadens utveckling. Enligt vår uppfattning syftar den till att öka likviditeten och marknadsdjupet globalt sett." • "Det verkade inte finnas något särskilt fokus på detta. Vissa förslag skulle till och med ha äventyrat väletablerade och välfungerande nationella eller regionala segment på kapitalmarknaderna."	• "Det var en ganska fyrkantig lösning." • "Vi hade förväntat oss fler åtgärder för lokala kapitalmarknader."	• "Lagstiftningsåtgärderna i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion var inte proportionerliga, och ingen hänsyn togs till storleken på mindre utvecklade kapitalmarknader." • "Större hänsyn kunde ha tagits till små och mindre utvecklade marknadens intressen." • "Vi anser att initiativet med kapitalmarknadsunionen i praktiken syftar till centralisering, och att fokus därför i stor utsträckning ligger på de mest utvecklade marknaderna." • "Initiativen inom ramen för kapitalmarknadsunionen var mer inriktade på större och utvecklade marknader, medan mindre och mindre utvecklade marknader inte gynnades. Små företag (mikroföretag) fick heller inte de förväntade fördelarna (mindre regelbörda)." • "Åtgärder behöver utarbetas på ett sätt som inte enbart gynnar de redan starka finanscentrumen, utan även kapitalmarknader i mindre ekonomier i EU." • "Principen om lokala behov har inte beaktats i de praktiska lösningarna."

Anm.: Tio illustrativa svar från de 17 finansministerier som svarade på vår enkät. Liknande svar gavs av nationella behöriga myndigheter och centralbanker.

Källa: Revisionsrättens enkätundersökning.

Den europeiska planeringsterminen utnyttjas inte fullt ut för att främja kapitalmarknadsreformer

59 Vi undersökte om landsrapporterna identifierade betydande risker när det gäller utvecklingen av kapitalmarknader och om kommissionen lämnade landsspecifika rekommendationer till medlemsstater med underutvecklade kapitalmarknader.

60 I vårt urval konstaterade vi att landsrapporterna identifierade betydande risker och utgjorde ett bra underlag för att utforma landsspecifika rekommendationer om utveckling av kapitalmarknader och bättre tillgång till alternativa finansieringskällor för företag. I vissa fall kunde dock utmaningar på områden såsom marknadsutveckling, marknadsstyrning och marknadstillsyn ha återspeglats bättre i 2018 och 2019 års landsrapporter. Dessutom innehöll inga av landsrapporterna i vårt urval specifika indikatorer för de inhemska kapitalmarknaderna.

61 Vi noterade att nio medlemsstater under perioden 2016–2019, det vill säga efter att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion hade antagits, ombads att genomföra reformer med fokus på kapitalmarknader och bättre tillgång till andra finansieringsformer än banklån. I [bilaga IV](#) finns en förteckning över de rekommendationer som vi tog hänsyn till.

62 Vår analys av de mindre utvecklade kapitalmarknaderna i EU visade (se [bilaga V](#)) att kommissionen under åtminstone fyra år i rad inte rekommenderade att direkt relaterade reformer skulle genomföras i tio medlemsstater, trots att dessa medlemsstater fortfarande har en kapitalmarknad som är mindre utvecklad än genomsnittet i EU. I fem av dessa fall (Bulgarien, Kroatien, Grekland, Lettland och Slovakien) föreslog kommissionen rekommendationer rörande bredare utmaningar för finanssektorn, till exempel tillsyn av finansiella tjänster eller rättssystemet, som, om än främst indirekt, kan ha en inverkan på den lokala kapitalmarknaden. För fem medlemsstater med mindre utvecklade kapitalmarknader utfärdades således inga landsspecifika rekommendationer av vare sig direkt eller indirekt relevans för målen med kapitalmarknadsunionen¹⁸.

¹⁸ Tjeckien, Estland, Ungern, Polen och Rumänien.

63 Vi är medvetna om att kapitalmarknadsfrågan bara är en av många politiska utmaningar som behandlas inom ramen för den europeiska planeringsterminen, men kommissionen har inte på ett tydligt sätt dokumenterat kriterierna för och motiveringen till hur man prioriterar de områden där landsspecifika rekommendationer föreslås¹⁹. Vidare fann vi inte några specifika rekommendationer som syftade till att främja gränsöverskridande integration av lokala kapitalmarknader för att utforma och genomföra relevanta reformer.

64 I linje med revisionsrättens särskilda rapport om den europeiska planeringsterminen²⁰ noterade vi även i en landsspecifik rekommendation att reformer av relevans för kapitalmarknadsunionen blandades med andra politikområden, även sådana utan samband (t.ex. sysselsättning och social inkludering). Landsspecifika rekommendationer med koppling till kapitalmarknaderna saknade dessutom mål för att mäta framstegen utifrån en tydlig tidsram för genomförandet²¹.

65 När det gäller landsspecifika rekommendationer från 2016, 2017 och 2018 med koppling till kapitalmarknadsunionen noterade vi att kommissionen i sin bedömning hade dragit slutsatsen att de framsteg som gjorts fram till slutet av 2019 hade varit otillräckliga. Ingen av de berörda medlemsstaterna hade helt och hållet eller till stor del genomfört de rekommenderade reformerna, vilket tyder på att tidsfristen var för kort eller på att det hade funnits problem med det nationella engagemanget för att genomföra landsspecifika rekommendationer.

Det tekniska stödet uppskattas i hög grad men resultaten låter vänta på sig

66 Vi undersökte om medlemsstaterna med mindre utvecklade kapitalmarknader gynnades av projekt inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer och om projekten gav mervärde och ledde till positiva resultat i medlemsstaterna.

¹⁹ Revisionsrättens särskilda rapport 16/2020, punkterna 49–50.

²⁰ Revisionsrättens särskilda rapport 16/2020, ruta 5.

²¹ Revisionsrättens särskilda rapport 16/2020, punkterna 51 och 63 samt rekommendation 4.

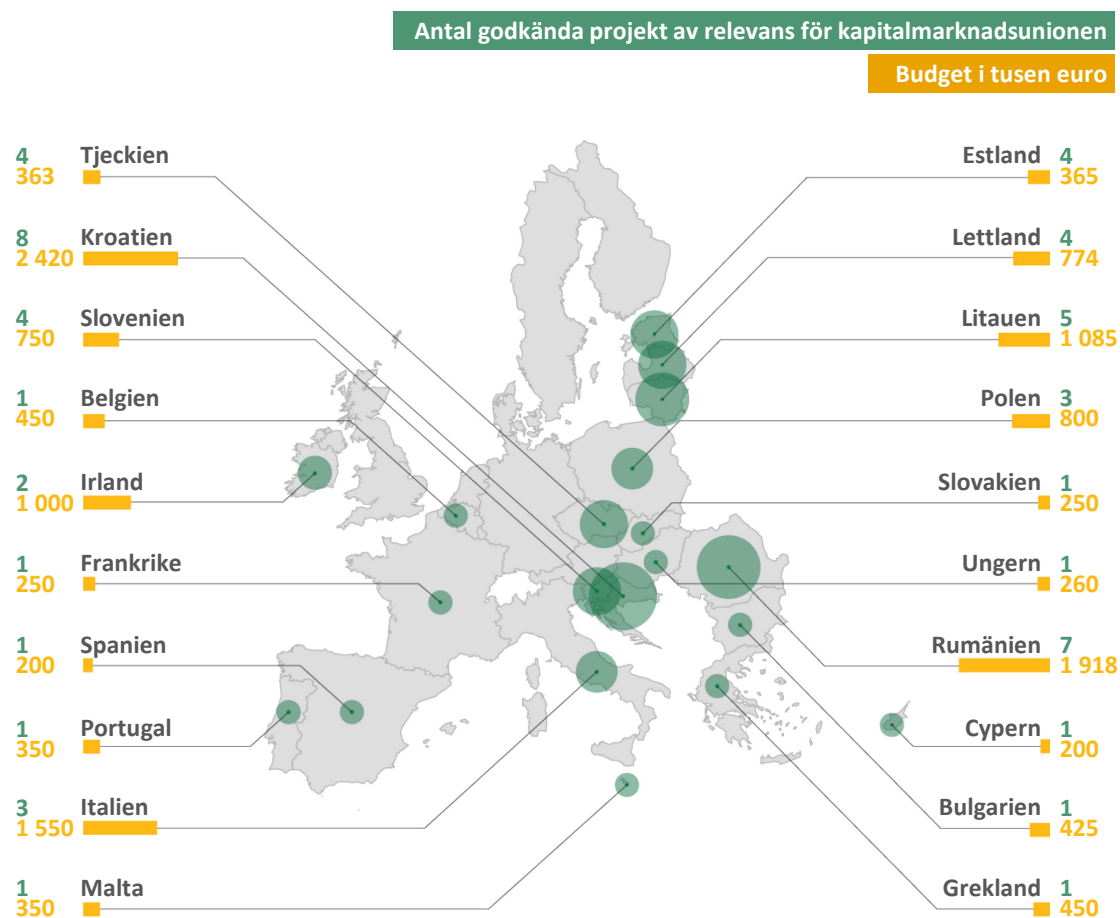
67 I handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion åtog sig kommissionen att utveckla en strategi för tekniskt stöd till medlemsstaterna för att bygga upp kapaciteten på kapitalmarknaderna senast tredje kvartalet 2016. Detta var ytterligare en åtgärd i EU:s omfattande strategi för lokala och regionala kapitalmarknader (se punkt 57). I avvaktan på att förordningen om stödprogrammet för strukturreformer skulle antas rapporterade dock kommissionen i september 2016 att den hade utvecklat kapacitet för att tillhandahålla tekniskt stöd och att den skulle samarbeta med medlemsstaterna för att identifiera prioriterade områden men att den inte hade offentliggjort några strategiska dokument.

68 Stödet från stödprogrammet för strukturreformer är efterfrågestyrt och kräver inte samfinansiering från medlemsstaternas sida. Det omfattar hela projektprocessen, från förberedelse- och utformningsfasen till genomförandefasen. Under perioden 2016–2019 finansierade stödprogrammet för strukturreformer och dess förberedande åtgärd 54 projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen med en budget på 14,31 miljoner euro i 20 medlemsstater.

69 När det gäller de nationella myndigheternas motiveringar till ansökan om tekniskt stöd hänvisades det i alla tio ansökningar i vårt urval till att genomförandet av kapitalmarknadsunionen var en EU-prioritet. I hälften av fallen (fem ansökningar) hävdade myndigheterna att ansökan var i linje med deras egen reformagenda. Enbart en medlemsstat i urvalet (Litauen) hade mottagit en landsspecifik rekommendation av relevans för kapitalmarknadsunionen, och i projektansökan hänvisades det till denna landsspecifika rekommendation som en relevant omständighet. Två andra medlemsstater (Bulgarien och Italien) hade mottagit bredare landsspecifika rekommendationer (med anknytning till insolvens och tillsyn), men deras ansökningar hade ingen koppling till dessa landsspecifika rekommendationer.

70 I *figur 7* anges antalet godkända projekt och budgeten för dessa i varje medlemsstat. Figuren visar att det finns betydande skillnader mellan länder med mindre utvecklade kapitalmarknader (t.ex. Kroatien och Rumänien jämfört med Bulgarien, Ungern och Slovakien).

Figur 7 – Antal godkända projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen och deras budget per medlemsstat 2016–2019



Källa: Revisionsrätten, på grundval av uppgifter från stödtjänsten för strukturreformer.

71 I nio medlemsstater lyckades stödtjänsten för strukturreformer stödja mer än ett projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen. Vi konstaterade dock att sex medlemsstater (Slovakien, Bulgarien, Ungern, Grekland, Cypern och Österrike) med mindre utvecklade kapitalmarknader hade genomfört noll eller ett projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen. Av dessa hade tre antingen lämnat in få ansökningar (en från Slovakien och Bulgarien) eller ingen alls (Österrike).

72 Interventionslogiken hos stödprogrammet för strukturreformer var inte formellt riktad mot de specifika behoven på EU:s kapitalmarknader, men målen med kapitalmarknadsunionen behandlades inom varje enskilt projekt. De utvalda projekten hade dessutom en tydlig koppling till identifierade nationella behov. De behandlade även de flesta av de prioriterade politiska åtgärder som identifierats av Wieninitiativet 2018²². I gruppen med länder i centrala, östra och sydöstra Europa noterade vi att enbart en av sex inlämnade ansökningar med koppling till finanskunskap, som är ett centralt problem för de mindre utvecklade kapitalmarknaderna (se punkt [82](#)), valdes ut (Tjeckien). Övriga ansökningar avslogs delvis på grund av att projekten inte var tillräckligt mogna.

73 Stödtjänsten för strukturreformer hade för avsikt att anta en trestegsstrategi när det gällde insatsernas ordningsföljd, det vill säga först grundligt analysera det nuvarande tillståndet för kapitalmarknadens utveckling, sedan bidra till att förbättra tillgången till marknadens infrastruktur och slutligen stödja insatser för att fördjupa och bredda tillträdet till kapitalmarknaden. För detta ändamål fastställde stödtjänsten sju huvudområden och 26 typer av projekt av relevans för kapitalmarknadsunionen som skulle kunna få stöd²³. Dokumentet där denna strategi anges lämnades till utvalda medlemsstater som besöktes på plats 2017 och 2018.

74 I sex av 13 medlemsstater med relativt sett mindre utvecklade kapitalmarknader (Litauen, Slovenien, Slovakien, Ungern, Grekland och Cypern) följde stödtjänsten för strukturreformer inte strikt denna strategi. Det innebär dock inte att de utvalda projekten inte var relevanta eller att de inte främjade kapitalmarknadernas utveckling. Det fanns ingen kapitalmarknadsdiagnostik eller strategi för dessa medlemsstater, men stödtjänsten godkände projekt som dessa länder lämnade in och som avsåg särskilda sektorer på deras kapitalmarknader.

75 Fram till mars 2020 hade medlemsstaterna endast lämnat in två ansökningar som omfattade flera länder. Båda lämnades in av Estland, Lettland och Litauen (se [ruta 1](#)). Ansökningarna godkändes inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer. Samordningen av sådana projekt är en stor utmaning för alla berörda medlemsstater, men de potentiella resultaten och den potentiella inverkan i regionen kan bli betydande.

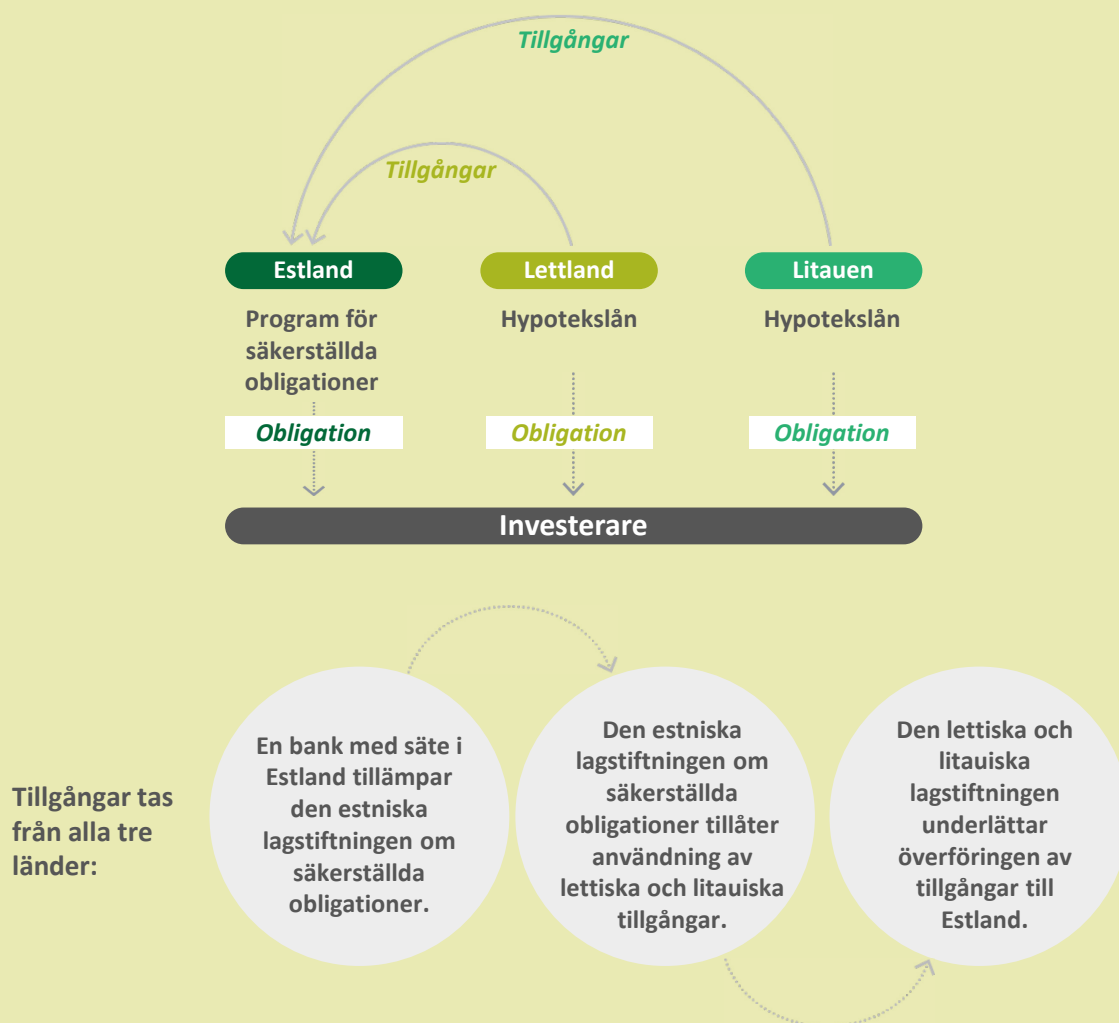
²² Wieninitiativet, *Report by the Working Group on Capital Markets*, s. 67.

