

A stylized map of Europe in a dark blue color, overlaid with twelve yellow stars arranged in a circle, similar to the European Union flag. The stars are positioned over various European countries, including the UK, France, Germany, Italy, and Spain.

EUs kapitalmarkedsunion – hva betyr det for Norge?





EUs
kapitalmarkedsunion

Innhold

Introduksjon	5
Aksjonspunkt 1 Gjøre selskaper mer synlige for grensekryssende investorer.....	6
Aksjonspunkt 2 Forbedre tilgangen til kapitalmarkedet for små- og mellomstore bedrifter	7
Aksjonspunkt 3 Øke tilgangen til langsiktig finansiering i kapitalmarkedene	8
Aksjonspunkt 4 Gjøre det mer attraktivt for institusjonelle investorer å yte langsiktig finansiering og investere i egenkapitalinstrumenter	9
Aksjonspunkt 5 Henvise SMB-er til alternative finansieringskilder.....	10
Aksjonspunkt 6 Stimulere bankenes utlån til realøkonomien gjennom økt bruk av verdipapirisering.....	11
Aksjonspunkt 7 Styrke enkeltpersoners kompetanse innenfor finans, med hovedvekt på kunnskap om ansvarlige og langsiktige investeringer	12
Aksjonspunkt 8 Øke tilliten til kapitalmarkedene blant ikke-profesjonelle investorer	13
Aksjonspunkt 9 Tilrettelegge for individuell pensjonssparing.....	14
Aksjonspunkt 10 Redusere skattekostnader ved grensekryssende investeringer.....	16
Aksjonspunkt 11 Økt harmonisering av nasjonale insolvensregler	17
Aksjonspunkt 12 Forbedret aksjonærdeltakelse over landegrensene.....	19
Aksjonspunkt 13 Forbedrede systemer for grensekryssende oppgjør	20
Aksjonspunkt 14 Etablere en felles datastrøm med handelsdata	22
Aksjonspunkt 15 Styrke beskyttelsen av grensekryssende investeringer.....	23
Aksjonspunkt 16 Økt harmonisering av tilsynet med kapitalmarkedene	25
Redaksjon	26

Introduksjon

En av grunnpillarene i EU-samarbeidet er idéen om det indre markedet, hvor fri flyt av varer, tjenester, personer og kapital over landegrensene sikres gjennom fellesskapslovgivning som gjelder på tvers av medlemsstatene. Gjennom EU-traktaten har medlemsstatene akseptert denne fellesskapslovgivningen i bytte mot fordelene de får fra det indre markedet. Norge har som kjent gjort det samme gjennom EØS-avtalen.

EU har lenge hatt en ambisjon om å styrke det indre markedet for kapital og bevege seg bort fra det som i dag fremstår som fragmenterte og nasjonalt orienterte kapitalmarkeder. For eksempel er utenlandske investorers deltakelse i det norske kapitalmarkedet hovedsakelig konsentrert rundt store næringer som energi, sjømat, teknologi og finans, og det kan være vanskelig for mindre aktører i andre næringer å få tilgang til utenlandsk kapital. Vi ser tilsvarende trekk i våre naboland. Sammenlignet med USA er den samlede størrelsen og likviditeten i de europeiske kapitalmarkedene langt lavere enn hva EUs samlede BNP skulle tilsi. Ineffektive kapitalmarkeder fører til lavere vekst og mindre velstand, og EU ser derfor på etableringen av en kapitalmarkedsunion som en nødvendig forutsetning for å nå målet om fremtidig økonomisk vekst i Europa.

De første spirene til en europeisk kapitalmarkedsunion kom med lanseringen av EUs Financial Services Action Plan i 1999, som førte til vedtakelsen av MiFID 1-direktivet i 2004. Det neste viktige steget var etableringen av de nye finanstilsynene EBA, ESMA og EIOPA i 2011, som en respons til den globale finanskrisen i 2008-2009. I 2015 lanserte omsider EU-kommisjonen sin første enhetlige handlingsplan for en europeisk kapitalmarkedsunion (Capital Markets Union – CMU). Handlingsplanen fra 2015 ble revidert høsten 2020 og har deretter blitt fulgt opp av kommisjonen i november 2021 gjennom fremleggelse av fire konkrete lovforslag som har til formål gjennomføre planen.

Det overordnede formålet med CMU er å skape et reelt indre kapitalmarked hvor investeringer og sparemidler kanaliseres på en effektiv måte i hele Europa. På den måten skal forbrukere, selskaper og investorer få bedre tilgang til kapital og avkastningsmuligheter, uavhengig av hvor i EU de befinner seg.

Initiativene fra EU er av interesse her hjemme i Norge fordi vi gjennom EØS-avtalen er forpliktet til å gjennomføre EUs regelverk på kapitalmarkedsområdet i nasjonal rett. Aksjonspunktene i EU-kommisjonens handlingsplan gir derfor en pekepinn på hvordan fremtidens regelverk i Norge vil se ut på kapitalmarkedsområdet.

Dette heftet gir en kortfattet beskrivelse av innholdet i den reviderte handlingsplanen fra 2020 og etterfølgende forslag og tiltak fra EUs organer. Heftet oppdateres fortløpende etter hvert som nye forslag og tiltak legges frem. Formålet er å gi deg som leser et overblikk over hva som skjer på lovgivningsfronten i EU innenfor kapitalmarkedsområdet.

God lesning!

Aksjonspunkt 1

– Gjøre selskaper mer synlige for grensekryssende investorer

Det første aksjonspunktet går ut på å etablere et «European Single Access Point» (ESAP) for finansiell og ikke-finansiell informasjon som skal offentliggjøres av utstedere av finansielle instrumenter i henhold til EU-regelverket (rapporteringsdirektivet¹ mv.). Dagens regelverk stiller en rekke krav til at slike selskaper offentliggjør dokumenter og informasjon for å sikre transparens og redusere informasjonsasymmetri mellom de som sitter på innsiden av selskapene og eksterne investorer. Formålet med slik offentliggjøring er å bidra til riktig prising av risiko og ivareta investorenes tillit til kapitalmarkedene. Problemet i dag er at metoden for innhenting og offentliggjøring av slik informasjon varierer fra land til land. Dette resulterer i at investorer møter utfordringer når de skal vurdere, sammenligne og benytte offentlig tilgjengelig informasjon om ulike selskaper som ledd i sine investeringsbeslutninger. De viktigste utfordringene investorene møter i dag er at:

- i) Det er vanskelig å få tilgang til samlet informasjon om spesifikke selskaper fordi informasjonen er fordelt geografisk i hver enkelt medlemsstat hvor selskapet opererer.
- ii) Ofte er informasjonen kun tilgjengelig eller søkbar på det lokale språket, noe som gjør informasjonen mindre tilgjengelig for utlendinger.
- iii) Fraværet av en felleseuropeisk standard for visse typer finansiell og ikke-finansiell informasjon gjør det utfordrende for investorer å sammenligne og analysere informasjonen.
- iv) Informasjonsformatet er sjeldent kompatibelt med automatiserte former for prosessering og behandling av data.

Fraværet av et integrert informasjonshåndteringssystem på EU-nivå er problematisk fordi det gjør kapitalmarkedet i EU mindre transparent og potensielt utgjør en ulempe i konkurransen om kapital med andre jurisdiksjoner, for eksempel USA. En felleseuropeisk plattform som kan tilby lett tilgjengelig, sammenlignbar og digitalt brukervennlig informasjon kan avhjelpe disse utfordringene.

I november 2021 foreslo² EU-kommisjonen en forordning som etablerer et ESAP. I henhold til forslaget skal ESMA innen 31. desember 2024 etablere og drifte et ESAP som tilgjengliggjør informasjon som skal offentliggjøres av utstedere av finansielle instrumenter etter EU-regelverket. I tillegg skal ESAP tilgjengliggjøre annen finansiell eller bærekraftsrelatert informasjon som utstedere sender inn på frivillig basis. Informasjonen på ESAP skal være tilgjengelig for alle og vederlagsfri.

