



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 27.5.2010
KOM(2010)243 endelig

**BERETNING FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET, EUROPA-PARLAMENTET,
DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG
REGIONSUDVALGET**

Anvendelse af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked

SEK(2010)611

**BERETNING FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET, EUROPA-PARLAMENTET,
DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG
REGIONSUDVALGET**

Anvendelse af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked

1. INDLEDNING

1. Denne beretning gennemgår gennemførelsen af direktiv 2004/109/EF¹ om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked (herefter benævnt "gennemsigtighedsdirektivet") i overensstemmelse med artikel 33 i nævnte direktiv.
2. Gennemsigtighedsdirektivet kræver, at udstederne af værdipapirer på regulerede markeder i EU sikrer den nødvendige gennemsigtighed for investorerne gennem offentliggørelse af regulerede oplysninger og formidler disse til offentligheden i hele EU. Sådanne oplysninger består af finansielle rapporter, oplysninger om større besiddelser af stemmerettigheder og oplysninger, der offentliggøres i henhold til artikel 6 i direktiv 2003/6/EF om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)².
3. De mål, der forfølges med gennemsigtighedsdirektivet, er vigtige for de finansielle markeder og anerkendt af internationale standardiseringsorganer som f.eks. IOSCO eller OECD. Den nuværende finansielle krise viser, at offentliggørelse af præcis, omfattende og rettidig information om værdipapirudstedere er afgørende for at muliggøre en kvalificeret vurdering af deres forretningsresultater og aktiver og dermed til at opbygge tilliden blandt investorerne på kapitalmarkederne.
4. Denne beretning beskriver effekten af gennemsigtighedsdirektivet, og hvordan det er blevet overholdt (afsnit 2), peger på de vigtigste spørgsmål, der opstår ved anvendelsen af gennemsigtighedsdirektivet (afsnit 3), og drager en række konklusioner (afsnit 4). Denne rapport suppleres af et arbejdsrapport fra Kommissionen, der giver yderligere oplysninger om disse spørgsmål samt om, hvordan oplysningerne er indsamlet.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, EUT L 390 af 31.12.2004, s. 38. Se: www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm

² EUT L 96 af 12.4.2003, s.16.

2. VIRKNINGEN AF OG OVERHOLDELSE AF GENNEMSIGTIGHEDSDIREKTIVET

5. Den eksterne undersøgelse om anvendelsen af gennemsigtighedsdirektivet, der er foretaget på Kommissionens vegne³ (herefter "den eksterne undersøgelse") afspejler, at et stort flertal af de aktører, der deltog i undersøgelsen, mener, at gennemsigtighedsdirektivet er nyttigt for en korrekt og effektiv funktion af markedet. Interessenterne mener generelt, at de regulerede oplysninger fra udstederne videregives til investorer, måske med undtagelse af de oplysninger, der offentliggøres af de mindre børsnoterede selskaber.
6. Med hensyn til økonomiske konsekvenser af gennemsigtighedsdirektivet på de finansielle markeder kan den hidtil udførte forskning ikke danne basis for klare konklusioner. Det synes snarere, at gennemsigtighedsdirektivet er neutralt: Det opfattes ganske vist som en forenkling af kravene for den primære markedsudstedelse, men der mangler empiriske beviser til at bakke op om denne opfattelse.
7. En gennemgang af udstederpraksis viser, at udstedere generelt overholder kravene til regnskabsaflæggelsesforpligtelser, og at dette også er interessenternes opfattelse. De angivne finansielle oplysninger anses for nyttige og tilstrækkelige til investeringsformål. Også den forenkling af de sproglige krav om offentliggørelse af finansielle oplysninger, der blev indført i 2004, har været særlig velkommen.
8. Omkostningerne til overholdelse af forpligtelserne i gennemsigtighedsdirektivet⁴ synes ikke umiddelbart at være særligt høje⁵. Dette er også udstedernes opfattelse, selv om de små og mellemstore børsnoterede selskaber er mere bekymrede over omkostningerne ved at overholde forpligtelserne. Indførelsen af "hjemlandsreglen"⁶ samt en forenkling af sprogordningen for finansielle oplysninger i 2004, bør i princippet have bidraget til at reducere udstedernes omkostninger. Men der er øgede omkostninger for de grænseoverskridende investorer som følge af utilstrækkeligt harmoniserede krav i gennemsigtighedsdirektivet.