²³ Stödtjänsten för strukturreformer, Europeiska kommissionen: *Technical assistance in the area of Capital Markets Union*, första versionen, april 2017.

Ruta 1

Säkerställda obligationer – lagstiftningsreformer

Stödtjänsten för strukturreformer (för närvarande GD Stöd för strukturreformer) stöder, tillsammans med Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD), Baltikum med att införa ett Baltikumomfattande ramverk för säkerställda obligationer som ska bidra till välfungerande och större kapitalmarknader i regionen, öppna upp långsiktiga finansieringsalternativ för banker och öka långivningen till ekonomierna. Tanken är att varje baltisk stat ska ha sin egen lagstiftning och sekundärlagstiftning om säkerställda obligationer, och att den Baltikumomfattande emissionen av säkerställda obligationer ska ske på grundval av det allmänna ramverket. I Estland antog parlamentet lagen om säkerställda obligationer i februari 2019, men ytterligare ändringar krävs för att till fullo inbegripa den Baltikumomfattande aspekten och anpassa den till EU:s lagstiftningspaket om säkerställda obligationer. Följande diagram visar hur ramverket för säkerställda obligationer kommer att fungera:



Källa: EBRD.

76 Vi fann flera brister hos projekten i vårt urval när det gäller slutförande i rätt tid och uppfyllande av delmål. I nästan samtliga projekt varade upphandlings- och genomförandefaserna längre än den ursprungliga planen, och inlämningen av slutresultaten var försenad i förhållande till den ursprungliga tidsplanen i den analys som gjorts av stödtjänsten för strukturreformer. Fem projekt har tagit (eller förväntas ta) lång tid att slutföra räknat från det att ansökningarna lämnades in (mellan 30 och 40 månader), främst på grund av ovannämnda förseningar.

77 När det gäller de uppnådda resultaten är det ännu inte möjligt att dra någon slutsats, eftersom de flesta av projekten fortfarande höll på att genomföras i slutet av revisionen. Majoriteten av de myndigheter i medlemsstaterna (57 %) som deltog i vår enkätundersökning lämnade heller inte några synpunkter angående betydelsen av det tekniska stöd de fått, eftersom de anser att det krävs mer tid för att göra en grundlig bedömning. Vi konstaterade dock att de resultat som hittills uppnåtts i vårt urval var blandade. För hälften av de åtta slutförda projekten gäller att i) inte alla rekommendationer som kontraktsparten initialt föreslagit togs med i slutrapporten och alla övervägdes inte för genomförande av de nationella myndigheterna, ii) det totala genomförandet av rekommendationer som inbegreps i studierna är ganska lågt.

78 I enlighet med kraven i förordningen om stödprogrammet för strukturreformer övervakar stödtjänsten för strukturreformer resultaten av det tekniska stöd den tillhandahåller. I detta syfte skickar stödtjänsten ut två frågeformulär till de stödmottagande myndigheterna. Marknadsaktörer som inte är delaktiga i projektgenomförandet ombeds inte att delta, trots att de skulle kunna lämna oberoende, praktisk och bredare återkoppling.

Kommissionen har vidtagit vissa åtgärder inom sitt behörighetsområde men har inte helt och hållet tagit itu med gränsöverskridande hinder

79 Gränsöverskridande investeringar hindras av den fragmenterade europeiska marknaden längs de nationella gränserna. Den bristande marknadsintegrationen återspeglas av den låga andelen tillgångar som innehas av kollektiva investeringsfonder (fondföretag och AIF-fonder) som är registrerade för försäljning i fler än tre länder. Statistik visar att marknaden för kollektiva investeringsfonder i Europa har vuxit men att verksamheten på marknaden är koncentrerad till ett fåtal

länder²⁴. I juni 2017 innehades cirka 70 % av alla tillgångar under förvaltning av investeringsfonder som var registrerade för försäljning endast inom sin nationella marknad²⁵.

80 I sin rapport av den 24 mars 2017²⁶ identifierade kommissionen och medlemsstaterna tre typer av hinder för gränsöverskridande kapitalflöden i olika skeden av investeringscykeln. Rapporten utmynnade i en gemensam färdplan med åtgärder som enbart innehöll de hinder som medlemsstaterna var redo att ta itu med. Som en del av handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion inrättade kommissionen 2016 en expertgrupp, European Post Trade Forum (EPTF), som skulle göra en bred översyn av de framsteg som gjorts när det gällde efterhandel av värdepapper och undanröjande av Giovannini-hinder (brister i gränsöverskridande system för clearing och avveckling som identifierades 2001 och 2003)²⁷. Vissa av de hinder som identifierades av kommissionen och medlemsstaterna togs även upp i EPTF:s efterföljande rapport av den 15 maj 2017²⁸. De båda rapporterna pekar på att många av hindren för gränsöverskridande kapitalflöden har varit olösta i årtionden.

81 På grundval av de två rapporterna har kommissionen föreslagit såväl lagstiftningsåtgärder som andra åtgärder i syfte att minska hindren för gränsöverskridande kapitalflöden. Vi granskade åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen som hade koppling till investerares och i synnerhet små och medelstora företags finanskunskaper, insolvenslagstiftning och källskatt (se [figur 8](#)).

²⁴ Se t.ex. EFAMA, *Quarterly Statistical Release*, mars 2019, nr 76, Esma, *Annual Statistical Report 2020* och ALFI, *Global Fund Distribution 2019*.

²⁵ COM(2018) 92 final.

²⁶ COM(2017) 147 final.

²⁷ Giovannini-gruppen, november 2001, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.

²⁸ COM(2015) 468 final.

Figur 8 – Åtgärder för att ta itu med hinder för gränsöverskridande investeringar

Finansiell utbildning



- Icke-officiellt dokument om finanskunskap som utarbetades av en undergrupp om 18 medlemsstater under ledning av Kroatien

Insolvenslagstiftning



- Direktiv om förebyggande omstrukturering och en andra chans
- Förslag till förordning om tillämplig lag för rättsverkan gentemot tredje man av överlåtelser av fordringar
- Meddelande om tillämplig lag för egendomsrättslig verkan av värdepappers-transaktioner

Källskatt



- Uppförandekod om källskatt
- Uppföljande övervakning och workshoppar med medlemsstater

Källa: Revisionsrätten.

Kommissionen kunde ha gjort mer för att främja finanskunskaper bland små och medelstora företag

82 OECD:s undersökningar av finanskunskaper bekräftar att nivån på finanskunskaper i form av finansiella kunskaper, beteenden och attityder fortfarande är heterogen runtom i EU. De visar även att kön, ålder, digitala färdigheter och finansiell motståndskraft spelar roll när det gäller finanskunskap²⁹. Denna heterogenitet i fråga om finanskunskapsnivå är även uppenbar bland små och medelstora företag. Kommissionens och Europeiska centralbankens undersökning *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*³⁰ visar att de flesta småföretagschefer inte har samma tillit till kapitalgivare och riskkapitalinvestorer som till banker när det gäller att prata finansiering. Detta tycks vara mer uttalat i Central- och Östeuropa än i resten av EU.

²⁹ OECD/INFE (2020), *International Survey of Adult Financial Literacy*.

³⁰ Wieninitiativet (12 mars 2018). *Report by the Working Group on Capital Markets Union*. <http://vienna-initiative.com/resources/themes/vienna/wp-content/uploads/2018/03/VI-CMU-Working-Group-Final-Report-March-2018.pdf>

83 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion innehöll inte något specifikt åtagande om att ta itu med finanskunskaperna, men kommissionen och medlemsstaterna fastställde att bristande finanskunskaper är ett hinder som avskräcker investerare från att upprätthålla eller öka sina gränsöverskridande exponeringar. I den gemensamma färdplanen åtog de sig att "[b]örja utbyta bästa praxis om finanskunskapsprogram som tar hänsyn till den gränsöverskridande dimensionen".

84 En grupp om 18 medlemsstater under ledning av Kroatien tog sig an uppdraget och utarbetade 2018 ett icke-officiellt dokument som godkändes av kommissionens och medlemsstaternas gemensamma expertgrupp om hinder för den fria rörligheten för kapital. I det icke-officiella dokumentet rekommenderas bland annat att medlemsstaterna bör bedöma finanskunskaperna och inrätta evidensbaserade och tillgängliga program för finansiell utbildning. Det anges även att det saknas initiativ för att ta itu med små och medelstora företags gränsöverskridande dimension, men också att detta kan vara svårt eftersom det fortfarande är mycket som måste göras på nationell nivå. Vissa medlemsstater uppmanade EU att ta itu med denna viktiga fråga.

85 Finansiell utbildning faller främst under medlemsstaternas behörighet. Rekommendationerna i det icke-officiella dokumentet beskriver inte hur EU bör utöva sina befogenheter till stöd för medlemsstaterna för att främja finanskunskaper, bland annat inom små och medelstora företag. Kommissionen har ännu inte beslutat hur den ska gå vidare. I vår enkätundersökning bland offentliga myndigheter angav 73 % att de ansåg att kommissionen, tillsammans med medlemsstaterna, borde ha föreslagit och finansierat konkreta åtgärder inom ramen för initiativet till en kapitalmarknadsunion i syfte att öka finanskunskaperna bland icke-professionella investerare och entreprenörer. Samtidigt var dock medlemsstaternas stöd bristande, vilket är anledningen till att expertgruppen om hinder för den fria rörligheten för kapital lades på is 2018³¹.

86 Vi noterar att expertgruppen i det icke-officiella dokumentet om finanskunskaper inte systematiskt beaktade hur befintliga EU-finansieringsprogram och EU-plattformar, däribland Enterprise Europe Network och Europeiska centrumet för investeringsrådgivning, redan används för att främja finanskunskaper och hur dessa skulle kunna användas mer ändamålsenligt för detta syfte. Enterprise Europe Network, som lanserades av kommissionen 2008, syftar exempelvis till att hjälpa företag att vara innovativa och växa internationellt genom att bland annat tillhandahålla rådgivning om

³¹ Sammanträdesprotokoll från kommittén för finansiella tjänster av den 3 maj 2018.

ekonomi och finansiering. De tjänster som tillhandahålls av Europeiska centrumet för investeringsrådgivning inbegriper även finansiell rådgivning för att stärka företags möjligheter att få tillgång till lämpliga finansieringskällor³².

Kommissionens åtgärder kommer sannolikt inte att leda till mer enhetliga insolvensförfaranden

87 Starka och effektiva insolvensramar gynnar gränsöverskridande transaktioner på kapitalmarknaderna. Enligt handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion är det på grund av ineffektivitet och skillnader i insolvenslagstiftningen för närvarande svårt för investerare att bedöma kreditrisker, särskilt vid gränsöverskridande investeringar. Kommissionen anger att mer enhetliga insolvens- och rekonstruktionsförfaranden skulle främja en större rättssäkerhet för gränsöverskridande investerare och således uppmuntra till mer gränsöverskridande verksamhet.

88 Såsom anges i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion och halvtidsöversynen av densamma föreslog kommissionen två lagstiftningsinitiativ och en icke-lagstiftningsåtgärd om insolvens.

- I direktivet om tidig rekonstruktion och en andra chans³³ fastställs främst miniminormer för förfaranden för rekonstruktion av livskraftiga företag innan de blir insolventa och förfaranden som leder fram till skuldavskrivning.
- Förslaget till förordning om tillämplig lag för rättsverkan gentemot tredje man av överlåtelser av fordringar³⁴ syftar till att införa enhetliga lagvalsregler som klargör vilka lagar förvärvare måste följa för att förvärva äganderätt till den överlåtna fordran.

³² <https://eiah.eib.org/about/index>

³³ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2019/1023 av den 20 juni 2019 om ramverk för förebyggande rekonstruktion, om skuldavskrivning och näringsförbud och om åtgärder för att göra förfaranden rörande rekonstruktion, insolvens och skuldavskrivning effektivare samt om ändring av direktiv (EU) 2017/1132 (Rekonstruktions- och insolvensdirektiv) (EUT L 172, 26.6.2019).

³⁴ COM(2018) 96 final.

- Meddelandet³⁵ om tillämplig lag på egendomsrättsliga verkningar av transaktioner med värdepapper klargör att det finns olika sätt att fastställa var ett värdepapperskonto är beläget eller var det förs och att samtliga definitioner är lika giltiga vid bedömningen av vilka lagvalsregler som är tillämpliga i händelse av insolvens eller en annan tvist.

89 De två lagstiftningsakterna väntar fortfarande på att godkännas av rådet eller införlivas i nationell lagstiftning, men ingen av åtgärderna är tillräcklig för att leda till betydligt mer enhetliga insolvensförfaranden eftersom de till stor del är inriktade mot problem som marknadsaktörer ställs inför innan de inleder insolvensförfaranden, till exempel rekonstruktion av livskraftiga företag och klargörande av äganderätt. De ska även vara till stöd för marknadsaktörer när det gäller konsekvenserna av insolvens, exempelvis en alltför stor skuldsättning och svårigheter att starta ett nytt företag. Enhetliga insolvensförfaranden är inte ett av de främsta målen med kapitalmarknadsunionen, men kommissionen har angett att den har för avsikt att främja sådan enhetlighet i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion³⁶.

90 Kommissionen har hittills avstått från att vidta ytterligare åtgärder för att harmonisera centrala delar av insolvensförfarandena. Det beror på att den materiella insolvensrätten fortfarande tillhör medlemsstaternas exklusiva behörighet och att EU:s roll är begränsad till att utveckla det rättsliga samarbetet inom civilrättsliga frågor med gränsöverskridande följder. Enligt intervjuer med kommissionen var medlemsstaterna uppenbart ovilliga att behandla centrala områden inom insolvenslagstiftningen under rådets förhandlingar om förslaget till rekonstruktions- och insolvensdirektiv och redan under de förberedande mötena för att samråda med medlemsstaterna före det faktiska förslaget.

91 En jämförande studie om materiell insolvensrätt i EU³⁷, som beställdes av kommissionen 2016, visade dock att det fanns utrymme för att harmonisera delar av insolvensförfarandena. Å ena sidan visade studien att det finns stora skillnader mellan de nationella insolvensramarna, vilket gör det svårt att komma fram till en gemensam harmoniseringsstrategi. Å andra sidan tog man i studien upp frågor som man anser att EU:s lagstiftare bör överväga att gå vidare med, däribland kvalifikationer och utbildning för insolvensförvaltare, rangordning av fordringar och prioritetsordning, talan om

³⁵ COM(2018) 89 final.

³⁶ COM(2015) 468 final, s. 30.

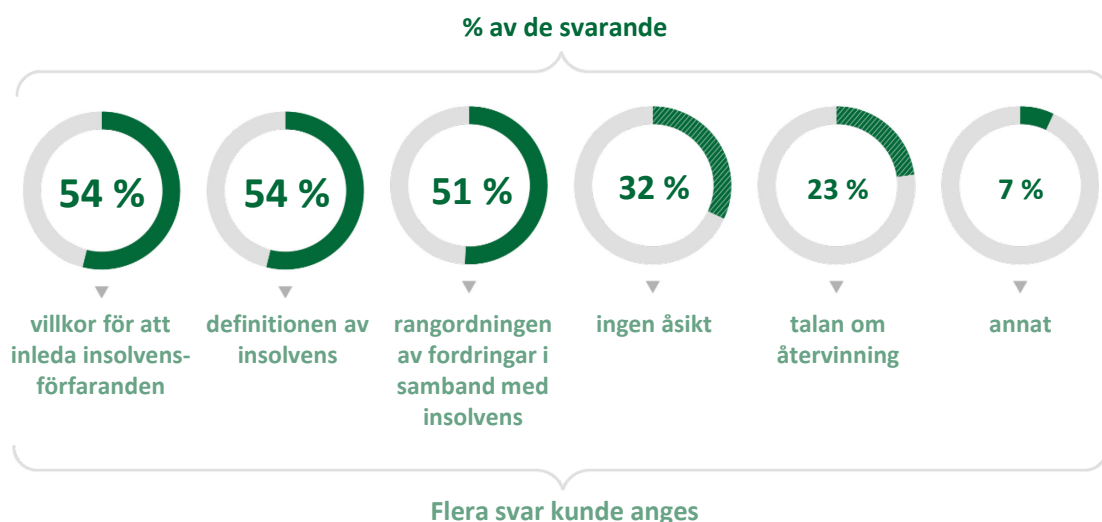
³⁷ EU-publikation, *Study on a new approach to business failure and insolvency*, 2016.