¹ Direktiv 2004/109/EF (Transparency Directive)

² COM/2021/723 final

Aksjonspunkt 2 – Forbedre tilgangen til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter

Aksjonspunkt 2 handler om å gjøre det enklere for små og innovative selskaper å få tilgang til finansiering gjennom kapitalmarkedene. Under dagens regulatoriske regime er det vanskelig for mindre bedrifter å hente penger i kapitalmarkedet. Dette skyldes både høye kostnader ved selve kapitalinnhenting, og at kravene som stilles til noterte selskaper er komplekse. Mange små og innovative selskaper har derfor ikke effektiv tilgang til kapitalmarkedsfinansiering, noe som på sikt kan hemme ønsket vekst og innovasjon i Europa.

EU-kommisjonen ønsker derfor å forenkle kravene som stilles til små og mellomstore bedrifiers kapitalinnhenting, blant annet ved å vurdere ytterligere lettelser i noteringskravene til europeiske markedsplasser og ved å opprette et dedikert børsnoteringsfond ('SME IPO fund') som skal gjøre det lettere for mindre vekstselskaper å hente egenkapital som kan tilrettelegge for videre vekst.

Det er ventet at EU-kommisjonen i annet halvår av 2022 vil foreslå lovendringer som tar sikte på å gjøre det enklere for små- og mellomstore bedrifter å hente penger i de europeiske kapitalmarkedene. I den forbindelse publiserte EU-kommisjonen i november 2021 et høringsdokument³ (Consultation Document) der de ba om tilbakemeldinger på hvordan kapitalmarkedene kan gjøres mer attraktive, særlige for små- og mellomstore bedrifter. Disse forventede endringene vil komme i tillegg til forenklingene for små og mellomstore bedrifter som allerede er gjennomført i prospektforordningen⁴ mv.



³ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-listing-act-consultation-document_en.pdf

⁴ Forordning (EU) 2017/1129 (Prospectus Regulation)

Aksjonspunkt 3

– Øke tilgangen til langsiktig finansiering i kapitalmarkedene

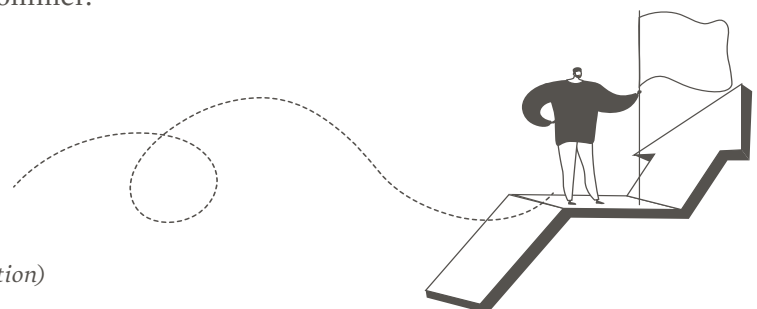
EU-kommisjonen ønsker å legge bedre til rette for investeringer i selskaper og prosjekter som har et langsiktig finansieringsbehov. Europeiske langsiktige investeringsfond (European long-term investment funds eller ELTIF-er) er en ny type investeringsfond som kan yte langsiktig finansiering til unoterte selskaper, noterte SMB-er og prosjekter innen bærekraftig energi, transport og sosial infrastruktur. Slike fond kan være et viktig verktøy i arbeidet med å fremme grønn vekst i Europa.

ELTIF-er reguleres av ELTIF-forordningen⁵, som trådte i kraft i EU i 2015. Foreløpig har effekten av ELTIF-forordningen vært begrenset, og etableringen av slike fond i Europa er ikke særlig utbredt.

I november 2021 foreslo⁶ EU-kommisjonen derfor en endringsforordning til ELTIF- forordningen som skal styrke insentivene til å etablere og investere i slike fond. Blant annet foreslår EU-kommisjonen å gjøre reglene for slike fond mer fleksible ved å tillate fondsforvalterne å investere i flere typer eiendeler. Videre foreslår EU-kommisjonen å gjøre fondene mer tilgjengelige for ikke-profesjonelle investorer ved å fjerne kravet om minimumsinvestering på EUR 10 000.

Forslaget er del av en tiltakspakke som EU-kommisjonen la frem i november 2021 for å gjennomføre flere av punktene i handlingsplanen. I tillegg til endringsforordningen til ELTIF- forordningen, foreslo EU-kommisjonen en forordning som etablerer et «European Single Access Point» (ESAP) og en endringsforordning til MiFIR⁷ (se henholdsvis aksjonspunkt 1 og 14). EU-kommisjonen foreslo også endringer i AIFM-direktivet⁸.

Stortinget har vedtatt et lovforslag til gjennomføring av ELTIF-forordningen i Norge. Ikrafttredelsesdato er foreløpig ikke kjent. Under dagens norske lovgivning kan utlån som kjent bare ytes av banker og andre foretak med konsesjon til å drive finansieringsvirksomhet. Innføring av ELTIF-fond, som etter forordningen har rett til å yte utlån, vil derfor kunne differensiere og utvide det norske fremmedkapitalmarkedet. Dersom EUs initiativ for å forbedre dagens ELTIF-regulering blir vellykket, kan dette få stor betydning for det norske kapitalmarkedet i tiden som kommer.



⁵ Forordning (EU) 2015/760 (ELTIF Regulation)

⁶ COM/2021/722 final

⁷ Forordning (EU) 600/2014 (Regulation on Markets in Financial Instrument)

⁸ Direktiv 2011/61/EU (AIFMD). Du kan lese mer om endringsforslaget her: <https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-eu-kommisjonen-forslar-endringer-i-aifmd-og-ucits-direktivet>

Aksjonspunkt 4

– Gjøre det mer attraktivt for institusjonelle investorer å yte langsiktig finansiering og investere i egenkapitalinstrumenter

Tilstrekkelig tilgang til egenkapitalfinansiering er en nødvendig forutsetning for å sikre solide og robuste selskaper som har evne til å bære tap i nedgangstider. Mange bransjer fikk sitt inntektsgrunnlag visket ut nærmest over natten under koronapandemien, og risikoen knyttet til en høy andel av fremmedkapitalfinansiering ble i denne perioden tydelig for mange bedrifter. Egenkapitalfinansiering er særlig viktig for innovative selskaper i en vekstfase, hvor tapsrisikoen er høy, men avkastningspotensialet stort. Videre er tilstrekkelig tilgang til egenkapitalfinansiering en forutsetning for at selskaper skal kunne tilpasse seg «det grønne skiftet» ettersom denne typen investeringer har en lengre tidshorisont.

Institusjonelle investorer som forsikringsforetak, pensjonsforetak, banker mv. forvalter mye overskuddskapital, og EU-kommisjonen mener det er viktig at disse institusjonene har tilstrekkelige insentiver til å foreta mer langsiktige investeringer. Forsikringsforetak er blant de største institusjonelle investorene og anses som en særlig relevant gruppe for å gjøre denne typen investeringer. Europeiske forsikringsforetak har imidlertid redusert sin samlede andel langsiktige investeringer i løpet av de siste femten årene, og forsikringsbransjens investeringer i realøkonomien og infrastruktur er fortsatt begrenset. EU-kommisjonen vurderer derfor tiltak for å øke tilgangen til langsiktig egenkapitalfinansiering fra finanssektoren generelt og forsikringsforetak spesielt.

Et sentralt virkemiddel for å stimulere til investeringer fra forsikrings- og banksektoren er kapitalkravsregelverket for forsikringsforetak og banker (henholdsvis Solvens II⁹ og CRR/CRD¹⁰). I september 2021 foreslo¹¹ EU-kommisjonen en endringspakke for Solvens for å styrke forsikringsforetakenes insentiver til å yte langsiktig finansiering og egenkapitalfinansiering.