3. GENNEMGANG AF ANVENDELSEN AF DIREKTIVET: NYE SPØRGSMÅL

9. En række spørgsmål dukker frem i gennemgangen af gennemførelsen af gennemsigtighedsdirektivet (se Kommissionens arbejdsrapport, der ledsager denne rapport, for yderligere detaljer).

³ Mazars (December 2009), *Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market* (Undersøgelse af anvendelse af udvalgte forpligtelser i direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked). Findes på: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm

⁴ Det skal bemærkes, at hovedparten af kravene til indholdet af de årlige og halvårslige finansielle rapporter (f.eks. regnskabsstandarder) ikke er indeholdt i gennemsigtighedsdirektivet.

⁵ Se Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures* (Undersøgelse af omkostningerne ved at overholde udvalgte FSAP-foranstaltninger). Findes på: www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

⁶ Ifølge "hjemlandsreglen" (jf. artikel 3, stk. 1) er udstedere kun underlagt de forpligtelser, der er fastsat af deres hjemland (normalt hvor de i henhold til vedtægterne er hjemmehørende), men ikke dem, der gælder i værtslandet. Formålet med denne "hjemlandsregel" er at undgå, at der finder dobbelt (eller flerfold) anvendelse af reglerne sted over for udstedere.

10. Først og fremmest er der rejst debat om, hvorvidt reglerne om gennemsigtighed bør være specielt tilpasset til de mindre børsnoterede selskaber med henblik på at bevare og også gøre de regulerede markeder mere attraktive for denne kategori af udstedere⁷. Mens mulighederne for forenkling af gennemsigtighedsdirektivets regler for mindre børsnoterede selskaber, og dermed opnå besparelser, er begrænsede, er der særlige forenklingsforanstaltninger, som kunne overvejes, uden at undergrave beskyttelsen af investorerne, såsom f.eks.: i) give mulighed for mere fleksible frister for videregivelse af finansielle rapporter, ii) lette forpligtelsen til at offentliggøre kvartalsvise finansielle informationer, iii) at harmonisere det maksimale indhold af rapporterne, eller iv) at øge den grænseoverskridende synlighed for mindre børsnoterede selskaber over for potentielle investorer og/eller informationsmellemmænd såsom økonomiske analytikere⁸, og derigennem øge deres tiltrækningskraft.
11. For det andet, selv om kravet om at producere kvartalsoplysninger, der blev indført i 2004 med gennemsigtighedsdirektivet, kunne bidrage til en vis kortsigtet vision for investorer af udstedernes præstationer⁹, opfattes det generelt godt af markedsdeltagerne. Herudover vil en lempelse af forpligtelsen til at offentliggøre kvartalsvise oplysninger sandsynligvis kun være til gavn for mindre børsnoterede selskaber, da de store virksomheder formentlig vil fortsætte med at offentliggøre kvartalsvise oplysninger. Tværtimod er der på markedet efterspørgsel for mere detaljerede regler for indholdet af foreløbige regnskaber for at lette udstedernes overholdelsesarbejde og at give mulighed for forudsigelighed af de oplysninger, der videregives.
12. For det tredje giver gennemsigtighedsdirektivets minimumsharmoniseringskarakter medlemsstaterne mulighed for at vedtage strengere krav¹⁰. Således er gennemførelsen af gennemsigtighedsdirektivet forholdsvis ujævn som følge af

⁷ Det skal understreges, at der findes alternative markeder til "regulerede markeder" (i henhold til gennemsigtighedsdirektivet), hvor udstedere kan få handlet deres værdipapirer. Disse alternative markeder betragtes som multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er) i forbindelse med direktiv 2004/39/EF. Gennemsigtighedsdirektivets regler gælder ikke for de alternative markeder og i henhold til den eksterne undersøgelse er der ingen støtte fra interessenterne til at udvide anvendelsen af dette direktiv til de ikke-regulerede markeder. Kommissionen agter ikke på nuværende tidspunkt at foreslå at udvide anvendelsesområdet for gennemsigtighedsdirektivet til MHF'er. En mere detaljeret forklaring er indeholdt i Kommissionens arbejdsrapport, der er vedlagt denne rapport.