återvinning och justering samt förfarandefrågor med anknytning till formella insolvensförfaranden.

92 Resultaten av vår enkätundersökning bland offentliga myndigheter visar att över 50 % av de svarande anser att kommissionen bör prioritera att hitta en gemensam grund, i synnerhet när det gäller a) villkoren för att inleda insolvensförfaranden, b) definitionen av insolvens och c) rangordningen av fordringar i samband med insolvens (se [figur 9](#)). Bland de svarande angav 23 % att kommissionen bör fastställa en gemensam grund för talan om återvinning.

Figur 9 – Revisionsrättens enkätfråga om harmonisering av insolvenslagstiftningen

För att fastställa en gemensam grund för enhetliga insolvensförfaranden bör Europeiska kommissionen försöka harmonisera följande centrala aspekter:



"Det nuvarande lapptäcket av nationella insolvens- och värdepapperslagar leder fortfarande till rättsosäkerhet och transaktionskostnader som avskräcker från investeringar på EU:s kapitalmarknad. En mer övergripande strategi för en bredare harmonisering av nationella lagar på dessa områden förefaller vara både nödvändigt och ekonomiskt rimligt (åtminstone på frivillig grund)."

"Det är svårt att uppnå enhetliga insolvensförfaranden i Europeiska unionen. Insolvensförfarandena skiljer sig väldigt mycket åt i de olika EU-medlemsstaterna. Framför allt finns det inbördes kopplingar mellan respektive insolvenslagstiftning och nationell lagstiftning på andra områden i EU-medlemsstaterna (t.ex. handelsrätt, arbetsmarknads- och sociallagstiftning och skattelagstiftning), vilka bara i enstaka fall är enhetliga på EU-nivå. Kommissionen bör som ett första steg rikta in sig på att harmonisera villkoren för att inleda insolvensförfaranden."

Källa: Revisionsrätten.

Kommissionen offentliggjorde en sund uppförandekod om källskatt men den är inte bindande

93 Källskatt är en direkt skatt som tas ut på passiv inkomst, däribland ränta, utdelning, royalty och realisationsvinst. Skatten tas ut av hemvistlandet eller ursprungslandet, eller båda, och investeraren måste ansöka om återbetalning eller återbäring av skatten. I sin rapport om gränsöverskridande hinder (se punkt [80](#)) fastställde kommissionen och medlemsstaterna att diskriminerande och betungande förfaranden för att ansöka om källskattelättnader hindrade de gränsöverskridande investeringarna. EPTF framhöll även ineffektiva förfaranden för uppbörd av källskatt som ett prioriterat åtgärdsområde för att förbättra efterhandelsmiljön i EU³⁸.

94 I syfte att ta itu med dessa frågor offentliggjorde kommissionen den 11 december 2017 en uppförandekod om källskatt. Den rekommenderar framför allt att regeringarna vidtar åtgärder för att införa förenklade förfaranden för skatteåterbetalning med bland annat ett standardiserat och harmoniserat system för källskattelättnader, så att rättigheter enligt fördraget och undantag tillämpas direkt och införs. Uppförandekoden är dock inte bindande och inte alltid tillräckligt strikt, till exempel när det gäller inom vilka tidsfrister medlemsstaternas skattemyndigheter måste behandla återbetalningsansökningar.

95 Kommissionen har aktivt förespråkat enklare källskatteförfaranden i EU men har hittills avstått från att föreslå mer än en icke-bindande uppförandekod, eftersom de rättsliga och politiska hindren annars skulle vara omfattande. Framför allt har den, bland annat på grund av svåra diskussioner på internationell nivå, inte lagt fram ett förslag till direktiv på grundval av artikel 115 i EUF-fördraget, eftersom det skulle kräva

- att kommissionen visar att avsaknaden av åtgärder direkt inverkar på den inre marknadens funktion,
- att rådet är enhälligt och att ett särskilt lagstiftningsförfarande tillämpas.

³⁸ *EPTF Report*, 15 maj 2017.

96 Kommissionen har sedan 1975, utan att lyckas, försökt hitta en gemensam lösning rörande källskatt på utdelning på grundval av artikel 115 i EUF-fördraget. Nyligen föreslog kommissionen i ett meddelande en stegvis övergång till omröstning med kvalificerad majoritet på skatteområdet³⁹, men förslaget förkastades av en majoritet av medlemsstaterna.

97 I stället har kommissionen övervakat genomförandet av uppförandekoden med hjälp av ett frågeformulär och workshoppar med medlemsstaterna. I båda fallen framhölls bland annat följande områden där ytterligare förbättringar krävs:

- Digitalisering av ansökningar om återbetalningar.
- Införande av möjligheten att godkänna alternativa bevis för skattehemvist.

98 Inom ramen för EU-toppmötet för skattemyndigheter i maj 2020 enades dessutom medlemsstaternas skattemyndigheter om att kommissionen ska organisera ett särskilt arbetsområde för att utforska lagstiftningsinitiativ och andra initiativ i syfte att ta itu med de aktuella utmaningarna avseende källskatt, däribland ett potentiellt system för källskattelättnader.

99 Den 15 juli 2020 offentliggjorde kommissionen en handlingsplan för rättvis och enkel beskattning⁴⁰. På grund av att skattemässiga hinder för gränsöverskridande investeringar kvarstår trots uppförandekoden om källskatt meddelade kommissionen att den skulle lägga fram ett lagstiftningsförslag för att införa ett gemensamt och standardiserat EU-omfattande system för källskattelättnader, åtföljt av en mekanism för informationsutbyte och samarbete mellan skattemyndigheterna. År 2022 har kommissionen för avsikt att ta fram en konsekvensbedömning som möjligtvis leder till ett förslag till ett rådskdirektiv om införande av ett system för källskattelättnader.

³⁹ COM(2019) 8 final, *Mot ett mer effektivt och demokratiskt beslutsfattande inom EU:s skattepolitik*, 15 januari 2019.

⁴⁰ COM(2020) 312 final.

Kapitalmarknadsunionen saknade en övertygande prestationsram

100 Vi undersökte om kommissionen hade

- a) fastställt specifika, mätbara, genomförbara, rimliga och lägliga mål och i tillräcklig grad prioriterat åtgärderna,
- b) gett tydlig information om kapitalmarknadsunionen till allmänheten,
- c) inrättat ett övergripande övervakningssystem.

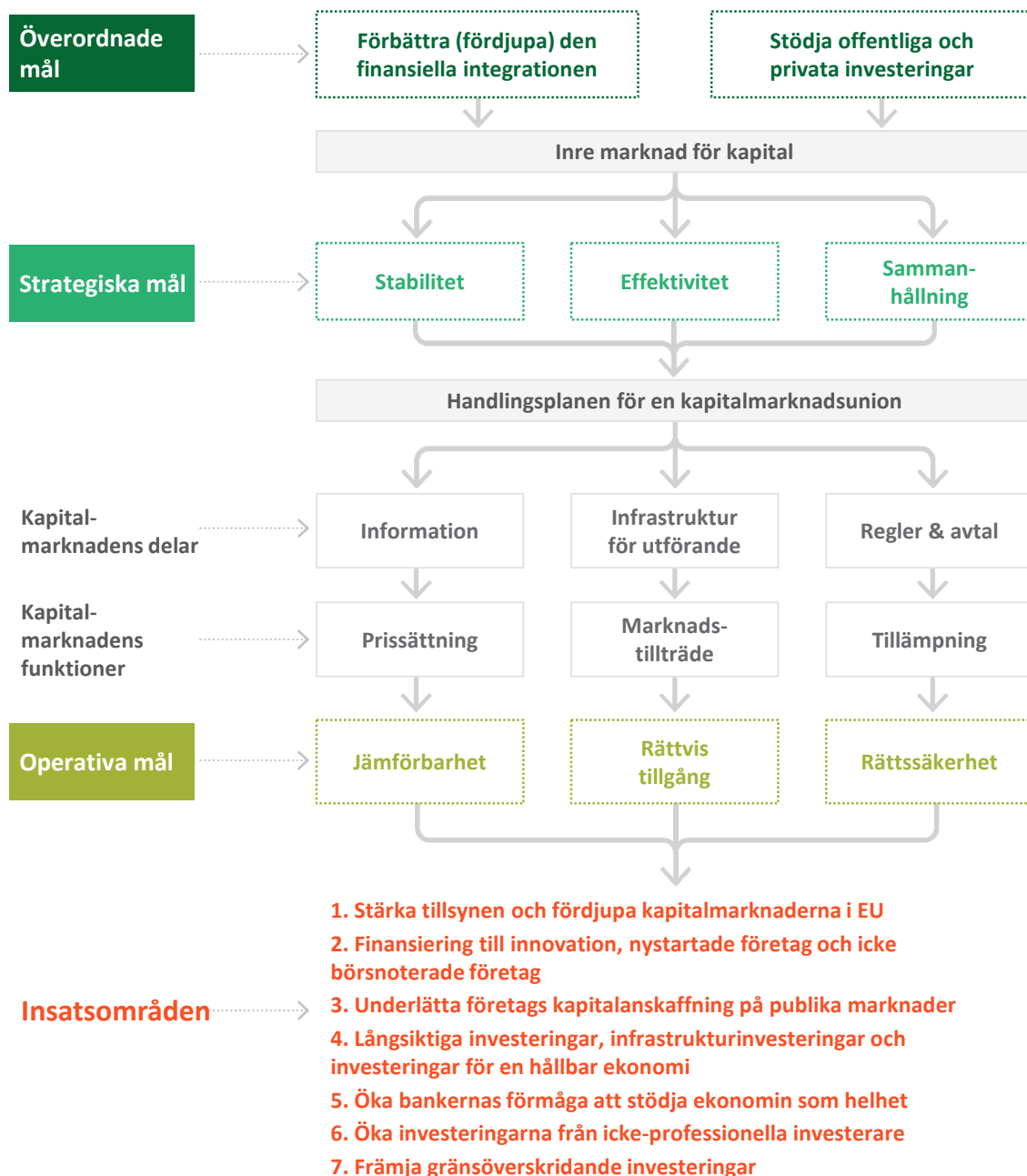
Kapitalmarknadsunionens mål var relativt vaga och prioriteringarna fastställdes sent

101 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion och halvtidsöversynen av densamma åtföljdes av en detaljerad ekonomisk analys. När det gäller samrådsprocessen inför kommissionens grönbok om kapitalmarknadsunionen 2015 och uppdateringen av densamma 2017 organiserade kommissionen processen väl och meddelade resultaten på ett bra sätt. Detta bekräftades av vår enkätundersökning. Kapitalmarknadsunionen väckte främst intresse inom finanssektorn och hos fyra stora medlemsstater. Intresset var mindre bland andra företag/små och medelstora företag och medlemsstater med mindre utvecklade kapitalmarknader.

102 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion bygger på tre målnivåer: två övergripande, tre strategiska och tre operativa mål. Inom ramen för de operativa målen delas handlingsplanen upp i sju insatsområden, vilka i sin tur delas upp i 25 specifika mål. De specifika målen genomförs med hjälp av sammanlagt 71 åtgärder. Denna interventionslogik (s.k. målträd, se [figur 10](#)) beskrevs enbart på ett allmänt sätt i halvtidsöversynen. Kopplingarna mellan de fyra granskade insatsområdena, deras många olika specifika mål, underliggande åtgärder och tväreffekter förklarades inte i något kommissionsdokument, trots att så krävs enligt ramen för bättre lagstiftning⁴¹.

⁴¹ Verktyg 16 "Sätta upp mål" i verktygslådan för bättre lagstiftning.

Figur 10 – Målhierarki i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion



Källa: Europeiska kommissionen.

103 Projektet skulle ha gynnats av att en prioriteringsordning för åtgärderna hade införts från början, eftersom både handlingsplanen och halvtidsöversynen innehöll ett stort antal åtgärder. Alla åtgärder var inte lika betydelsefulla: vissa var av förberedande typ, administrativ typ eller övervakningstyp, medan andra var kopplade till lagstiftningsförslag eller andra icke-lagstiftningsåtgärder och var tänkta att vara av strategisk karaktär. Kommissionen fastställde inte tydliga prioriteringar av åtgärderna i handlingsplanen från 2015. I stället kunde man endast utläsa prioriteringen med hjälp

av tidsplanen för de olika åtgärderna, vilken återspeglade genomförbarheten och behovet av förberedande arbete.

104 Detta berodde på att handlingsplanen utarbetades skyndsamt, och därför gjordes ingen förhandsanalys av om några av åtgärderna skulle få större effekt än andra. Nio prioriterade åtgärder infördes inte förrän vid halvtidsöversynen 2017. Våra enkätundersökningar och intervjuer visade att budskapet i projektet med kapitalmarknadsunionen inte var helt tydligt och att dess synlighet var begränsad till en specialiserad målgrupp. Dessutom var till och med de specifika målen för varje insatsområde vaga och omätbara.

105 I vissa fall använde kommissionen allmänna uppskattningar till stöd för målen med kapitalmarknadsunionen (se [ruta 2](#)).

Ruta 2

Exempel på den uppskattning av värdepapperisering som används inom kapitalmarknadsunionen

När det gäller **värdepapperisering** uppskattade kommissionen 2015 att det skulle behövas mellan 100 och 150 miljarder euro för att värdepapperiseringsmarknaden i EU-28 skulle återhämta sig och emissionerna på nytt skulle nå upp till den genomsnittliga nivån före krisen⁴². Denna uppskattning har inte setts över av kommissionen sedan dess, och marknadsaktörer betraktade den i april 2020 som olämplig i förhållande till de nuvarande behoven i EU-27 (t.ex. med tanke på den förväntade inverkan av Basel III och EU:s mål om hållbar finansiering). Närmare bestämt konstaterade de att målet för EU-27 bör sättas betydligt högre, det vill säga till en lägsta nivå på 235–240 miljarder euro i nya värdepapperiseringar per år⁴³.

106 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion innehöll inte nödvändigtvis en förteckning över alla åtgärder som pågick eller övervägdes av kommissionen och som överensstämde med projektmålen. Ett exempel på detta är den gemensamma europeiska kontaktpunkten (se punkt [43](#)).

⁴² Grönbok om kapitalmarknadsunionen och https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sv/MEMO_15_5733

⁴³ Ian Bell m.fl., *Relaunching securitisation in the EU in the Eurofi*, Regulatory Update, april 2020, s. 20 och 22–24.

Det var inte realistiskt att åtgärderna inom ramen för kapitalmarknadsunionen skulle infria de höga förväntningar som kommissionen byggt upp

107 Marknadsaktörer uppfattade lanseringen av kapitalmarknadsunionen och kommunikationen kring detta flaggskeppsprojekt som ett betydande åtagande från kommissionens sida om att få till stånd viktiga positiva effekter. Kommunikationen kring projektet skapade förväntningar som var större än vad kommissionen realistiskt sett skulle kunna uppnå med de föreslagna åtgärderna och inom sitt behörighetsområde.

108 Kommissionens avsikt med handlingsplanen 2015 var att lägga grunden till en välfungerande kapitalmarknadsunion 2019. EU-företagens beroende av bankfinansiering och brister när det gäller utvecklingen av kapitalmarknader i EU speglar olika strukturella faktorer som inte kan motverkas eller förändras med hjälp av en handlingsplan under loppet av några år. I mars 2019 meddelade dock kommissionen i sin lägesrapport att den hade infriat sitt löfte inom tidsramen.

109 Analyser som utförts av offentliga organ (Internationella valutafonden, Europeiska centralbanken), privata organisationer (Association for Financial Markets in Europe, Europeiska bankförbundet), branschledda initiativ (Markets4Europe) och tankesmedjor (Bruegel, Centre for European Policy Studies, Eurofi) ger dock en fingervisning om att kapitalmarknadsunionen är långt ifrån fullbordad och att mycket arbete fortfarande kvarstår. Detta understöds av marknadsindikatorer på hög nivå, exempelvis Europeiska centralbankens indikatorer för finansiell integration, förhållandet mellan skulder och bankutlåning och sammansättningen av hushållens finansiella tillgångar. Faktum är att dessa indikatorer inte har förändrats särskilt mycket jämfört med tiden före lanseringen av handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion.

110 Åsikterna bland dem som svarade på vår enkät går isär: vissa anser att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion och uppdateringen av den var alltför ambitiösa, andra att den inte var tillräckligt krävande och ytterligare andra att den var väl genomtänkt och i linje med kommissionens mål. De svarande som kritiserade kapitalmarknadsunionen för att vara överambitiös hänvisade i första hand till att den var komplex, vilket inverkar negativt på genomförbarheten, och i andra hand till att kommissionen underskattade den tid som medlagstiftarna behövde för att godkänna åtgärderna inom ramen för kapitalmarknadsunionen och halvtidsöversynen. Såsom upprepade gånger nämndes av de berörda parter som vi intervjuade bör ambitionerna för kapitalmarknadsunionen ligga på en hög nivå och drivas på av kommissionen, men

projektet bör samtidigt vara tillräckligt realistiskt och genomförbart för att det ska gå att göra framsteg.