Videre foreslo¹² EU-kommisjonen i oktober 2021 endringer i CRR for å stimulere til langsiktige og strategiske investeringer i EU-selskapers egenkapitalinstrumenter, herunder ved at bankers investeringer i egenkapitalinstrumenter til EU-selskaper ikke skal regnes som «spekulative» investeringer dersom bankens hensikt er å holde på investeringen i minst tre år. Forslaget er del av en mer omfattende pakke med endringsforslag¹³ til kapitalkravsregelverket for banker (CRR/CRD) som skal implementere den siste fasen av Basel III-standarden (også kalt Basel IV).

9 Direktiv 2009/138/EF (Solvency II)

10 Direktiv 2013/36/EU (Capital Requirements Directive)

11 COM/2021/581 final og COM/2021/582 final

12 COM/2021/664 final

13 COM/2021/664 final, COM/2021/663 final og COM/2021/665 final

Aksjonspunkt 5

– Henvise SMB-er til alternative finansieringskilder

Banker har en bred kundebase og er derfor godt posisjonerte til å formidle finansiering til små og mellomstore bedrifter (SMB-er), også utover tradisjonell lånevirkksomhet. I tilfeller der banken ikke har evne eller vilje til selv å yte kreditt (f.eks. fordi risikoen er for høy), vil det være en fordel om banken kan henvise slike bedrifter til alternative finansieringskilder.

Under gjeldende regelverk (CRR artikkel 431) må banker som avslår søknad om kreditt til SMB-er, gi en begrunnelse for avslaget dersom kunden ber om det. Hvis banken i tillegg får en plikt til aktivt å henvise slike bedrifter til alternative tilbydere av finansiering, for eksempel via dedikerte plattformer, kan det potensielt spare SMB-er for kostnader forbundet med å lete etter alternative finansieringskilder og generelt bidra til økt bevisstgjøring rundt markedsbasert finansiering. EU-kommisjonen har på denne bakgrunn varslet at det innen april 2022 vil utrede muligheten og behovet for å etablere en felleseuropeisk henvisningsordning for SMB-er.

I Storbritannia ble en nasjonal henvisningsordning for SMB-er innført allerede i 2016. Ordningen innebærer at ni av Storbritannias største banker er forpliktet til å videreformidle til dedikerte finansieringsplattformer informasjon om britiske SMB-er som har fått avslag på sin kredittsøknad. Plattformene videreformidler informasjonen i anonymisert form til alternative tilbydere av finansiering. Formålet med ordningen er å fungere som bindeledd mellom SMB-er med kapitalbehov på den ene siden og alternative tilbydere av finansiering på den andre siden. Siden ordningen ble opprettet i 2016, har mer enn 45.000 britiske SMB-er blitt henvist under ordningen. Totalt har ordningen stått for innhenting av GBP 56 millioner i finansiering fordelt på 2.500 britiske SMB-er.¹⁴ Enkelte EU-medlemstater har implementert andre nasjonale tiltak som har tilsvarende formål. I Irland har de f.eks. innført en ordning der det myndighetsopprettede organet, Credit Review¹⁵, revurderer bankers avslag på kredittsøknader fra SMB-er. Et annet eksempel er Spania, hvor banker i visse tilfeller er forpliktet til å gi SMB-er et standardisert informasjonsskriv med kredittopplysninger som bedriften kan bruke når de henvender seg til alternative tilbydere av finansiering.

Det gjenstår å se om tilsvarende tiltak blir implementert på EU-nivå som følge av EU-kommisjonens pågående arbeid og om det i praksis vil lette kapitaltilgangen for SMB-er i EØS, herunder Norge.

¹⁴ https://ec.europa.eu/info/publications/finance-consultations-2021-eu-referral-scheme_en

¹⁵ <https://www.creditreview.ie/>

Aksjonspunkt 6

– Stimulere bankenes utlån til realøkonomien gjennom økt bruk av verdipapirisering

Gjennom verdipapirisering kan banker konvertere illikvide eiendeler (f.eks. en portefølje av foretakslån) til omsettelige verdipapirer som kan kjøpes og selges av investorer i kapitalmarkedet. Verdipapirisering innebærer overføring av kredittrisiko fra banksystemet til kapitalmarkedet og frigjør dermed kapital hos bankene. Dette resulterer i økt utlånskapasitet hos bankene og gir potensielle låntakere bedre tilgang til kreditt. Fra et investorperspektiv er verdipapirisering en anledning til å investere i flere typer eiendeler med ulik risikoprofil og gir dermed bedre diversifiseringsmuligheter. For banker og forsikringsforetak kan investeringer i såkalte enkle, transparente og standardiserte verdipapiriseringer dessuten ha en gunstig effekt på disse institusjonenes kapital- og likviditetskrav sammenlignet med investeringer i andre typer verdipapiriseringer.

Komplekse former for verdipapirisering i det amerikanske verdipapirmarkedet var en medvirkende faktor til at subprime-krisen i 2008-2009 rammet finansmarkedene så hardt som den gjorde. Mye av årsaken til krisens omfang var at insentivene for amerikanske långiverne til å foreta forsvarlige kredittvurderinger var altfor dårlige, og at datidens regulering av verdipapirisering var mangelfull og lite treffende. Det er imidlertid bred enighet i EU om at verdipapirisering anvendt på riktig måte har positive effekter på økonomien. På denne bakgrunn ble verdipapiriseringsforordningen¹⁶ og tilhørende endringer i kapitalkravsregelverket for institusjonelle investorer til – et regelverk som har vært gjeldende i EU siden 2019. Stortinget vedtok i april 2021 lovendringer som gjennomfører EUs verdipapiriseringsregelverk i norsk rett, men det er foreløpig uklart når dette regelverket trer i kraft i Norge.

I disse dager gjennomgår EU-kommisjonen det eksisterende EU-regelverket for verdipapirisering for å ytterligere forbedre reglene og stimulere markedet for verdipapirisering i Europa, og det er ventet at EU-kommisjonen vil publisere rapporten sin innen første kvartal 2022. Dette er et viktig ledd i arbeidet med å øke bankenes utlånskapasitet til europeiske selskaper, særlig de små og mellomstore bedriftene, og vil få betydning også for norske banker etter hvert som endringene blir vedtatt og innlemmet i EØS-avtalen.



¹⁶ Forordning (EU) 2017/2402 (Securitisation Regulation)

Aksjonspunkt 7

– Styrke enkeltpersoners kompetanse innenfor finans, med hovedvekt på kunnskap om ansvarlige og langsiktige investeringer

I handlingsplanen forpliktet EU-kommisjonen seg til å vurdere muligheten for å utvikle et finansielt kompetanserammeverk i EU rettet mot enkeltpersoner. Bakgrunnen for initiativet er at EUs indre kapitalmarked og økonomien som helhet er avhengig av investeringer fra enkeltpersoner og husholdninger for å fungere optimalt. Dersom enkeltpersoner og husholdninger tar dårlige investeringsbeslutninger eller avstår helt fra å investere i kapitalmarkedet som følge av manglende informasjon eller kunnskap, har dette innvirkning på kapitalmarkedets effektivitet. Videre utfordrer en aldrende befolkning bærekraften i medlemstatenes velferdsordninger, noe som aktualiserer behovet for individuell og langsiktig sparing for pensjonsformål.

I en rapport¹⁷ publisert i april 2021 presenterte EU-kommisjonen resultatene av sine vurderinger og planen videre, som består av å samarbeide med OECDs nettverk International Network on Financial Education (INFE) for å utvikle et felles finansielt kompetanserammeverk for henholdsvis voksne og unge. Norge er i dag representert i INFE gjennom Finansportalen.no, som er en tjeneste fra Forbrukerrådet. Formålet med de nye EU-rammeverkene er å etablere en felles og harmonisert plattform for å styrke opplæringen og kompetansenivået innenfor finansområdet blant enkeltindivider og husholdninger i EUs medlemstater.