⁸ Se f.eks. F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, marts 2010, der findes på www.eurocapitalmarkets.org. I henhold til denne rapport er i gennemsnit 93 % af omsætningen på de regulerede markeder koncentreret på 7 % af det samlede antal børsnoterede virksomheder i EU.

⁹ Sådanne kortsigtede virkninger er i modstrid med Kommissionens seneste initiativer, der opfordrer de finansielle institutioner og udstedere til at skabe incitamentet for en mere langsigtet vision. Europa-Kommissionen har for eksempel anbefalet, at aflønning af ledelsen i udstedere og finansielle institutioner tager hensyn til selskabernes langsigtede adfærd: se Kommissionens henstilling 2009/384/EF af 2009/4/30 om aflønningspolitik i finanssektoren (EUT L 120 af 15.5.2009, s. 22) og Kommissionens henstilling 2009/385/EF af 30.4.2009, der supplerer henstilling 2004/913/EF og 2005/162/EF for så vidt angår ordningen for aflønning af ledelsen i børsnoterede selskaber (EUT L 120 af 15.5.2009, s. 28).

¹⁰ Kommissionens personale undersøgte spørgsmålet om strengere nationale krav i 2008 og udfærdigede et specifikt dokument med detaljerede oplysninger om dette spørgsmål, som bør betragtes som et supplement til denne rapport. Se Kommissionens arbejdsdokument *Rapport om strengere nationale foranstaltninger vedrørende direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked*, SEK(2008) 3033, 10.12. 2008.

forskellige nationale ordninger. Strengere nationale krav, især med hensyn til anmeldelse af større besiddelser af stemmerettigheder, opfattes som problematisk af interessenterne. Dette resulterer i reelle og dyre problemer med gennemførelsen. Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt den nuværende ordning (dvs. minimumsharmonisering) er egnet til at nå en effektiv grad af harmonisering af krav om gennemsigtighed i EU.

13. For det fjerde fremgår det, at gennemsigtighedsdirektivets forpligtelser skal tilpasses til innovation på de finansielle markeder, og der bør indføres øget gennemsigtighed med hensyn til visse typer af instrumenter. Især synes udbredelsen af utilstrækkelig information om materiel udlånspraksis at have øget risiko for "empty voting", og manglende offentliggørelse om kontantafregnede derivater har ført til et øget problem med "skjult ejerskab". Med hensyn til videregivelse af oplysninger til virksomhedsledelsesmæssige formål er sammenslutninger, der repræsenterer udstedere i EU, positivt indstillet over for indførelsen af mekanismer, der tillader ustederne at identificere den ultimative investor, så de kunne gå ind i reelle aktionær-udsteder-dialoger. Desuden gøres der, selv når aktionærer med betydelige andele af stemmerettigheder er velkendte, bestræbelser for at forbedre oplysningskravene for betydelige besiddelser. I nogle medlemsstater er store investorer allerede blevet opfordret til at fremlægge deres planer om deres besiddelser, og hvordan de finansierede deres køb. Spørgsmålet om, hvorvidt store (især institutionelle) investorer skal oplyse deres stemmeafgivning i børsnoterede selskaber, er også relateret til dette emne.
14. For det femte kræver (eller evt. anbefaler) EU-lovgivningen også ud over den offentliggørelse af finansielle rapporter, der kræves af gennemsigtighedsdirektivet, at børsnoterede selskaber offentliggør nogle periodiske ikke-finansielle (men virksomhedsledelsesmæssige) oplysninger, generelt i forbindelse med årsrapporten, såsom den såkaldte redegørelse for virksomhedsledelse¹¹. Spørgsmålet er blevet rejst om, hvorvidt offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger bør integreres i gennemsigtighedsdirektivets regelsæt for at forenkle de eksisterende krav.
15. Et beslægtet spørgsmål drejer sig om videregivelse af miljø-, samfunds- og styreformsmæssige oplysninger¹² (MSS) fra børsnoterede selskaber. Nogle interessenter (ikke-statslige organisationer, investororganisationer) anmoder regelmæssigt om at forbedre og styrke den europæiske lovgivning om MSS-offentliggørelse. Efter deres opfattelse kunne gennemsigtighedsdirektivet være et egnet middel til at integrere disse oplysninger sammen med regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber, og til at løse nogle af de påpegede mangler ved de nuværende MSS-offentliggørelsesregler og -praksis.