111 De centrala åtgärderna och hävstängerna är beroende av andra aktörer, i synnerhet medlagstiftarna och medlemsstaterna. Såsom anges ovan (t.ex. i punkterna [85](#), [90](#) och [96](#)) är medlemsstaternas stöd avgörande när det gäller områden som ingår i den nationella behörigheten. Kommissionen angav i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion och halvtidsöversynen att den inte kan bygga upp en kapitalmarknadsunion på egen hand, och att förverkligandet av projektet även är beroende av medlemsstaternas politiska vilja och branschens anammande.

112 När det gäller lagstiftningsåtgärder fokuserade kommissionen på ett relativt begränsat lagstiftningsprogram som bestod av 13 initiativ (se [bilaga VI](#)). I flera fall var dock kommissionen tvungen att sänka sin ursprungliga ambitionsnivå betydligt för att nå en överenskommelse mellan medlagstiftarna, exempelvis när det gällde översynen av de europeiska tillsynsmyndigheterna, eller utelämna politiskt kontroversiella frågor ur kapitalmarknadsunionen, till exempel en europeisk säker tillgång.

113 I vissa fall, till och med när kommissionen lade fram lagstiftningsförslag för åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen i god tid, tog lagstiftningsprocessen längre tid än väntat (se punkt [46](#)). Kommissionens förslag till ett direktiv om en gemensam konsoliderad bolagsskattabas, vilket är viktigt för att komma till rätta med snedvridningen till förmån för skuldfinansiering, fastnade i rådet (se punkt [33](#)). Totalt har hittills tolv (av 13) lagstiftningsåtgärder antagits och trätt i kraft, varav de flesta i slutet av tidsplanen för kapitalmarknadsunionen. Enbart fem av dem som har trätt i kraft tillämpas redan helt eller delvis. De återstående sju åtgärderna kommer att börja tillämpas gradvis och träda i kraft i mitten av 2022 eller ännu senare (se [bilaga VI](#)).

114 Majoriteten av icke-lagstiftningsåtgärderna (dvs. expertundersökningar, bästa praxis och samråd) var till nytta för att bygga upp och dela kunskaper om specifika marknadssegment och ledde i vissa fall till lagstiftningsförslag (t.ex. gräsrötsfinansiering och säkerställda obligationer). På grund av att de var av förberedande och icke-bindande karaktär kunde de dock inte leda till verkliga förändringar. Ett exempel är kommissionens meddelande om tillämplig lag på egendomsrättsliga verkningar av transaktioner med värdepapper, som inte på något betydande sätt förbättrade rättssäkerheten i förhållande till det rådande läget.

Kommissionen övervakade inte regelbundet de generella framstegen mot att nå kapitalmarknadsunionens mål

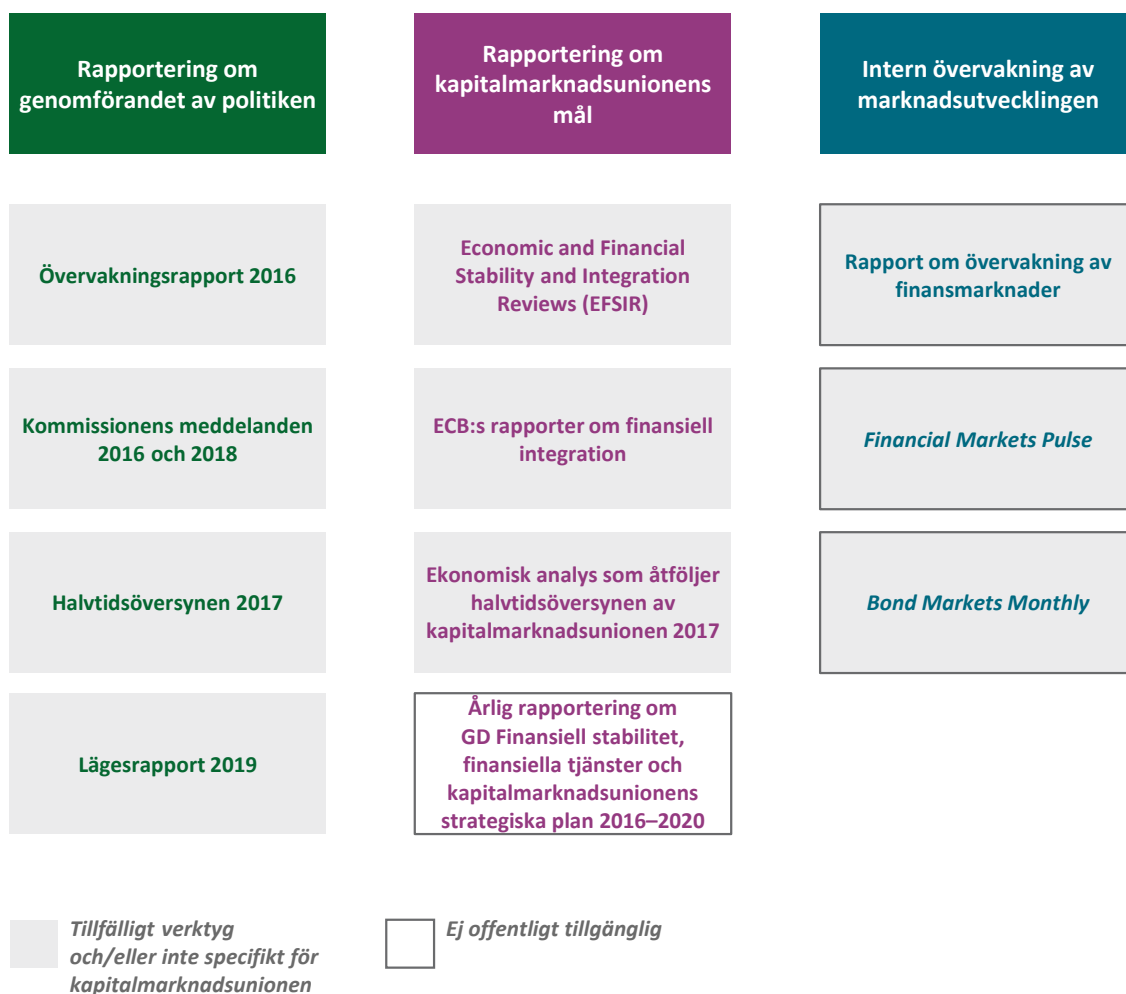
115 Övervakning är nödvändig för att göra det möjligt för beslutsfattare och berörda parter att kontrollera om genomförandet av politiken är ”på rätt spår” och ta fram information som kan användas för att utvärdera om de politiska målen har uppnåtts⁴⁴. Övervakning kan ske på olika nivåer (på strategisk nivå eller på nivån för enskilda politiska åtgärder), vid olika tidpunkter (vid inledningen av, under eller efter genomförandet av politiken) och olika ofta (årligen, kvartalsvis etc.).

116 Vi undersökte om kommissionen har infört lämpliga arrangemang för att övervaka genomförandet av kapitalmarknadsunionen på ett övergripande sätt. Häri ingår valet av de indikatorer som används för att övervaka kapitalmarknadsunionens utveckling och de uppgifter som används för att rapportera om dem.

117 Kommissionen har hittills använt ett antal verktyg (se [figur 11](#)) för att se över och rapportera om åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen liksom utvecklingen på kapitalmarknaderna. Inga av dessa verktyg är dock specifikt utformade för att regelbundet övervaka de generella framstegen inom kapitalmarknadsunionens sju insatsområden.

⁴⁴ Europeiska kommissionen, Bättre lagstiftning, verktyg #41. Metoder och indikatorer för övervakning. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/better-regulation-toolbox-41_en_0.pdf

Figur 11 – Kommissionens rapportering om kapitalmarknadsunionen



Källa: Revisionsrätten.

118 Kommissionen började bedöma den utveckling av kapitalmarknaden som var relevant för kapitalmarknadsunionens sju insatsområden⁴⁵ i 2016 års upplaga av *Economic and Financial Stability and Integration Review* – en allmän publikation som startades 2007 – men den har inte uppdaterat ramen efter detta. Dessutom saknade många av de huvudsakliga indikatorerna i 2016 års *European Financial Stability and Integration Review* utgångsmätningar och målvärden.

119 Kommissionens främsta anledning till att inte upprätthålla det övervakningssystem som inrättades i och med 2016 års *European Financial Stability and Integration Review* var att kapitalmarknadsunionen var så ny och att många av de politiska åtgärderna fortfarande höll på att genomföras samt att det tar lång tid innan förändringar inom finansiella strukturer blir synliga i kvantitativ statistik. Dessa frågor

⁴⁵ Det sjunde insatsområdet – ”effektivare tillsyn” – separerades från området ”främja gränsöverskridande investeringar” i halvtidsöversynen 2017.

borde dock inte ha hindrat kommissionen från att inrätta övervakningsarrangemang och utveckla dem över tid.

120 År 2020, det vill säga fem år efter att kapitalmarknadsunionen lanserades, och på uppmaning av rådet, beställde kommissionen en studie i syfte att ta fram en resultattavla med kritiska prestationsindikatorer för att övervaka framstegen med kapitalmarknadsunionen. I linje med förslaget försökte uppdragstagaren fastställa en evidensbaserad interventionslogik. Uppdragstagaren försökte bedöma hur förändringar när det gäller mer omedelbara utfall av politiska åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen (t.ex. listningsavgifter) påverkar kapitalmarknadsunionens huvudsakliga mål (t.ex. den relativa andelen icke-finansiella företags börsnoterade aktier och lånefinansiering i förhållande till bankutlåning).

121 I utkastet till slutrapport föreslog uppdragstagaren över 50 indikatorer inom fyra områden⁴⁶ som skulle kunna inbegripas i resultattavlan, och rekommenderade att kommissionen ytterligare överväger syfte, användargrupp, struktur och underhåll när den utformar resultattavlan med kritiska prestationsindikatorer. Samtidigt har kommissionen vidtagit åtgärder för att utveckla ytterligare indikatorer, till exempel för marknadsintegration, eftersom uppdragstagarens arbete visade att många av de indikatorer för mer omedelbara utfall som krävs för interventionslogiken antingen inte var tillgängliga eller inte lämpade sig i den meningen att de inte uppfyllde tre absoluta krav⁴⁷.

122 För att kunna rapportera om indikatorer krävs lämpliga uppgifter. Vi noterar att de uppgifter som krävs för att övervaka framstegen med enskilda politiska åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen ibland inte fanns tillgängliga alls och ibland inte höll tillräcklig kvalitet eller var tillräckligt specifika. Detta kan även hindra försök att mäta framsteg med det allmänna genomförandet av kapitalmarknadsunionen. Framför allt är bristen på tillförlitlig information om gränsöverskridande distribution av investeringsfonder en välkänd uppgiftslucka som bekräftades av Esma under revisionen.

⁴⁶ De fyra områdena är 1) finansiering av företag på offentliga marknader för aktier och skuldinstrument, 2) finansiering av innovation, nystartade företag och onoterade företag, 3) användning av kapitalmarknader för att stärka bankernas kapacitet och 4) främjande av icke-professionella investerares deltagande.

⁴⁷ Indikatorer förkastades om de uppvisade en av följande tre brister: ej reproducerbar, bristande geografisk täckning och brist på tidsserier och variation mellan länderna.

123 Under kapitalmarknadsunionens upprättandefas har kommissionen försökt göra det bästa av situationen genom att samla in uppgifter från en rad olika källor, däribland Esma. Esma sparar till exempel information om antalet registrerade EuVECA- och Eusef-fonder, men andra uppgifter såsom anskaffat kapital och genomförda investeringar hämtades från källor utanför kommissionen, exempelvis Invest Europe. Vidare förlitar sig Esma i stor utsträckning på privata källor (t.ex. BAML) för uppskattningarna av marknaden för icke-STIS-värdepapperisering. Att förlita sig på privata uppgiftslämnare kan vara problematiskt eftersom sammanställningen av uppgifterna är tidskrävande och ofta kostsam, och eftersom kommissionen inte alltid har möjlighet att bedöma kvaliteten.

124 Kommissionen har vidtagit åtgärder för att inbegripa uppgiftsklausuler i lagstiftning som rör kapitalmarknadsunionen i syfte att säkerställa att den information som krävs för övervaknings- och utvärderingsändamål samlas in, om den inte är tillgänglig via andra källor. Till exempel måste Esma enligt den nya lagstiftningen om kapitalmarknadsunionen⁴⁸ från och med 2022 föra ett EU-omfattande register med uppgifter om gränsöverskridande distribution av fondföretag, AIF-förvaltare och övriga fonder. Kommissionen har betonat att ytterligare rapporteringskrav för branschen måste motiveras noggrant.

⁴⁸ Artikel 12.1 i förordning (EU) 2019/1156.

Slutsatser och rekommendationer

125 EU har ett i första hand lånebaserat finansieringssystem som är starkt beroende av bankfinansiering. Kommissionen har gjort insatser för att gå mot mer marknadsbaserad finansiering och komplettera bankunionen med en kapitalmarknadsunion. De främsta målen med kapitalmarknadsunionen var att främja utvecklingen och integrationen av EU:s kapitalmarknader och öka finansieringsalternativen för små och medelstora företag. Sammantaget är vår slutsats att kommissionen har tagit de första stegen mot detta utmanande mål, men resultaten låter vänta på sig.

126 Många av de åtgärder som kommissionen kunde vidta inom ramen för sin behörighet är små steg mot målen, men de har hittills inte kunnat fungera som en katalysator för förändring i Europa. Även om icke-bindande mjuka åtgärder, såsom rapporter och bästa praxis, bidrog till kunskapsuppbyggnad om specifika segment på kapitalmarknaden hade många av dem relativt begränsad inverkan på grund av deras karaktär. Kommissionen begränsades även av att många av de centrala åtgärderna enbart kan vidtas av medlemsstaterna eller med deras fulla stöd.

127 Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion från 2015 hänger samman med tidigare planer, främst i och med att den behandlar tidigare idéer, inbegriper åtgärder som redan var i planeringsstadiet och föreslår justeringar av befintliga förordningar (dvs. prospektförordningen och EuVECA-förordningen) i syfte att göra framsteg inom specifika segment av kapitalmarknaderna. Många av de politiska åtgärderna för att uppfylla målet att diversifiera små och medelstora företags finansieringskällor var inriktade på frågor som var alltför snäva för att trigga och påskynda en strukturell förändring mot ökad marknadsfinansiering i Europa (se punkterna [20–39](#)).

128 Trots kommissionens insatser inom ramen för handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion har åtgärderna för att undanröja informationsmässiga hinder för finansieringsmarknaden för små och medelstora företag haft en mycket begränsad inverkan i fråga om att underlätta matchningen av marknadsaktörers intressen. Kommissionen inbegrep inte det relevanta projektet med en gemensam europeisk kontaktpunkt i handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion, vilket diskuterades före offentliggörandet av 2015 års handlingsplan för en kapitalmarknadsunion. Därför kvarstår fortfarande informationsmässiga hinder på efterfråge- och utbudssidan (se punkterna [40–43](#)).

129 När det gäller utmaningen med bankfinansiering tog kommissionen initiativ till att öka bankernas förmåga att ge kredit till företag i EU. STS-initiativet var ett positivt steg, men det har ännu inte gett förväntad effekt på den europeiska värdepapperiseringsmarknaden eller underlättat små och medelstora företags finansiering. Värdepapperiseringstransaktioner är fortfarande till stor del koncentrerade inom traditionella tillgångsklasser (dvs. hypotekslån och billån) och inom vissa medlemsstater (se punkterna [44–50](#)).

Rekommendation 1 – Föreslå välriktade åtgärder för att ytterligare underlätta små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknader

Kommissionen bör

- a) vidta åtgärder för att göra finansiering med eget kapital och publika emissioner för företag mer attraktiva, i synnerhet små och medelstora företag,
- b) vidta åtgärder för att minska inverkan av informationsasymmetrin mellan de som tillhandahåller och de som använder kapital, i synnerhet små och medelstora företag (t.ex. genom att inrätta den gemensamma europeiska kontaktpunkten),
- c) göra ändringar av den rättsliga ramen för att göra värdepapperiseringsemissioner för små och medelstora företag mer attraktiva och samtidigt i vederbörlig ordning beakta potentiella risker.

Tidsram: Första kvartalet 2022.

130 Kommissionen har meddelat att den har som ambition att främja utvecklingen av medlemsstaternas kapitalmarknader, i synnerhet i länder med stor utvecklingspotential. För detta ändamål använde kommissionen bredare samordningsprocesser i EU (den europeiska planeringsterminen) och finansieringsverktyg, till exempel stödprogrammet för strukturreformer, men inte inom ramen för en specifik, övergripande och tydlig EU-strategi (se punkterna [51–58](#)).

131 Med hjälp av den europeiska planeringsterminen identifieras i de flesta fall utmaningar avseende kapitalmarknadsunionen. Men trots att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion antogs 2015 och att frågan är alltmer relevant efter brexit rekommenderade inte kommissionen att de tio medlemsstater med minst utvecklade kapitalmarknader skulle genomföra reformer av direkt relevans (se punkterna [59–65](#)).

