

Stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru „K návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu“

KOM(2009) 491 v konečném znění – 2009/0132 (COD)

(2010/C 347/12)

Hlavní zpravodaj: **pan GRASSO**

Dne 14. října 2009 se Rada, v souladu s článkem 262 Smlouvy o založení Evropského společenství, rozhodla konzultovat Evropský hospodářský a sociální výbor ve věci

návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu

KOM(2009) 491 v konečném znění – 2009/0132 (COD).

Dne 3. listopadu 2009 předsednictvo Výboru pověřilo specializovanou sekci Hospodářská a měnová unie, hospodářská a sociální soudržnost přípravou podkladů Výboru na toto téma.

Evropský hospodářský a sociální výbor na 460. plenárním zasedání, které se konalo ve dnech 17. a 18. února 2010 (jednání dne 18. února 2010) přijal následující stanovisko 156 hlasy pro, 1 hlas byl proti a 4 členové se zdrželi hlasování.

1. Závěry a doporučení

1.1 Cílem návrhu směrnice je integrovat do platných předpisů Společenství dvě zásady, které EHSV v zásadě podporuje: a) kvalita informací je rozhodujícím aspektem pro to, aby bylo skutečně možné podpořit investiční rozhodnutí tržních subjektů, zejména drobných investorů; b) větší úspornosti při správě informací lze dosáhnout na základě vyloučení informačních duplicit, a tedy i dvojnásobných nákladů na jejich vyhotovování.

1.2 Konkrétní uplatňování těchto dvou zásad je spojeno s objektivními obtížemi, neboť měřit kvalitu je samo o sobě nesnadné a ještě podstatně obtížnější, když jde o kvalitu informací. Navíc je třeba uvážit, že specifické mechanismy šíření informací na finančních trzích (které můžeme označit za „prolínání“) a jejich transverzální efekt, který mají na různé hospodářské subjekty zajímavější se o investice (tzv. „signální efekt“), jsou příčinou vzniku někdy i značného nepoměru mezi náklady na poskytování informací a jejich eventuálním přínosem (i ekonomickým).

1.3 Řešení problémů kvality a úspornosti informací by tedy mělo být společné, neboť nejlepší pobídkou k poskytování kvalitních informací ze strany emitentů cenných papírů je moci očekávat ekonomický přínos přinejmenším ve stejné výši jako náklady, které jim vznikají v souvislosti s vyhotovením informací. Mělo by se provádět ekonomické posouzení informací, neboť

jsou-li informace transparentní, náklady na získávání kapitálu klesají; nejsou-li však informace transparentní, tyto náklady rostou (tzv. daň za informační riziko). EHSV tedy doufá, že budou odstraněny informační nedostatky, aby byly omezeny náklady na získávání kapitálu snížením daně za informační riziko, a tím zvýšena konkurenceschopnost evropských podniků při získávání kapitálu.

1.4 Rozdíl mezi náklady a přínosem informací je do značné míry (přibližně 3/4) způsoben strukturálními mechanismy, jejichž prostřednictvím jsou informace šířeny mezi tržní subjekty, zatímco na informacích, které emitent nepředá, závisí jen do menší míry (přibližně 1/4). Návrh směrnice předkládá řešení, jejichž účelem je omezit první ze dvou složek informačního rizika, a proto musí být v zásadě hodnocen kladně. EHSV pouze zdůrazňuje nutnost, aby výrazné úspory nákladů, které by měl přinést, nebyly na úkor kvality předávaných informací, neboť jinak by opatření bylo kontraproduktivní.

1.5 Obsah návrhu dále vyzdvihuje jeden aspekt problému, který nebyl vyřešen. Potřeba, aby informace měli k dispozici nespécializovaní investoři, je v rozporu s potřebou poskytnout jim veškeré nezbytné podklady pro výběr investice, což znamená nevyhnutelné používání odborných výrazů. Řešení, v jehož přijetí EHSV doufá, spočívá ve vytvoření trhu „zprostředkovatelů informací“ nezávislého na trhu tradičnějších zprostředkovatelů

kapitálu a rizik (kterými jsou obvykle banky, správcovské společnosti, zprostředkovatelé specializovaní na deriváty atd.). EHSV podle vzoru zkušeností z jiných zemí a s jinými situacemi navrhuje zavést na základě zvláštní právní úpravy (a to i pro fázi umístování a jako doplněk k návrhům obsaženým v dokumentu, který je předmětem tohoto stanoviska) zvláštní právní instituty delegování (podobné hlasování na základě plné moci) a uznávání odborných subjektů zabývajících se finančními informacemi (podobných soukromým správcovským firmám).

2. Vývoj právních předpisů a závaznost tématu

2.1 Evropská komise připisuje mimořádný význam tématu informační transparentnosti na finančních trzích, o čemž svědčí nepřetržitě vytváření regulačních opatření. Počínaje návrhem směrnice KOM(2000) 126 v konečném znění započal desetiletý proces směřující k zaručení jasných a transparentních právních předpisů v celé Unii, který se týká kodifikace postupů pro přijímání cených papírů ke kotování na burze cených papírů a informací, které mají být uveřejněny. Návrhem směrnice, který je předmětem tohoto stanoviska, tento proces nyní vyústí v novou vývojovou fázi zaměřenou na zlepšení uplatňování pravidel informační transparentnosti prostřednictvím zjednodušení některých aspektů zveřejňování informačních prospektů.

2.2 V průběhu let 2000–2010 se zaměření právního systému Společenství postupně měnilo.

2.2.1 Ve směrnici 2001/34/ES bylo prioritním zájmem množství informací, které jsou emitenti cených papírů povinni předat investorům, neboť se předpokládalo, že účinnost umístění na finančních trzích s ním přímo souvisí. EHSV s tímto zaměřením v zásadě souhlasil ve stanovisku přijatém dne 29. listopadu 2000 (zpravodaj: pan Lehnhoff; 112 hlasů pro, žádný hlas nebyl proti a nikdo se nezdržel hlasování) a pouze upozornil, že informace předávané investorům musí být jednoduché a jasné.

2.2.2 V průběhu roku 2003 se středem zájmu stalo využívání informací hospodářskými subjekty, což dokládají legislativní opatření zaměřená na doplnění původního znění směrnice 2001/34/ES. Směrnice 2003/6/ES upravila tzv. obchodování zasvěcených osob a zejména to, co by mohlo způsobit zmanipulování rovnováhy na finančních trzích a následně i ohrozit důvěru spotřebitelů. Je však třeba zdůraznit, že tento předpis se týká emitujících subjektů a orgánů kontroly a potenciálním dopadům použití informací na chování investorů příkládá jen malou váhu. V souladu s tímto přístupem byla kritéria pro sestavení prospektů, která mají být uveřejněna v případě vypsání veřejných nabídek nebo přijetí finančních nástrojů k obchodování, upravena i směrnicí 2003/71/ES.

2.2.3 Směrnice 2004/109/ES, kterou se mění směrnice 2001/34/ES, se zaměřila na technické aspekty informací, které emitenti, jejichž cené papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, poskytují investorům, s cílem harmonizovat a integrovat evropské finanční trhy a finanční služby, které jsou

na nich poskytovány. EHSV ve svém stanovisku, jež předcházelo této směrnici a bylo přijato dne 10. prosince 2003 (zpravodaj: pan Simon; 110 hlasů pro, 1 člen se zdržel hlasování), sice souhlasil s technickými návrhy uvedenými ve směrnici, nicméně zdůraznil, že příliš přísné požadavky by mohly nepřiměřeným způsobem zvýšit náklady na vyhotovení povinných informací, což by zejména menší emitenty zásadním způsobem ekonomicky odrazovalo od plné transparentnosti informací.

2.2.4 V průběhu roku 2005 se integrace právních předpisů naopak zaměřila na problematiku tzv. orgánů regulujících informace dostupné na trzích prostřednictvím opatření v oblasti zřizování výborů pro finanční služby. Záměrem bylo umožnit evropským zákonodárcům a regulačním orgánům účinněji a rychleji reagovat na vývoj na finančních trzích (zejména na vývoj způsobený změnami technologií). K tomuto opatření Komise se EHSV kladně vyjádřil ve svém stanovisku z 31. března 2004 (zpravodajka: paní Fusco; 95 hlasů pro, 2 členové se zdrželi hlasování).

2.3 Hlavním cílem návrhu směrnice, který je předmětem tohoto stanoviska, je zlepšit uplatňování směrnice 2003/71/ES a směrnice 2004/109/ES tím, že budou určitým způsobem zjednodušeny postupy tak, aby finanční informace lépe odpovídaly potřebám tzv. drobných investorů a zvýšila se mezinárodní konkurenceschopnost emitentů se sídlem v Unii. Na rozdíl od dosud přijatých opatření se tedy tímto návrhem směrnice zamýšlí zaměřit pozornost na téma kvality finančních informací.

2.4 EHSV se domnívá, že vyhotovování „velkého množství“ informací neznamená vždy poskytování „kvalitních“ informací. To způsobuje i problémy z hlediska hospodárnosti při poskytování informací, neboť se vychází z toho, že náklady na vyhotovování finančních informací souvisí spíše s množstvím informačních prospektů, které mají být sestaveny, než s kvalitou jejich obsahu. Díky tomuto návrhu směrnice by se mohlo uspořit více než 300 mil. EUR ročně, kdyby byly u všech mechanismů odstraněny duplicity v různých fázích šíření informací.

2.5 Potřeba mít trhy schopné správně dávkovat množství i kvalitu informací s náklady, které jsou pro investory únosné, je předmětem širokého zájmu. Nedávné empirické studie, které provedla benátská univerzita Ca'Foscari, prokázaly, že riziko špatných informací (tzv. informační riziko) mělo v posledních 15 letech v průměru 37 % podíl na nestálosti evropských trhů s akciemi (bez zásadního rozlišování mezi různými kategoriemi produktů). Z těchto studií rovněž vyplývá, že překvapivě více než 3/4 informačního rizika vyvolávají mechanismy šíření informací mezi tržními subjekty a pouze zbývající 1/4 souvisí s nedostatky při poskytování informací emitenty. To je způsobeno ekonomickou povahou finančních informací, která se projevuje vysokými náklady na vyhotovení informací ve srovnání s nízkými cenami jejich poskytování třetím osobám, což je přímým důsledkem neexistence vzájemné vylučnosti při jejich využívání. Tento jev je sám o sobě pobídkou ke snižování kvality informací a omezování mechanismů jejich šíření a je kompenzován větším množstvím často duplicitních informací.

2.6 EHSV proto považuje za vhodné přijmout jakákoli opatření s cílem regulovat ekonomické postupy související s vyhotovováním a šířením informací, pokud by účinně přispěla ke zvýšení kvality informací dostupných na finančních trzích, což by investorům usnadnilo rozhodování o investicích, a snížilo tak i náklady na získání finančních zdrojů ze strany emitentů cenných papírů uváděných na trh.

3. Hlavní ustanovení návrhu směrnice

3.1 Návrh směrnice sestává z pěti článků, z nichž první dva se týkají změny směrnice 2003/71/ES (článek 1 návrhu směrnice, který je obsáhlejší) a směrnice 2004/109/ES (článek 2, který je méně obsáhlý). Zbývající tři články mají podpůrnou povahu, neboť upravují provedení (článek 3), vstup v platnost (článek 4) a určení (článek 5).

3.2 Rozbor a připomínky ke znění článku 1 zkoumaného návrhu týkajícího se směrnice 2003/71/ES

3.2.1 Návrh na změnu čl. 1 odst. 2 bod h) a bod j) a čl. 3 odst. 2 písm. e). Doplnění odstavce 4 do článku 1.

3.2.1.1 Nové znění v prvé řadě upřesňuje, že limity pro uplatňování předpisu se vztahují na veškeré umístování na celém území Evropské unie. Toto upřesnění je vhodné především kvůli zabránění obcházení předpisů na základě rozložení jedinečné ekonomické transakce na více transakcí, které jsou z právního hlediska nezávislé a spadají do různých právních rámců. EHSV zdůrazňuje, že toto upřesnění je nezbytné i z důvodu předcházení potenciálním rozdílům v šíření informací na různých územích a násobení nákladů, k němuž by při tom mohlo dojít, což by mělo nemalý dopad na transakce menších objemů.

3.2.1.2 Dále se udávají nové limity pro uplatňování směrnice v souladu se současnou situací na finančních trzích. V zájmu zamezení zastarání limitů se navrhuje přímo pověřit Komisi tyto limity změnit, aby bylo možné je přizpůsobit momentálním podmínkám nezbytným k šíření informací na finančních trzích. EHSV souhlasí s tím, že je třeba mít možnost snadněji limity přizpůsobit podmínkám na trhu, ale navrhuje, aby změny provedené Komisí vycházely z návrhů orgánů pro kontrolu a dohled nad trhy a finančních zprostředkovatelů, neboť zprostředkovatelé jsou z povahy své činnosti vhodnějšími subjekty pro nepřetržitě monitorování skutečných aktuálních potřeb trhu.

3.2.2 Návrh na změnu čl. 2 odst. 1 bod e) a bodu m) v bodě ii).

3.2.2.1 Návrh usiluje o přizpůsobení definice „kvalifikovaných investorů“ definici, která již figuruje ve směrnici o trzích finančních nástrojů. EHSV s tímto návrhem souhlasí, neboť přispívá k harmonizaci právního rámce Evropské unie.

3.2.2.2 Návrh stanoví kritéria pro určení územní oblasti působnosti finančních nástrojů (nekapitálových cenných papírů), jejichž jednotková jmenovitá hodnota je nižší než 1 000 EUR, a omezuje je na členské státy, kde má emitent sídlo nebo kde jsou dluhové cenné papíry přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo kde jsou dluhové cenné papíry veřejně nabízeny. EHSV souhlasí se záměrem navrhovatele zjednodušit postupy, a předejít tak násobení nákladů způsobenému zveřejněním více prospektů zároveň. V této souvislosti se konstatuje, že tržní hodnota cenných papírů se zcela liší od jejich nominální hodnoty, která často slouží výhradně k právnímu určení výše podílu na určité činnosti. Ne všechny cenné papíry proto mají nominální hodnotu a některé právní systémy umožňují vydávat cenné papíry bez jejího uvedení, zejména v případě cenných papírů nepředstavujících určitý kapitálový podíl. EHSV tedy doporučuje doplnit návrh směrnice tak, aby u cenných papírů představujících určitý kapitálový podíl byly všechny zmínky o „nominální hodnotě“ nahrazeny „tržní hodnotou“ (nebo hodnotou umístění) a u cenných papírů nepředstavujících určitý kapitálový podíl „základní hodnotou“.

3.2.3 Návrh na změnu čl. 3 odst. 2.

3.2.3.1 Návrh stanoví, že je možné, aby zprostředkovatelé pověření umístěním mohli použít původní informační prospekt emitenta, pokud bude v souladu s evropskými předpisy, a vyhnout se tak nákladům na vyhotovování dalších dokumentů. EHSV v zásadě souhlasí s návrhem a s uvedenými důvody, nicméně navrhuje, že by bylo vhodnější uplatňovat nový právní předpis výslovně i v případech, kdy má zprostředkovatel sídlo ve třetí zemi a umísťuje cenné papíry v jiné zemi než zemi emitenta.

3.2.3.2 EHSV kromě toho navrhuje, aby využívání možností uvedených shora v odstavci 3.2.3.1 v rámci tzv. „retailové kaskády“ nebylo v rozporu s rychlým zastaráváním finančních informací. Navrhuje proto, aby orgány pro kontrolu a dohled nad trhy, na něž emitent (nebo zprostředkovatel) odkazuje, určily při uveřejnění prospektu lhůtu jeho platnosti, po jejímž vypršení bude muset být prospekt závazně aktualizován v případě, že ještě nebyla ukončena konkrétní transakce, která byla základem pro jeho vydání.

3.2.4 Návrh na změnu čl. 4 odst. 1. písm. e).

3.2.4.1 Návrh spočívá v rozšíření výjimky povolené stávajícím platným zněním i na systémy zaměstnaneckých akcií společností, které nejsou kotovány na regulovaném trhu (tedy včetně cených papírů kotovaných na trzích mimo EU). Za tímto návrhem stojí úsilí o odstranění rozdílů v zacházení s různými typy společností (kotovaných v EU oproti nekotovaným či kotovaným mimo EU) a rovněž omezení nákladů spojených s umístováním vyhrazeným pro subjekty, které již byly vzhledem ke svému statusu zaměstnanců o příslušném riziku informovány.

3.2.4.2 EHSV podporuje záměr omezit náklady, ale zdůrazňuje, že umístování zaměstnaneckých akcií by samo o sobě mohlo být závažnou informací pro investory činné na tzv. sekundárním trhu, zejména vezmou-li se v úvahu mezinárodní skupiny. EHSV proto doufá, že spolu s rozšířením výjimky bude proveden i přezkum předpisu o transparentnosti trhů. EHSV by ve zvláštním stanovisku z vlastní iniciativy mohl navrhnout vypracování směrnice o transparentnosti.

3.2.5 Návrh na změnu čl. 5 odst. 2, čl. 6 odst. 2 a článku 7.

3.2.5.1 V návrhu směrnice se navrhuje, aby byl přikládán větší význam souhrnu prospektu, neboť mu zejména tzv. drobní investoři věnují velkou pozornost. Chyby v souhrnu by mohly mít specifické právní důsledky v podobě odpovědnosti sestavovatelů, avšak v návrhu se upozorňuje na to, že délka dokumentu není účinným ukazatelem jeho informativnosti, kterou je naopak třeba hledat v obsahu tzv. „klíčových informací“.

3.2.5.2 EHSV souhlasí s názorem, že množství slov nemůže být dostačujícím ukazatelem informativnosti souhrnných prospektů, nicméně se domnívá, že návrh směrnice by měl být při určování kritérií klasifikace nejdůležitějších informací jasnější. Vzhledem k potřebě, aby investoři posoudili investici na základě poměru mezi odhadovanou úrovní rizika a zisku, by klíčové informace měly mít největší vliv na rizikovitost investice, což je samo o sobě jen obtížně určitelné. Proto se navrhuje, aby klíčové informace byly určovány na základě potenciálního dopadu, který by mohly mít a který lze měřit s pomocí standardních ukazatelů již upravených v jiných právních předpisech Společenství, jako je „value at risk“. Alternativním, nicméně zjednodušujícím technickým řešením, které EHSV podporuje, by bylo povinné uvádění „value at risk“ v souhrnu prospektu.

3.2.6 Návrh na změnu čl. 7 odst. 2.

Cílem návrhu na předmětnou změnu je uzpůsobit náklady na vypracování informačního prospektu objemu emise a v případě

emise práv. Jak je totiž známo, náklady na vyhotovení prospektu nejsou zcela přesně v poměru k objemu finanční transakce, a proto menší transakce nesou více než nepřiměřenou zátěž. Naopak v případě emisí práv je snížení požadavků zdůvodněno předpokladem, že „stávající akcionáři již učinili počáteční rozhodnutí do společnosti investovat a měli by být s prospektem seznámeni“.

EHSV souhlasí s nutností omezit vliv fixních nákladů na vyhotovení prospektu v závislosti na objemu finanční transakce, neboť je to objektivně se vyskytující jev. Naopak se domnívá, že důvody ke snížení požadavků na práva jsou nedostatečné, neboť jejich emisí často předchází obchodování se subjekty, které by vzhledem ke skutečnosti, že v okamžiku emise nebyly zaměstnanci akciové společnosti, mohly být znevýhodněny informačními nedostatky. V obou dvou případech, jak již bylo uvedeno výše, by zavedení povinného uvádění „value at risk“ u investic umožnilo snížení nákladů na vypracování prospektu, aniž by to mělo zásadní vliv na informativnost souhrnu prospektu.

3.2.7 Návrh na změnu článku 8.

Záměrem navrhované změny článku 8 je vypustit povinnost ručitele za emisí vypracovávat dokumenty, jedná-li se o členský stát, aby se snížily celkové náklady transakce. EHSV tento návrh v zásadě vítá, ale navrhuje, aby byl v prospektu uveden alespoň poslední „rating“ ručitele, neboť tento údaj se v jednotlivých členských státech používajících stejnou měnu pro finanční nástroje liší, a aby záruku mohl poskytnout orgán členského státu, který je finančně nezávislý, nebo v případě potřeby i účelově založená společnost ve vlastnictví státu.

3.2.8 Návrh na změnu článku 9 a čl. 14 odst. 4.

Návrh spočívá v prodloužení doby platnosti prospektu na 24 měsíců (oproti stávajícím 12). EHSV znovu opakuje to, co již uvedl shora, totiž že z povahy finanční informace nelze pevně stanovit dobu platnosti informace, a proto navrhuje zachovat stávající dobu platnosti v délce 12 měsíců a poskytnout orgánům pro kontrolu a dohled nad trhy možnost ji na odůvodněnou žádost emitenta prodloužit o dalších 12 měsíců.

3.2.9 Návrh na změnu článku 10, čl. 11 odst. 1, čl. 12 odst. 2 a čl. 14 odst. 4.

3.2.9.1 EHSV souhlasí s návrhem zrušit článek 10 směrnice, neboť stávající povinnost zveřejňovat veškeré informace, které již byly v posledních 12 měsících dány k dispozici, způsobuje emitentovi zbytečné zvýšení nákladů, aniž by z toho měl investor nějaký prospěch. Investoři mohou dříve uveřejněné prospekty snadno získat s pomocí moderních informačních nástrojů, neboť v navrhované změně následujícího článku 14 se navrhuje stanovit povinnost zveřejňování na internetových stránkách po obvyklou dobu.

3.2.9.2 Návrhy na změny v člancích 11 a 12 jsou důsledkem zrušení článku 10, a nejsou k nim tedy námitky, aniž jsou však dotčeny připomínky uvedené v předcházejícím odstavci.

3.2.10 Návrh na změnu článku 16.

3.2.10.1 Účelem návrhu je především upřesnit okamžik skončení informační povinnosti, zejména kvůli možnému nesouladu mezi skončením nabídky a zahájením obchodování. Podle návrhu by měl být zvolen ten okamžik, který nastane dříve. EHSV považuje za účelné, aby byla do návrhu zapracována povinnost pro zprostředkovatele pověřené umístěním zveřejnit údaje o obchodovaném objemu umístovaných cenných papírů v období od skončení nabídky do zahájení obchodování. Údaje o obchodovaném objemu za toto časové období (kdysi obvykle označované jako „šedý trh“) musí být potvrzeny orgánem pro kontrolu a dohled a zahrnovat veškeré údaje o obchodech uskutečněných mezi zprostředkovateli účastníckými se umístění.

3.2.10.2 Návrh dále stanoví jednotné období pro uplatnění práva investorů odvolat souhlas, které činí dva pracovní dny po zveřejnění dodatku k prospektu. EHSV souhlasí s návrhem

harmonizovat lhůty pro uplatnění práva odvolat souhlas, doporučuje však zavést povinnost, aby bylo investorům, kteří již souhlasili s dodatečným prospektem, zasláno oznámení na e-mailovou adresu určenou pro tento konkrétní účel.

3.2.11 Návrh na změnu článku 18.

Navrhovaná změna článku 18 stávajícího platného znění směrnice má vysoce technickou povahu a umožňuje rychlejší předání osvědčení o schválení sestaveného prospektu. To umožní omezit nákladů a rizik souvisejících s technickými chybami, k nimž může dojít při zveřejňování prospektů, a to zejména v členských státech, v nichž tzv. „evropský pas“ nefungoval úplně. EHSV s návrhem na změnu souhlasí.

3.3 Rozbor a připomínky ke znění článku 2 zkoumaného návrhu týkajícího se směrnice 2004/109/ES

Cílem změn navrhovaných v článku 2 je sladění ustanovení předcházejících bodů se zněním předmětné směrnice. EHSV se změnami souhlasí, aniž by byl dotčen obsah předcházejících odstavců.

V Bruselu dne 18. února 2010

předseda
Evropského hospodářského a sociálního výboru
Mario SEPI