¹¹ Artikel 46a i Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabsformer, som ændret ved direktiv 2006/46/EF (EUT L 224 af 16.8.2006, s. 1).

¹² Der er hverken en præcis definition af MSS i reguleringsøjemed, eller en klar afgrænsning af dets anvendelsesområde. Det forekommer imidlertid, at MSS-oplysninger ville passe ind i den større debat om virksomhedernes sociale ansvar (VSA). VSA er blevet defineret af Kommissionen som "*et koncept, hvor virksomhederne frivilligt integrerer sociale og miljømæssige hensyn i deres forretningsaktiviteter og i deres interaktion med deres interessenter*". Se *Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet og det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg - Gennemførelse af partnerskabet for vækst og beskæftigelse: at gøre Europa til et ekspertisecenter for virksomhedernes sociale ansvar*, KOM(2006) 136 endelig, 22.3.2006.

16. For det sjette har fremskridt hen imod oprettelsen af et paneuropæisk system for opbevaring af regulerede oplysninger med henblik på at lette investorernes adgang til information været langsomme¹³, og virkningen af direktivet har på dette område været utilstrækkelig: Interesserede parter skal gå gennem 27 forskellige nationale databaser, og den elektroniske netsammenkobling af dem er kun i en indledende fase med forholdsvis beskedne resultater indtil videre. Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt direktivets opbevaringsmekanismer, som de i øjeblikket udformet, er i stand til at opfylde rollen som "adgangsportal" til historiske finansielle oplysninger om børsnoterede selskaber på paneuropæisk plan.
17. Om end der ikke er konstateret større problemer med overholdelsen, viser gennemgangen af anvendelsen af gennemsigtighedsdirektivet dog, at visse tekniske tilpasninger i direktivets ordlyd ville være en fordel af hensyn til større klarhed.

4. KONKLUSIONER

18. Denne gennemgang af anvendelsen af gennemsigtighedsdirektivet viser, at der er områder, hvor den ordning, der skabes af dette direktiv, kan forbedres, navnlig i relation til forenkling af de gældende regler for de mindre børsnoterede selskaber med henblik på at gøre kapitalmarkederne mere attraktive for dem. Den grænseoverskridende synlighed for mindre børsnoterede selskaber over for potentielle investorer og analytikere skal også forbedres med henblik på i sidste ende at opnå en øget handel med værdipapirer fra disse mindre udstedere. Der er mulige foranstaltninger inden for rammerne af gennemsigtighedsdirektivet, som vil kunne bidrage til dette mål: F.eks. ville mere fleksible tidsfrister for offentliggørelse af finansielle rapporter fra små udstedere øge deres synlighed, da de ikke længere ville informere om deres resultater på samme tid som store udstedere; harmonisering af det maksimale indhold og præsentationen af rapporter ville lette læsning og sammenlignelighed for investorer og analytikere. I denne sammenhæng viser gennemgangen af gennemsigtighedsdirektivet også, at det, for at øge synligheden af og tiltrækningskraften for mindre børsnoterede selskaber, på et paneuropæisk plan ville være ønskeligt yderligere at lette adgangen for potentielle investorer og informationsmellemmænd til finansielle oplysninger, der videregives af små udstedere og lagres i den officielt udpegede mekanisme til opbevaring af regulerede oplysninger.
19. Derudover viser gennemgangen af anvendelsen af gennemsigtighedsdirektivet behovet for større konvergens i reglerne om oplysning om større besiddelser af stemmerettigheder og af finansielle instrumenter, der giver adgang til stemmeret (herunder kontantafregnede derivater), samt mulighed for at forenkle indberetningskrav for udstedere i den bredere virksomhedsledelsesmæssige kontekst. I denne forbindelse peges der i rapporten også på nogle interessenters ængstelse omkring offentliggørelse af miljø- og samfundsmæssige oplysninger.
- 20.

¹³ Se Kommissionens henstilling 2007/657/EF af 11. oktober 2007 om det elektroniske net af officielt udpegede mekanismer til central opbevaring af regulerede oplysninger, jf. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF, EUT L 267 af 12.10.2007, s.16.