132 Kommissionen tillhandahåller tekniskt stöd inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer, med en låg nivå av finansiell och administrativ börda för medlemsstaterna, men detta stöd ingår inte i en specifik strategi. Den efterfrågestyrda modellen för tekniskt stöd ledde inte till att medlemsstaterna fick stöd utifrån sina behov. Vidare är projekt som omfattar flera länder fortfarande ett undantag inom stödprogrammet för strukturreformer. De flesta av projekten pågick fortfarande eller hade nyligen avslutats. Trots detta visade vårt urval på blandade resultat när det gäller omfattning av och framsteg med reformer. I de flesta fallen respekterades dessutom inte den ursprungliga tidsplanen för genomförandet, och den analys som utförts av stödtjänsten för strukturreformer återspeglade inte i tillräcklig grad genomföranderiskerna (se punkterna [66–78](#)).

Rekommendation 2 – Främja djupare och mer integrerade lokala kapitalmarknader

Kommissionen bör

- a) utarbeta en övergripande strategi för att tillgodose behoven på lokala kapitalmarknader,
- b) utfärda landsspecifika rekommendationer till medlemsstater som måste göra framsteg inom marknadsbaserad finansiering,
- c) stärka den nuvarande efterfrågestyrda modellen för det tekniska stödet i syfte att nå medlemsstaterna med störst behov och samtidigt fokusera på resultat.

Tidsram: Fjärde kvartalet 2022.

133 Många av hindren för gränsöverskridande kapitalflöden har varit olösta i årtionden. Kommissionen såg att sådana hinder ofta har sitt ursprung i nationell lagstiftning, bland annat inom områdena insolvensrätt och källskatt, eller i bristande finansiell utbildning. På grund av detta, och utifrån en begäran från rådet, tog kommissionen fram en färdplan tillsammans med medlemsstaterna för att behandla hindren, vilket innebar att färdplanen enbart omfattade hinder som medlemsstaterna var beredda att ta itu med (se punkterna [79–81](#)).

134 Expertgruppen för överbryggande av nationella hinder för den fria rörligheten för kapital rekommenderade 2018 att medlemsstaterna skulle mäta finanskunskaperna och införa program för finansiell utbildning, i linje med OECD:s principer. Kommissionen har ännu inte angett om eller hur den ska stödja medlemsstaternas

insatser, till exempel genom att se över relevanta EU-finansieringsprogram i syfte att bättre främja finanskunskaper hos konsumenter, investerare och små och medelstora företag i hela Europa (se punkterna [82–86](#)).

135 Kommissionens åtgärder när det gäller insolvensfrågan har potential att klargöra äganderättigheter, underlätta tidig omstrukturering och ge entreprenörer en andra chans. De kommer dock sannolikt inte att leda till enhetliga insolvensförfaranden. Den materiella insolvensrätten tillhör fortfarande medlemsstaternas exklusiva behörighet, vilket innebär att kommissionen inte har något större utrymme att gå vidare utan deras stöd (se punkterna [87–92](#)).

136 I kommissionens uppförandekod om källskatt föreslås bästa praxis för att ta itu med betungande förfaranden för lättnads- och återbetalningsansökningar. Den bygger dock på frivilliga åtaganden från medlemsstaternas sida, och en mer bindande tillnärmning av nationell praxis som grundar sig på rekommendationerna i uppförandekoden kräver enhällighet i rådet. Tidigare försök att reformera källskatteförfaranden på denna grund har inte varit framgångsrika (se punkterna [93–99](#)).

Rekommendation 3 – Ta itu med centrala gränsöverskridande hinder för investeringar

Kommissionen bör

- a) bedöma hur den på ett bättre sätt kan främja finanskunskaper, däribland hos små och medelstora företag, och stödja medlemsstaternas insatser på detta område,
- b) utreda möjligheterna att göra delar av nationella insolvensförfaranden mer enhetliga eller harmoniserade, såsom kriteriet för inledande av insolvensförfaranden, rangordning av fordringar, prioritetsordningar och talan om återvinning, samt främja därmed förknippade reformer,
- c) lägga fram ett förslag till direktiv om ett system för källskattelättnader till rådet som bygger på utfallet av en konsekvensbedömning.

Tidsram: Fjärde kvartalet 2022.

137 Kommissionens mål inom ramen för kapitalmarknadsunionen var i många fall vaga. Prioriteringarna fastställdes först sent i processen. Kommissionens kommunikation kring projektet skapade förväntningar som var större än vad den kunde uppnå med hjälp av sina egna åtgärder. I vissa fall trappade medlagstiftarna kraftigt ned på ambitionerna i kommissionens ursprungliga förslag. I andra fall fastnade förslagen i rådet på grund av bristande samtycke (se punkterna [100–114](#)).

138 Kommissionen övervakade bara framstegen när det gällde lagstiftningsåtgärder. Den övervakade inte regelbundet och konsekvent om den gjorde framsteg mot att uppnå kapitalmarknadsunionens huvudsakliga mål. Vidare kan den för närvarande inte bedöma i vilken utsträckning de politiska åtgärderna – både lagstiftningsåtgärder och icke-lagstiftningsåtgärder – bidrar till framsteg när det gäller kapitalmarknadsunionens mål. Det är dessutom tidskrävande och ofta kostsamt att sammanställa de uppgifter som krävs för att övervaka framsteg med kapitalmarknadsunionens mål, och kommissionen har kanske inte alltid möjlighet att bedöma kvaliteten. Alla uppgifter är inte lättillgängliga med tillräcklig kvalitets- och detaljnivå. Dessa brister är särskilt allvarliga med tanke på offentliggörandet av den andra handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion i september 2020 (se punkterna [115–119](#)).

139 Fem år efter att kapitalmarknadsunionen lanserades har kommissionen vidtagit åtgärder för att ta fram en resultattavla med indikatorer. En resultattavla kan användas för att bedöma hur framgångsrik kapitalmarknadsunionen är som helhet. Den bör bygga på en evidensbaserad interventionslogik och grundas på urvalet av lämpliga indikatorer. Uppgifter för att sammanställa indikatorer bör tillgängliggöras, samtidigt som hänsyn tas till behovet av att begränsa branschens rapporteringsbördor till ett nödvändigt minimum (se punkterna [120–124](#)).

Rekommendation 4 – Ta fram specifika mål och kritiska åtgärder och utveckla övervakningen av kapitalmarknadsunionen

Kommissionen bör

- a) snarast möjligt fastställa specifika mål och ta itu med kritiska och ändamålsenliga åtgärder för att uppnå målen med kapitalmarknadsunionen,
- b) regelbundet övervaka och rapportera om framsteg mot att nå kapitalmarknadsunionens mål,
- c) välja ut indikatorer som är lämpliga och grundas på tillförlitliga, aktuella och tillgängliga uppgifter.

Tidsram: Fjärde kvartalet 2021.

Denna rapport antogs av revisionsrättens avdelning IV, med ledamoten Alex Brenninkmeijer som ordförande, i Luxemburg den 20 oktober 2020.

För revisionsrätten

Klaus-Heiner Lehne
ordförande

Bilagor

Bilaga I – Översikt över granskade projekt inom ramen för stödprogrammet för strukturreformer av relevans för kapitalmarknadsunionen, 2017–2018

Medlemsstat	ID-nummer inom stödtjänsten för strukturreformer	Projekt inom stödprogrammet för strukturreformer	Huvudsaklig output i mars 2020	Budget i euro
Bulgarien	SRSP2017/445	Utveckling av en gemensam kontaktpunkt för offentliggörande och förmedling av information från marknadsaktörer ("gemensam kontaktpunkt")	System för en gemensam kontaktpunkt, utkast till tekniska specifikationer och operativ plan (21 februari 2020)	425 000
Tjeckien	SRSP2017/360	Analys av tjeckiska affärsänglar och främjande av affärsänglar	Studie som fångar det rådande läget när det gäller affärsänglars investeringar i landet (16 oktober 2018)	70 000
Tjeckien	SRSP2017/446	Utarbetande av en nationell strategi för utveckling av den tjeckiska kapitalmarknaden	Kommenterande rapport om den nationella strategin för utveckling av den tjeckiska kapitalmarknaden 2019–2023 (godkänd i mars 2019)	62 000
Estland	SRSP2017/344	Kapitalmarknadsdiagnostik	Diagnosrapport om den estniska kapitalmarknaden (15 februari 2019)	100 000
Estland	SRSP2017/39	Reform av den rättsliga ramen för säkerställda obligationer och värdepapperiseringar	Utkast till akt om säkerställda obligationer och motivering (antagen den 13 februari 2019)	150 000
Italien	SRSP2017/508	Italiens kapitalmarknader och kapitalmarknadsunionen – tillgång till finansiering – diagnos	Översyn av kapitalmarknaden i Italien 2020 (31 januari 2020)	550 000
Litauen	SRSP2017/444	Förbättring av investeringsklimatet för institutionella investerare	Diagnosstudie (juli 2018) och presentation (september 2018)	150 000
Polen	SRSP2017/42	Utarbetande av en strategi för att utveckla kapitalmarknaden	Polens utvecklingsstrategi för kapitalmarknaderna (antagen den 1 oktober 2019)	150 000

Medlemsstat	ID-nummer inom stödtjänsten för strukturreformer	Projekt inom stödprogrammet för strukturreformer	Huvudsaklig output i mars 2020	Budget i euro
Rumänien	SRSP2017/44	Inrättande av den nationella investeringsbanken i Rumänien – den rumänska utvecklingsbanken – <i>EximBank S.A.</i>	Genomförandestudie för den rumänska utvecklingsbanken (18 juli 2019)	448 125
Litauen	SRSP2018/31	Instrument för kapitalstöd till små och medelstora företag	Förslag till lagstiftning och genomförandeplan, inbegripet operativa förändringar (7 augusti 2019)	65 000

Anm.: Stödmottagare i samtliga fall var det nationella finansministeriet eller liknande (Italien: ekonomi- och finansministeriet, Rumänien: ministeriet för offentliga finanser).

Källa: Revisionsrätten, på grundval av uppgifter från stödtjänsten för strukturreformer.

Bilaga II – Kommissionens handlingsplan för en kapitalmarknadsunion 2015 och dess föregångare – utvalda åtgärder med fokus på tillgång till finansiering

Handlingsplanen för riskkapital 1998	En åtgärdsplan för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering 2011	Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion 2015
Prospekt – ett passförfarande för stora företag och små och medelstora företag	Ändring av prospektdirektivet för ett proportionerligt regelverk för offentliggörande för små och medelstora företag	EU:s prospektförordning (i kraft sedan juli 2019)
Detaljerad granskning av företags kostnader för att anskaffa lånefinansiering och finansiering med eget kapital i hela Europa	Registrering för tillväxtmarknader för små och medelstora företag i Mifid	Förordning om tillväxtmarknader för små och medelstora företag, ändring av marknadsmissbruksförordningen
Riskkapitalfonder: gemenskapslagstiftning som omfattar specifika slutna fonder	Första lagstiftningsförslaget om förordningarna om EuVECA och Eusef (ej antaget)	Översyn av förordningarna om EuVECA och Eusef (antagna och i kraft sedan 2018)
Beskattning av riskkapitalfonder – klargörande av skattemiljön	Granskning av skattehinder för gränsöverskridande riskkapitalinvesteringar	Undersökning av skatteincitament för riskkapital och affärsänglar
Granskning av beskattning av skuldfinansiering	Ingen åtgärd	Lagstiftningsförslag om en gemensam konsoliderad bolagsskattebas för att komma till rätta med snedvridningen till förmån för skuldfinansiering
Ingen åtgärd	En enda åtkomstpunkt till reglerad information på EU-nivå	Undersökning av hur man kan utveckla Europatäckande informationssystem
Ingen åtgärd	Egenkapitalfinansiering för små och medelstora företag: instrument för egenkapitalfinansiering inom ramen för Cosme och Horisont 2020 – fondandelsfonder; EIB:s/EIF:s värdepapperisering av små och medelstora företags låneportföljer	Program för europeiska fondandelsfonder för riskkapital, VentureEU vid EIB och EIF
Ingen åtgärd	Förstärka kapaciteten inom Enterprise Europe Network för att ge små och medelstora företag bättre information	

Handlingsplanen för riskkapital 1998	En åtgärdsplan för att förbättra små och medelstora företags tillgång till finansiering 2011	Handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion 2015
Ingen åtgärd	Granskning av marknaden för utlåning till små och medelstora företag, däribland öppenhetsmekanismen	Europeiska principer på hög nivå för återkoppling från banker som ger små och medelstora företag avslag på kreditansökningar

Källa: Revisionsrätten.

Bilaga III – Åtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen för att utveckla lokala kapitalmarknader

Ruta 3: Kommissionens resultat när det gäller lokala och regionala kapitalmarknader

Prioriterad åtgärd 9 i halvtidsöversynen: "Senast andra kvartalet 2018 kommer kommissionen att lägga fram en omfattande EU-strategi med åtgärder på EU-nivå som kan vidtas för att stödja utvecklingen av lokala och regionala kapitalmarknader i hela EU. Strategin kommer att bygga på en rapport från Wieninitiativets arbetsgrupp för kapitalmarknadsunionen och ta hänsyn till erfarenheter som har gjorts genom att rymma en möjlighet att begära ökat tekniskt stöd inom kommissionens stödprogram för strukturreformer."

Utöver ett sent offentliggörande (mars 2019) i förhållande till handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion (september 2015) kännetecknas kommissionens resultat bland annat av följande:

- Utgör inte en strategi i sig, det vill säga en detaljerad, långsiktig plan, utan snarare en vägledande, icke-uttömmande förteckning över tillgängliga politiska åtgärder⁴⁹.
- Identifierar inte de specifika behoven på medlemsstaternas kapitalmarknader på grundval av en förhandsanalys av det rådande läget på nationell nivå⁵⁰.
- Omfattar inte på ett heltäckande sätt alla segment på kapitalmarknaden eller tillgängliga teman eller alternativ.
- Prioriterar inte de reformområden som har störst potential att förbättra de lokala kapitalmarknaderna och tillhandahåller inte vägledning om ordningsföljd (genomförandesteg).
- Analyserar inte åtgärdernas potentiella inverkan och lyfter inte fram de potentiellt stora finanspolitiska kostnaderna för specifika alternativ (se exempelvis användningen av investeringssparkonton i Sverige⁵¹).

⁴⁹ För att inspirera och motivera offentliga och privata marknadsaktörer till att ytterligare utöka och integrera kapitalmarknader i deras respektive medlemsstater och regioner.

⁵⁰ Det lämnas enbart en allmän hänvisning till iakttagelsen i 2018 års *European Financial Stability and Integration Review* att länder i centrala, östra och sydöstra Europa står för 8 % av EU:s BNP, men enbart 3 % av EU:s kapitalmarknad.

⁵¹ I samband med en revision 2018 konstaterade Riksrevisionen att dessa konton kan ha kostat nästan 42 miljarder kronor (4 miljarder euro) i form av uteblivna skatteintäkter.

- Erbjuder inte bästa praxis som genomförs på en mer global nivå (t.ex. i länder med utvecklade finansmarknader såsom Förenta staterna, Kanada, Japan, Schweiz, Australien eller Singapore), utan enbart inom EU.
- Tar ingen hänsyn till stora yttre faktorer (t.ex. brexit, penningpolitik, konjunkturcykel).
- Saknar bestämmelser om översyn eller utvärdering efter en viss tidsperiod, vilket skulle kunna sätta fingret på återstående luckor och hur nödvändiga lösningar ska tas fram.
- Saknar en specifik EU-budget för kapitalmarknadsunionen och utveckling av lokala och regionala kapitalmarknader utöver redan befintliga EU-finansierade finansieringsinstrument och stödprogrammet för strukturreformer, vilka dock inte kontrolleras av GD Finansiell stabilitet, finansiella tjänster och kapitalmarknadsunionen trots att det är det generaldirektorat som har det mest relevanta uppdraget när det gäller kapitalmarknadsunionen.

Källa: Revisionsrätten.

Bilaga IV – Översikt över direkta landsspecifika rekommendationer som utfärdats till alla medlemsstater, 2014–2019

Före kapitalmarknadsunionen		Efter att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion antogs (september 2015)				
2014	2015	Medlemsstat	2016	2017	2018	2019
		Belgien	x	x		
		Bulgarien				
		Tjeckien				
		Danmark				
	x	Tyskland	x	x	x	
		Estland				
x		Irland			x	
Program	Program	Grekland	Program	Program	Program	
x		Spanien				
x		Frankrike				
		Kroatien				
x		Italien			x	x
Program	Program	Cypern	x	x	x	x
		Lettland				
		Litauen	x			
		Luxemburg				
x	x	Ungern				
x	x	Malta				
x	x	Nederländerna				
		Österrike		x	x	x
		Polen				
x	x	Portugal	x	x	x	
		Rumänien				
	x	Slovenien	x	x	x	x
		Slovakien				
		Finland				
x	x	Sverige				
x		Förenade kungariket				

Före kapitalmarknadsunionen		Efter att handlingsplanen för en kapitalmarknadsunion antogs (september 2015)				
2014	2015	Medlemsstat	2016	2017	2018	2019
10 av 26 38 %	7 av 26 27 %	Medlemsstat med lands-specifik rekommendation av relevans för kapitalmarknadsunionen	6 av 27 22 %	6 av 27 22 %	7 av 27 26 %	4 av 28 14 %
157	102	Totala lands-specifika rekommendationer	89	78	73	97

Källa: Revisionsrätten, på grundval av databasen Cesar och briefingen från Europaparlamentets enhet för övervakning av ekonomisk styrning, *Country-specific recommendations: An overview - September 2019*.