I kjølvannet av EU-kommisjonens rapport ble samarbeidet mellom EU og OECD på rammeverkene igangsatt i april 2021. I januar 2022 publiserte¹⁸ EU-kommisjonen og INFE et felles finansielt kompetanserammeverk for voksne (FinComp for adults). Rammeverket bygger på et eksisterende kompetanserammeverk for voksne publisert¹⁹ av INFE i 2017, som ble oppdatert med nye punkter om bærekraftig finans (sustainable finance) og digital finans (digital finance). Det nye kompetanserammeverket kan benyttes av offentlige myndigheter (f.eks. Finansportalen.no) og private aktører i de ulike EØS-landene i sitt arbeid for å styrke enkeltindividers kompetanse innenfor personlig finans.

Arbeidet med kompetanserammeverket for barn og tenåringer skal etter planen igangsettes i første kvartal 2022. Det er ventet at rammeverket fullføres innen 2023. Rammeverket vil være basert på et eksisterende kompetanserammeverk for unge publisert²⁰ av INFE i 2015.

¹⁷ https://ec.europa.eu/info/files/210408-report-financial-competence-framework_en

¹⁸ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/220111-financial-competence-framework-adults_en.pdf

¹⁹ <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/G20-OECD-INFE-report-adult-financial-literacy-in-G20-countries.pdf>

²⁰ <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/Core-Competencies-Framework-Youth.pdf>

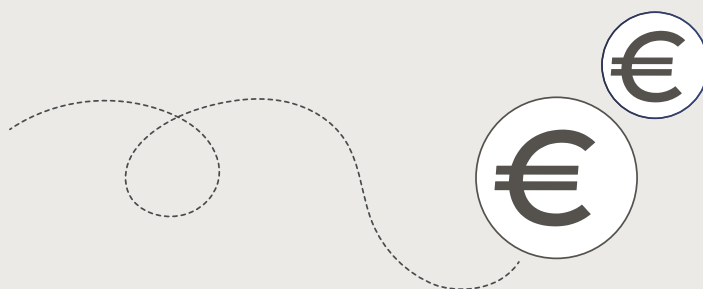
Aksjonspunkt 8

– Øke tilliten til kapitalmarkedene blant ikke-profesjonelle investorer

Et viktig ledd i arbeidet med kapitalmarkedsunionen er å lette tilgangen til kapitalmarkedet for ikke-profesjonelle investorer. Selv om graden av investorbeskyttelse for ikke-profesjonelle har økt betraktelig de senere årene, har EUs kapitalmarkeder fortsatt et betydelig forbedringspotensial når det gjelder å tiltrekke seg investeringer fra denne gruppen. En større andel sparing i kapitalmarkedet fra ikke-profesjonelle investorer vil øke bedriftenes tilgang til kapital, samtidig som investorenes avkastningspotensiale vil øke sammenlignet med andre mer tradisjonelle spareformer som bankinnskudd. Økt kapitalmarkedsdeltakelse fra ikke-profesjonelle investorer vil dermed kunne være positivt både for tilbuds- og etterspørselssiden i markedet.

Aksjonspunkt 8 i handlingsplanen går ut på at EU-kommisjonen skal vurdere gjeldende regulering av informasjonsplikter i forbindelse med kjøp, salg og notering av finansielle instrumenter og vederlag fra andre enn kunden (returprovisjoner/«inducements»). Formålet med gjennomgåelsen er bl.a. å sikre at ikke-profesjonelle investorer får korrekt, tydelig og sammenlignbar informasjon om finansielle produkter. En hypotese er at dokumentene som produseres under gjeldende regelverk er for lange, komplekse og vanskelige å forstå for uerfarne investorer og på samme tid inneholder informasjon som er overflødig for mer sofistikerte investorer som ikke behøver samme grad av beskyttelse og veiledning. I lys av dette har det blitt stilt spørsmål ved om kravene til informasjon fra tilbydere av finansielle instrumenter og tjenester er unødvendig byrdefulle. EU-kommisjonen er ventet å publisere resultatene av gjennomgåelsen innen første kvartal 2022.

Økt deltakelse i kapitalmarkedet fra ikke-profesjonelle investorer forutsetter også gode og kostnadseffektive mellomledd. Uerfarne investorer er avhengig av god og tilpasset rådgivning ved plassering av sparemidler i kapitalmarkedet. Dersom rådgiverne mottar vederlag fra andre enn kunden, eller kvaliteten på rådgivningen generelt er for dårlig, svekker det tilliten til kapitalmarkedet som mulig kilde til avkastning for ikke-profesjonelle. Det samme gjelder dersom bruken av mellomledd er så fordyrende at hele eller store deler av avkastningen forsvinner til kostnader. I tillegg til informasjonskravene, har EU-kommisjonen derfor varslet at den vil vurdere gjeldende regulering av returprovisjoner og nye krav for å styrke kvalifikasjonene til finansrådgivere i EU.



Aksjonspunkt 9 – Tilrettelegge for individuell pensjonssparing

Befolkningen i Europa blir stadig eldre, og spørsmålet om hvordan samfunnet skal møte eldrebølgen er et omdiskutert tema.

Aksjonspunkt 9 om pensjonssparing inngår i handlingsplanens målsetning om å gjøre kapitalmarkedene mer inkluderende og lettere tilgjengelig for ikke-profesjonelle investorer. EU-kommisjonen ønsker å sikre den aldrende befolkningen tilstrekkelige og bærekraftige pensjonsinntekter ved å legge til rette for økt sparing av pensjonsmidler gjennom kapitalmarkedene. Individuell pensjonssparing i finansmarkedet skal supplere statlige og private pensjonsordninger og har utsikter til bedre avkastning enn tradisjonell sparing på bankkonto, særlig i et marked med vedvarende lave renter. Et større europeisk marked for individuell pensjonssparing kan også gjøre det enklere å skaffe kapital til å finansiere langsiktige investeringer, og dermed bidra positivt til realøkonomien.

Et viktig steg i denne retningen var vedtakelsen av forordning om et felleseuropeisk individuelt pensjonsprodukt (pan-European Personal Pension Product - PEPP).²¹ PEPP skal være et frivillig, langsiktig sparingsprodukt som bare kan tegnes av fysiske personer. Produktet skal ikke være knyttet til personens yrke. Forordningen trådte i kraft i EU 22. mars 2022 og er et supplement til eksisterende statlige og private pensjonsordninger. PEPP skal ikke erstatte eller harmonisere eksisterende nasjonale ordninger for privat pensjonssparing, men gi forbrukere mulighet til å investere i et felleseuropeisk produkt når de sparer til pensjon. EIOPA forventet at rundt 13 aktører ville være klare til å tilby PEPP ved ikrafttredelsen i EU og at rundt 50 aktører vurderer å

²¹ Forordning (EU) 2019/1238

lansere PEPP i løpet av de første to årene etter ikrafttreddelsen.²²

Kredittinstitusjoner, forsikringsforetak, tjenstepensjonsforetak (IORP), verdipapirforetak med tillatelse til å drive porteføljeforvaltning, forvaltningsselskaper for verdipapirfond og forvaltere av alternative investeringsfond (AIF) skal kunne selge PEPP i hele EU gjennom én enkelt registrering.

Forordningen er foreløpig ikke innlemmet i EØS-avtalen, men Finansdepartementet har vurdert den som EØS-relevant. Dersom forordningen gjennomføres i Norge, vil den kunne utvide det norske pensjonssparingsmarkedet og gi forbrukere økte valgmuligheter for pensjonssparing.

EU-kommisjonen ønsker også å opprette et pensjon-dashbord med detaljert informasjon om pensjonsordningene i Europa og individuelle pensjonssporingssystemer (såkalte «individual pension tracking systems») som skal gi innbyggerne oversikt over deres fremtidige pensjonsinntekt basert på pensjonsordningene de deltar i, og/eller forventet avkastning på langsiktige sparingsprodukter (som for eksempel PEPP).

Finansdepartementet har bedt Finanstilsynet om å utrede gjennomføring av PEPP- forordningen i Norge, herunder behovet for supplerende nasjonale regler og forholdet til dagens ordning for individuell pensjonssparing (IPS). Finanstilsynet har frist til 1. mars 2022 til å levere utkast til regler som deretter vil bli sendt på høring på vanlig måte.