Bilaga V – Översikt över direkta och bredare landsspecifika rekommendationer som utfärdats till mindre utvecklade medlemsstater, 2016–2019

Rangordning	Medlemsstat	Direkta landsspecifika rekommendationer	Bredare landsspecifika rekommendationer
28	Litauen	Tillgång till finansiering (2016)	INGA
27	Rumänien	INGA	
26	Slovenien	Tillgång till finansiering (2016–2019)	INGA
25	Slovakien	INGA	Rättsväsendet (2017)
24	Bulgarien	INGA	Tillsyn (2016, 2017 och 2019), insolvens (2016–2019)
23	Lettland	INGA	Insolvens (2016)
22	Estland	INGA	
21	Ungern	INGA	
20	Kroatien	INGA	Insolvens (2017)
19	Grekland	INGA	Insolvens (2019)
18	Polen	INGA	
17	Tjeckien	INGA	
16	Cypern	Tillgång till finansiering (2016–2019)	Insolvens (2016–2018), tillsyn (2019)
15	Österrike	Tillgång till finansiering (2017–2019)	INGA

Anm.: 1) Rangordningen grundas på hur djupa de lokala kapitalmarknaderna är enligt Asimakopoulou och Wright, *A new sense of urgency: The future of Capital Markets Union*, New Financial, november 2019. 2) När det gäller "direkta landsspecifika rekommendationer" tog vi hänsyn till kommissionens interna klassificering, främst "tillgång till finansiering" och "-minska snedvridningen till förmån för skuldfinansiering". I syfte att undvika överanvändning av kapitalmarknadsunionsbeteckningar klassificerade vi de rekommendationer som även behandlar frågor med inriktning på banksektorn som "bredare landsspecifika rekommendationer", exempelvis insolvensförfaranden, tillsyn av finanssektorn och försäljning av nödlidande lån. 3) På grund av de ekonomiska anpassningsprogrammen fram till 2018 mottog Grekland landsspecifika rekommendationer först 2019.

Källa: Revisionsrätten, på grundval av kommissionens databas Cesar.

Bilaga VI – Översikt över lagstiftningsåtgärder inom ramen för kapitalmarknadsunionen, juli 2020

	Åtgärd	Tidsfrist	Kommis- sionen	Europa- parlamentet	Rådet	An- tagande	Tillämpas från och med
1	Översyn av EuVECA/ Eusef	Tredje kvartalet 2016	juli 2016			oktober 2017	mars 2018
2	Prospekt- förfordningen (översyn)	Fjärde kvartalet 2015	november 2015			juni 2017	juli 2019
3	Förordningen om STS- värdepapperisering	Tredje kvartalet 2015	september 2015			december 2017	januari 2019
4	Paneuropeisk privat pensionsprodukt (PEPP-produkt)	Andra kvartalet 2017	juni 2017			juni 2019	Tolv månader efter offentlig- görande av delegerade akter
5	Översyn – de europeiska tillsynsmyndighete- rna, inklusive skärpta regler mot penningtvätt	Tredje kvartalet 2017	Antogs 20.9.2017	Förhandlings- mandat erhållet i december 2018	För- handlings- mandat erhållet i februari 2019	december 2019	januari 2020 och januari 2022
6	Översyn – värdepappers- företag	Andra kvartalet 2018	Antogs 20.12.2017			november 2019	juni 2021
7	Gräsrötsfinansiering	Fjärde kvartalet 2017 (konsekvens- bedömning) Första kvartalet 2018	Antogs 8.3.2018	Förhandlings- mandat erhållet i november 2018	Förhandlin- gsmandat erhållet i juni 2019	Fjärde kvartalet 2020	Fjärde kvartalet 2021
8	Säkerställda obligationer	Första kvartalet 2018	Antogs 12.3.2018	Förhandlings- mandat erhållet i november 2018	Förhandlin- gsmandat erhållet i november 2018	november 2019	juli 2022

	Åtgärd	Tidsfrist	Kommis- sionen	Europa- parlamentet	Rådet	An- tagande	Tillämpas från och med
9	Gränsöverskridande distribution av investeringsfonder	Första kvartalet 2018 (konsekvens- bedömning) Andra kvartalet 2018	Antogs 12.3.2018			juni 2019	augusti 2021
10	Regler för att ge små och medelstora företag enklare tillgång till tillväxtmarknader	Andra kvartalet 2018 (konsekvens- bedömning) Tredje kvartalet 2018	Antogs 24.5.2018			november 2019	december 2019 eller januari 2021
11	Förordningen om Europas marknads- infrastrukturer (tillsyn)	Andra kvartalet 2017	Antogs 13.6.2017	Förhandlings- mandat erhållet i maj 2018	Förhandlin- gsmandat erhållet i december 2018	maj 2019	juni 2019– december 2019– juni 2020 eller juni 2021
12	Ramar för förebyggande rekonstruktion, en andra chans och åtgärder för att göra förfaranden rörande rekonstruktion, insolvens och skuldavskrivning effektivare (GD Rättsliga frågor och konsumentfrågor)	Fjärde kvartalet 2016	Antogs 22.11.2016			juni 2019	juli 2021, juli 2024 och juli 2026
13	Tillämplig lag för rättsverkan gentemot tredje man av överlåtelse av fordringar (GD Rättsliga frågor och konsumentfrågor)	Fjärde kvartalet 2017	Antogs 12.3.2018	Förhandlings- mandat erhållet i februari 2019	Beslut ännu ej fattat		

Källa: Revisionsrätten, på grundval av uppgifter från Europeiska kommissionen.

Akronymer, förkortningar och förklaringar

AIF-fond: alternativ investeringsfond.

BAML: Bank of America Merrill Lynch.

Esma: Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

Eusef: europeisk fond för socialt företagande.

EuVECA: europeisk riskkapitalfond.

STS-värdepapperisering: enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering.

fondföretag: företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper.

Ordlista

alternativa investeringsfonder (AIF-fonder): alla investeringsfonder som inte omfattas av EU:s direktiv om fondföretag, utan i stället omfattas av direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder; detta inbegriper hedgefonder, riskkapital, private equity-fonder och fastighetsfonder.

arbetsgrupp för kapitalmarknadsunionen: en plattform som skapades inom ramen för Wieninitiativet i syfte att stödja utbyte av information om finansiella trender i centrala, östra och sydöstra Europa och därigenom utveckla lokala kapitalmarknader; arbetsgruppen består av företrädare för den offentliga och privata sektorn i de berörda länderna och för internationella institutioner och samordnas av kommissionen.

börsintroduktion: första försäljning av ett företags aktier till allmänheten.

direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid-direktivet): EU:s rättsliga ram för att reglera finansmarknader och förbättra skyddet av investerare; det ursprungliga direktivet ersattes av Mifid II 2018.

djup (kapital)marknad: en marknad där det handlas med värdepapper i stora volymer och skillnaden mellan köpkursen och säljkursen är liten.

enhörningsföretag: ett privatägt nystartat företag som värderats till över en miljard dollar; namnet kommer av att dessa företag är så sällsynta.

europiska planeringsterminen: årlig cykel som utgör en ram för samordning av EU-medlemsstaternas ekonomiska politik och övervakning av framsteg.

fondandelsfond: en gemensam investeringsfond som investerar i andra fonder i stället för att investera direkt i värdepapper.

företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag): ett investeringsinstrument som slår ihop investerares kapital och investerar det kollektivt genom en portfölj av finansiella instrument såsom aktier, obligationer och andra värdepapper; fondföretag omfattas av ett EU-direktiv och kan distribueras offentligt till icke-professionella investerare i hela EU på grundval av en enda auktorisation i en medlemsstat.

förordningen om europeiska fonder för socialt företagande (Eusef): en förordning som ligger till grund för ett frivilligt EU-pass för godkända alternativa investeringsfonder med fokus på sociala företag.

förordningen om europeiska riskkapitalfonder (EuVECA): en förordning som ligger till grund för ett frivilligt EU-pass för godkända riskkapitalfonder och fondförvaltningsbolag.

gemensam europeisk kontaktpunkt: en planerad EU-webbportal som ska ge snabb och enkel tillgång till börsnoterade företags lagstadgade information.

gemensam konsoliderad bolagsskattebas: en uppsättning regler för att beräkna företags skattepliktiga vinst i EU.

källskattelättnad: en sorts skattelättnad som tillämpas vid den tidpunkt när skatten dras av vid källan.

marknadsdjup: indikator för en marknads handelsvolym.

multilateral handelsplattform: en självreglerande plattform för handel med finansiella instrument som utgör ett alternativ till traditionella börser och som, till skillnad från dessa, kan drivas av såväl en godkänd marknadsaktör som ett investeringsbolag.

riskkapitalfond: investeringsfond som förvaltar pengar från professionella investerare som vill investera i små och medelstora företag med stark tillväxtpotential.

snedvridning till förmån för skuldfinansiering: ekonomisk snedvridning som uppstår när räntebetalningar för skulder i de flesta bolagsskattesystem är avdragsgilla samtidigt som utdelningar för finansiering med eget kapital inte är det.

stödprogrammet för strukturreformer: ett EU-program som tillhandahåller skräddarsytt stöd till medlemsstaternas institutionella, administrativa och tillväxtfrämjande reformer utan att nationell medfinansiering krävs.

säkerställd obligation: typ av obligation med säkerhet som emitteras av en bank eller ett annat kreditinstitut som vanligtvis har hypotekslån eller lån till offentlig sektor som säkerhet.

tillväxtmarknad för små och medelstora företag: en typ av multilateral handelsplattform för aktier som emitterats under de tre senaste åren av företag med ett genomsnittligt börsvärde på mindre än 200 miljoner euro.

Wieninitiativet: ett forum som inrättades i januari 2009 och som samlade alla de främsta offentliga och privata aktörerna inom EU:s banksektor i syfte att hjälpa framväxande europeiska ekonomier igenom den globala ekonomiska krisen.

värdepapperisering: en metod för att samla olika typer av likvida finansiella tillgångar, såsom hypotekslån, lån och leasing, och sälja dem till investerare som likvida omsättningsbara värdepapper, till exempel obligationer.

EUROPEISKA KOMMISSIONENS SVAR PÅ EUROPEISKA REVISIONSRÄTTENS SÄRSKILDA RAPPORT

KAPITALMARKNADSUNIONEN – EN LÅNGSAM START MOT ETT AMBITIÖST MÅL

SAMMANFATTNING

I. Kommissionens gemensamma svar på punkterna I–III.

Arbetet med att upprätta en verklig inre marknad för kapital inleddes genom Romfördraget för mer än 50 år sedan och intensifierades genom den fria rörligheten för kapital enligt Maastrichtfördraget (1992) och handlingsplanen för finansiella tjänster (1999). Slutmålet har dock ännu inte uppnåtts, framför allt eftersom skillnaderna i EU-medlemsstaternas rättsliga traditioner och praxis har förhindrat upprättandet av en fullständigt harmoniserad rättslig ram i EU för styrning av ekonomisk verksamhet. Fortskridandet kan endast ske steg för steg på alla områden där det fortfarande finns hinder för kapitalets fria rörlighet, samtidigt som den övergripande visionen och de övergripande målen inte förloras ur sikte. Att bygga upp en kapitalmarknadsunion är därför en gradvis process som bygger på många små men viktiga förändringar.

IV. Kommissionens gemensamma svar på punkterna IV–VII.

Kommissionen har genomfört de åtgärder som tillkännagavs i 2015 års handlingsplan för kapitalmarknadsunionen och i 2017 års halvtidsöversyn. Europaparlamentet och medlemsstaterna har kommit överens om tolv av tretton lagstiftningsförslag för kapitalmarknadsunionen, även om ambitionsnivån i dem inte alltid är lika hög som i kommissionens förslag. Kommissionen anser att de vidtagna åtgärdernas ändamålsenlighet kommer att vara ett mått på kapitalmarknadsunionens ändamålsenlighet. Eftersom nästan inga av de nyligen antagna lagstiftningsförslagen har tillämpats tillräckligt länge, och vissa av dem inte har börjat tillämpas än, är det ännu svårt att bedöma deras ändamålsenlighet när det gäller att uppnå deras specifika mål och deras bidrag till målen för kapitalmarknadsunionen. För att komma vidare i arbetet med kapitalmarknadsunionen krävs stöd på högsta nivå från Europaparlamentet och medlemsstaterna och från tekniska experter inom den offentliga förvaltningen. Dessutom måste marknadsaktörerna använda sig av åtgärderna på ett bra sätt. EU kan erbjuda verktyg och skapa gynnsamma villkor, men det är de nationella myndigheterna som måste genomföra dem i praktiken och de privata aktörerna som måste ta initiativet, ta vara på affärsmöjligheterna och göra innovationer.

VIII. Kommissionen delar revisionsrättens uppfattning att kapitalmarknadsunionen hade allmänna mål. Eftersom kapitalmarknadsunionen måste byggas gradvis med hjälp av många detaljerade och ofta tekniska förändringar ansågs det viktigt att fastställa tillräckligt allmänna och begripliga mål för att inte förlora den övergripande visionen för kapitalmarknadsunionen ur sikte.

IX. Kommissionen godtar samtliga rekommendationers allmänna riktning: vissa av dem godtas helt, medan andra godtas delvis. Endast en delrekommendation godtogs inte av kommissionen. Se kommissionens svar på rekommendationerna 1, 2, 3 och 4.

INLEDNING

08. Syftet med 2015 års handlingsplan var att övervinna kapitalmarknadernas fragmentering längs nationsgränserna. Kommissionen delar revisionsrättens uppfattning att fragmenteringen av lagstiftningen hänför sig till skillnader i nationell lagstiftning.

09. Kommissionen delar revisionsrättens uppfattning att arbetet med kapitalmarknadsunionen måste fortsätta. Den har noga övervägt rapporten från högnivåforumet om kapitalmarknadsunionen och den feedback som mottogs om denna. Arbetet fortsätter med 2020 års handlingsplan, i vilken den lägger fram åtgärder, de flesta av lagstiftningskaraktär, som ytterligare kommer att förändra EU:s finansiella system och bidra till att kapitalmarknadsunionen färdigställs.

12. Kommissionen konstaterar att Europeiska centralbanken har haft en mycket viktig och stödande uppgift i arbetet med kapitalmarknadsunionen.

IAKTTAGELSER

20. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 20–25.

Finansieringen av små och medelstora företag förblir en viktig punkt. Åtgärderna för finansiering av små och medelstora företag enligt 2015 års handlingsplan och 2017 års halvtidsöversyn har överenskommit med medlagstiftarna och är genomförda. Kommissionen är säker på att de konkreta effekterna kommer att visa sig med tiden. Ännu finns det inte bevis för att åtgärderna har haft någon större inverkan på finansieringen av de små och medelstora företagen, men det är anmärkningsvärt att undersökningen om tillgång till finansiering (*Survey on access to finance*) visade att finansieringsklyftan försvann i början av 2019 i tio av de elva medlemsstater som deltar i undersökningen¹.

Den ekonomiska effekten av covid-19 har dock vänt den positiva trenden med minskande finansieringsklyftor, vilket understryker att företag av alla storlekar, och särskilt små och medelstora företag, behöver stabila marknadsbaserade finansieringskällor. Redan i återhämtningspaketet för kapitalmarknaderna från juli 2020 föreslogs ändringar av prospektsystemet och direktivet om marknader för finansiella instrument II (Mifid II), vilket kommer att underlätta marknadsfinansieringen av företag². Som ett ytterligare led i detta paket föreslog kommissionen riktade ändringar av reglerna för värdepapperisering, för att bankerna skulle kunna öka sin utlåning till små och medelstora företag³. Kommissionen har föreslagit ytterligare åtgärder i detta syfte som ett led i sin handlingsplan för kapitalmarknadsunionen⁴.

26. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 26–30.

Bättre tillgång till marknadsfinansiering, särskilt eget kapital, öppnar vägen för företagen att göra innovationer och skörda frukterna av ny teknik, och har den verkan att innovativa uppstarts företag eller expanderande företag inte lämnar EU i sökandet efter kapital eller sänker sina ambitioner, vilket orsakar stor skada för EU:s framtida tillväxtpotential och produktivitet. Tidigare åtgärder för kapitalmarknadsunionen har inte förändrat förutsättningarna i detta avseende. Framstegen var dock anmärkningsvärda. EU:s ingripanden under börsintroduktionen, särskilt på riskkapitalområdet, har framgångsrikt lockat privata institutionella investerare till riskkapitalfonder, tack vare den katalytiska effekten av Europeiska investeringsfondens (EIF) ingripanden och andra EU-initiativ. Direkt efter krisen 2008–2009 var det offentliga/statliga stödet till riskkapitalfonder i Europa visserligen högre än 35 %, men denna andel hade minskat till 20 % 2019 samtidigt som det privata stödet har ökat. Även

¹ Undersökning om företagens tillgång till finansiering i euroområdet, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

² COM(2020) 281 final och COM(2020) 280 final.

³ COM(2020) 282 final.

⁴ COM(2020) 590 final.

riskkapitalfondernas genomsnittliga storlek i EU har gradvis ökat sedan finanskrisen⁵. Covid-19-krisen förändrade EU:s ekonomiska landskap kraftigt och därför behövs en förnyad strävan efter att stödja finansiering av mindre företag och innovativa expanderande företag.

34. För att ta itu med det brådskande behovet av marknadsfinansiering på grund av covid-19-pandemin har kommissionen antagit lagstiftningsförslag i ”återhämtningspaketet för kapitalmarknaderna”. En sådan åtgärd är ett tidsbegränsat ”EU-återhämtningsprospekt”⁶. Detta nya prospekt kommer att vara tillgängligt för sekundäremissioner av aktier i företag som är noterade på en reglerad marknad eller en tillväxtmarknad för små och medelstora företag.

36. Genom prospektförordningen infördes en ny typ av prospekt – EU-tillväxtprospekt – med förenklade informationskrav för små och medelstora företag och medelstora börsnoterade företag⁷. Dessa är enklare än för ett standardprospekt och förväntas minska kostnaderna och bördan för små och medelstora företag, samtidigt som investerarnas förtroende för att investera i sådana företag säkerställs. Eftersom prospektförordningen endast har tillämpats i ett år finns det ännu inte tillräckligt med uppgifter för att bedöma huruvida detta prospekt har varit ändamålsenligt. Det oaktat, och på grundval av redan vidtagna åtgärder, ska kommissionen försöka förenkla reglerna för notering på offentliga marknader.

37. Att medlemsstaternas kan fastställa andra tröskelvärden beror på kapitalmarknadernas olika storlek i EU. Ett sådant undantag är dock endast tillgängligt för erbjudanden av värdepapper till allmänheten som inte kräver pass till andra medlemsstater, och undantaget gäller inte upptagande av värdepapper till handel på en reglerad marknad.

38. För att främja återhämtningen efter covid-19-krisen, och med utgångspunkt i arbetet inom ramen för strategin för små och medelstora företag, inrättar kommissionen just nu en fond för börsintroduktion av små och medelstora företag för att göra det lättare för små företag och företag med hög tillväxt att få fram kapital och finansiera sin tillväxt, särskilt inom sektorer av strategisk betydelse för EU.

39. När det gäller prospektet har särskilt förordningen om tillväxtmarknader för små och medelstora företag infört ett ”överföringsprospekt” för att göra det lättare att flytta från en tillväxtmarknad för små och medelstora företag till en reglerad marknad: på vissa villkor får emittenter vars värdepapper har tagits upp till handel på en tillväxtmarknad för små och medelstora företag under som minst två år upprätta ett förenklat prospekt för sekundäremissioner för att ansöka om upptagande till handel på en reglerad marknad⁸.

40. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 40–43.

Den rätta balansen mellan att tillhandahålla relevant information om investeringsmöjligheter till investerare och minimera företagens arbete med att rapportera denna information är central för att underlätta tillgången till marknadsfinansiering. För att synliggöra företag för gränsöverskridande investerare ska kommissionen ta itu med bristen på tillgängliga och jämförbara företagsuppgifter för investerare. Den strävar efter en riktad förenkling av befintliga noteringsregler för att minska de små och medelstora företagens efterlevnadskostnader.

⁵ Källa: InvestEurope, 2020.

⁶ COM(2020) 281 final.

⁷ Förordning (EU) 2017/1129.

⁸ Förordning (EU) 2017/1129.

57. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 57 och 58.

I mars 2019 lade kommissionen fram sina åsikter om utvecklingen av lokala kapitalmarknader i meddelandet *Kapitalmarknadsunionen: framsteg med att bygga en inre marknad för kapital för en stark ekonomisk och monetär union* och i det åtföljande arbetsdokumentet⁹. Det är sant att dessa inte innehåller någon detaljerad handlingsplan. De förmedlade den strategiska visionen, nämligen att lokala kapitalmarknader är viktiga. Detta var inte självklart vid den tidpunkten. Riktlinjerna angavs dessutom på tre nivåer, nämligen nationell, regional och europeisk nivå, med åtgärder att vidta på respektive nivå.

59. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 59–65.

Den europeiska planeringsterminen är ett viktigt sätt att samordna medlemsstaternas ekonomiska politik, och eftersom ett av målen är att öka investeringarna tar kommissionen stor hänsyn till hur strukturreformer kan bidra till bättre lokala kapitalmarknader för att främja detta mål. Med tanke på att kommissionen endast kan utfärda ett begränsat antal landsspecifika rekommendationer till en medlemsstat är kompromisser oundvikliga, och man måste välja vilka politikområden som ska omfattas av en rekommendation till en viss medlemsstat. I detta sammanhang betonar kommissionen att prioriteringsordningen på landsnivå är ett lika viktigt kriterium för att välja rekommendationer som den gränsöverskridande konsekvensen inom ett politikområde.

60. Kommissionen anser att de viktigaste frågorna behandlades i landsrapporterna med hänsyn till formatet, villkoren och behovet av att fastställa prioriteringar för bedömningarna.

Kommissionen erkänner att det för närvarande finns vissa statistiska indikatorer om inhemska kapitalmarknader som ytterligare skulle kunna utökas.

62. Den europeiska planeringsterminen används som ram för att fastställa reform- och investeringsbehoven i varje medlemsstat. Dess rekommendationer siktar in sig på de viktigaste bristerna för att tillväxt och sysselsättning i den berörda medlemsstaten ska främjas. Funktionen är därmed inte att fokusera på alla områden där en medlemsstat inte når upp till EU-genomsnittet, utan att prioritera ett begränsat antal politiska rekommendationer som gynnar en viss ekonomi, mot bakgrund av de övergripande prioriteringar som årligen fastställs i en strategi för hållbar tillväxt. Detta förenklade tillvägagångssätt har välkomnats av medlemsstaterna, eftersom regeringsåtgärder lättare kan målinrikas och medlemsstaternas egna engagemang för processen ökas om man fokuserar på ett väl avgränsat antal prioriteringar.

63. I början av varje cykel av planeringsterminen fastställs tydligt prioriteringarna för den kommande politiska samordningen i den årliga strategin för hållbar tillväxt. I den rekommendation för euroområdet som antas varje år före antagandet av de landsspecifika rekommendationerna fastställs dessutom de prioriterade politiska rekommendationerna för euroområdets medlemsstater, vilket ger vägledning för deras landsspecifika rekommendationer. Vad gäller prioriteringen av reformer avspeglar de föreslagna rekommendationerna kommissionens bedömning av vilka prioriterade åtgärder som bör vidtas.

64. Att enskilda rekommendationer rör flera olika frågor återspeglar det faktum att det krävs politiska åtgärder på olika områden för att ta itu med en särskild socioekonomisk utmaning. Att fastställa en tidsram anses inte heller praktiskt, eftersom kommissionen är medveten om att reformer kan behöva genomföras i olika skeden över tid. Däremot skulle det vara tänkbart med en mer detaljerad kvalitativ bedömning av medlemsstaternas genomförandeinsatser. Detta görs redan när kommissionen bedömer

⁹ COM(2019) 136 final och SWD(2019) 99 final.

genomförandet och tillämpar olika bedömningskategorier, t.ex. begränsade framsteg, vissa framsteg osv.

65. Kommissionen noterar att inte alla rekommendationer kan genomföras helt och hållet eller till stor del inom tidsfristen (13 till 16 månader). Dessutom tar det tid innan resultaten av reformåtgärderna visar sig i realekonomin.

Kommissionen håller med om att genomförandenivån för de landsspecifika rekommendationerna skulle kunna vara högre. I detta syfte har kommissionen föreslagit ett instrument för tekniskt stöd, en fristående förordning, som är en fortsättning på det befintliga stödprogrammet för strukturreformer i den kommande fleråriga budgetramen.

Dessutom har kommissionen föreslagit en ny facilitet för återhämtning och resiliens. Faciliteten stimulerar medlemsstaternas reform- och investeringsinsatser, i linje med de prioriteringar som fastställts i landsspecifika rekommendationer samt gröna och digitala mål, genom att erbjuda betydande finansiellt stöd.

70. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 70–71 samt figur 7.

Kommissionen påpekar att skillnaderna i antalet godkända och genomförda projekt bland länder med mindre utvecklade kapitalmarknader är en följd av det tekniska stöd som endast kan tillhandahållas då medlemsstaterna efterfrågar det, och ett konkurrensutsatt urval baserat på projektets kvalitet, den förväntade effekten och den tillgängliga budgeten¹⁰.

77. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 77 och 78.

Kommissionens påpekar att det vid bedömningen av det tekniska stödet bör beaktas att den sakkunskap som kommissionen bistår medlemsstaterna med är en nödvändig förutsättning, men att den inte räcker för att medlemsstaterna ska kunna genomföra reformer, särskilt strategiska och politiska reformer. Av detta skäl är det av största vikt att medlemsstaterna har gjort stödåtgärderna och reformagendan till sina egna under hela reformprocessen.

Ett sådant engagemang visar sig när medlemsstaterna anpassar tekniska rekommendationer till det konkreta administrativa och politiska sammanhanget.

Det är viktigt att påminna om att resultaten av projekten för tekniskt stöd ytrar sig genom konkreta förändringar, såsom antagandet av en strategi, antagandet av en ny lag/akt eller ändring av en befintlig sådan, antagandet av (nya) förfaranden och åtgärder för att förbättra genomförandet av reformer i mottagarorganisationerna.

Tekniska stödprojekt som avser reformernas genomförande kan i praktiken vara mycket enklare för medlemsstaterna att genomföra "i sin helhet", i jämförelse med projekt som avser reformernas utformning. För sådana projekt kan genomförandetiden också vara mycket längre och eventuellt fortskrida i etapper, som i vissa av de projekt som omfattas av denna revision.

79. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 79–81.

Att främja finansiell integration har varit och kommer att vara ett huvudsyfte med kapitalmarknadsunionen. Kommissionen har lagt fram sex lagstiftningsförslag med nya EU-regler för

¹⁰ Förordning (EU) 2017/825.

produkter, märken och pass. Fem av dem¹¹ håller på att genomföras efter att ha antagits av medlagstiftarna, och det sjätte ska antas under den närmaste tiden¹². De nya reglerna om omstrukturering¹³ leder dessutom till större rättssäkerhet för gränsöverskridande investerare och de stora framstegen med en europeisk finansiell tillsyn främjar fortsatt tillsynskonvergens. Även om det fortfarande är för tidigt att bedöma deras ändamålsenlighet och deras bidrag till den finansiella integrationen i EU medger kommissionen att ytterligare framsteg krävs.

Genom handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2020¹⁴ har kommissionen för avsikt att ta itu med de viktigaste kvarvarande hindren för marknadsintegration. Vissa av dessa åtgärder går längre än EU:s finansiella lagstiftning och syftar till att avhjälpa hinder som rör större rättsliga ramar eller hinder som har sina rötter i gamla nationella preferenser eller gammal nationell praxis. Detta gäller framför allt beskattning och insolvens utanför banksektorn. Inom dessa områden föreslår kommissionen riktade åtgärder, med fokus på de viktigaste hinder som orsakar marknadsfragmentering och avskräcker från gränsöverskridande investeringar.

86. *Enterprise Europe Networks* tjänster för finanskunskaper hjälper små och medelstora företag att vara innovativa och växa internationellt genom att göra dem medvetna om

- lämpliga typer av finansiering och EU-medel, fördelar och fallgropar, och vad små och medelstora företag måste göra för att förbereda sig,
- finansiella rättigheter (särskilt i samband med sena betalningar).

Den volym finanskunskapstjänster som medlemmar i *Enterprise Europe Network* kan tillhandahålla begränsas av deras avtalsenliga förpliktelse att tillhandahålla alla typer av EEN-tjänster på ett balanserat sätt (rådgivning om tillgång till finansiering och en lång rad andra ämnen).

93. Kommissionen påpekar att betungande förfaranden för återbäring av källskatt är ett hinder för den fria rörligheten för kapital och ett hinder för gränsöverskridande investeringar.

Kommissionen har fortfarande för avsikt att ta itu med denna fråga (se även kommissionens svar på punkt 95).

94. Kommissionen klargör att uppförandekoden om källskatt inte är ett bindande instrument. Syftet med den är att medlemsstaterna frivilligt ska anpassa sin praxis till kodens rekommendationer för att förenkla förfarandena för källskatt. Huvudmålet är att effektivisera förfarandena för återbäring av källskatt (digitaliserade, snabba betalningar och förfaranden osv.), även om det även omfattar möjligheten att genomföra ett standardiserat och harmoniserat system för källskattelättnader.

95. Kommissionen har under lång tid aktivt främjat enklare förfaranden för källskatt i EU. I detta avseende framhävs också den rekommendation om förfaranden för källskattelättnader som offentliggjordes 2009¹⁵. Det arbete som exempelvis har utförts genom uppförandekoden har varit ett sätt att ta itu med problemet och samtidigt inhämta ytterligare feedback och bidrag om problemets inverkan på den inre marknaden. Kommissionen har också nyligen åtagit sig att lägga fram ett initiativ för att införa ett gemensamt och standardiserat system för källskattelättnader i hela EU.

¹¹ Förordningarna (EU) 2017/1991, 2017/2402, 2019/1238 och 2019/1156, direktiven (EU) 2019/1160 och 2019/2162.

¹² COM(2018) 113 final.

¹³ Direktiv (EU) 2019/1023.

¹⁴ COM(2020) 590 final.

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0784&from=EN>

96. Kommissionens ordförande har klargjort att kommissionen är redo att undersöka tillämpningen av omröstning med kvalificerad majoritet på skatteområdet. Se även kommissionens svar på punkt 95.

98. Kommissionen vill klargöra följande: Vid EU-toppmötet för skatteförvaltningar (Tadeus) i maj 2020 drogs verkligen slutsatsen att kommissionen, i syfte att stoppa skatterelaterade hinder från att hämma gränsöverskridande investeringarna, särskilt ska utforska lagstiftningsinitiativ och andra initiativ som kan lösa de problem som nu finns källskatteförfaranden (exempelvis ett eventuellt system för källskattelättnader). Det betonas att det fortsatta arbetet i varje fall bör bygga vidare på det tidigare arbete som utförts på europeisk och nationell nivå (uppförandekoden osv.).

101. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 101–106.

Kommissionen har för avsikt att tillämpa agendan för bättre lagstiftning för att möjliggöra ett ändamålsenligt genomförande av kapitalmarknadsunionens nästa fas. Eftersom kapitalmarknadsunionen handlar om att möjliggöra verksamhet som antingen inte existerar eller som håller på att ta form tenderar uppgifternas kvalitet och tillgänglighet att vara begränsad och gör det varken möjligt att förutsäga hur marknadsaktörerna skulle anpassa sig eller med rimlig noggrannhet beräkna hur marknaderna skulle utvecklas. Den politiska strategin har därför varit att fastställa varför en verksamhet inte har ägt rum eller är underutvecklad, att koppla dessa skäl till marknadsmisslyckanden eller marknadshinder, och därefter utarbeta politiska åtgärder som kan komma till rätta med dessa misslyckanden och hinder, samtidigt som man fortsätter sträva mot andra viktiga mål, såsom finansiell stabilitet eller marknadsintegritet.

Kommissionen erkänner att vissa politiska mål formulerades i rätt allmänna ordalag och att det därför är svårt att exakt fastställa i vilken utsträckning vissa av dessa mål har uppnåtts. Kommissionen anser att ett mer specifikt, eller till och med kvantifierat mål, varken skulle ha inverkat på utformningen av de politiska åtgärderna avseende kapitalmarknadsunionen eller att en annan ordning på eller prioritering av åtgärderna skulle ha medfört väsentligare framsteg än vad som faktiskt åstadkoms. Kapitalmarknadsunionen är ett långsiktigt projekt som kräver fortlöpande och beslutsamma ansträngningar på många fronter. Det är skälet till att kommissionen föredrog att lyfta fram brådskande och strukturella utmaningar i stället för att betona prioriteringar.

107. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 107–114.

Upprättandet av en kapitalmarknadsunion har varit en av Junckerkommissionens viktigaste prioriteringar. Fem år efter det att kommissionen tillträdde är det ingen som ifrågasätter behovet av mer integrerade och djupare kapitalmarknader. I sitt inledningsanförande inför Europaparlamentet sade kommissionens ordförande Ursula von der Leyen, ”Låt oss äntligen fullborda kapitalmarknadsunionen.” Kommissionens ordförande begärde att arbetet få att nå fram till en kapitalmarknadsunion skulle påskyndas för att företagens finansieringskällor ska diversifiera och hindren för kapitalflödet åtgärdas. I den andra handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen anges de viktigaste åtgärderna för att förverkliga det åtagandet.

115. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 115–124.