²² EIOPA expects 13 PEPP providers to launch on first day in March 2022 - European Pensions <https://www.europeanpensions.net/ep/EIOPA-expects-13-PEPP-providers-to-launch-on-first-day-in-March-2022.php>

Aksjonspunkt 10 – Redusere skattekostnader ved grensekryssende investeringer

Aksjonspunkt 10 går ut på at EU-kommisjonen skal foreslå et felles, standardisert system i EU for refusjon av for mye betalt kildeskatt.

Beskatning kan utgjøre et betydelig hinder for grensekryssende investeringer og en velfungerende kapitalmarkedsunion. Den nasjonale skatteretten er ofte dypt forankret i hvert enkelt lands rettssystem, og ulikheter mellom EU-landenes nasjonale skatterett har vist seg å være vanskelige å redusere. EU-kommisjonen mener likevel at det bør være mulig å redusere skattekostnader ved grensekryssende investeringer uten å måtte ty til full harmonisering av skattelovgivningen og skattesatsene i de enkelte medlemslandene.

I dag forårsaker de nasjonale ordningene for refusjon av kildeskatt en skatterelatert merkostnad ved grensekryssende investeringer. Det er betydelige forskjeller mellom refusjonsordningene i de ulike EU-landene, og de er til dels komplekse og tidkrevende. Dersom man må gjennom en omstendelig og tidkrevende prosess for å få refundert for mye betalt kildeskatt i utlandet, vil investeringer utenfor eget hjemland fremstå mindre attraktivt for ikke-profesjonelle investorer. Dette kan igjen true EUs ambisjon om å skape et reelt indre marked for investeringer.

I september 2021 publiserte²³ EU-kommisjonen en innledende konsekvensvurdering (Inception Impact Assessment) der kommisjonen bekreftet intensjonen om å foreslå et felles, standardisert system i EU for refusjon av kildeskatt. EU-kommisjonens intensjon er at reglene skal utformes som et eget direktiv. EU-kommisjonen har bedt om tilbakemeldinger på konsekvensvurderingen, og har planlagt en offentlig høringsrunde for første kvartal 2022. Det er ventet at EU-kommisjonen vil publisere sitt endelige forslag innen fjerde kvartal 2022. Målsetningen er å skape et nytt, standardisert EU-system som forenkler refusjonsprosessen og dermed reduserer de skatterelaterte kostnadene ved grensekryssende investeringer. EU-kommisjonen peker på at det nye systemet også kan bidra til å forhindre skattesvik i forbindelse med refusjon av kildeskatt.

Skatterett er ikke en del av EØS-avtalen, men norske skatteregler må utformes slik at de ikke forskjellsbehandler foretak innenfor EØS-området. Dette følger av EØS-avtalens regler om de fire friheter. I praksis skiller derfor flere norske skatteregler mellom etableringer og investeringer innenfor og utenfor EØS.

Det kan derfor ikke utelukkes at det norske systemet for refusjon av for mye betalt kildeskatt vil tilpasses ny EU-lovgivning som springer ut av aksjonspunkt 10. For norske investorer med investeringer utenfor Norge vil det uansett være en fordel om systemene for refusjon av kildeskatt i Europa harmoniseres og forenkles.

²³ [Withholding taxes – new EU system to avoid double taxation \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/taxation-customs/withholding-taxes-new-eu-system-to-avoid-double-taxation_en)

Aksjonspunkt 11

– Økt harmonisering av nasjonale insolvensregler

Skarpt avvikende og tidvis ineffektive nasjonale insolvensregimer i Europa har lenge utgjort et strukturelt hinder for grensekryssende investeringer og dermed også etableringen av en reell kapitalmarkedsunion. Forskjellene mellom EU-landenes nasjonale insolvenslovgivning kan gjøre det vanskelig for grensekryssende investorer å forutse lengden og utfallet av insolvensbehandlinger. Usikkerheten gjør det vanskelig å prise risikoen ved grensekryssende investeringer riktig, særlig ved investeringer i gjeldsinstrumenter. Dersom insolvensregimene i utlandet fremstår som ineffektive eller uforutsigbare, vil investeringer utenfor eget hjemland virke mindre attraktivt for investorer. Dette kan igjen lede til at fornuftige prosjekter ikke gjennomføres og at den økonomiske veksten i Europa stagnerer.

Den nasjonale insolvenslovgivningen er ofte dypt forankret i hvert enkelt lands rettssystem, og ulikheter mellom EU-landenes nasjonale insolvenslovgivning kan dermed være vanskelig å redusere. EU-kommisjonen ser derfor på målrettede tiltak på EU-nivå som kan avhjelpe de hindringene fragmenterte nasjonale insolvensregler oppstiller, uten å måtte ty til full harmonisering av EU-landenes nasjonale insolvenslovgivning.

I november 2020 publiserte²⁴ EU-kommisjonen en innledende konsekvensvurdering (Inception Impact Assessment) av økt harmonisering av EU-landenes nasjonale insolvenslovgivning. I konsekvensvurderingen peker EU-kommisjonen på flere elementer av den materielle insolvenslovgivningen der reglene kan harmoniseres og gjøres mer forutsigbare for grensekryssende investorer:

- Vilkårene for å åpne insolvensbehandlinger (herunder definisjonen av insolvens og triggere for insolvensbehandlinger, samt regler om hvem som er berettiget til å begjære om åpning av insolvensbehandlinger);
- Vilkårene og virkningene til omstøtelse;
- Styreansvar ved insolvensbehandlinger;
- Stillingen til usikrede kreditorer i insolvensbehandlinger;
- Sporing av eiendeler, særlig i forbindelse med omstøtelse.

EU-kommisjonen har bedt om tilbakemeldinger på konsekvensvurderingen, og avholdt i den forbindelse en offentlig høringsrunde i første kvartal 2021. I etterkant av høringsrunden bekreftet EU-kommisjonen at initiativet skal være i form av et eget direktiv. Virkeområdet for det kommende direktivet er foreløpig ikke avklart og skal fortsatt diskuteres med EU-landene og Europaparlamentet. EU-kommisjonen vurderer også å supplere direktivet med anbefalinger fra kommisjonen. Det er ventet at EU-kommisjonen vil publisere sitt endelige forslag innen tredje kvartal 2022.

²⁴ [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=PL_COM:Ares\(2020\)6591479&rid=10](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=PL_COM:Ares(2020)6591479&rid=10)

Initiativet omfatter ikke banksektoren, hvor EU-landenes insolvenslovgivning allerede er minimumsharmonisert gjennom henholdsvis krisehåndteringsdirektivet²⁵ og innskuddsgarantidirektivet²⁶. Direktivene er innlemmet i EØS-avtalen og gjennomført i finansforetaksloven kapittel 19 til 21. Reglene har bidratt til at insolvensregelverket for banksektoren i EØS-området har blitt mer enhetlig og forutsigbart.

Insolvensretten er som utgangspunkt ikke del av EØS-avtalen og det er dermed grunn til å tro at ny EU-lovgivning som springer ut av aksjonspunkt 11 ikke vil være EØS-relevant. Insolvensforordningen²⁷ er for eksempel ikke innlemmet i EØS-avtalen og gjelder ikke i Norge.

Det kan likevel ikke utelukkes at norske myndigheter vil vurdere å oppdatere norsk insolvenslovgivning dersom EU-lovgivningen på insolvensområdet blir mer harmonisert for å sikre at norsk næringslivs attraktivitet for utenlandske investorer ikke blir skadelidende. I takt med at næringslivet har blitt mer internasjonalt, har også norsk insolvensrett blitt mer internasjonalt rettet. Ved utformingen av konkurslovens fjerde del om grensekryssende insolvensbehandling, fant Justis- og beredskapsdepartementet for eksempel grunn til å se hen til reglene i insolvensforordningen.

For norske investorer med investeringer utenfor Norge vil det uansett være en fordel dersom forskjellene mellom EU-landenes nasjonale insolvenslovgivning reduseres, slik at reglene blir mer forutsigbare og enklere å håndtere.



25 Direktiv 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD), i kraft i Norge fra 1. januar 2019

26 Direktiv 2014/49/EU (Deposit Guarantee Schemes Directive - DGSD), i kraft i Norge fra 1. januar 2019

27 Forordning (EU) 2015/848 (Insolvency Regulation)

Aksjonspunkt 12 – Forbedret aksjonærdeltakelse over landegrensene

Økt aksjonærengasjement har vært en stigende trend blant investorer i Europa de siste årene, særlig i forbindelse med miljø- og bærekraftspørsmål. Aksjonspunkt 12 handler om å fremme langsiktig og bærekraftorientert aksjonærdeltakelse, og inngår i EU-kommisjonens arbeid med å bygge opp et marked for bærekraftig finans (sustainable finance).

I dag kan forskjellene mellom EU-landenes nasjonale selskapsrett gjøre det vanskelig for investorer å utøve sine aksjonærrettigheter ved investeringer i selskaper etablert i øvrige medlemsland, herunder deltakelse og stemmegivning på generalforsamlinger. Særlig aksjonærer med forvalterregistrerte aksjer kan møte på praktiske utfordringer i denne forbindelse. Dersom det er for omstendelig for aksjonærer å utøve sine aksjonærrettigheter i utenlandske selskaper, vil det begrense adgangen de har til å utøve reell innflytelse på generalforsamlingen. Dette kan igjen gjøre at investeringer utenfor eget hjemland fremstår mindre attraktivt for investorer, noe som kan true EUs ambisjon om å skape et reelt indre marked for investeringer.

EU-kommisjonen ser derfor på målrettede legislative endringer som skal effektivisere selskapshendelser og gjøre det enklere for alle investorer å delta og stemme på generalforsamlinger, særlig i grensekryssende sammenheng.

Konkret vurderer EU-kommisjonen å innføre en harmonisert definisjon av aksjonærbegrepet i EU, samt foreta ytterligere harmonisering av reglene for utøvelse av stemmerett på generalforsamlinger og gjennomføring av selskapshendelser. EU-kommisjonen er ventet å publisere sine forslag innen tredje kvartal 2023 som en del av evalueringen av det nåværende aksjonærrettighetsdirektivet²⁸ i EU. Dagens direktiv skal legge til rette for at aksjonærene effektivt kan utøve aksjonærrettigheter og fremme langsiktig aksjonærengasjement, og er innlemmet i EØS-avtalen.

Lovgivningen som skal implementere det nåværende aksjonærrettighetsdirektivet i Norge²⁹ er vedtatt og sanksjonert, men kun delvis trådt i kraft. Det er foreløpig ikke kjent når de siste delene av direktivet vil tre i kraft i Norge. Etter hvert som direktivet gjennomføres i Norge og endringene som springer ut av aksjonspunkt 12 vedtas og innlemmes i EØS-avtalen, vil reglene få betydning for norske aksjonærer, forvaltere og selskaper.

28 Direktiv (EU) 2017/828 (Shareholders Rights Directive II – SRD II) om endring av direktiv 2007/36/EF (Shareholders Rights Directive)

29 Du kan lese mer om aksjonærrettighetsdirektivets betydning for Norge i våre tidligere nyhetsbrev (<https://bahr.no/newsletter/nye-informasjonsplikter-for-institusjonelle-investorer-og-kapitalforvaltere>, <https://bahr.no/newsletter/selskapsrett-nye-krav-til-informasjon-og-rapportering-om-godtgjorelse-til-ledende-personer-i-borsnoterte-selskaper-fra-nyttar> og [Endringer i aksjelovgivningen – åpenhet om eierskap og deltakelse på generalforsamlingen – BAHHR](#))

I tillegg skal EU-kommisjonen innen første kvartal 2022 undersøke om nasjonale barrierer hindrer bruken av ny digital teknologi i tilknytning til selskapshendelser, for eksempel om nasjonale barrierer hindrer effektiv kommunikasjon mellom selskapene og aksjonærene, eller om prosedyrene for identifisering, deltakelse og utøvelse av stemmerett på generalforsamlinger kan forenkles.

For norske ikke-profesjonelle investorer med investeringer utenfor Norge vil det være en fordel at regelverket legger best mulig til rette for at investorene får utøve reell innflytelse på generalforsamling. For norske selskaper med utenlandske investorer vil harmonisering på EU-nivå kunne føre til økt attraktivitet hos investorene og derigjennom høyere likviditet og bedre prising av selskapenes aksjer.

Aksjonspunkt 13 – Forbedrede systemer for grensekryssende oppgjør

Aksjonspunkt 13 går ut på å forbedre systemene for grensekryssende oppgjør av verdipapirer i EU.

Verdipapiroppgjørssystemene i Europa er fortsatt fragmentert langs nasjonale linjer og oppgjørsprosessene kan variere fra land til land. Dette kan utgjøre en merkostnad og risikokilde ved grensekryssende investeringer. Dersom prosessen for oppgjør av utenlandske verdipapirer virker omstendelig eller lite tilgjengelig, vil investeringer utenfor eget hjemland virke mindre attraktivt for investorer. Dette kan igjen true EUs ambisjon om å skape et reelt indre marked for investeringer.

Verdipapirsentralforordningen³⁰ innførte et felles regelverk for verdipapirsentraler i Europa og innførte et system med europeisk «pass», som gir verdipapirsentraler autorisert i et EØS-land adgang til å yte verdipapirsentraltjenester i andre EØS-land dersom bestemte vilkår er oppfylt. Forordningen har imidlertid ikke hatt den ønskede effekt når det gjelder økt konkurranse mellom verdipapirsentraler innenfor EU.

EU-kommisjonen ser nå på konkrete endringer av verdipapirsentralforordningen som kan effektivisere tilbudet av grensekryssende oppgjørstjenester og forbedre konkurransesituasjonen mellom verdipapirsentraler. Dette kan igjen bidra til å utvikle et reelt indre marked for oppgjør av verdipapirer i EU og senke kostnadene ved grensekryssende investeringer.

³⁰ Forordning (EU) 909/2014 (Central Securities Depositories Regulation - CSDR), i kraft i Norge fra 1. januar 2020. Du kan lese mer om verdipapirsentralforordningens betydning for Norge i vårt tidligere nyhetsbrev (<https://bahr.no/newsletter/securities-markets-potential-impacts-of-norways-implementation-of-csdr-from-1-january-2020-2>)

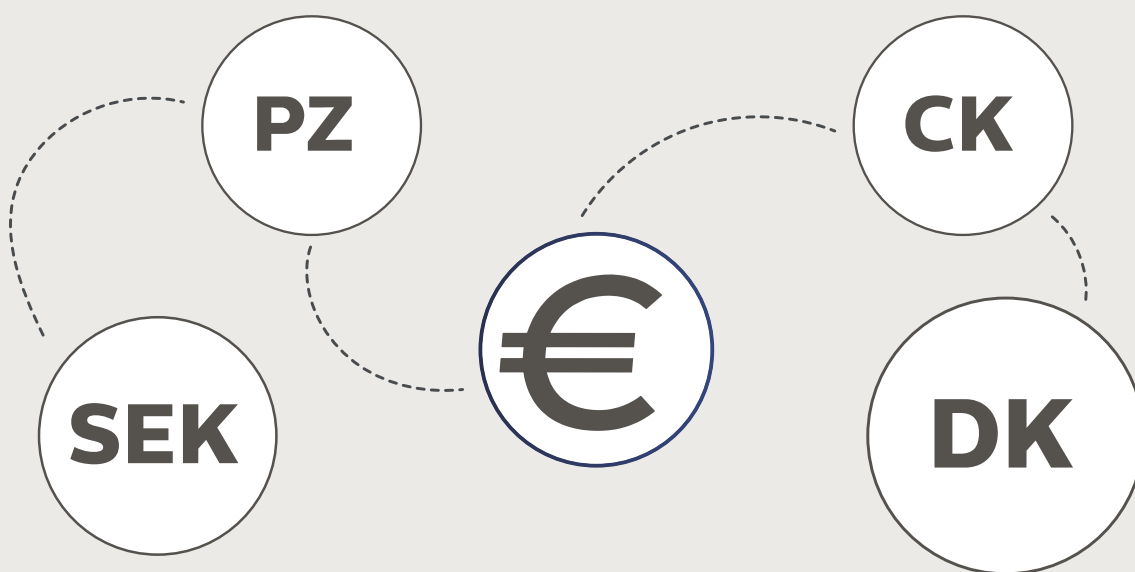
I juli 2021 publiserte³¹ EU-kommisjonen en rapport om verdipapirsentralforordningen til Europaparlamentet og Det europeiske råd, der kommisjonen bekreftet intensjonen om å foreslå lovendringer og pekte på flere områder av verdipapirsentralforordningen som de vil gjennomgå. Målsetningen er at det for investorer i EU skal være like enkelt å investere i verdipapirer fra et annet EU-land, som det er å investere i verdipapirer fra eget hjemland.

Konkret ønsker EU-kommisjonen blant annet å forenkle prosessen som verdipapirsentraler må gjennom for å kunne tilby verdipapirsentraltjenester i et annet EU-land eller til verdipapirer utstedt etter et annet EU-lands rett. Videre ønsker EU-kommisjonen å styrke samarbeidet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter og sikre en mer enhetlig anvendelse av reglene i verdipapirsentralforordningen på tvers av EU.

I mars 2022 publiserte³² EU-kommisjonen et forslag til en endringsforordning til verdipapirsentralforordningen. De foreslåtte endringene skal blant annet forenkle prosessen som verdipapirsentraler må gjennom for å kunne tilby verdipapirsentraltjenester i et annet EU-land eller til verdipapirer utstedt etter et annet EU-lands rett. Videre skal endringsforslagene gjøre det enklere for verdipapirsentraler å yte tilknyttede banktjenester, samt styrke samarbeidet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter.

Etter hvert som endringene av verdipapirsentralforordningen vedtas og innlemmes i EØS-avtalen, vil reglene få betydning for verdipapirsentraler som er autorisert i Norge. Endringene vil også kunne gjøre det mer attraktivt for verdipapirsentraler med hjemstat i andre EØS-land å tilby tjenester i Norge. Dette kan igjen gi aktører i det norske kapitalmarkedet økte valgmuligheter for verdipapirsentraltjenester.

For norske investorer med investeringer utenfor Norge vil det uansett være en fordel at systemene for grensekryssende oppgjør av verdipapirer effektiviseres og harmoniseres ytterligere.



³¹ https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/210701-csdr-report_en.pdf

³² [The Commission proposes simpler rules to make settlement in EU financial markets safer and more efficient | European Commission \(europa.eu\)](#)

Aksjonspunkt 14 – Etablere en felles datastrøm med handelsdata

Aksjonspunkt 14 handler om å etablere en felleseuropeisk plattform for publisering av handelsdata på alle handelsplasser i EU.

I dag handles det verdipapirer på rundt 500 forskjellige handelsplasser innad i EU. Alle disse handelsplassene offentliggjør visse handelsdata (volum, tid, pris mm.) for hver transaksjon. Disse datamengdene blir imidlertid ikke samlet på ett sted, og det er i praksis svært vanskelig for investorer å få en fullstendig oversikt over prisdannelsen i det europeiske verdipapirmarkedet. Mangel på slike data vil kunne gjøre det mindre attraktivt å foreta investeringer utenfor det lokale hjemmemarkedet, noe som igjen kan true EUs ambisjon om å skape et reelt indre marked for verdipapirhandel.

Fragmenteringen av handelsdataene utgjør dessuten en informasjonsfordel for de største markedsaktørene, sammenlignet med for eksempel mindre banker, kapitalforvaltere eller ikke-profesjonelle investorer. Slik informasjonsskjevhet er i seg selv en trussel mot et effektivt kapitalmarked.

MiFIR innførte en rekke detaljerte regler om offentliggjøring av opplysninger om ordrer og gjennomførte handler i verdipapirer (pre- og post-trade informasjon). Forordningen har imidlertid ikke hatt den ønskede effekt når det gjelder økt transparens om handelsdata på tvers av handelsplasser i EU.

I november 2021 foreslo³³ EU-kommisjonen derfor en rekke endringer av MiFIR som skal legge til rette for etableringen av en felles datastrøm («consolidated tape») som konsoliderer all offentlig tilgjengelig data om pris og volum for aksjer, obligasjoner, exchange-traded funds (ETF) og derivater som handles på ulike handelsplasser i EU. Handelsplassene vil pålegges å dele handelsdataene med et konsolidert offentliggjøringssystem («Consolidated Tape Provider» – CTP), som vil offentliggjøre datastrømmen så nær sanntid som mulig.

Målsetningen er å gi alle aktører i verdipapirmarkedet tilgang til samme handelsdata, uavhengig av hvor handelen gjøres. Dette skal motvirke informasjonsskjevhet og kan også bidra til å øke konkurransen mellom handelsplassene i EU, ved at investorer enklere kan sammenligne pris og likviditet på tvers av handelsplasser.

Etter hvert som endringene av MiFIR vedtas i EU og innlemmes i EØS-avtalen, vil reglene få betydning for regelverket om offentliggjøring av handelsdata for handelsplasser i Norge. For norske investorer med investeringer utenfor Norge, vil det være en praktisk fordel at handelsdataene i EU samles på ett sted. Samtidig kan norske selskaper bli mer synlige og attraktive for internasjonale investorer, hvilket igjen kan bidra til likviditet og høyere prising av selskapenes aksjer.

³³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0727>

Aksjonspunkt 15 – Styrke beskyttelsen av grensekryssende investeringer

En forutsetning for et reelt indre marked for investeringer i EU er at investorene har tillit til at deres grensekryssende investeringer effektivt er beskyttet mot urimelige inngrep fra vertsstaten. Aksjonspunkt 15 i EU-kommisjonens plan for kapitalmarkedsunionen handler om å styrke beskyttelsen av grensekryssende investeringer i EU.

I 2020 signerte 23 av EU-landene en traktat³⁴ som avsluttet alle eksisterende bilaterale investeringsavtaler (Bilateral Investment Treaty - BIT) mellom medlemslandene.³⁵ BITs er folkerettslige avtaler mellom to land, som skal gi investorer fra de kontraherende statene forutsigbare rammevilkår når de investerer i den andre staten. Typisk pålegger en BIT vertsstaten å sikre de utenlandske investorene rimelig og rettferdig behandling og vern mot diskriminering, samt direkte søksmålsadgang for en voldgiftsrett dersom investoren mener seg utsatt for en krenkelse av vertsstaten under BIT'en.

Forbudet mot BITs mellom medlemslandene medførte at utenlandske investorers mulighet til å saksøke vertsstaten utenfor vertsstatens nasjonale rettssystem (dvs. for en voldgiftsrett) ble fjernet. Dette utløste en debatt om hvordan utenlandske investorer effektivt skal kunne håndheve sine rettigheter hvis de i forbindelse med grensekryssende investeringer mener seg utsatt for urimelige inngrep fra vertsstaten.

I mai 2020 publiserte³⁶ EU-kommisjonen en innledende konsekvensvurdering (Inception Impact Assessment) av regelverksendringer som skal harmonisere investeringsbeskyttelsesreglene og legge til rette for grensekryssende investeringer. I september 2020 bekreftet³⁷ Europakommisjonens president i et Letter of Intent EU-kommisjonens intensjon om å foreslå lovendringene. Det er ventet at EU-kommisjonens endelige forslag vil publiseres i løpet av 2022.

I konsekvensvurderingen peker EU-kommisjonen på flere elementer av de materielle investeringsbeskyttelsesreglene som kan harmoniseres og gjøres mer forutsigbare for grensekryssende investorer:

³⁴ *Agreement for the termination of Bilateral Investment Treaties between the Member States of the European Union.*

³⁵ Avgjørelsen om å avslutte BITs mellom medlemsstatene kom i kjølvannet av en dom fra EU-domstolen (Court of Justice of the European Union – CJEU), som i sak C-284/16 (Slovak Republic v. Achmea BV) slo fast at voldgiftsklausulen i en BIT mellom Nederland og Slovakia var i strid med EU-retten. Forbudet mot BITs er ikke EØS-relevant og Norge har ikke signert traktaten. Per 31. januar 2022 er Norge part i 14 BITs, hvor av åtte er med EU-land.

³⁶ [Cross-border investment within the EU – clarifying and supplementing EU rules \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/state_of_the_union_2020_letter_of_intent_en.pdf)

³⁷ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/state_of_the_union_2020_letter_of_intent_en.pdf

- Virkeområdet til EU-rettens fire friheter, herunder reglene om fri bevegelse for kapital
- Rettighetene som springer ut av kravene til forvaltningsmessig saksbehandling
- Beføyelsene som en investor har der et EU-land bryter sine forpliktelser etter EU-retten
- Reglene om erstatning ved ekspropriasjon

Videre vurderer EU-kommisjonen å foreslå endringer i tvisteløsningsmekanismene på nasjonalt og/eller EU-nivå som kan effektivisere håndhevingen av reglene som beskytter investeringer, herunder:

- Etablering av et ombudsmann-lignende organ på EU-nivå som grensekryssende investorer kan klage inn EU-land for
- Etablering av en permanent særdomstol på EU-nivå som bare hører saker om investeringsbeskyttelse (specialised investment court) og som grensekryssende investorer har direkte søksmålsadgang til
- Målrettede endringer av EU-landenes nasjonale prosessrett

I tillegg ønsker EU-kommisjonen å iverksette tiltak som legger til rette for grensekryssende investeringer, for eksempel å samle informasjon om rettighetene og mulighetene til grensekryssende investorer på ett sted.

Siden prosessrett ikke er del av EØS-avtalen, er det grunn til å tro at ny EU-lovgivning som springer ut av aksjonspunkt 15 som utgangspunkt ikke vil være EØS-relevant. Jurisdiksjonen til en eventuell EU-ombudsmann og EU-investeringsdomstol er foreløpig ikke avklart.

Ettersom forbudet mot BITs ikke gjelder for EØS-landene, er det mulig at organene ikke vil være relevante for norske investorer.

Dersom de planlagte endringene av EU-landenes nasjonale prosessrett blir vellykkede, vil utenlandske investorer innrømmes mer effektive og forutsigbare beføyelser overfor versstatene. Dette vil også kunne gagne norske investorer med investeringer utenfor Norge.



Aksjonspunkt 16

– Økt harmonisering av tilsynet med kapitalmarkedene

I kjølvannet av finanskrisen i 2008 etablerte EU et nytt og mer omfattende europeisk finanstilsynssystem med nye, felleseuropeiske tilsynsmyndigheter: EBA på bankområdet; ESMA på verdipapirområdet og EIOPA på forsikringsområdet.³⁸ Siden den gang har det blitt vedtatt store mengder ny EU-lovgivning om finansielle tjenester, og EU-tilsynsmyndighetene skal bidra til en felles forståelse og håndhevelse av EUs finanslovgivning på tvers av EU. Målsetningen er at EU-lovgivningen om kapitalmarkedene anvendes som en felles regelbok (single rulebook) på tvers av medlemslandene, og med ensartet tilsynspraksis hos de ulike nasjonale finanstilsynsmyndigheter.

EU-kommisjonen mener at dagens EU-lovgivning gir medlemslandene et for stort handlingsrom ved implementering, anvendelse og håndhevelse av EUs finansmarkedsrett til at målet om «single rulebook» kan la seg realisere i praksis. I mars 2021 publiserte³⁹ kommisjonen derfor et høringsdokument (Consultation Document) der de ba om tilbakemeldinger på dagens EU-lovgivning og tilsynspraksis i kapitalmarkedene. I høringsdokumentet peker EU-kommisjonen blant annet på at EUs finanslovgivning tidligere har vært preget av direktiver, som i motsetning til forordninger gir EU-landene en viss skjønnsmargin ved implementeringen og anvendelsen av reglene. EU-kommisjonen vurderer å harmonisere EUs finanslovgivning ytterligere ved å foreslå flere forordninger og mer detaljerte regler.

Videre skal EU-kommisjonen evaluere myndigheten og verktøyene som EU-tilsynsmyndighetene disponerer. I dag bidrar EU-tilsynsmyndighetene blant annet til ensartet tilsyn av kapitalmarkedene ved å gi anbefalinger og retningslinjer om hvordan regelverket skal forstås eller hvordan tilsyn bør utøves, og ved å utarbeide forslag til utfyllende regelverk som fastsettes av andre EU-organer.

Kommisjonen er ventet å publisere en rapport innen første kvartal 2022 som følger opp disse spørsmålene i større detalj.

Norge har sluttet seg til EUs finanstilsynssystem gjennom en avtale mellom EU og EØS/EFTA-landene.⁴⁰ På grunn av EØS-avtalens to-pilarstruktur, er ikke Norge underlagt EU-tilsynsmyndighetene. Istedenfor har EFTAs overvåkingsorgan (EFTA Surveillance Authority) tilsvarende rolle for Norge/Finanstilsynet, som EU-tilsynsmyndighetene har for EU-landene. Utviklingen siden EUs finanstilsynssystem ble etablert har vært EU-tilsynsmyndighetene stadig tildeles nye oppgaver og at deres myndighet i finansmarkedene økes.

³⁸ Siden Norge ikke er medlem av EU, er ikke Norge underlagt disse EU-tilsynsmyndighetene. Istedenfor har EFTAs overvåkingsorgan en tilsvarende rolle for Norge som ESA har for EU-landene.

³⁹ https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-esas-review-consultation-document_en.pdf

⁴⁰ Council Conclusions by the EU and EEA-EFTA Ministers of Finance and Economy on 14 October 2014

Dette kan også påvirke aktører i det norske kapitalmarkedet ved at myndigheten til EFTAs overvåkingsorgan endres tilsvarende.

Den stadig økende harmoniseringen av EUs finanslovgivning vil dessuten generelt påvirke aktører i det norske kapitalmarkedet, ettersom ny EU-lovgivning på dette området som utgangspunkt er EØS-relevant.⁴¹ Den norske lovgivningen på finansmarkedsområdet vil dermed harmoniseres ytterligere med EU-retten, samtidig som handlingsrommet til norske myndigheter på området innskrenkes. På sikt kan også EU-rettens krav til harmoniserte standarder og løsninger sette særnorske regler, som reguleringen av finansieringsvirksomhet eller eierkontrollreglene, i fare. Økt harmonisering vil dessuten bidra til at aktører i det norske kapitalmarkedet i større grad likebehandles med aktørene i EU, hvilket er en fordel for norske selskaper som ønsker å drive virksomhet i utlandet.

41 Med unntak for EU-lovgivning som gjelder eurosone.

Redaksjon



**Markus
Nilssen**
Partner

E marni@bahr.no
M +47 900 64 626



**Vanessa
Kalvenes**
Senioradvokat

E vakal@bahr.no
M +47 918 43 824



**Marcus
Cordero-Moss**
Advokatfullmektig

E mamos@bahr.no
M +47 988 20 937

VIKTIG INFORMASJON

Innholdet er kun ment som generell informasjon, og skal verken erstatte eller anses som juridisk rådgivning. Innholdet er er ikke tilpasset den enkelte mottakers situasjon.

Advokatfirmaet BAHR AS tar ikke ansvar for eventuelle feil eller mangler i publikasjonen, eller beslutninger som helt eller delvis er basert på innholdet i publikasjonen.

Advokatfirmaet BAHR AS

www.bahr.no