Kommissionen lämnade lägesrapporter med lagstiftningsförslag och andra åtgärder i sina meddelanden från 2016, 2017, 2018 och 2019. Arbetsdokument med ytterligare detaljer åtföljde alla dessa meddelanden, utom 2019. Kommissionen upprättade redan 2016 en övervakningsram med ekonomiska indikatorer som kan mäta framstegen i riktning mot målen för kapitalmarknadsunionen, men den medger att ramen inte tillämpades och behölls under de följande åren. Det visade sig att ramen infördes för tidigt, eftersom förändringar inom finansiella strukturer blir synliga i statistik först med en betydande tidsförskjutning. De flesta strukturella indikatorer som var tillgängliga vid

halvtidsöversynen avsåg exempelvis den tidpunkt då den första handlingsplanen upprättades. De uppgifter som finns tillgängliga i dag visar ännu inte om de senaste årens initiativ för kapitalmarknadsunionen har haft någon verkan. Av detta skäl rapporterade kommissionen endast statistiska indikatorer på framstegen med kapitalmarknadsunionen i koncentrerad form. Det var för tidigt att övervaka effekterna av åtgärderna i handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen, eftersom de flesta åtgärder endast antogs nyligen och fortfarande håller på att genomföras.

SLUTSATSER OCH REKOMMENDATIONER

128. Kommissionens gemensamma svar på punkterna 125–129.

Som helhet har Europas kapitalmarknader fortsatt att utvecklas sedan den första handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen upprättades. Kommissionen lade fram alla aviserade lagstiftningsförslag och genomförde de åtgärder som inte avser lagstiftning. De vidtagna åtgärderna har börjat få effekt, men det kommer att dröja innan fördelarna helt visar sig och effekterna märks av i praktiken. Det stod alltid klart att kapitalmarknadsunionen är ett långsiktigt projekt som kräver fortlöpande och beslutsamma ansträngningar av alla intressenter. De åtgärder som tillkännages i den andra handlingsplanen kommer att leda till en ytterligare omställning av EU:s finansiella system och bidra till hanteringen av de politiska och ekonomiska utmaningar som väntar. Kommissionen håller med om att tillgången till vissa former av finansiering, t.ex. offentligt riskkapital, fortfarande är begränsad. De nya åtgärderna i handlingsplanen 2020 syftar till en medelväg mellan en förbättring av den information som är tillgänglig för investerare och mer proportionella rapporteringsskyldigheter för de små och medelstora företagen. Kommissionen delar revisionsrättens uppfattning att åtgärderna för att främja värdepapperisering ännu inte har lett till de förväntade effekterna. Värdepapperisering blir relevant för återhämtningen när bankerna pressas att bevilja kredit, i synnerhet till små och medelstora företag, och utöka sin balansräkning. I detta syfte har kommissionen redan föreslagit riktade ändringar av värdepapperiseringsramen i återhämtningspaketet för kapitalmarknaderna från juli 2020¹⁶.

Rekommendation 1 – Föreslå välriktade åtgärder för att ytterligare underlätta små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknader

Kommissionen godtar rekommendation 1 a. Den kommer att sträva efter förenklingar av de befintliga reglerna för att minska de små och medelstora företagens efterlevnadskostnader och se över lagstiftningsramen för europeiska långsiktiga investeringsfonder samt sträva efter att införa en lämplig tillsyn över bankernas långsiktiga kapitalinvesteringar i små och medelstora företag. Kommissionen kommer också att bedöma fördelarna och genomförbarheten med att införa ett krav på att banker ska hänvisa små och medelstora företag vars kreditansökningar de har avslagit till alternativa finansiärer.

Kommissionen godtar rekommendation 1 b. Utöver den åtgärd som beskrivs i 1 a, som syftar till att förbättra balansen mellan företagens och investerarnas intressen, ska kommissionen föreslå att det inrättas en EU-omfattande plattform (en gemensam europeisk kontaktpunkt) som ska ge investerarna sömlös tillgång till finansiell och hållbarhetsrelaterad företagsinformation.

Kommissionen godtar rekommendation 1 c. För att utöka värdepapperiseringsmarknaden i EU kommer kommissionen att se över den nuvarande rättsliga ramen för värdepapperisering i syfte att öka bankernas kreditgivning till företag i EU, särskilt små och medelstora företag. Kommissionen varnar dock för att översynen av EU:s värdepapperiseringsram inte nödvändigtvis gör värdepapperisering för små och medelstora företag så mycket attraktivare, med tanke på hur riskfyllda lånen till dessa företag är och investerarnas möjliga brist på intresse för sådan värdepapperisering.

¹⁶ COM(2020) 282 final.

130. Se kommissionens svar på punkterna 57 och 58.

131. Se kommissionens svar på punkterna 59–65.

132. Kommissionen påpekar att den efterfrågestyrda modellen av tekniskt stöd inte kan säkerställas för alla medlemsstater som behöver.

Rekommendation 2 – Främja djupare och mer integrerade lokala kapitalmarknader

Kommissionen godtar inte rekommendation 2 a. Den har redan gått igenom bästa praxis och beskrivit i vilka riktningar aktörer på olika nivåer kan gå (SWD(2019) 99 final). Nu är det upp till medlemsstaterna att bygga vidare på detta. Flera medlemsstater har utarbetat nationella kapitalmarknadsstrategier. Kommissionen kommer att nära följa och stödja framstegen med att bygga upp ett sammanlänkat ekosystem av starka, öppna och tillgängliga kapitalmarknader i EU, bl.a. genom fortsatt tekniskt stöd. Kommissionen strävar efter att förstärka sin övervakning och dialog med medlemsstaterna, och försöker även fortsättningsvis tillgodose lokala marknaders behov.

Kommissionen godtar delvis rekommendation 2 b. Landsspecifika rekommendationer kan kraftigt bidra till att främja strukturreformer och därigenom stimulera politiska åtgärder på medlemsstaternas nivå som främjar marknadsbaserad finansiering. Behovet av framsteg när det gäller marknadsfinansiering måste vägas mot medlemsstaternas övriga strukturella brister, hur brådskande det är att komma till rätta med dem och de medel som finns tillgängliga för detta. Kommissionen kan därför inte godta kapitalmarknadernas underutveckling som ett fristående kriterium för att utfärda landsspecifika rekommendationer.

Kommissionen godtar delvis rekommendationen 2 c. Kommissionen påpekar att stärkandet av den efterfrågestyrda modellen för tekniskt stöd kommer att fortsätta via den utåtriktade verksamheten inom ramen för de årliga uppmaningarna till medlemsstaterna att begära stöd för kapitalmarknadens utveckling. Kommissionen kan dock inte garantera att de medlemsstater som har störst behov på ett visst politikområde kommer att begära tekniskt stöd i framtiden, och att samtliga kommer att få kommissionens tekniska stöd på det politikområdet.

Kommissionens tekniska stöd förblir ett efterfrågestyrt instrument – i enlighet med förordningen om stödprogrammet för strukturreformer (den framtida förordningen om ett instrument för tekniskt stöd)¹⁷ – och det styrs också av ett konkurrensutsatt urval baserat på kriterierna i förordningen, däribland bedömningen av kvaliteten på alla mottagna ansökningar, deras förväntade inverkan och kommissionens tillgängliga budget.

133. Kommissionen såg inte förteckningen över föreslagna åtgärder som uttömmande, utan uppmanade medlemsstaterna i expertgruppen att identifiera andra hinder på områden som rör kapitalmarknadsunionen.

Se även kommissionens svar på punkterna 79 och 81.

134. Se kommissionens svar på punkt 86.

136. Kommissionen påpekar att uppförandekoden har möjliggjort vissa framsteg med att förbättra effektiviteten i förfarandena för källskatt. Som förklaras i punkt 99 kommer den dessutom att lägga

¹⁷ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av ett instrument för tekniskt stöd (COM(2020) 409 final) av den 28 maj 2020.

fram ett lagstiftningsinitiativ för att införa ett gemensamt och standardiserat system för källskattelättnader i hela EU.

Rekommendation 3 – Ta itu med centrala gränsöverskridande hinder för investeringar

Kommissionen godtar delvis rekommendation 3 a. Kommissionen godtar målet att främja finanskunskaper i rekommendation 3 a. I handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2020¹⁸ planeras två särskilda åtgärder för att främja finanskunskaperna. För att hjälpa medlemsstaterna att främja finanskunskap kommer kommissionen för det första att göra en genomförbarhetsbedömning för att utveckla en särskild EU-ram för finanskunskap. För det andra strävar den efter att kräva att medlemsstaterna ska främja utbildningsåtgärder som stöder finansiell utbildning när det gäller ansvarsfulla investeringar i sektorsspecifika rättsakter.

Kommissionen godtar rekommendation 3 b. För att göra resultatet av insolvensförfarandena mer förutsägbart kommer kommissionen att ta ett lagstiftningsinitiativ eller ett icke-lagstiftningsinitiativ för ökad konvergens på de områden som är centrala för insolvens utanför banksektorn. Detta initiativ skulle kunna innehålla en definition av utlösande faktorer för insolvensförfaranden, rangordning av fordringar och ytterligare centrala inslag såsom återvinningsåtgärder eller spårning av tillgångar.

Kommissionen godtar rekommendation 3 c. I handlingsplanen för rättvis och enkel beskattning till stöd för återhämtningsstrategin från den 15 juli 2020 nämns ett lagstiftningsinitiativ för att införa ett system för källskattelättnad vid källan.

137. Se kommissionens svar på punkterna 101–106.

138. Se kommissionens svar på punkterna 115–124 för punkterna 138 och 139.

Rekommendation 4 – Ta fram specifika mål, kritiska åtgärder och övervakning av kapitalmarknadsunionen

Kommissionen godtar rekommendation 4 a. Handlingsplanen för kapitalmarknadsunionen 2020 kommer att innehålla specifika åtgärder för att nå specifika mål som ligger till grund för kapitalmarknadsunionens mål. Kommissionen tänker vidta kritiska åtgärder. För att göra framsteg mot kapitalmarknadsunionen måste man överbrygga nationella skillnader på grund av preferenser, gamla sedvänjor och rättsliga traditioner. I handlingsplanen lyfts brådskande och strukturella utmaningar fram.

Kommissionen godtar rekommendation 4 b. När vägen mot kapitalmarknadsunionen nu är ordentligt utstakad och effekterna av den första handlingsplanen förväntas börja synas i data, kommer kommissionen att komplettera sin regelbundna rapportering om framstegen i fråga om lagstiftningsåtgärder med övervakning av hur EU:s kapitalmarknader utvecklas, utifrån en uppsättning riktade indikatorer.

Kommissionen godtar delvis rekommendation 4 c. Den studie som avses i revisionsrättens analys utgör en god utgångspunkt för att fastställa indikatorer som är lämpliga och vars data är tillförlitliga, och som omfattar en tillräcklig period och ett tillräckligt antal medlemsstater samt som är kopplade till kapitalmarknadsunionens mål. Eftersom det enligt studien råder brist på uppgifter för vissa politikområden och ofta är svårt att empiriskt fastställa kopplingen mellan ingående och utgående indikatorer, kommer kommissionens övervakning av framstegen mot kapitalmarknadsunionens mål oundvikligen att bygga på bästa ansträngning. Kommissionen kommer att sträva efter att förbättra

¹⁸ COM(2020) 590 final.

uppgiftsunderlaget, förutsatt att detta kan göras utan att oproportionellt öka finanssektorns rapporteringsbörda. Om uppgifter ska inhämtas från tredje part kan dock kommissionen inte garantera deras tillförlitlighet.

Granskningsteam

I våra särskilda rapporter redovisar vi resultatet av våra revisioner av EU:s politik och program eller av förvaltningsteman som är kopplade till specifika budgetområden. För att uppnå så stor effekt som möjligt väljer vi ut och utformar granskningsuppgifterna med hänsyn till riskerna när det gäller prestation eller regelefterlevnad, storleken på de aktuella intäkterna eller kostnaderna, framtida utveckling och politiskt intresse och allmänintresse.

Denna effektivitetsrevision utfördes av revisionsrättens avdelning IV som är specialiserad på revision av marknadsreglering och en konkurrenskraftig ekonomi och där ledamoten Alex Brenninkmeijer är ordförande. Revisionsarbetet leddes av ledamoten Rimantas Šadžius med stöd av Mindaugas Pakštys (kanslichef), Tomas Mackevičius (attaché), Marion Colonerus (förste chef), Anna Ludwikowska (uppgiftsansvarig) samt Athanasios Koustoulidis, Ezio Guglielmi, Nadiya Sultan och Karolina Beneš (revisorer). Victoria Gilson och Richard Moore gav språkligt stöd.



Rimantas Šadžius



Mindaugas Pakštys



Anna Ludwikowska



Ezio Guglielmi



Nadiya Sultan



Karolina Beneš



Victoria Gilson

Tidslinje

Händelse	Datum
Revisionsplanen antogs/Revisionen inleddes	16.7.2019
Den preliminära rapporten skickades officiellt till kommissionen (eller andra revisionsobjekt)	5.8.2020
Den slutliga rapporten antogs efter det kontradiktoriska förfarandet	20.10.2020
Svaren från kommissionen (eller från ett annat revisionsobjekt) hade tagits emot på alla språk	9.11.2020

UPPHOVSRÄTT

© Europeiska unionen, 2020.

Europeiska revisionsrättens policy för vidareutnyttjande av handlingar tillämpas genom [Europeiska revisionsrättens beslut nr 6-2019](#) om öppen datapolitik och vidareutnyttjande av handlingar.

Om inget annat anges (t.ex. i enskilda meddelanden om upphovsrätt) omfattas revisionsrättens innehåll som ägs av EU av den internationella licensen [Creative Commons Erkännande 4.0 \(CC BY 4.0\)](#). Det innebär att vidareutnyttjande är tillåtet under förutsättning att ursprunget anges korrekt och att det framgår om ändringar har gjorts. Vidareutnyttjas materialet får handlingarnas ursprungliga betydelse eller budskap inte förvanskas. Revisionsrätten bär inte ansvaret för eventuella konsekvenser av vidareutnyttjande.

När enskilda privatpersoner kan identifieras i ett specifikt sammanhang, exempelvis på bilder av revisionsrättens personal eller om arbete av tredje part används, måste tillstånd inhämtas med avseende på de ytterligare rättigheterna. Om tillstånd beviljas upphävs det allmänna godkännande som nämns ovan, och eventuella begränsningar av materialets användning måste tydligt anges.

För användning eller återgivning av innehåll som inte ägs av EU kan tillstånd behöva inhämtas direkt från upphovsrättsinnehavarna:

Figur 8: Icons © 2010–2020 Freepik Company S.L. Med ensamrätt.

Programvara eller handlingar som omfattas av immateriella rättigheter, till exempel patent, varumärkesskydd, mönsterskydd samt upphovsrätt till logotyper eller namn, omfattas inte av revisionsrättens policy för vidareutnyttjande eller av licensen.

EU-institutionernas webbplatser inom domänen europa.eu innehåller länkar till webbplatser utanför den domänen. Eftersom revisionsrätten inte kontrollerar dem uppmanas du att ta reda på vilken integritets- och upphovsrättspolicy de tillämpar.

Användning av Europeiska revisionsrättens logotyp:

Europeiska revisionsrättens logotyp får inte användas utan Europeiska revisionsrättens förhandsgodkännande.

PDF	ISBN 978-92-847-5430-4	ISSN 1977-5830	doi:10.2865/544056	QJ-AB-20-023-SV-N
HTML	ISBN 978-92-847-5417-5	ISSN 1977-5830	doi:10.2865/475014	QJ-AB-20-023-SV-Q

EU:s system för finansiering av realekonomin är i första hand lånebaserat och därför starkt beroende av banker. För att ändra på detta offentliggjorde kommissionen 2015 en handlingsplan för en kapitalmarknadsunion i syfte att främja utvecklingen och integrationen av EU:s kapitalmarknader och säkerställa alternativa finansieringskällor för företag, däribland små och medelstora företag. Handlingsplanen innehöll ett antal åtgärder, varav många kräver samarbete mellan marknadsaktörer, medlemsstater och europeiska institutioner. Generellt konstaterade vi att kommissionen hade tagit små steg mot målet att upprätta kapitalmarknadsunionen, men de åtgärder som den har kunnat vidta inom sitt ansvarsområde har hittills inte bidragit till betydande framsteg. Vi rekommenderar att kommissionen föreslår välriktade åtgärder för att ytterligare underlätta små och medelstora företags tillgång till kapitalmarknader, främjar djupare och mer integrerade lokala kapitalmarknader, tar itu med centrala gränsöverskridande hinder för investeringar, fastställer specifika mål och kritiska åtgärder samt utvecklar ett system för att övervaka genomförandet av kapitalmarknadsunionen.

Revisionsrättens särskilda rapport i enlighet med artikel 287.4 andra stycket i EUF-fördraget.



EUROPEISKA
REVISIONSRÄTTEN



Europeiska unionens
publikationsbyrå

EUROPEISKA REVISIONSRÄTTEN
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxemburg
LUXEMBURG

Tfn +352 4398-1

Frågor: eca.europa.eu/sv/Pages/ContactForm.aspx
Webbplats: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors