



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 26.3.2003
KOM(2003) 138 endelig

2003/0045 (COD)

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

**om harmonisering af gennemsigtighedskrav til oplysninger om udstedere, hvis
værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, og om ændring af
direktiv 2001/34/EF**

(forelagt af Kommissionen)

BEGRUNDELSE

1. INDLEDNING

1.1. Baggrund

Gennemsigtighed i forbindelse med værdipapirudstedende selskaber spiller en afgørende rolle for kapitalmarkedernes virkemåde og for at øge deres samlede effektivitet og likviditet. Dette forslag til direktiv skal sikre, at investorerne får klart bedre oplysninger om de selskaber, der optræder på regulerede værdipapirmarkeder i Den Europæiske Union. Det vil derfor bidrage til yderligere at integrere Europas værdipapirmarkeder ved at reducere eller eliminere asymmetriske informationer, der kan hindre sammenlignelighed og likviditet på markedet, ved at øge investorernes tillid til udstedernes økonomiske situation samt ved at reducere omkostningerne i forbindelse med kapitalfremskaffelse.

Dette initiativ er en af de prioriterede foranstaltninger i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, der blev godkendt af stats- og regeringscheferne på Det Europæiske Råds møde i Lissabon i marts 2000. Målet er, at medlemsstaterne skal have gennemført direktivet fuldt ud senest i 2005 - hvilket blev bekræftet af stats- og regeringscheferne i Stockholm i marts 2001 og i Barcelona i marts 2002.

Forslaget indgår derfor som led i en strategi med henblik på at ajourføre lovgivningen om værdipapirmarkederne, specielt for at forbedre gennemsigtigheden og oplysningerne vedrørende udstedere, hvis værdipapirer omsættes på regulerede markeder. Forslaget er med på de europæiske institutioners dagsorden om øget oplysning og gennemsigtighed, der blandt andet omfatter:

- forordningen om anvendelsen af de internationale regnskabsstandarder (IAS)¹, ifølge hvilken selskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, og som opstiller konsoliderede regnskaber, skal anvende IAS ved udarbejdelsen af årsregnskaberne fra 1. januar 2005 (med få undtagelser indtil 2007). Forslaget er i overensstemmelse med denne EU-politik. Det ændrer imidlertid ikke proceduren efter IAS-forordningen, hvorefter hver enkelt standard - herunder IAS 34 - underlægges en formel EU-afgørelse i overensstemmelse med forordningens procedure, før standarden bliver juridisk bindende i EU. Direktivet foregriber på ingen måde sådanne afgørelser
- direktivet om markedsmissbrug², der *blandt andet* fastsætter, at udstederne skal offentliggøre intern viden. De nuværende ad hoc-oplysningskrav vedrørende prisfølsomme oplysninger skal erstattes, og oplysningskravene skal i den forbindelse skærpes
- det fremtidige direktiv om prospekter³, der omhandler de indledende informationskrav, når værdipapirerne udbydes til offentligheden/optages til omsætning på et reguleret marked.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder, EFT L 243 af 11.9.2002, s. 1.

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv nr. 2003/6/EF om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug), vedtaget den 3.12.2002, men endnu ikke offentliggjort i EFT.

³ Kommissionens ændrede forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om prospekter, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning, og om ændring af direktiv 2001/34/EF – KOM(2002) 460 endelig af 9.8.2002.

Direktivet skal danne grundlag for et EU-pas for prospekter. Det nuværende forslag tager allerede hensyn til Rådets politiske aftale af 5. november 2002 hen imod en fælles holdning, som Kommissionen støtter fuldt ud.

En succesfuld vedtagelse og implementering af alle disse initiativer, herunder dette initiativ, er et nødvendigt bidrag til den overordnede regulering af værdipapirmarkederne. Det foreslåede investeringsservicedirektiv⁴ vil kun fungere effektivt og blive en succes, hvis dette nye sæt af gennemsigtighedskrav samtidig kommer på plads.

1.2. Formålene med dette initiativ

Det foreslåede direktiv tager sigte på at indføre et gennemsigtigheds- og informationsniveau, der passer til målene om en sund investorbekyttelse og markedseffektivitet. For at realisere disse mål skal dette initiativ være i overensstemmelse med alle ovennævnte lovgivningsinitiativer: dets rækkevidde skal udvides fra officielle markeder til regulerede markeder, således at Tier-2-markederne bringes ind under dets anvendelsesområde (jf. afsnit 3.1), det skal sikre større åbenhed over for den internationale finansverden med hensyn til anvendelse af sprog og også med hensyn til anvendelse af moderne informationsteknologi (jf. afsnit 3.2). Endelig skal forslaget være et passende svar på udviklingen i USA, herunder Sarbanes-Oxley Act, for at fremme de europæiske kapitalmarkeder (jf. afsnit 3.3).

Dette initiativ skal forbedre informationskravene enten i form af standardiserede oplysninger på et givet tidspunkt (periodiske oplysninger) eller løbende oplysninger. Dets hovedformål er følgende:

- at forbedre den **årlige regnskabsaflæggelse** derved, at udstedere af værdipapirer skal offentliggøre en årsrapport inden for tre måneder (jf. afsnit 4.2)
- at forbedre de periodiske oplysninger i løbet af regnskabsåret ved indførelse af en pragmatisk blanding af mere detaljerede **halvårsrapporter** og mindre krævende, men tilstrækkeligt informative kvartalsoplysninger i første og tredje kvartal af regnskabsåret. Denne løsning ligger midt imellem to yderpunkter: det ene ville være at kræve tre fuldstændige kvartalsrapporter efter de højeste internationale standarder og svarende til dem, der følges i USA, hvorved man ville se bort fra, at disse standarder er udviklet over en periode på 50 år i USA. Det andet yderpunkt ville være at blive på det gennemsigtighedsniveau, hvor Den Europæiske Union allerede har befundet sig i tyve år, hvorved man ville se bort fra, at kapitalmarkederne i dag handler og reagerer hurtigere, at kapitalallokeringen mellem værdipapirudstedende selskaber er blevet underkastet en meget skarpere konkurrence, og - endelig - at investorerne, der investerer i flere medlemsstater, bør kunne trække på pålidelige og standardiserede finansielle oplysninger i stedet for at skulle basere sig på pludselige foruroligende regnskabsoplysninger fra virksomhederne, når de ikke længere kan leve op til forudgående indtjeningsprognoser (jf. afsnit 4.3)
- at indføre **halvårsrapportering for udstedere, der kun opererer i gældsbeviser**, og som i øjeblikket ikke er underlagt nogen delårsrapporteringskrav overhovedet. Kommissionen følger her igen en meget pragmatisk tilgang (jf. afsnit 4.4)

⁴ Kommissionens forslag til direktiv om investeringsservice og regulerede markeder og om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 19. november 2002, KOM(2002) 625 endelig.

- at løbende oplysninger om **ændringer i betydelige aktiebeholdninger** i værdipapirudstedende selskaber skal baseres på en egentlig kapitalmarkedsorienteret tænkning. Dette skulle føre til hyppigere oplysninger inden for strammere frister for offentliggørelse (jf. afsnit 4.5)
- at opdatere de bestående EU-regler om oplysninger til værdipapirindehavere (aktionærer eller indehavere af gældsbeviser) **på generalforsamlinger** via fuldmagt og elektroniske midler. Dette aspekt er særligt vigtigt for investorer, der bor i udlandet (jf. afsnit 4.6).

Dette initiativ vil sikre fuld beskyttelse af investorerne og velfungerende finansielle markeder. Som følge heraf vil det føre til en effektiv afskaffelse af nationale barrierer for udstedere, der søger adgang til regulerede markeder i ikke blot deres hjemland, men også i andre medlemsstater. Medlemsstaterne risikerer ikke at få deres nationale beskyttelse af investorerne undermineret, fordi EU-reglerne allerede stiller stærke krav. Udstederens hjemland bør imidlertid have lov til at fastsætte strengere krav om oplysninger (jf. afsnit 4.1).

2. VÆRDIPAPIRER SKAL REGULERES PÅ EN NY MÅDE PÅ EU-PLAN

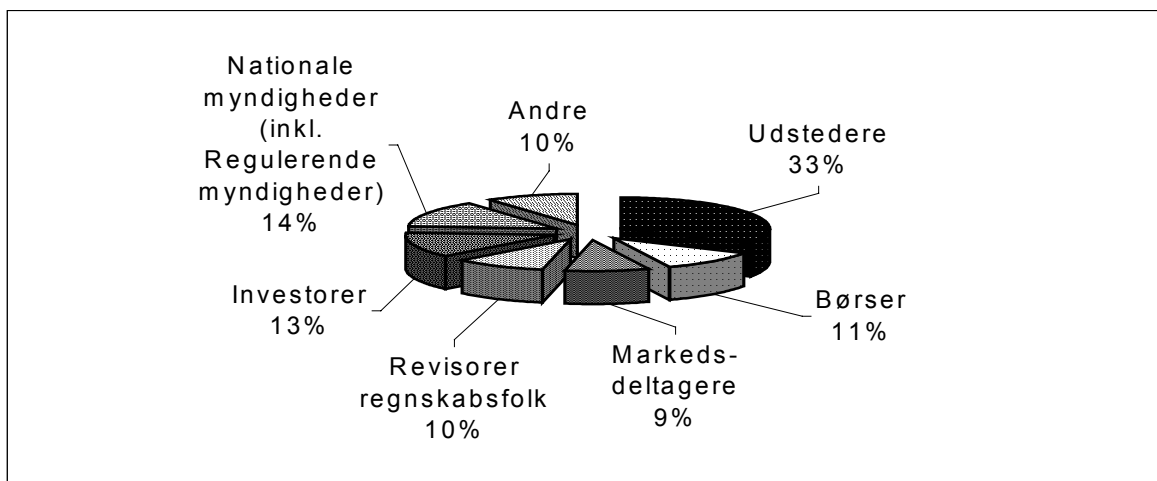
2.1. To runder med åben og offentlig høring

Det Europæiske Råd opfordrede i sin resolution af 23. marts 2001 om en mere effektiv regulering af værdipapirmarkederne Kommissionen "til tidligt, bredt og systematisk at høre institutionerne og alle berørte parter på værdipapirområdet, idet den navnlig styrker sin dialog med forbrugerne og markedsaktørerne". Dette skal gøre det lettere at vedtage lovgivning og gennemføre den senest i 2005.

Kommissionen har løst sin del af aftalen. Kommissionens Generaldirektorat for Det Indre Marked har foretaget to skriftlige høringer, inden den fremlagde dette forslag. Den 11. juli 2001 opfordrede Kommissionen interesserede parter til at reagere på dens høringsdokument, hvor den fremsatte sine foreløbige synspunkter. Der var 91 svar fra alle medlemsstater, men også fra tredjelande. I december 2001 offentliggjorde den et sammendrag af de modtagne svar. Generaldirektoratet for Det Indre Marked indledte den sidste høring den 8. maj 2002. Under denne runde reviderede det specielle aspekter, f.eks. delårsrapportering, og fremlagde en detaljeret plan for arbejdet med et muligt forslag. Igen modtog det 93 svar fra alle medlemsstater og fra tredjelande. De argumenter, der blev fremlagt, gennemgås nedenfor. De **184 svar**, der blev modtaget under de to høringsrunder, dækker et **bredt spektrum af interesser**:

2.2. Et direktiv med de vigtigste principper, ikke tekniske detaljer

Der bør gennemføres en gennemgribende reform, sådan at værdipapirmarkederne på EU-plan reguleres på en ny måde. Vedtagelsen af dette direktiv bør nemlig være relativt let som følge af, at forslaget er baseret på anbefalingerne i den endelige rapport fra Vismandsudvalget (under forsæde af Alexandre Lamfalussy) fra februar 2001. Rapportens anbefalinger er baseret på en ny tilgang med fire niveauer for reguleringen af værdipapirmarkederne med henblik på at gennemføre handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser senest i 2005.



Rapporten anbefaler, at EU-lovgivningen, der vedtages efter den fælles beslutningsprocedure, bør fokusere på de væsentligste principper og politikoptioner og ikke længere på tekniske detaljer ("Niveau 1"). De tekniske gennemførelsesbestemmelser på EU-plan vedtages af Kommissionen (der baserer sig på teknisk rådgivning og ekspertise fra nationale værdipapirtilsynsmyndigheder (i overensstemmelse med de bestående udvalgsprocedurer, hvor Kommissionen bistås af et "Tilsynsudvalg" (Det Europæiske Værdipapirudvalg⁵, "Niveau 2"). Samarbejdet mellem de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder i medlemsstater om den løbende gennemførelse af EU-reglerne bør styrkes, specielt gennem Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg⁶ ("Niveau 3"). Kommissionens håndhævelse af EU-reglerne bør også styrkes ("Niveau 4").

Firniveauetilgangen blev udtrykkeligt godkendt af Det Europæiske Råd i dets resolution af 23. marts 2001 om en mere effektiv regulering af værdipapirmarkedet i Den Europæiske Union. Europa-Parlamentet støttede også en sådan reform i dets beslutning om gennemførelsen af lovgivningen om finansielle tjenesteydelser af 5. februar 2002 i lyset af erklæringen fra Kommissionens formand den samme dag. Dette initiativ er baseret på denne nye tilgang og sigter dermed på en deling mellem lovgivning på niveau 1 og niveau 2. Afsnit 5 forklarer, hvordan Kommissionen mener, at de tekniske detaljer bør overlades til lovgivning på niveau 2.

3. OVERENSSTEMMELSE MED ANDRE INITIATIVER OM VÆRDIPAPIRMARKEDERNE INDEN FOR RAMMERNE AF HANDLINGSPLANEN FOR FINANSIELLE TJENESTER

3.1. EU-regler for regulerede markeder

IAS-forordningen, det nyligt vedtagne direktiv om markedsmissbrug, det kommende direktiv om prospekter og forslaget om en revision af investeringsservicedirektivet vedrører alle udstedere, hvis værdipapirer ikke blot er optaget til officiel notering, men også til omsætning på regulerede markeder, og dækker således også Tier 2-markeder⁷. Periodisk regnskabsaflæggelse, generalforsamlingsoplysninger til værdipapirindehaverne, oplysninger om store ændringer i aktiebesiddelser og andre løbende informationer bør reguleres efter samme linjer med hensyn til både officielle og regulerede markeder på fællesskabsniveau.

⁵ Dette udvalg blev allerede nedsat ved Kommissionens afgørelse nr. 2001/528/EF af 6.6.2001, EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45. Det har nu en rådgivende funktion. I denne egenskab er det også blevet hørt om nærværende initiativ.

⁶ Nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/527/EF af 6.6.2001, EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43.

⁷ Såsom Second Marché og Nouveau Marché i Paris, Alternative Investment Market i London, Geregelter Markt og Neuer Markt i Frankfurt, Mercato Ristretto i Milano, Nuovo Mercato i Spanien eller Nouveau Marché i Belgien.

Det foreliggende forslag skal ikke føre til et system, hvor værtslandet kan begære en oversættelse. Forslaget påvirker heller ikke et værtslands ret til at fastsætte, at selskaberne på en passende måde skal offentliggøre en certificeret oversættelse af regnskaberne, forudsat at de åbner en filial på dets område. Denne rettighed er allerede fastsat i det ellefte selskabsdirektiv. Desuden har dette forslag ikke virkninger for sprogkravene i retslige procedurer ved domstolene. Endelig adskiller det sig fra de løsninger, der er fastsat for prospekter i tilfælde, hvor en emittents værdipapirer kun optages til omsætning på et reguleret marked i et værtsland, men ikke i emittentens hjemland, for at undgå en slags "forumshopping" eller endog "sprog-shopping".

For yderligere detaljer henvises til forklaringerne til den foreslåede artikel 16 i afsnit 5.

3.2.2. *Udnyttelse af den moderne informations- og kommunikationsteknologis fordele*

– *Alle oplysninger om en udsteder fra en enkelt informationskilde i hele Den Europæiske Union*

I øjeblikket kan medlemsstaterne frit kræve, hvilke informationskanaler en udsteder skal anvende. Det har ført til en enorm forskelligartethed i informationskanalerne, fordi enhver medlemsstat kan forfølge sin egen politik. Der er grundlæggende anvendt tre forskellige modeller: informationsformidlingen organiseres af den nationale tilsynsmyndighed, af operatørerne af de regulerede markeder eller af andre konkurrerende udbydere af finansiel information⁹. Desuden giver artikel 102 i direktiv 2001/34/EF udstederne mulighed for at offentliggøre deres informationer på eget initiativ via pressen.

Dette har ført til, at informationsspredningen i Den Europæiske Union er meget svær at overskue. I mange medlemsstater kan man ikke hente informationer om den samme udsteder fra samme kilde. De tre modeller varierer alt efter den type information, der skal fremskaffes. Som et vigtigt første skridt er det af afgørende betydning, at det fastsættes i EU-reglerne, at medlemsstaterne ikke længere må pålægge anvendelse af operatører, som er etableret på deres eget område, eller anvendelse af forskellige medier for forskellige typer information om den samme udsteder. Det overordnede mål bør være, at en investor skal kunne finde alle periodiske og løbende finansielle informationer (herunder ad hoc-oplysninger) om en bestemt udsteder fra en enkelt kilde.

– *Udstederens websted skal understøttes af et effektivt elektronisk alarmberedskab*

Spredning af oplysninger via **udstedernes websteder** anses i øjeblikket ikke for at være en tilstrækkelig hensigtsmæssig metode i sig selv. Dette bør ændres for så vidt angår udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning i mere end en medlemsstat. Anvendelse af udstedernes websteder er imidlertid ikke tilstrækkelig i sig selv, men skal understøttes af en effektiv e-mail-beredskabsmekanisme, som et selskab skal oprette for at informere alle interesserede parter i realtid om ændringer i de oplysninger, der er lagt ud på webstedet. De tekniske detaljer i et sådan system bør fastlægges i gennemførelsesbestemmelserne, der skal vedtages i overensstemmelse med udvalgsproceduren.

Hvis anvendelsen af udstedernes websteder ikke blev taget op i dette initiativ, kunne medlemsstaterne blive fristet til at holde fast i deres eksisterende nationale systemer. De midler, som medlemsstaterne kunne fastsætte for at sikre en effektiv informationsspredning, er ikke kun teknikaliteter, der falder ind under subsidiaritetsprincippet. Nationale forskelle i

⁹ Model valgt af UK vedrørende de såkaldte primary service providers (PIPs).

kravene til informationsspredning for emittenterne skal ses som en ekstra hindring i hele den kæde af barrierer, der forhindrer udstederne i at få adgang til regulerede markeder i flere medlemsstater. Disse nationale forskelle er også en hindring, når investorerne skal træffe beslutninger med grænseoverskridende rækkevidde.

For yderligere forklaringer henvises til bemærkningerne til artikel 17 i afsnit 5, men også afsnit 4.5.

– *Grænseoverskridende elektroniske netværk for yderligere at forenkle investorernes adgang til information*

Situationen i Europa er markant forskellig fra situationen i USA, hvor EDGAR-systemet¹⁰ giver hurtig adgang til information om udstedere. En medlemsstat (UK) indførte for nylig et system, der sikrer, at alle oplysninger om en bestemt udsteder kanaliseres gennem en særskilt nyhedstjeneste. Andre medlemsstater søger at opnå forbedringer ved at offentliggøre oplysninger på de nationale tilsynsmyndigheders websteder.

Det foreslåede direktiv skal sikre, at hver enkelt medlemsstat har et system, hvor oplysninger om en bestemt udsteder spredes gennem en enkelt kilde. En sådan kilde kan også være udstederens websted i kombination med et effektivt elektronisk beredskabssystem. Dette giver imidlertid ikke en løsning på, hvordan de nationale systemer kan forbindes i Den Europæiske Union eller i så mange medlemsstater som muligt. Det bør være op til de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder at udarbejde en oversigt over finansielle oplysninger, for hvilken der bør findes løsninger på EU-plan med udgangspunkt i et sæt retningslinjer. Retningslinjerne kunne med fordel opstilles som foranstaltninger på niveau 3 i henhold til Lamfalussy-processen og bør tage sigte på, at der oprettes elektroniske netværk, hvor investorerne i hele Europa har adgang til informationer i realtid. Systemer, som fører til **one stop shop-løsninger** i alle eller flere medlemsstater, eller et system med **gensidig anerkendelse** af midler, som hver medlemsstat har godkendt som værende hensigtsmæssigt på nationalt plan, bør i denne fase overlades til de nationale tilsynsmyndigheder. Denne tilgang med "bløde" regler bør føre til praktiske løsninger, der er udformet til fordel for investorerne. Senest den 31. december 2006 vil Kommissionen undersøge, hvordan disse foranstaltninger fungerer i praksis og, hvis det er nødvendigt, foreslå lovgivning på niveau 2.

For yderligere detaljer henvises til forklaringerne til den foreslåede artikel 18.

3.3. Udviklingen i USA

Den amerikanske lovgivning om gennemsigtighed sætter rammen for de vigtigste kapitalmarkeder i verden. De amerikanske aktiemarkeder tegner sig for omkring 60 % af markedsværdien på verdens aktiemarkeder, mens de europæiske markeder kun tegner sig for det halve (30 %). Store amerikanske selskabers kollaps - som Enron og Worldcom - har intensiveret debatten i Europa. Sarbanes-Oxley-Act, der blev vedtaget i juli 2002, har ført til den mest gennemgribende reform af den amerikanske lovgivning om værdipapirmarkederne i de sidste årtier.

Den følges også op af foranstaltninger¹¹, der er truffet af US Securities Exchange Commission (SEC), og som yderligere styrker beskyttelsen af investorer: direktører (og deres

¹⁰ EDGAR er en forkortelse for Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System og blev indført i 1993.

¹¹ SEC-afgørelse af 27. august 2002.

økonomichefer) skal garantere, at alle fremtidige finansielle kvartals- og årsrapporter ikke indeholder usande oplysninger, men korrekt afspejler udstederens finansielle situation, herunder opretholdelse og certificering af et internt kontrolsystem. Disse lovgivningsforanstaltninger er et svar på de talrige klager om regnskabsmanipulation, ja endog svig. Kravet om certificering skal også gælde for udenlandske værdipapirudstedere. Amerikanske selskaber, der emitterer aktier for 75 mio. USD eller mere, og som er underkastet SEC i mindst 12 måneder, har en kortere frist til at fremlægge kvartals- og årsrapporter¹² og skal offentliggøre deres rapporter på internet.

Disse foranstaltninger påvirker ikke blot europæiske selskaber, som er noteret på amerikanske værdipapirmarkeder, men de er også en reference, i forhold til hvilken EU-lovgivningen skal positionere sig for at fremme de europæiske kapitalmarkeder på internationalt plan. Kommissionens forslag tager i høj grad sigte på disse spørgsmål. For det første revideres kravene til års- og delårsrapporteringen (se afsnit 4.2-4.4 nedenfor). Herudover og efter samme linjer som i det fremtidige prospektdirektiv foreslår Kommissionen, at medlemsstaterne indfører passende regler om identificering af ansvarlige personer og organer i en virksomhed og om deres ansvar for falske oplysninger (se yderligere forklaringer til artikel 7 i afsnit 5).

4. HOVEDELEMENTERNE I EN REFORM AF OPLYSNINGSKRAVENE

4.1. EU-dækkende investorbekyttelse og fjernelse af nationale barrierer

4.1.1. Balance mellem udstedere og investorer

De planlagte krav om gennemsigtighed skal ses i sammenhæng med et integreret europæisk kapitalmarked. Ud over at beskytte investorerne og forbedre effektiviteten på markederne er sigtet også, at de opgraderede krav i hele Den Europæiske Union skal føre til færre nationale barrierer for udstedere, der søger adgang til regulerede markeder i andre medlemsstater end hjemlandet. Den metode, der består i at kombinere en effektiv fjernelse af nationale barrierer med markedsadgang med en passende investorbekyttelse på EU-plan, har ofte været en succesrig måde til at sikre integration af de finansielle markeder - og det bør også være vejen fremad.

Dette indebærer en høj grad af harmonisering - snarere end en total harmonisering - idet udstederens hjemland kan fortsætte med at pålægge strengere krav om periodiske eller løbende oplysninger. Andre medlemsstater, hvor udstederen også ønsker at rejse kapital ved at udbyde værdipapirer til omsætning på et reguleret marked, skulle imidlertid ikke have lov til det samme. Ellers ville virksomheder, der ønsker at blive noteret i flere medlemsstater, helt klart blive hæmmet af forskellige nationale oplysningskrav.

Denne balance mellem investorbekyttelse og fjernelse af nationale barrierer for udstedere svarer til de bekymringer og ønsker, der kom til udtryk under de to høringer. På den ene side hævdede investorer fra nogle medlemsstater og fra tredjelande, at den rigtige måde ville være

¹² I øjeblikket skal alle amerikanske værdipapirudstedere offentliggøre årsregnskaber (form 10-K) senest 90 dage efter regnskabsårets slutning. De berørte selskaber skal fremskynde dette i en periode af to år (75 dage efter det regnskabsår, der afsluttes i 2003, og derefter 60 dage efter i de følgende regnskabsår). Kvartalsrapporten (form 10-Q) skal offentliggøres inden for 45 dage. For de selskaber, der er berørt af de nye regler, skal offentliggørelse ske inden 40 dage fra 2005 og 35 dage fra 2006.

fuld harmonisering i hele Den Europæiske Union. På den anden side gik værdipapirudstedere og markedsdeltagere ind for, at medlemsstaterne skulle have et vist spillerum.

For yderligere detaljer se forklaringerne til artikel 3 i afsnit 5.

4.1.2. Registreringssystem i hjemlandet

For at øge investorernes tillid skal hjemlandet være ansvarligt for at håndhæve EU's oplysningskrav via et system, hvor selskaberne skal indsende deres oplysninger til de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder. Under de to høringer støttede investorerne, de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder og fondsbørserne denne idé, under forudsætning af at der er mulighed for myndighedsoverdragelse til operatørerne af de regulerede markeder. Markedsdeltagerne og udstederne anmodede imidlertid om, at det nøjagtige formål med et sådant registreringssystem afklares yderligere.

Den **arkiveringsfunktion**, som en national værdipapirtilsynsmyndighed (eller den operatør af et reguleret marked, som denne funktion kan overdrages til) dermed skal udfylde, skal fungere på følgende måde: indgivelse af oplysninger på tidspunktet for den faktiske offentliggørelse skal for eksempel sikre, at de obligatoriske offentliggørelsesfrister overholdes. Det foreslåede registreringssystem indebærer ikke nødvendigvis, at informationerne skal undersøges med hensyn til, om de er komplette, nøjagtige og forståelige. På den anden side skal tilsynsmyndigheden i hjemlandet som et minimum have ret til at reagere på enhver overtrædelse af oplysningskravene.

En kompetent myndigheds arkiveringsfunktion indebærer ikke, at den også overtager ansvaret for at sprede de registrerede oplysninger til offentligheden i realtid. Hver enkelt kompetent myndighed skal selv afgøre, om den ønsker at yde en sådan service. Hvis det er tilfældet, skal en sådan **offentliggørelsesfunktion** omfatte offentliggørelse af alle periodiske og løbende oplysninger, som en given udsteder skal meddele i henhold til dette direktiv og direktivet om markedsmissbrug. Det skulle således kræves, at en national tilsynsmyndighed kun benytter én informationskilde for en bestemt udsteder.

For yderligere detaljer se forklaringerne til artikel 15, 17 og 20 i afsnit 5.

4.1.3. Bestemmelse af hjemlandet

Ifølge de nuværende fællesskabsbestemmelser er udstederens hjemland den medlemsstat, hvis lovgivning udstederen er undergivet¹³. Under de to høringer gav nogle markedsdeltagere udtryk for, at emittenten frit skulle kunne vælge hjemland, i det mindste i visse tilfælde. Den løsning, som Kommissionen foreslår, følger i det omfang, det er muligt, den løsning, som Rådet enedes om den 5. november 2002 i forbindelse med det foreslåede direktiv om prospekter.

– *Behov for overensstemmelse med det fremtidige direktiv om prospekter*

Oplysningskravene for sekundære markeder og et effektivt tilsyn med udstederne bør i denne forbindelse - **som regel nummer et** - principielt ikke overlades til andre medlemsstater end dem, der er ansvarlige for at godkende et prospekt. Ellers kunne der sættes spørgsmålstegn ved de positive virkninger af et europæisk pas for prospekter, specielt for så vidt angår, hvilket sprog der skal anvendes. Offentliggørelse af en årsrapport efter dette forslag og af

¹³ Artikel 105 og 11 i direktiv 2001/34/EF.

årlige oplysninger i forbindelse med prospektet er et andet vigtigt eksempel, der illustrerer **behovet for overensstemmelse**. Hvis for eksempel hjemlandet var det land, hvor udstederens værdipapirer hovedsagelig tages op til omsætning på et reguleret marked, ville de fordele, som det fremtidige direktiv om prospekter giver udstederne, blive reduceret til ingenting som følge af dette forslag.

– *Behov for overensstemmelse ud over direktivet om prospekter*

Den løsning, der bruges i det kommende direktiv om prospekter, kan imidlertid ikke uden videre kopieres. Eksemplet med en udsteder, hvis aktier er optaget til omsætning på et reguleret marked i medlemsstat A, og som samtidig kun udsteder gældsbeviser i medlemsstat B, illustrerer problemet. Hvis man kopierede løsningen i direktivet om prospekter, ville det resultere i to hjemlande for samme udsteder: en for aktier og en for gældsbeviser. En ordning med flere hjemlande ville imidlertid forhindre et effektivt tilsyn i Europa og også udsætte udstederne for flere sæt nationale krav, der går ud over EU-kravene efter dette forslag.

Konklusionen er, at der er **behov for overensstemmelse** og samordning **ud over det kommende direktiv om prospekter**. Den eneste måde, hvorpå man kan sikre en sådan overensstemmelse, er - **som regel nummer to** - at hjemlandet ikke bestemmes på grundlag af den type værdipapirer, der optages til omsætning på et reguleret marked, men på grundlag af udstederen. Den virksomhed, der udsteder aktier og gældsbeviser, vil således ikke have to hjemlande, men kun et. Det samme gælder for udstedere af forskellige typer værdipapirer; hvis en emittent udsteder gældsbeviser med en pålydende værdi pr. enhed på over og under 50 000 EUR, kan der kun være tale om et enkelt hjemland. **Kort sagt skal hjemlandet ikke fastlægges på grundlag af den type værdipapirer, der udstedes, men på grundlag af udstederen.**

– *Kriterier for at etablere en sammenhæng mellem udstederen og hjemlandet*

Hjemlandet skal være det land, hvor den højeste grad af investorbekyttelse skal håndhæves på grundlag af typen af værdipapirer. Dette forslag fastsætter større gennemsigtighedskrav for udstedere af aktier sammenlignet med udstedere af gældsbeviser (f.eks. kvartalsoplysninger, men også offentliggørelse af kapitalstrukturen i tilfælde af ændringer i de største aktiebeholdninger osv.). Hvis man samlet ser på det fremtidige direktiv om prospekter og dette forslag, står aktieemitterer og udstedere af gældsbeviser, der ikke er forbeholdt engrosmarkederne, over for større oplysningskrav for at sikre en bedre investorbekyttelse. Principperne for at fastlægge hjemlandet med hensyn til sådanne værdipapirer bør derfor gælde for udstedere af sådanne værdipapirer, selv om sådanne udstedere også udsteder gældsbeviser for engrosmarkederne.

– *Hvordan skal man behandle udstedere, der kun emitterer gældsbeviser, og som kan vælge deres hjemland?*

Et særligt tilfælde vedrører de udstedere, der kun udsteder store gældsbeviser (i henhold til Rådets kommende fælles holdning drejer det sig om værdipapirer med en pålydende værdi pr. enhed på 5 000 EUR eller mere), og som i henhold til det fremtidige prospektiv vil kunne vælge mellem flere medlemsstater. Muligheden for at vælge hjemland bør principielt ikke fjernes. Den store betydning, der tillægges investorbekyttelse og markedseffektivitet efter dette forslag, giver sig udslag i kravene om løbende og periodiske oplysninger, det vil sige tilsyn med, at kravene om gennemsigtighed overholdes over en vis periode. Derfor bør disse udstedere af gældsbeviser have valgmuligheden, men de skal kunne ændre deres valg

efter en vis periode. Den foreslåede treårsperiode er i overensstemmelse med de nuværende og fremtidige krav til emittenter om, at de skal have fremlagt årsregnskaber for de tre regnskabsår, der går forud for deres anmodning om optagelse til omsætning på et reguleret marked¹⁴.

– *Approachen kan også anvendes til at fastlægge et hjemland med hensyn til offentliggørelse af ad hoc-oplysninger efter direktivet om markedsmissbrug*

Der er ingen tvivl om, at direktivet om markedsmissbrug giver medlemsstaterne lov til at gribe ind i forbindelse med insiderhandel på deres regulerede markeder. I direktivet om markedsmissbrug angives det ikke, i hvilken medlemsstat en udsteder skal offentliggøre sine oplysninger og på hvilket sprog. Løsningen kan ikke være, at udstederen simpelthen skulle gøre det på alle sprog, hvor værdipapirerne optages til omsætning på et reguleret marked, og med de informationskanaler, der foreskrives i hver af disse medlemsstater. Fastlæggelse af hjemlandet efter dette direktiv er afgørende for disse to spørgsmål. Da nærværende initiativ også behandler løbende oplysninger, bør hjemlandet være det samme.

For yderligere detaljer se forklaringer til artikel 2, stk. 1, litra i), i afsnit 5.

4.2. Periodisk regnskabsaflæggelse: Årsrapporten

4.2.1. Årsrapporten

Under de to høringer var alle involverede parter principielt enige om at indføre et enkelt dokument med alle oplysninger for et givet regnskabsår med titlen "årsrapport" og om at fastsætte en frist, inden for hvilken årsrapporten skal være offentliggjort. Nogle udstedere ønskede en afklaring af dette dokument status. På den ene side skal årsrapporten ikke være den endelige version, der godkendes af aktionærene på den årlige generalforsamling. På den anden side skal den ikke give begrænsede oplysninger på grundlag af en forkortet balance for SMV som efter artikel 47, stk. 2, i fjerde selskabsdirektiv, og den skal heller ikke med henblik på de finansielle markeder give foreløbige oplysninger, der ikke allerede er revideret.

Årsrapporten skal være en fuldstændig finansiell informationskilde, der omfatter regnskabet og en ledelsesberetning. Den skal indeholde pålidelige oplysninger, der er godkendt af udstederens ansvarlige personer og organer (bestyrelsen - eller i lande med en dualistisk struktur - også tilsynsrådet). Den skal også være genstand for en revisionsberetning.

4.2.2. Tre måneder til at offentliggøre årsrapporten

De eksisterende EU-regler kræver, at værdipapirudstedende selskaber så hurtigt som muligt skal offentliggøre deres seneste årsregnskaber i overensstemmelse med de standarder, der er fastsat i selskabsdirektiverne. Bestemmelserne om, hvornår årsregnskaberne skal offentliggøres, er forskellige fra medlemsstat til medlemsstat. I nogle medlemsstater er der fastsat en frist for offentliggørelse af regnskaber¹⁵, mens der i andre medlemsstater sikres en rettidig information af værdipapirmarkederne ved offentliggørelse af foreløbige eller

¹⁴ Se den nuværende artikel 44 i direktiv 2001/34/EF, der ikke vil blive ændret som følge af det fremtidige direktiv om prospekter.

¹⁵ For eksempel i tysk lovgivning, hvor det kræves, at direktørerne skal udarbejde en rapport inden for tre måneder (den nationale lov om virksomhedsledelse kræver sågar en offentliggørelse inden for tre måneder), eller Frankrig, hvor der kræves offentliggørelse inden for fire måneder, undtagen for børsnoterede selskaber, der har offentliggjort et prospekt, og som skal offentliggøre regnskaber inden for tre måneder.

forkortede årsresultater¹⁶ eller ved en supplerende delårsrapport ved udgangen af regnskabsåret¹⁷. I forhold til EU-reglerne anses årsregnskaberne ikke for at være et kapitalmarkedsorienteret værktøj. Indførelse af en frist for offentliggørelse af oplysninger skulle gøre det muligt for investorerne at følge med i et selskabs resultater i alle medlemsstater.

Den endelige frist for offentliggørelse af en årsrapport skal være **tre måneder**. I lyset af de synspunkter, der kom til udtryk i svarene under høringen, mener Kommissionen, at det er den bedste løsning. Oprindeligt undersøgte Kommissionens tjenestegrene spørgsmålet om en frist på to måneder. Under den anden høring overvejede den en frist på tre måneder, under forudsætning af at der forudgående var blevet offentliggjort en delårsrapport for det sidste kvartal i regnskabsåret. Ideen om en fjerde kvartalsrapport blev imidlertid opgivet for at undgå at skabe en uforholdsmæssig stor arbejdsbyrde i relation til den overordnede målsætning om at mindske gabet mellem den sidste delårsrapport (dvs. kvartalsoplysninger, der skal offentliggøres senest i november) og årsrapporten (dvs. senest i udgangen af marts). Længere rapporteringsperioder ville udsætte offentligheden for en lang usikkerhedsperiode og betydeligt øge risikoen for selektiv informationsspredning mellem visse udstedere og analytikere. En periode på fire måneder ville indebære risiko for, at selskaberne kunne ønske at "styre indtjeningen", eftersom årsrapporten først skulle offentliggøres i en periode, i hvilken de foreslåede finansielle kvartalsoplysninger i forbindelse med det efterfølgende regnskabsår allerede ville være udarbejdet og offentliggjort.

For yderligere detaljer (inklusive overgangsordninger) se forklaringer til artikel 5 og 26 under afsnit 5.

4.3. Kvartalsoplysninger/halvårsrapporter for aktieudstedere

Kommissionen mener, at en blanding af mindre krævende kvartalsoplysninger og mere krævende halvårsrapporter er den rigtige vej frem i denne fase. Der er ikke beviser for, at en sådan tilgang vil øge volatiliteten på aktiemarkederne. Denne tilgang fokuserer på offentliggørelse af historiske fakta og tendenser med hensyn til den langsigtede strategi, som en virksomhed ønsker at forfølge; den giver ikke anledning til kortsigtethed. Kortsigtethed fremkaldes af virksomheder, der tror, at de kan være sikre på deres aktieresultater, hvis de bilateralt aftaler prognoser med analytikere, eller hvis de lover en vækst i indtjeningen pr. aktie ("earnings guidance") med bestemte intervaller. Kritiske røster i USA¹⁸, hvor denne praksis er vidt udbredt, har allerede opfordret markedsdeltagerne til at stoppe den.

4.3.1. Halvårsrapport efter de første seks måneder

Den halvårsrapport, der i øjeblikket er krav om efter EU-reglerne, skal derfor opgraderes til en delårsrapport, der består af sammendragne regnskaber udarbejdet efter IAS 34 og en ledelsesberetning om selskabets virksomhed. Ledelsesberetningen skal kun indeholde en opdatering af oplysningerne i årsrapporten i overensstemmelse med fjerde og syvende

¹⁶ I form af foreløbige regnskaber, som i Belgien (3 måneder), Danmark (3 måneder), Sverige (2 måneder), Finland (3 måneder) eller Storbritannien (4 måneder - selv om Department for Trade and Industry i en hvidbog fra juli 2002 foreslog, at årsregnskabet og årsrapporten skulle offentliggøres inden for en periode af 4 måneder).

¹⁷ Enten en fjerde kvartalsrapport (Italien) eller en anden halvårsrapport (Spanien).

¹⁸ Se rapport fra Conference Board, Commission on Public Trust and Private Enterprise, Findings and Recommendations of 9 January 2003.

selskabsdirektiv. På linje med IAS 34 skal halvårsrapporten offentliggøres efter to måneder (i stedet for fire måneder som i dag).

Under høringerne opfattede nogle udstedere delårsledelsesberetningen som et krav, der indebar, at man for en referenceperiode på seks måneder bare skulle gentage det arbejde, som man allerede skulle gennemføre på årsbasis på nationalt plan. Denne antagelse er ikke korrekt. Kommissionen foreslår kun en opdatering, ikke en omarbejdning af den sidste årlige ledelsesberetning. Detaljerne for denne opdatering skal fastsættes i gennemførelsesregler i overensstemmelse med udvalgsprocedurene.

Et vigtigt spørgsmål, som udstederne rejste under høringen, vedrører indførelsen af regnskabsaflæggelse på grundlag af IAS i det første relevante år - 2005. For at lette opgaven foreslår Kommissionen, at medlemsstaterne kan fritage deres værdipapirudstedere fra at anvende IAS i halvårsrapporten i 2005. Som følge heraf bliver det første dokument, som en udsteder skal udarbejde i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder årsrapporten for det regnskabsår, der starter i 2005. Desuden kan visse udstedere fritages fra at anvende IAS frem til 2007.

For yderligere detaljer se også forklaringerne til artikel 5 og 26.

4.3.2. Kvartalsoplysninger

I øjeblikket kræves det kun ifølge EU-reglerne, at et selskab skal offentliggøre halvårsrapporter om resultatet i de første seks måneder i hvert regnskabsår. Ti medlemsstater har imidlertid allerede strengere krav. Dette viser, at EU's oplysningskrav halter bagefter og ikke længere afspejler bedste praksis og er klart forældet.

– *Hvorfor delårsregnskaber på kvartalsbasis?*

Otte medlemsstater (AUT, BE, ES, FR, FIN, GR, IT, PO) har gjort det obligatorisk at offentliggøre delårsregnskaber eller delårsoplysninger på alle eller visse regulerede markeder. To medlemsstater kræver kvartalsvis regnskabsaflæggelse for unge selskaber, der er mindre end tre år gamle (LUX, UK), og for investeringsselskaber, der besidder strategiske minoritetsinteresser i andre selskaber (UK). I to andre medlemsstater (DE og SW¹⁹) foreskriver fondsbørsreglerne de facto kvartalsrapportering, og det samme vil komme til at gælde i endnu en medlemsstat (NL)²⁰. Når det først er blevet indført, er man ikke nogen steder vendt tilbage til kun at have halvårsrapportering.

Omkring 1 100 ud af 6 000 europæiske værdipapirudstedende selskaber²¹ fremlægger delårsrapporter på kvartalsbasis efter høje internationale standarder for hver enkelt kvartalsrapport (nationale regnskabsstandarder, IAS eller US-GAAP), og mange flere værdipapirudstedende selskaber fremlægger mindst oplysninger i hvert kvartal. De europæiske selskaber, der udarbejder kvartalsregnskaber, dominerer aktieindeksene i vigtige medlemsstater (DAX, MIB, IBEX, CAC og også techMark-segmentet på LSE), til trods for at disse selskabers papirer udgør et fåtal af alle omsatte papirer.

¹⁹ Ifølge Deutsche Börses regler gælder dette for alle DAX- og M-DAX-selskaber (fra 2003 skal dette være en regel for alle selskaber, der er noteret i det nye øvre segment) og for de selskaber, der er optaget til omsætning på Neuer Markt, samt ifølge reglerne for Stockholms fondsbørs.

²⁰ Ifølge Euronext-reglerne for segmenterne Next Economy og Next Prime fra 1. januar 2004.

²¹ Ifølge Bloomberg-data i 2002.

Desuden er det ubestrideligt, at de europæiske værdipapirmarkeder i meget høj grad afhænger af de amerikanske værdipapirmarkeder, hvor kvartalsoplysninger har været et krav siden 1946. De amerikanske aktiemarkeder udgør omkring 60 % af markedsværdien på verdens aktiemarkeder, mens de europæiske værdipapirmarkeder kun tegner sig for 30 %. Tendenserne på de europæiske markeder afhænger i vid udstrækning af udviklingen på de amerikanske markeder. Europæiske selskaber, der har tvivl om kvartalsregnskaber, bør være klar over, at tendenserne på de amerikanske markeder udøver en stærkere indflydelse på de europæiske værdipapirmarkeders udvikling end de europæiske selskabers resultater. Indførelsen af kvartalsoplysninger indgår i bestræbelserne på at overbevise de internationale investorer om, at det i højere grad kan betale sig for dem at sprede deres investeringer på de internationale finansmarkeder.

Fremlæggelse af kvartalsoplysninger til offentligheden giver udstederne mulighed for at øge deres egne aktieresultater. Hvis dette var det eneste argument for sådanne oplysninger, kunne man lade virksomhederne gøre det på et frivilligt grundlag. Men obligatoriske kvartalsoplysninger vil herudover give en bedre beskyttelse af investorerne, fordi investorerne sandsynligvis vil overvåge selskabernes gældssituation nøjere. I medlemsstaterne er virksomhedernes gæld som andel af BNP steget betydeligt i de seneste år²². Desuden vil adgangen til mere strukturerede og pålidelige oplysninger i løbet af et regnskabsår øge markedseffektiviteten og konkurrencen, da kapitalen vil gå til selskaber med de bedste resultater. Selskaberne kan desuden vurderes på grundlag af umiddelbart sammenlignelige og offentligt tilgængelige oplysninger, i stedet for at investor overlades til at stole på finansanalytikerens prognoser. Der findes ingen empiriske beviser, der peger på en forbindelse mellem obligatoriske kvartalsoplysninger og øget volatilitet på aktiemarkedet.

– *Resultatet af høringen*

Under de to høringer var den kvartalsvise rapportering det spørgsmål, der delte udstederne og investorerne mest. Det bør noteres, at en minoritet af selskaber, der ikke omfattes af obligatorisk kvartalsrapportering, er enig i princippet, mens en minoritet af investorerne sætter spørgsmålstegn ved kvartalsrapportering.

Nogle udstedere, som ikke allerede rapporterer på kvartalsbasis, frygter, at en sådan rapporteringshyppighed vil underminere deres langsigtede investeringsstrategi - et synspunkt, der ikke blev støttet af de selskaber, der allerede rapporterer på kvartalsbasis. Kommissionen mener også, at denne frygt er uberettiget. I stedet vil selskaber, der ikke rapporterer på kvartalsbasis, i det væsentlige blive drevet af andre markeds kræfter, selv om et forbedret forretningsresultat kunne være belønningen for en øget tillid blandt investorerne. Mange selskaber foreslog, at selskaberne selv skulle afgøre, om de ville fremlægge kvartalsoplysninger. I betragtning af at corporate governance spiller en stigende rolle, finder Kommissionen imidlertid, at reglerne om gennemsigtighed ikke længere skal være udformet på en sådan måde, at selskaberne frit kan vælge, om de ønsker at følge princippet om gennemsigtighed eller ej.

Nogle parter hævdede, at offentliggørelse af prisfølsomme oplysninger på et ad hoc-grundlag (ad hoc-offentliggørelse) langt bedre imødekommer investorernes oplysningsbehov. Periodisk rapportering og ad hoc-offentliggørelse af intern viden (efter det fremtidige direktiv om markedsmisbrug) er imidlertid forskellige måder at informere offentligheden på og er ikke

²² Se specielt den seneste rapport fra Conseil des Marchés Financiers fra december 2002 "L'augmentation de la volatilité du marché des actions".

substitutter. Udstederen kan selv afgøre, om der skal offentliggøres intern viden på et ad hoc-grundlag, dvs. at det anses for at være legitimt (og er en udbredt praksis) ikke at offentliggøre konsoliderede tal eller endog interne regnskabsresultater, der normalt udarbejdes i selskaberne. Derimod giver de periodiske rapporteringskrav, der er fastsat i lovgivningen eller i fondsbørsreglerne, investorerne ret til at modtage standardiserede og dermed sammenlignelige oplysninger (såsom resultatet før og efter skat) fra udstederne.

Fordelene for investorerne skal først og fremmest vurderes i forhold til deres lokalisering i Europa eller i et tredjeland. Investorer, der er etableret i det land, hvor udstederens værdipapirer optages til omsætning på et reguleret marked, har brug for mindre standardiserede oplysninger, som offentliggøres på et forud fastsat tidspunkt. Investorer i udlandet vil have lettere adgang til oplysninger om udstederen, jo mere standardiseret rapporteringsperioderne er. Kvartalsrapportering indebærer derfor klare fordele for investorer i udlandet.

Nogle børser (men ikke flertallet) foreslog også, at dette spørgsmål overlades til operatørerne af de regulerede markeder. Offentliggørelse af kvartalsoplysninger er imidlertid en kendt praksis på internationalt plan, og de reelle forskelle mellem børserne vedrører udelukkende visse nærmere tekniske bestemmelser såsom formen og fristerne for offentliggørelse. Endvidere har ti medlemsstater allerede taget lovgivningsmæssige initiativer i den retning. Det er vanskeligt at forestille sig, at medlemsstaterne giver udstedere af værdipapirer adgang til deres regulerede markeder, eller at investorer i disse lande ville være interesseret i disse udstedere, hvis de ikke giver pålidelige kvartalsoplysninger. Resultatet ville snarere blive fragmentering end integration af de regulerede markeder, hvis Kommissionen ikke interesserede sig for dette spørgsmål.

I dokumentet fra den anden høring lancerede Kommissionen idéen om en anden ordning for mindre værdipapirudstedere, der baseres på deres årlige omsætning. Nogle hævdede, at en ordning for SMV bedre kunne baseres på markedsværdien. Visse børser gik endog ind for total fritagelse for SMV, og undtagelseskriterierne skulle fastsættes af investorer, revisorer og regnskabsfolk. Institutionelle investorer, småinvestorer og revisions- og regnskabsbranchen modsatte sig imidlertid den idé. Mindre selskabers indtjenings- og risikoprofil, specielt startopvirksomheder, ville ikke kunne begrunde det.

Det skal erindres, at børsnoterede selskaber ikke er mindre selskaber, hverken med hensyn til størrelse, aktiviteter eller markedsværdi. De er endvidere opbygget med kapital, som de har fået fra offentligheden, dvs. institutionelle investorer eller småinvestorer. Et pålideligt internt regnskabssystem er hjørnestene i SMV's troværdighed og konkurrenceevne.

Generet betragter kapitalmarkederne investeringer i SMV som risikable. Det fremgår klart af Kommissionens høringer. Det har derfor klare fordele for SMV at levere pålidelige oplysninger på kvartalsmæssig basis. Det vil bidrage til at skabe større tillid på markedet og blandt investorerne. Dette gælder sikkert især grænseoverskridende investorer. I Frankrig viser statistikker f.eks., at investorer bosat i udlandet kun beholder aktier i gennemsnitligt fem måneder (i forhold til elleve måneder for investorer med bopæl i Frankrig²³).

– *Den foreslåede løsning: kvartalsoplysninger*

²³ Banque de France, Bulletin de la Banque de France, nr. 106, oktober 2002, om varigheden af pretholdelsen af aktier mellem juni 2001 og juni 2002.

Kommissionen følger en ide, som mange af respondenterne gav udtryk for: kvartalsoplysninger bestående af de nøgledata, der i øjeblikket kræves efter de bestående EU-regler for halvårlig regnskabsaflæggelse (nettoomsætning, resultat før og efter skat), plus trendoplysninger om selskabets fremtidige udvikling. Sådanne oplysninger sætter ikke blot investorerne i stand til at vurdere på grundlag af de opnåede resultater, men også til at tage hensyn til udstederens aktuelle langsigtede strategi. Man kan ikke se bort fra, at der er en efterspørgsel efter oplysninger om et selskabs fremtidigt resultat. Der er imidlertid ingen offentlig interesse i at fremme en slags "earnings guidance", der fører til kortsigtede dispositioner og upassende pression fra analytikere og fondsforvaltere. Trendoplysningerne, som er frivillige for selskaberne, vil i stedet give dem mulighed for at opdatere deres syn på virksomhedsstrategien og udviklingen i aktiviteterne. Fristen for offentliggørelse af sådanne kvartalsoplysninger bør i denne fase ikke være længere end to måneder. Hvis investorerne ønsker mere detaljerede oplysninger eller samme oplysninger hurtigere, vil udstederne og operatørerne af de regulerede markeder fortsat have mulighed for at finde en løsning herpå.

Den foreslåede løsning vil ikke indebære store omkostninger for selskaberne, navnlig fordi der ikke stilles krav om kvartalsmæssige pengestrømsanalyser eller inddragelse af en revisor til revision eller gennemgang af regnskaberne. Hertil kommer, at udstederne har valgt mellem oplysninger om resultat før eller efter fradrag af skat, så udstederen ikke skal foretage skattemæssige skøn i løbet af regnskabsåret. Omsætningstal og resultatopgørelse føres og ajourføres regelmæssigt (i det mindste hver måned) af driftshensyn, hvorfor disse oplysninger allerede skulle foreligge.

Kvartalsmæssige oplysninger om resultat giver et værktøj til at måle svigagtig praksis i samtlige periodiske rapporter. Det vil dog ikke alene kunne bekæmpe svig i selskabernes regnskabspraksis. Den endelige rapport fra Arbejdsgruppen på Højt Plan bestående af selskabsretlige eksperter indeholder yderligere foranstaltninger²⁴. Kommissionen agter at følge op på disse forslag i løbet af de kommende måneder i en handlingsplan om god forretningskultur og en meddelelse om obligatorisk revision.

Oplysninger om resultat før eller efter skat ud over omsætningstallene er centrale elementer for investorerne. Sådanne oplysninger giver pålidelig indsigt i et børsnoteret selskabs finansielle forhold og tilstand. Oplysninger om nettoomsætning som sådan er ikke tilstrækkelig, da de ikke giver mulighed for at vurdere selskabets gældssituation.

Den foreslåede løsning følger ikke de strengeste nationale standarder for aflæggelse af kvartalsregnskaber. P.t. omfatter de obligatoriske kvartalsrapporter i Grækenland, Det Forenede Kongerige, Luxembourg, og Portugal ikke kun nettoomsætning og resultat før eller efter skat, men også et regnskab, hvori indgår en pengestrømsanalyse og en ledelsesberetning. Børsregler i Østrig (Vienna Stock Exchange), Tyskland (Deutsche Börse), Finland (Helsinki Stock Exchange) og Sverige (Stockholm Stock Exchange) stiller også krav om kvartalsregnskaber. Fra og med januar 2004 indfører Euronext samme strenge krav med virkning for selskaber, der er noteret i Frankrig, Belgien og Nederlandene. I Frankrig er der allerede et krav om kvartalsmæssige oplysninger om omsætning, men ikke om resultat. Kommissionens forslag søger ikke at tilpasse gældende EU-regler til de strengeste internationale standarder, men indskrænker blot forskellene for de 1 100 europæiske selskaber, der efterlever de strengeste internationale standarder med kortere frister for offentliggørelse, og de resterende 4 900 selskaber.

²⁴ Rapport fra den 4. november 2002.

For yderligere forklaringer se bemærkningerne til den foreslåede artikel 6 i afsnit 5.

4.4. Kun halvårsrapporter for udstedere, der udsteder andre værdipapirer end aktier

Udstedere, der kun udsteder gældsbeviser, er ikke underkastet delårsrapportering efter de nuværende EU-regler. Dette bør ændres. Der bør kræves en halvårsrapport, og dens indhold bør svare til, hvad der kræves for aktieudstedere. Det må ikke undervurderes, at insolvens har negative virkninger for både en investor i aktier og en investor i gældsbeviser. Derfor er der behov for at gøre en indsats for at beskytte dem, der investerer i sådanne udsteders gældsbeviser, og for at opretholde ens spilleregler for aktieudstedere og udstedere af gældsbeviser. Under de to høringsrunder var der bred tilslutning til at stille færre krav til udstedere af gældsbeviser end til aktieudstedere. Halvårsrapporter skal ikke pålægges selskaber, der kun udsteder gældsbeviser med en stor pålydende værdi pr. enhed, specielt udstedere af Eurobonds. Der er ikke det samme behov for investorbeskyttelse efter de samme linjer og af de samme årsager som i Kommissionens ændrede forslag til direktiv om prospekter.

Under de to høringer mente nogle, at den nuværende ordning for offentliggørelse af prisfølsomme oplysninger er tilstrækkelig for at beskytte investorerne. Kommissionen deler ikke dette synspunkt, på samme måde som den ikke gør det for så vidt angår kvartalsoplysninger for aktieudstedere. Halvårsrapporter repræsenterer vigtige oplysninger for kapitalmarkederne som supplement til de vurderinger, som ratingbureauerne tilbyder. I USA er ustederne af gældsbeviser sågar underkastet krav om kvartalsrapportering. Kommissionen mener også, at kravene om at fritage datterselskaber fra halvårsrapportering er uberettiget. Det skal noteres, at sådanne datterselskaber handler som selvstændige udstedere af gældsbeviser på regulerede markeder, og at moderselskabets konsoliderede regnskab kun giver oplysninger om hele moderselskabets resultat, men ikke om resultatet for sådant et datterselskab, der handler som en egentlig udsteder af gældsbeviser for egen regning.

For yderligere detaljer se forklaringerne til artikel 5 og 8 under afsnit 5.

4.5. Offentliggørelse af ændringer i betydende aktiebesiddelser i værdipapirudstedende virksomheder

4.5.1. Flere grænseværdier for at integrere de europæiske værdipapirmarkeder yderligere

De nuværende EU-regler fastsætter, at en person, der erhverver eller afhænder aktier, sådan at dennes besiddelse i et selskab når, overstiger eller falder under visse tærskler, skal give meddelelse om det til det pågældende selskab, der igen er ansvarligt for at offentliggøre disse oplysninger. Disse grænseværdier er i øjeblikket 10 %, 20 % og 1/3 (eller, hvis medlemsstaten vælger det, 25 % i stedet for de to sidste grænseværdier), 50 % og 2/3 (eller igen hvis medlemsstaten vælger det, 75 % i stedet for 2/3). Disse tærskelværdier er udformet sådan, at de afspejler forskellene i de nationale selskabsregler med hensyn til de grænseværdier, der er nødvendige for at beskytte mindretal på de årlige generalforsamlinger, for at gennemføre ændringer i selskabets vedtægter eller udøve særlige rettigheder, f.eks. udnævnelse af særlige revisorer osv.

Tolv medlemsstater har i mellemtiden indført yderligere grænseværdier. Faktisk er der kun tre medlemsstater (LUX, PO og SW), der fortsat kræver et gennemsigtighedsniveau, der blev

fastsat for 15 år siden i Fællesskabet. Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR) lancerede også en diskussion om en gennemgang af EU-tærsklerne²⁵, som Kommissionen videreførte i sine egne høringer. Under høringerne gav de interesserede parter udtryk for ønsket om en opdatering, sågar om en gennemgang af disse krav.

Kommissionen foreslår nu, at der indføres et gennemsigtighedssystem på grundlag af tærskler, der begynder med 5 %²⁶ og fortsætter i intervaller på 5 % indtil 30 % af stemmerettighederne eller kapitalen eller begge. Dette system skal ikke bare afspejle den reelle indflydelse, som en investor kan udøve i et selskab, men mere generelt også investors interesse i selskabets resultat, forretningsstrategi og indtjening. Otte medlemsstater har allerede en sådan mere værdipapirmarkedsorienteret gennemsigtighedsordning på nationalt plan. Syv af dem (AUT²⁷, DK, ES²⁸, FIN, GR²⁹, IT³⁰ og UK³¹) indførte lovgivning eller administrative forskrifter herom, mens den ottende anvender en sådan ordning via rekommandationer fra fondsbørsen (SW). Yderligere en medlemsstat (NL³²), den niende, er ved at indføre lignende regler. Kommissionens forslag vil harmonisere situationen i medlemsstaterne, samtidig med at de medlemsstater, der ønsker det, kan kræve offentliggørelse af ejerforholdene allerede på et tidligere trin (2 % i IT eller 3 % i UK) eller med snævrere intervaller. Andre medlemsstater kan også fastholde andre tærskler på nationalt plan, f.eks. 1/3 af stemmerettighederne.

For yderligere oplysninger se bemærkningerne til artikel 9 og 10 under afsnit 5.

4.5.2. *Kortere frister for aktionærer og udstedere*

En forkortelse af fristerne for anmeldelse og offentliggørelse af oplysninger ligger også på linje med de ønsker, der kom til udtryk under høringen. I øjeblikket skal aktionæren give udstederen og den kompetente myndighed oplysninger inden for syv kalenderdage, og derefter skal udstederen offentliggøre oplysningerne inden for ni kalenderdage eller under særlige omstændigheder inden for 21 kalenderdage. I modsætning til de oprindeligt planlagte fem kalenderdage foreslår Kommissionen nu en frist på **fem arbejdsdage for investorer** og en frist på **tre arbejdsdage for udstedere**, der faktisk råder over oplysninger om erhvervelser eller afhændelser af store aktieposter, til at offentliggøre disse ændringer (se også forklaringerne til artikel 11 i afsnit 5).

²⁵ CESR-papir om "Measures to promote market integrity – a follow-up to CESR paper on market abuse of 31 January 2002" (FESCO/01-052h af 31. januar 2002).

²⁶ Denne tærskel skal allerede overholdes i 12 medlemsstater (AUT, BE, DK, DE, ES, FIN, FR, GR, IRL, IT, NL og UK).

²⁷ Gennemsigtighedskravene starter ved 5 %, fortsætter i trin på 5 %, indtil en investor når 50 % af stemmerettighederne.

²⁸ Gennemsigtighed kræves for en aktiebeholdning, der begynder ved 5 %, og der skal gives oplysninger, hver gang en aktiebeholdning når, overstiger eller falder under en 5 %-tærskel

²⁹ I de første 12 måneder, hvor aktier optages til omsætning på et reguleret marked, skal ændringer i aktiebeholdninger rapporteres ved intervaller på 1,5 %.

³⁰ Kravene om gennemsigtighed begynder ved 2 % og fortsætter for aktiebesiddelser, der stiger eller falder med mere end 5 %, 7,5 %, 10 % og hvert yderligere trin på 5 %.

³¹ Kravene om gennemsigtighed begynder ved 3 % og fortsætter for aktiebesiddelser, der falder eller stiger med hele procenttal.

³² Det nederlandske finansministerium har planer om at foreslå en ændring af "Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen" fra 1996, herunder en ny struktur for grænseværdierne (5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 % og for en beholdning på mere end 25 % skal hver transaktion anmeldes).

4.5.3. *Gennemsigtighed gælder også for værdipapirbeholdninger, der giver adgang til aktier*

Der kan udøves direkte indflydelse på selskaber via aktier, men også indirekte via finansielle instrumenter, som giver ret til at erhverve eller sælge aktier, f.eks. warrants eller konvertible obligationer, når beholdningen af sådanne finansielle instrumenter når op på høje grænseværdier. Under høringerne var der støtte til ideen om, at det generelle gennemsigtighedssystem skulle omfatte en sådan situation. Der var imidlertid specielt bekymringer om at medtage call- og putoptioner. Et mindretal af investeringsselskaberne anmodede desuden om højere tærskler sammenlignet med andre investorer. For at tage hensyn til denne situation foreslår Kommissionen følgende:

Den overordnede målsætning om at gå i retning af en mere kapitalmarkedsorienteret tilgang bør ikke undermineres af undtagelser for investeringsselskaber. Virksomhederne har en stærk interesse i at vide, hvilke investeringsselskaber der investerer i dem, og hvad deres stilling er, f.eks. på aktionærmøder. Anmeldelseskravet vil derfor gøre det lettere for virksomhederne at identificere ejerskabet eller de personer, der handler på ejernes vegne. Generelt mener Kommissionen, at det er acceptabelt at lade medlemsstaterne selv beslutte, om de vil fastsætte 10 % som den første tærskel, når investeringsselskaberne (men også andre investorer) kun erhverver dækkede warrants eller konvertible obligationer. Den samme proportionalitetsregel gælder for livslang dispositionsret i forbindelse med aktier. Desuden skal anmeldelses- og oplysningsordningen være begrænset til værdipapirderivater, men ikke alle slags derivater såsom optioner.

For yderligere forklaringer se bemærkningerne til artikel 2, stk. 1, litra e), og artikel 9 i afsnit 5.

4.6. Værdipapirindehavernes adgang til oplysninger på generalforsamlinger

4.6.1. Hvorfor falder dette spørgsmål ind under dette initiativ?

Dette spørgsmål er allerede mere dækket af EU-reglerne om værdipapirmarkeder end af direktiverne om selskabsret³³; der er behov for en modernisering på tre måder:

For det første bør man fremme anvendelsen af fuldmagt. Hvis aktionærene får mulighed for at handle via fuldmagt, vil aktionærens engagement i generalforsamlinger styrkes. Det vil specielt være en hjælp for investorer, der er etableret i udlandet, og som ikke kan rejse i samme omfang for at udøve deres stemmeret som indenlandske investorer. Svarene under høringen viste en klar positiv indstilling til at vedtage foranstaltninger på EU-plan for at gøre det muligt at deltage i afstemninger via fuldmægtige i medlemsstaterne. Det foreliggende forslag omhandler imidlertid kun gennemsigtighedsaspekterne.

For det andet bør anvendelsen af elektroniske hjælpemidler fremmes. For at kunne stille oplysninger til rådighed ad elektronisk vej skal medlemsstaterne have kapacitet til at udnytte fordelene ved den moderne informations- og kommunikationsteknologi. Kommissionen foreslår, at alle værdipapirudstedere får den nødvendige støtte fra de regeludstedende myndigheder, sådan at dette vigtige spørgsmål kan forelægges aktionærene, som bør træffe beslutning om de nærmere regler for onlineoplysninger på en generalforsamling.

³³ Se artikel 65, 78 og 83 i direktiv 2001/34/EF vedrørende udstedere af aktier og virksomheders og offentlige myndigheders udstedelse af obligationer.

For yderligere forklaringer se bemærkningerne til artikel 13 og 14 i afsnit 5.

5. KOMMENTARER TIL DE ENKELTE ARTIKLER

De nuværende oplysningskrav er fastlagt i direktiv 2001/34/EF³⁴ om gennemsigtighed, som blandt andet kodificerede fællesskabsregler, der havde været gældende i mere end 20 år (om aflæggelse af årsregnskab og om generalforsamlinger³⁵), i næsten 20 år (om den halvårlige beretning³⁶), eller i mindst næsten 15 år (oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel³⁷). Kodificeringen fordrede imidlertid ingen ændringer i medlemsstaternes love og forskrifter i forhold til tidligere.

5.1. Betragtninger

Betragtning 19 til 24 erindrer om den nye fremgangsmåde i reguleringen af værdipapirmarkedet (se afsnit 2.2 ovenfor).

5.2. Kapitel I: Almindelige bestemmelser

5.2.1. Artikel 1 - Formål og anvendelsesområde

Den nuværende fritagelse for institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) fastholdes i artikel 1, stk. 2, især da der i andre forskrifter er fastlagt specifikke krav³⁸. Artikel 2, stk. 2, artikel 3, stk. 2, og artikel 85, stk. 3, i direktiv 2001/34/EF giver allerede mulighed for sådan fritagelse med hjemmel i det eksisterende regelværk.

5.2.2. Artikel 2 - Definitioner

5.2.2.1. Artikel 2, stk. 1

Vedr. a): Definitionen på værdipapirer bygger på den løsning, som Rådet vedtog den 5. november i forbindelse med den fælles holdning om det fremtidige prospektdirektiv. Bestemmelsen udelukker derfor pengemarkedsinstrumenter, som fortsat kan være underlagt national lovgivning.

Vedr. b): der er behov for en definition for at sikre, at udstedere af konvertible og ombyttelige obligationer ikke forpligtes til at afholde generalforsamlinger i henhold til artikel 14 i forslaget. Til gengæld ser Kommissionen ikke noget behov for en definition på "egenkapitalbeviser" eller sågar "aktier". Det er helt sikkert nødvendigt at skelne mellem egenkapitals- og fremmedkapitalsbeviser i det fremtidige prospektdirektiv for afledte instrumenters vedkommende (f.eks. vil konvertible obligationer falde ind under egenkapitalsbeviser, hvorimod ombyttelige obligationer

³⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer, EFT L 184 af 6.7.2001.

³⁵ Artikel 64 til 69 og artikel 78 til 84 erstattede de tidligere skemaer C og D i direktiv 79/279/EØF.

³⁶ Artikel 70 til 77 og artikel 102 til 107 erstattede det tidligere direktiv 82/121/EØF.

³⁷ Artikel 85 til 97 erstattede direktiv 88/627/EØF.

³⁸ Rådets direktiv 85/611/EØF af 20.12.1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/107/EF og 2001/108/EF af 21. januar 2002, EFT L 41 af 13.2.2002, henholdsvis s. 20 og 34).

vil blive behandlet som fremmedkapitalsbeviser i det fremtidige prospekt direktiv). Når det er sagt, er der ikke noget behov i forbindelse med nærværende forslag. En udsteder, som kun måtte udstede afledte instrumenter, men ikke de underliggende værdipapirer (aktier og gældsbeviser) for sådanne derivater, vil ikke kunne komme på tale.

Vedr. c): se bemærkningen allerede i afsnit 3.1

Vedr. d): definitionen omfatter hele viften af værdipapirudstedere, herunder statsemittenter og udstedere af visse obligationer (herunder Eurobonds), men for sådanne indeholder artikel 8 omfattende fritagelser fra de periodiske oplysningskrav. Hertil kommer, at definitionen præciserer behandlingen af aktiecertifikater, hvormed inkorporeres artikel 6, stk. 3, i direktiv 2001/34/EF.

Vedr. e): Definitionen på "værdipapirindehaver" er indført for at præcisere, hvem der er ansvarlig for at anmelde ændringer i større aktiebesiddelser til værdipapirudstederne, men også for at præcisere retten til lige behandling i forbindelse med generalforsamlinger. Andet afsnit bygger på artikel 92, litra a) i direktiv 2001/34/EF og dækker tilfælde, hvor depotbanker og investeringsfonde besidder værdipapirer i eget navn, men på vegne af deres kunder. Tredje afsnit præciserer forholdene for aktiecertifikater og integrerer således artikel 85, stk. 2, i direktiv 2001/34/EF. Fjerde afsnit udvider definitionen til også at omfatte indehavere af afledte instrumenter, så som konvertible eller ombyttelige obligationer (men ikke optioner - se også afsnit 4.5.3 ovenfor). Denne udvidelse er vigtig for oplysning om ændringer i større aktiebesiddelser.

Vedr. f) og artikel 2, stk. 2: Denne definition er relevant i forbindelse med anmeldelse af ændringer i større aktiebesiddelser i udstedere. Det overordnede mål må være at sikre, at moderselskabet forpligtes til at oplyse om egne besiddelser samt om kontrollerede virksomheders besiddelser. Den nuværende definition på "kontrolleret virksomhed" i artikel 87 i direktiv 2001/34/EF bør udvides under hensyntagen til de synspunkter, der kom frem under den anden høring.

Vedr. i): se bemærkningerne allerede i afsnit 4.1.3. ovenfor.

Vedr. k): definitionen på "regulerede oplysninger" er særligt relevant for artikel 15 til 17.

Vedr. (l): definitionen på "ad elektronisk vej" bygger på den allerede fastlagte definition i direktiv 98/34/EF, som ændret ved direktiv 98/48/EF³⁹. Den omfatter ikke off line-kommunikation, så som distribution af CD-ROM, eller kommunikation, der ikke foregår ved elektronisk behandling, så som telefon, telefax eller telex. Kommissionen bør bemyndiges til at præcisere definitionen med dette udgangspunkt.

5.2.3. *Artikel 3 - Integration af værdipapirmarkeder*

Accept af disse bestemmelser skulle kunne sikre, at nærværende initiativ fører til mere integrerede værdipapirmarkeder (se afsnit 4.1.1. ovenfor).

³⁹ Direktiv 98/34/EF (EFT L 204 af 21.7.1998, s. 37), som ændret ved direktiv 98/48/EF (EFT L 217 af 5.8.1998, s. 18).

For øjeblikket giver artikel 8, stk. 2, i direktiv 2001/34/EF medlemsstaterne mulighed for at indføre strengere oplysningskrav, medmindre dette fører til forskelsbehandling af udenlandske udstedere. Til gengæld anerkender de tyve år gamle regler fortsat, at overholdelse af Fællesskabets gennemsigtighedskrav ikke nødvendigvis giver den sikkerhed, som kunne sætte medlemsstaterne i stand til at ophæve yderligere nationale krav.

I fremtiden bør kun hjemlandet være i stand til at blokere for værdipapirers optagelse til omsætning på et reguleret marked i rent interne situationer, hvor der ikke er nogen grænseoverskridende dimension på udstedersiden. På den anden side bør investorerne fortsat beskyttes - som under eksisterende fællesskabsret (se artikel 8, stk. 3, i direktiv 2001/34/EF) - på den måde, at ingen medlemsstat normalt kan fritage udstedere eller værdipapirindehavere fra fællesskabskravene eller indføre mindre strenge krav.

På foranledning af de ønsker og bekymringer, der kom til udtryk under høringen, præciserer den foreslåede formulering af artikel 3, stk. 2, også værdien af en harmonisering af kursfølsomme oplysninger i henhold til det fremtidige direktiv om markedsmissbrug, dvs. at hvis en udsteder overholder disse bestemmelser, er der umiddelbart ingen grund til at hindre adgangen til regulerede markeder i andre medlemsstater.

Integration af værdipapirmarkederne bør fremmes efter samme princip som for oplysninger om større aktiebesiddelser (se artikel 88 i direktiv 2001/34/EF). Værdipapirudstederens hjemland kan dog fortsat fastlægge yderligere tærskler, hyppigere anmeldelse og offentliggørelse, eller andre strengere regler end dem, der er omfattet af dette forslag til direktiv.

5.3. Kapital II: Periodiske oplysninger

5.3.1. Artikel 4 – Årsrapporter

Formålet med denne bestemmelse er forklaret i afsnit 4.2 Den foreslåede formulering skal erstatte artikel 67 og 75 i direktiv 2001/34/EF for så vidt angår følgende tekniske aspekter:

- Sigtet med formuleringen er at præcisere terminologien i forhold til de internationale regnskabsstandarder. Den såkaldte årsrapport bør have to bestanddele, nemlig regnskabet (det såkaldte årsregnskab i fjerde og syvende selskabsretlige direktiv) og ledelsesberetningen (som i samme selskabsretlige direktiver betegnes årsberetningen).
- Der skal udarbejdes en revisionsberetning for regnskaberne. Revisors vurdering skal gengives. Den foreslåede formulering er på linje med fjerde og syvende selskabsretlige direktiv.
- Årsrapporten skal gøre det muligt at identificere de ansvarlige personer på hensigtsmæssig vis. Investorerne bør kunne få viden om, hvem der bærer det faktiske endelige ansvar for de afgivne oplysninger. Hermed skabes en stærk forbindelse til artikel 4 (se også afsnit 3.4.)

5.3.2. *Artikel 5 - Halvårsrapporter*

Se afsnit 4.3.2 for aktieudstedere og afsnit 4.4. for udstedere af gældsbeviser.

Bestemmelsen finder anvendelse på samtlige former for værdipapirer. Den omfatter ikke en forpligtelse for udstederne til at lade sådanne rapporter revidere af revisorer. Kommissionen følger desangående et flertal af besvarelserne, som ikke ser noget umiddelbart behov for at gøre dette obligatorisk på fællesskabsplan. Udstederens hjemland kan påbyde dette i henhold til den foreslåede artikel 3, stk. 2.

Når det er sagt, bør Kommissionen dog alligevel bemyndiges til om nødvendigt at behandle dette spørgsmål under udvalgsproceduren. Hertil bør anvendes den hasteprocedure, som Vismandsudvalget under ledelse af Alexandre Lamfalussy anbefalede, så EU-institutionerne hurtigt kan genoprette investortilliden i kritiske faser, hvis den foreslåede aflæggelse af delårsregnskaber ikke i sig selv sikrer pålideligheden.

5.3.3. *Artikel 6 – Kvartalsoplysninger*

Se de generelle forklaringer under afsnit 4.3.1.

Kvartalsoplysningerne behøver ikke opfylde kravene i IAS 34. Teksten henviser således ikke længere til en kvartalsrapport eller kvartalsregnskaber - termer, der forbeholdes delårsregnskaber udarbejdet efter IAS-standarden. Igen skulle udvalgsproceduren kunne sætte Kommissionen i stand til - i samarbejde med Det Europæiske Værdipapirudvalg og efter råd fra Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg - over for udstedere, markedsdeltagere og investorer at præcisere indholdet i kvartalsoplysningerne, fastlægge frister for, hvor lang tid offentliggjorte oplysninger skal forblive tilgængelige, og at præcisere hvilke former for udstederforanlediget revisionskontrol, der kræver offentliggørelse.

5.3.4. *Artikel 7 - Ansvar*

Lignende bestemmelser indgår i Kommissionens ændrede forslag til prospektdirektiv. Se også afsnit 3.4. Ansvar for misvisende eller forkerte oplysninger, som vil skulle offentliggøres på et ad hoc-grundlag under det fremtidige direktiv om markedsmisbrug, vil fortsat henhøre under national ret.

5.3.5. *Artikel 8 - Fritagelser*

Statsemittenter bør underlægges en noget lettere gennemsigtighedsordning, da kravene om periodiske oplysninger ikke finder anvendelse (se allerede artikel 2, stk. 2, litra b), artikel 3, stk. 2, litra b), og artikel 4, stk. 3, i direktiv 2001/34/EF). Begge kategorier bør dog nyde godt af og være underlagt de overordnede generelle oplysningsbestemmelser, så som forbuddet for andre medlemsstater end hjemlandet mod at stille yderligere krav til dem (artikel 3) eller behovet for at sikre faktisk og samtidig offentliggørelse af oplysninger, som krævet i henhold til artikel 17. De bør også fortsat være forpligtet til at sikre lige behandling af indehavere af gældsbeviser *fra samme udstedelse* som foreslået i artikel 14 (se også artikel 83 i direktiv 2001/34/EF).

Efter samme princip foreslås begrænset investorbeskyttelse for selskaber, som udelukkende udsteder værdipapirer, der især er rettet mod kvalificerede investorer (i

kraft af et højt pålydende på mindst 50 000 EUR). Kommissionen følger således den politiske enighed, som Rådet nåede til den 5. november hen imod en fælles holdning om det fremtidige prospektdirektiv.

5.4. Kapitel III: Løbende oplysning

5.4.1. Artikel 9 - Anmeldelse af erhvervelse eller afhændelse af større besiddelser

Formålet med at indføre en strengere anmeldelsesordning på grundlag af et større antal tærskler er allerede forklaret i afsnit 4.5.1. I lyset af de reaktioner, Kommissionen har modtaget, blev det besluttet at foreslå otte tærskler og ikke ti som i høringsdokumentet. Medlemsstaterne kan fortsat frit indføre yderligere tærskler, navnlig lavere tærskler (som i UK (3%) eller i IT (2%)). Efter artikel 89, stk. 1, i direktiv 2001/34/EF kan medlemsstaterne endvidere fastsætte, at underretningen af det pågældende selskab ligeledes skal omfatte den andel af kapitalen, som besiddes af investor, når medlemsstaten ikke anvender princippet om "en aktie, en stemme".

Vedr. a): Nogle besvarelser sår tvivl om, hvorvidt derivater, der giver ret til at erhverve eller sælge aktier bør omfattes af anmeldelsesordningen. Kommissionen begrænser derfor anmeldelseskravene til afledte instrumenter. Som følge heraf er warrants eller konvertible obligationer omfattet, hvorimod optioner ikke er omfattet (se også afsnit 4.5.3. og artikel 2, litra e)). Desuden opfordres medlemsstaterne til at afgøre, hvorvidt de vil fastlægge anmeldelseskrav allerede ved en tærskel på 5 %. I lyset af de særskilte reaktioner fra nogle nationale myndigheder bør denne mulighed også finde anvendelse på *usus fructus* knyttet til aktier (se også artikel 10).

Litra b) og c) giver medlemsstaterne mulighed for at tilpasse to tærskler til nationale regler, der tillader blokerende minoriteter eller kvalificerede flertal på generalforsamlinger, men begrænser medlemsstaternes skønsmålinger i forhold til artikel 89, stk. 1, litra a) og b), i direktiv 2001/34/EF).

5.4.2. Artikel 10 - Fastsættelse af stemmeret

- Artikel 10 specificerer blot de personer, der - de jure eller de faktum - kan udøve stemmeret på vegne af værdipapirindehavere. Selv om en individuel værdipapirindehavers beholdninger ikke nødvendigvis kommer op på de pågældende tærskler, kan situationen være en helt anden for depotbanker, investeringsfonde, befuldmægtigede og andre, der eventuelt måtte udøve stemmeret på vegne af mange værdipapirindehavere.
- Bestemmelsen er vigtig af to årsager. For det første informeres offentligt omsatte selskaber ikke kun om værdipapirindehavere, men også om sådanne, som faktisk vil kunne øve en hel del indflydelse. For det andet sigter bestemmelsen på at lette informationsstrømmen mellem selskaber og værdipapirindehavere i forbindelse med generalforsamlinger (se artikel 13, stk. 3, og artikel 14, stk. 3).
- Denne bestemmelse er i store træk den samme som artikel 92 i direktiv 2001/34/EF, dog med følgende ændringer foranlediget af de indkomne bemærkninger under høringsrunderne.
- En begrænsning af definitionerne til de personer, der har ret til at stemme på vegne af aktionærer, fordrer, at den nuværende artikel 92, litra a), slettes, da den nu er inkorporeret i definitionen på værdipapirindehavere i artikel 2, litra e), andet

led. Artikel 10, litra a), svarer til artikel 92, litra c), i direktiv 2001/34/EF. Tilsvarende afspejler artikel 10, litra b), den nuværende artikel 92, litra d), artikel 10, litra c), artikel 92, litra e), - hvorved der lægges vægt på dem, der begunstiges af en sikkerhedsstillelse⁴⁰ – og artikel 10, litra d) samt artikel 92, litra f).

- Efter utallige opfordringer er fastlæggelsen af de omstændigheder, hvor stemmerettigheder kan udøves på vegne af kontrollerede virksomheder, meget bredere i artikel 10, litra e), end i den nuværende artikel 92, litra b). Dette er muligt på grund af den bredere definition, der er foreslået i artikel 2, litra f).
- Formuleringen af artikel 10, litra f), svarer til artikel 92, litra h). Artikel 10, litra g), er uændret i forhold til artikel 92, litra g).
- Den eneste nye bestemmelse vedrører befuldmægtigede (artikel 10, litra h)). Da det generelt er tilladt at deltage i generalforsamlinger ved fuldmagt over alt i medlemsstaterne, bør et selskab behørigt underrettes om større aktiebesiddelser, for hvilke en befuldmægtiget har modtaget enslydende instrukser fra en række aktionærer.

5.4.3. Artikel 11 – Procedurer ved anmeldelse af og oplysning om større besiddelser

Artikel 11, stk. 1, præciserer mindsteindholdet for en anmeldelse til et selskab. Der findes ikke nogen tilsvarende bestemmelse i direktiv 2001/34/EF. På baggrund af reaktionerne under de to høringsrunder har Kommissionen valgt ikke at fastholde sit oprindelige forslag om at informere en udsteder om hele aktionæraftalen. Udstedere og offentligheden har imidlertid en legitim interesse i at få oplysning om i hvert fald modydelsen for sådanne stemmeretsaftaler.

Artikel 11, stk. 2, begrænser anmeldelsesfristen fra syv kalenderdage til fem arbejdsdage. Brug af arbejdsdage i stedet for kalenderdage svarer i højere grad til markedsrealiteterne og følger et synspunkt fremsat af mange interesserede parter. Det kan forekomme, at især banker, som modtager deponering af værdipapirer, efter national ret (i overensstemmelse med artikel 92, sidste afsnit, i direktiv 2001/34/EF) har længere anmeldelsesfrister, men sådanne bør ikke længere finde anvendelse. Se også artikel 26 om overgangsordninger.

Artikel 11, stk. 3, svarer til artikel 93 i direktiv 2001/34/EF. Yderligere undtagelser, som for øjeblikket gælder i henhold til artikel 94 (professionelle værdipapirforhandlere) og 95 (oplysninger, der ville stride mod den offentlige interesse eller tilføje selskabet betydelig skade), er forældede - hvilket også et flertal under de to høringer var enig i. Flere besvarelser antog det synspunkt, at de specifikke omstændigheder for større aktiebesiddelser under clearings- og afviklingsforløb dog fortjener særbehandling. Kommissionen har taget hensyn til dette synspunkt i forbindelse med definitionen på værdipapirbeholdninger under artikel 2, litra e), andet afsnit.

⁴⁰

(Fodnote relevant for den engelske sprogudgave, men uden betydning for den danske - oversætters anmærkning). Termen "collateral" er at foretrække i stedet for "security" af hensyn til en terminologisk samordning med direktiv 2002/47/EF af 6.6.2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, EFT L 168 af 27.6.2002, s.43.

Artikel 11, stk. 4, svarer til artikel 91 i direktiv 2001/34/EF, bortset fra en reduceret oplysningsfrist på tre arbejdsdage. Denne nye oplysningsfrist bør gradvis indføres i forbindelse med ordningerne i henhold til artikel 28.

5.4.4. *Artikel 12 - Supplerende oplysninger*

Artikel 12, litra a), svarer til artikel 66, stk. 2), i direktiv 2001/34/EF, artikel 12, litra b) og c), til artikel 81, stk. 2) og 3), samtidig med, at disse oplysningskrav udvides til statsemittenter.

5.4.5. *Artikel 13 – Aktionæroplysning*

Artikel 13, stk. 1, svarer til artikel 65, stk. 1, i direktiv 2001/34/EF. I lyset af adskillige spørgsmål, der er blevet stillet under høringerne, skal det bemærkes, at princippet “én aktie, én stemme” aldrig har indgået i ordlyden.

Artikel 13, stk. 2, svarer i indhold til artikel 65, stk. 2, i direktiv 2001/34/EF. Det eneste nye element findes i litra b), hvorefter en aktionær kan udpege en befuldmægtiget i henhold til lovgivningen i udstederens medlemsstat (se også del 4.6.2). Det bør imidlertid ikke være nødvendigt at udpege en fuldmægtig i hver medlemsstat. I litra d) bør ordet “afkald” erstattes med “annullering” som resultat af adskillige forespørgsler om afklaring af den nuværende ordlyd (med henvisning til “afkald”).

I artikel 13, stk. 3, fastlægges mindstebetingelserne for muligheden for elektronisk aktionæroplysning. De generelle mål står i del 4.6.3.

5.4.6. *Artikel 14 – Oplysninger til indehavere af gældsbeviser*

Artikel 14 indeholder stort set de samme bestemmelser som for aktionærer. Imidlertid er der knyttet andre rettigheder til gældsinstrumenter end til aktier. Det er derfor nødvendigt med en særlig bestemmelse for gældsinstrumenter som defineret i den foreslåede artikel 2, litra b). I lyset af de mange reaktioner fra de to høringer ser Kommissionen ikke længere noget behov for at fravige princippet om ligebehandling på grund af sociale hensyn, som p.t. er fastlagt i artikel 78, stk. 1, andet afsnit, og artikel 83, stk. 1, andet afsnit, i direktiv 2001/34/EF. Under hensyntagen til de særlige betingelser på markederne for euroobligationer gives der i artikel 14, stk. 3, udstederne mulighed for at vælge, i hvilken medlemsstat de ønsker at afholde en forsamling af indehaverne af gældsinstrumenter.

5.5. **Kapitel IV: Almindelige forpligtelser**

5.5.1. *Artikel 15 - Hjemlandskontrol*

Den generelle politik, hvorefter der kræves et registreringssystem i hjemlandet, er allerede forklaret i del 4.1.2. For indeværende forventes medlemsstaterne kun i bred forstand at “sikre”, at der offentliggøres oplysninger (se f.eks. artikel 70 i direktiv 2001/34/EF om halvårlige rapporter), bortset fra meddelelse om ændringer i betydelige aktiebesiddelser, som ikke blot skal meddeles til udstederne, men også til de kompetente myndigheder (se artikel 89, stk. 1, i direktiv 2001/34/EF).

Kommissionen bør bemyndiges til at vedtage yderligere tekniske gennemførelsesbestemmelser som følger:

- specielt skal det sikres, at der fremover foretages elektronisk registrering. I modsat fald vil registreringsbetingelserne hos de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder tydeligvis halte bagefter den elektroniske registrering i virksomhedernes registre, som Kommissionen har foreslået som led i ændringerne af det første selskabsretlige direktiv⁴¹
- hvad angår aktier, bevarer hjemlandet ansvaret for at kontrollere en udsteder, selv om dennes aktier kun er optaget til omsætning i en anden medlemsstat. Gennemførelsesbestemmelserne bør i detaljer bestemme, hvorledes kontrollen organiseres mellem de involverede medlemsstater.

5.5.2. *Artikel 16 - Sprogordning for udstedere og værdipapirindehavere*

Målsætningerne for den foreslåede sprogordning er allerede opstillet i del 3.2.1. I den foreslåede ordlyd forsøges der at følge samme linje, som Rådet nåede til enighed om den 5. november med henblik på vedtagelse af en fælles holdning om det fremtidige direktiv om prospekter. Derudover forpligtes ustederne til at meddele intern viden - som fastlagt i artikel 6 i direktivet om markedsmissbrug (direktiv 2003/6/EF) - under en specifik sprogordning. I modsat fald ville ustederne blive tvunget til at oversætte alle oplysninger, der skal offentliggøres, til det officielle sprog i samtlige medlemsstater, hvor deres værdipapirer kunne blive omsat.

Der er imidlertid en væsentlig forskel i forhold til det fremtidige prospektdirektiv. Efter sidstnævnte kan de enkelte værtslande fortsat kræve prospektresuméet oversat til det officielle sprog. Et sådant resumé indgår ikke i nærværende forslag. I stedet afviges der i nærværende forslag fra den metode, der er opnået enighed om for det kommende prospektdirektiv, på to punkter:

- ifølge artikel 16, stk. 3, har udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked i en enkelt medlemsstat, men ikke andre steder i Den Europæiske Union, ikke mulighed for at vælge mellem visse sprog; hjemlandet kan i princippet forlange, at dets eget sprog anvendes. Med denne regel håber man at kunne undgå "forumshopping" (eller for den sags skyld "sprogshopping")
- med artikel 16, stk. 6, sikres det, at de nationale regler for sprogbrug i retssager ikke påvirkes.

Som beskrevet i del 3.2.1. berører de foreslåede sprogregler ikke de eksisterende bestemmelser i artikel 4 i Rådets direktiv 89/117/EØF (ellefte selskabsretlige direktiv).

5.5.3. *Artikel 17 - Rettidig og indbyrdes tilsvarende adgang til oplysninger*

- Artikel 17, stk. 1 og 2, erstatter således artikel 102 i direktiv 2001/34/EF, for så vidt angår de oplysninger, der skal gives til offentligheden i følge dette direktiv. Dermed bestemmes det ligeledes, i hvilken medlemsstat og på hvilken måde kursfølsomme oplysninger, bør offentliggøres. Se del 3.2.2.

⁴¹ Artikel 3, stk. 2, i Kommissionen forslag til direktiv om ændring af Rådets direktiv 68/151/EØF for så vidt angår offentlighed vedrørende visse former for selskaber, KOM (2002) 279 endelig af 3.6.2002.

- Med artikel 17, stk. 4, bemyndiges Kommissionen til yderligere at specificere betingelserne for offentliggørelse af oplysninger på udstederens websider og at sørge for, at sådanne oplysninger forbliver tilgængelige. Heri indgår f.eks. spørgsmål om, hvorvidt udstederen bør sikre sig, at webstederne befinder sig på en server i en bestemt medlemsstat, eller om brugen af specifik udsendelse af oplysninger også kan forlanges af udstedere, som ikke har ansøgt eller godkendt, at deres værdipapirer optages til omsætning på det pågældende regulerede marked.

5.5.4. Artikel 18 - Retningslinjer

Det grundlæggende koncept for denne bestemmelse er allerede forklaret i del 3.2.2. Artikel 18, stk. 1, litra a), dækker et specifikt aspekt: Det foreslåede registreringssystem bør ikke føre til unødvendigt dobbeltarbejde for udstedere, som også skal foretage registrering i henhold til første selskabsretlige direktiv⁴². I praksis vedrører dette regnskabet og ledelsesberetningen. Denne type oplysninger bør registreres af de nationale tilsynsmyndigheder i henhold til den foreslåede artikel 15, men på et senere tidspunkt bør dette gøres af de nationale virksomhedsregistre i henhold til artikel 47 i fjerde selskabsretlige direktiv/artikel 38 i syvende selskabsretlige direktiv i sammenhæng med artikel 3 i første selskabsretlige direktiv.

5.5.5. Artikel 19 - Tredjelande

Artikel 19, stk. 1, omhandler udstedere, der er registreret i tredjelande. I henhold til artikel 76, stk. 4, i direktiv 2001/34/EF er de allerede forpligtet til at sikre tilsvarende aflæggelse af delårsregnskaber (på grundlag af halvårslige rapporter); det samme gælder ved offentliggørelse af ændringer i større aktiebesiddelser, der foretages af udsteder i tredjelande i henhold til artikel 68, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2001/34/EF. Mere gunstige løsninger for udstedere i tredjelande til skade for europæiske udstedere bør undgås fremover. Heri indgår ligeledes krav om at offentliggøre regnskabsoplysninger hvert kvartal på baggrund af, at de amerikanske aktiemarkeder, som tegner sig for 60 % af den globale markedskapitalisering, allerede er underkastet endnu strengere oplysningskrav. Dermed baner denne bestemmelse vej for ensartethed og sikrer bedre beskyttelse af europæiske ejere af aktier i en udsteder i et tredjeland på det niveau, som er fastsat i artikel 13 og 14. De foreslåede regler om ligebehandling vedrører imidlertid kun oplysningskrav, der er fastsat i dette direktiv, men ikke de, som gælder for en udsteder i henhold til direktivet om markedsmisbrug.

Artikel 19, stk. 2, bygger på artikel 69, stk. 2, artikel 82, stk. 2, og artikel 84, stk. 2, i direktiv 2001/34/EF. Bestemmelsen omhandler udstedere i både EU og tredjelande. Artikel 19, stk. 3, er en bestemmelse i lighed med bestemmelsen i det fremtidige direktiv om prospekter.

⁴² Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 68/151/EØF for så vidt angår offentlighed vedrørende visse former for selskaber - KOM (2002) 279 endelig af 3.6.2002.

5.6. Kapitel V: Samarbejde mellem kompetente myndigheder

5.6.1. Artikel 20 - Kompetente myndigheder

For øjeblikket fastlægger direktiv 2001/34/EF, at medlemsstaterne skal meddele, hvem de kompetente myndigheder er. Når der således skal udpeges en kompetent myndighed i hver enkelt medlemsstat, er det for at skabe effektivitet, klarhed og et forbedret samarbejde mellem de kompetente myndigheder. De enkelte kompetente myndigheder skal være administrative, fordi det er nødvendigt at undgå interessekonflikter i håndteringen af regnskabsdata fra kvartalsoplysningerne og årsrapporterne. Dermed sikres en større grad af sammenhæng og klarhed i anvendelsen af direktivets bestemmelser.

Under høringen mente visse nationale reguleringsmyndigheder og børser, at den kompetente myndigheds opgaver ifølge dette direktiv (især depotfunktionen) kunne videregives til operatøren af et reguleret marked i en medlemsstat i overensstemmelse med den foreslåede artikel 20, stk. 2.

Imidlertid ville en permanent delegering føre til, at årlige oplysninger efter artikel 10 i det fremtidige prospektdirektiv skulle registreres af den kompetente myndighed, som ikke må delegerer denne funktion efter udløbet af en femårsperiode, efter at prospektdirektivet er trådt i kraft, mens registreringen af virksomhedsoplysninger, som skal offentliggøres periodisk eller løbende, fortsat ville være permanent uddelegeret. Hvis denne mulighed blev foretrukket, ville udstederne stå over for et kludetæppe af nationale organer (myndigheder og andre organer, som har fået tildelt forskellige opgaver). På mellemlang sigt bør oplysningerne registreres af et enkelt organ i hver medlemsstat og ikke af 30-40 organer i femten medlemsstater.

Denne mulighed skaber ikke uoverensstemmelser med den mulighed, der er valgt i forbindelse med direktivet om markedsmissbrug. Netop dette direktiv, og især artikel 12, stk. 1, litra c), giver mulighed for delegering, og dette endda på længere sigt. I nærværende forslag tages der kun stilling til emner i forbindelse med ad hoc-offentliggørelse på to områder: sprog og udsendelse af oplysninger. Beslutninger om sprogvvalg bør tages af de offentlige myndigheder, kontrollen med effektiv udsendelse af oplysninger bør holdes tydeligt adskilt fra udsendelsen af oplysninger som sådan, som er en erhvervsmæssig aktivitet, hvori operatørerne af de regulerede markeder har deres egne kommercielle interesser.

5.6.2. Artikel 21 og 22

Tavshedspligten for personalet i de nationale reguleringsorganer bør desuden berolige de revisorer, der under høringerne udtrykte bekymring over udlevering af oplysninger om klienter.

5.7. Kapitel VI: Gennemførelsesforanstaltninger

5.7.1. Artikel 23 - Det Europæiske Værdipapirudvalg

Det Europæiske Værdipapirudvalg bør bistå Kommissionen i overensstemmelse med den fremgangsmåde, der er fastsat i artikel 5 i Rådets afgørelse om udvalgsprocedurer (1999/468/EF). Derudover kan sådanne beslutninger kun træffes inden for en fireårsperiode som aftalt af de europæiske institutioner i forbindelse med

gennemførelsen af henstillingerne i den endelige rapport fra Vismandsudvalget (se del 2.2.)

5.8. Kapitel VII: Overgangsbestemmelser og afsluttende bestemmelser

5.8.1. Artikel 26 - Overgangsbestemmelser

Artikel 26, stk. 1, giver medlemsstaterne mulighed for at indfase de nye regnskabsforpligtelser på to måder (se også del 4.3.): Der sker en videreførsel af den undtagelse, der allerede er givet for visse selskaber, som udsteder gældsbeviser eller aflægger regnskab efter US GAAP, hvilket allerede er bestemt i forordningen om brug af internationale regnskabsstandarder. Medlemsstaterne får endvidere mulighed for at pålægge selskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, at anvende IAS allerede i halvårsrapporten for de første seks måneder i 2005.

Artikel 26, stk. 2, giver en gnidningsløs overgang for investorer og udstedere, som er ved at overgå fra et system med mindre stringente regler for offentliggørelse af ændringer i betydelige aktiebesiddelser (se del 5.3.) end fastsat i det foreslåede direktiv. I praksis betyder dette en udvidelse af offentliggørelsesfristen for værdipapirindehavere og udstedere.

Artikel 26, stk. 3, giver mulighed for en begrænset overgangsbestemmelse for udstedere af gældsbeviser, som har gjort brug af muligheden i artikel 27 i direktiv 2001/34/EF. Disse udstedere vil være undtaget fra forpligtelsen til at offentliggøre halvårsrapporter i en periode på tre år, efter at direktivet er trådt i kraft, såfremt deres gældsbeviser blev optaget til omsætning, før prospektdirektivet trådte i kraft, da sidstnævnte ophæver artikel 27 i direktiv 2001/34/EF.

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

om harmonisering af gennemsigtighedskrav til oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION HAR -

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 44 og 95,

under henvisning til forslag fra Kommissionen⁴³,

under henvisning til udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg⁴⁴,

efter proceduren i traktatens artikel 251⁴⁵, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Effektive og integrerede værdipapirmarkeder bidrager til et egentligt indre marked i Fællesskabet og giver vækst og jobskabelse gennem bedre allokering af kapital og færre omkostninger. Rettidig tilvejebringelse af præcise oplysninger om værdipapirudstedere konsoliderer tilliden blandt investorerne og sætter dem i stand til at danne sig et velbegrunderet skøn over udstedernes forretningsresultater og aktiver, hvorved markedseffektiviteten øges. Værdipapirudstederes pligt til at offentliggøre oplysninger udgør endvidere et indirekte værktøj til fremme af en god forretningskultur over alt i Fællesskabet.
- (2) Værdipapirudstedere bør derfor gennem en regelmæssig informationsstrøm sikre en hensigtsmæssig gennemsigtighed over for investorerne. Af samme årsag bør værdipapirindehavere også informere udstederne, når de erhverver eller afhænder større besiddelser i selskaber, så sidstnævnte sættes i stand til at holde de offentliggjorte oplysninger ajour.
- (3) Kommissionens meddelelse af 11. maj 1999 benævnt "Etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan"⁴⁶ fastlægger en række tiltag, der er nødvendige for at gennemføre det indre marked for finansielle tjenester. Det

⁴³ EFT C ...

⁴⁴ EFT C ...

⁴⁵ Udtalelse fra Europa-Parlamentet af, offentliggjort i EFT --- og Rådets afgørelse af, offentliggjort i EFT ---.

⁴⁶ KOM (1999) 232 endelig.

Europæiske Råd i Lissabon i marts 2000 opfordrede til gennemførelse af denne handlingsplan inden 2005. Handlingsplanen understreger behovet for et direktiv, der forbedrer oplysningskravene. Behovet blev på ny bekræftet af Det Europæiske Råd på mødet i Barcelona i marts 2002.

- (4) Større harmonisering af nationale forskrifter om krav til periodiske og løbende oplysninger for udstedere af værdipapirer bør føre til en høj investorbekyttelse over alt i Fællesskabet. Nærværende direktiv berører imidlertid ikke eksisterende fællesskabsret om andele, der udstedes af institutter for kollektiv investering bortset fra institutter af den lukkede type, eller andele, der erhverves eller afhændes gennem sådanne.
- (5) Under dette direktiv er det mest hensigtsmæssigt, at tilsyn med udstederen forestås af den medlemsstat, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Det er i denne henseende afgørende at sikre sammenhæng med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv [...]/.../EF af [...] om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning⁴⁷. Af samme årsag bør der indføres en vis fleksibilitet, så udstedere, der kun udsteder gældsbeviser med et højt pålydende pr. enhed, får mulighed for at vælge hjemland.
- (6) Med en høj grad af investorbekyttelse over alt i Fællesskabet bliver det muligt at fjerne hindringerne for optagelse af værdipapirer på regulerede markeder, der er beliggende eller udøver virksomhed på en medlemsstats område. Andre medlemsstater end hjemlandet bør ikke længere kunne begrænse optagelsen af værdipapirer på deres regulerede markeder ved at stille strengere krav til periodiske eller løbende oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked.
- (7) Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder⁴⁸ har allerede banet vejen for samstemmende regnskabsstandarder over alt i Fællesskabet for de udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, og som aflægger konsoliderede regnskaber. For værdipapirudstedere findes der således allerede en særordning, der går videre end den generelle ordning for samtlige selskaber fastlagt i de selskabsretlige direktiver. Nærværende direktiv bygger fortsat på denne fremgangsmåde for så vidt angår aflæggelse af årsregnskaber og delårsregnskaber.
- (8) Årsrapporten bør efter nogle år kunne sikre disse oplysninger, når først udstederens værdipapirer er optaget på et reguleret marked. Mere sammenlignelige årsrapporter er kun en fordel for investorerne på værdipapirmarkederne, hvis de kan stole på, at oplysningerne vil blive offentliggjort efter et nærmere afgrænset tidsrum.
- (9) Mere rettidige og pålidelige oplysninger om udstederens resultater over året fordrer også hyppigere periodeoplysninger. Internationalt og i de fleste medlemsstater har tendensen bevæget sig hen imod kvartalsregnskaber, men standarderne for kvartalsoplysninger varierer. Det første skridt bør være at gøre kvartalsvise regnskabsoplysninger obligatorisk for første og tredje kvartal i regnskabsåret. Sådanne kvartalsoplysninger indebærer ikke nødvendigvis aflæggelse af delårsregnskaber efter

⁴⁷ EFT L [...] af [...], s. [...]

⁴⁸ EFT L 243 af 11.9.2002, s. 1.

De Internationale Regnskabsstandarder, særlig IAS 34. I stedet skal kvartalsoplysninger give nøgleoplysninger om udstederens resultater i perioden. Hvis udstederen vælger det, vil de også indeholde trendoplysninger, som sætter investorerne i stand til at bedømme eventuelle langsigtede strategier, som aktieudstederen måtte følge.

- (10) Investortilliden bør styrkes ved at sikre, at et selskab og dets administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer efter national lovgivning bærer ansvaret - også civilretligt - for aflæggelsen af årsregnskaber og delårsregnskaber. Sådant optimeres håndhævelsen af udstedernes pligt til at tilvejebringe offentligheden præcise og pålidelige oplysninger. Hver medlemsstat bør i egen national lovgivning eller egne forskrifter sikre et sådant ansvar.
- (11) Offentligheden bør oplyses om større ændringer i besiddelser i udstedere, hvis aktier omsættes på et reguleret marked, der er beliggende i eller udøver virksomhed i Fællesskabet. Sådanne udstedere kan kun oplyse offentligheden om større ændringer i besiddelserne, hvis de selv har fået oplysning herom fra indehaverne. Disse oplysninger bør sætte investorerne i stand til at erhverve eller afhænde aktier i fuld viden om ændringer i stemmerets- eller kapitalstrukturen, der kan føre til minoritetsblokeringer. De vil også forbedre det faktiske tilsyn med aktieudstedere og øge den overordnede markedsgennemsigtighed for større kapitalbevægelser. For at forenkle fristerne for anmeldelse af ændringer i stemmerets- eller kapitalstruktur og skabe større overensstemmelse blandt medlemsstaterne bør fristerne begrænses til fem arbejdsdage for indehaveren og dernæst tre arbejdsdage for udstederen til at offentliggøre oplysningerne.
- (12) Den løbende oplysning af værdipapirindehavere bør fortsat bygge på princippet om ligebehandling. Sådant ligebehandling vedrører kun aktionærer i samme stilling og foregriber derfor ikke spørgsmålet om, hvor mange stemmerettigheder, der kan være tilknyttet en bestemt aktie. På samme måde bør indehavere af gældsbeviser fra *samme udstedelse* fortsat behandles lige. Det bør gøres lettere at informere værdipapirindehavere på generalforsamlinger. Navnlig bør værdipapirindehavere i udlandet inddrages mere aktivt gennem en mulighed for at befuldmægtige andre til at deltage på deres vegne. Af samme årsager bør det på generalforsamlinger for værdipapirindehavere besluttes, hvorvidt der skal kunne gøres brug af moderne informations- og kommunikationsteknologi.
- (13) Det kræver også hensigtsmæssig kontrol forestået af den kompetente myndighed i hjemlandet, hvis hindringer skal fjernes og nye EF-oplysningskrav effektivt skal håndhæves. Nærværende direktiv bør ikke kræve kontrol af indholdet i de regnskabsoplysninger, der skal offentliggøres, men direktivet bør i det mindste sikre, at oplysningerne tilvejebringes rettidigt. Derfor bør den kompetente myndighed i hvert hjemland indføre et registreringssystem.
- (14) En forpligtelse for udstederen til at oversætte alle løbende og periodiske oplysninger til samtlige relevante sprog i alle de medlemsstater, hvor udstederens værdipapirer er optaget til omsætning, beforder ikke integration af værdipapirmarkederne, men kan afholde fra grænseoverskridende optagelse til omsætning på regulerede markeder. For værdipapirer, der optages til omsætning i mere end en medlemsstat, bør udstederen derfor kunne frembringe oplysningerne på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse. Da det kræver en stor indsats at tiltrække investorer fra andre lande, selv uden for Fællesskabet, bør medlemsstaterne ikke længere

forhindre værdipapirindehavere i at foretage deres anmeldelser til udstederen på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finansielle kredse.

- (15) For at sikre, at oplysningerne om en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på regulerede markeder i mere end en medlemsstat, gøres tilgængelige rettidigt, kan også udstederens netsted anvendes som et middel til offentliggørelse, forudsat at offentliggørelsen sker on-line sammen med et effektivt elektronisk varslingsystem for samtlige interesserede parter.
- (16) For yderligere at forenkle investorenes adgang til selskabsoplysninger på tværs af grænserne bør de nationale tilsynsmyndigheder kunne udforme retningslinjer for indførelsen af elektroniske netværk i nært samarbejde med de implicerede parter, navnlig udstedere, investorer, markedsaktører, operatører af regulerede markeder samt formidlere af finansielle oplysninger.
- (17) For at sikre en effektiv investorbeskyttelse og velfungerende regulerede markeder i Fællesskabet bør reglerne for oplysningspligten for udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked inden for Fællesskabet, også gælde for udstedere, der ikke har et vedtægtsmæssigt hjemsted i en medlemsstat og ikke falder ind under traktatens artikel 48. Det bør ligeledes sikres, at alle yderligere relevante oplysninger om udstedere fra Fællesskabet eller fra tredjelande, som kræves offentliggjort i et tredjeland, men ikke i en medlemsstat, gøres offentligt tilgængelige i Fællesskabet.
- (18) Der bør i hver medlemsstat udpeges én kompetent myndighed, som skal påtage sig det endelige ansvar for tilsynet med overholdelsen af de bestemmelser, der vedtages i henhold til dette direktiv, og for internationalt samarbejde. Denne bør være en administrativ myndighed, og for at undgå interessekonflikter må den være uafhængig af de økonomiske aktører.
- (19) De voksende grænseoverskridende aktiviteter kræver bedre samarbejde mellem de kompetente nationale myndigheder, herunder omfattende regler for informationsudveksling samt forholdsregler. Struktureringen af regulerings- og tilsynsbeføjelserne i den enkelte medlemsstat bør ikke være til hinder for et effektivt samarbejde mellem de kompetente nationale myndigheder.
- (20) Rådet nedsatte på sit møde den 17. juli 2000 et Vismandsudvalg for regulering af de europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget foreslog i sin endelige rapport, at der indføres en ny lovgivningsteknik baseret på regulering på fire niveauer, nemlig rammepprincipper, tekniske gennemførelsesforanstaltninger, samarbejde mellem nationale reguleringsmyndigheder og håndhævelse af fællesskabsretten. Direktivet skal begrænse sig til fastlæggelse af de brede "rammepprincipper", hvorimod gennemførelsesforanstaltninger, som vedtages af Kommissionen bistået af Det Europæiske Værdipapirudvalg, skal fastlægge de tekniske detaljer.
- (21) Det Europæiske Råd godkendte på mødet i Stockholm i marts 2001 Vismandsudvalgets endelige rapport og forslaget om en firetrinnet metode, der skal gøre Fællesskabets reguleringsproces på værdipapirområdet mere effektiv og gennemsigtig.
- (22) Ifølge Det Europæiske Råds resolution fra mødet i Stockholm bør gennemførelsesforanstaltninger anvendes hyppigere for at sikre, at de tekniske

bestemmelser tilpasses den markeds- og tilsynsmæssige udvikling, ligesom der bør fastsættes frister for alle etaper i gennemførelsen af reglerne.

- (23) Europa-Parlamentet støttede også med sin beslutning af 5. februar 2002 om iværksættelsen af lovgivningen om finansielle tjenesteydelser Vismandsudvalgets rapport på baggrund af den højtidelige erklæring, som Kommissionen samme dag afgav for Europa-Parlamentet, og det brev af 2. oktober 2001, som kommissionsmedlemmet med ansvar for Det Indre Marked sendte til formanden for Europa-Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål vedrørende sikringen af Europa-Parlamentets rolle i forløbet.
- (24) De nødvendige foranstaltninger til gennemførelse af dette direktiv bør vedtages i overensstemmelse med Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen⁴⁹.
- (25) Europa-Parlamentet bør have en frist på tre måneder fra den første oversendelse af udkast til gennemførelsesforanstaltninger til at behandle disse og afgive udtalelse. Fristen kan imidlertid afkortes i behørigt begrundede hastetilfælde. Hvis Europa-Parlamentet inden for fristen vedtager en beslutning, bør Kommissionen genbehandle udkastet til foranstaltninger.
- (26) Der kan være behov for tekniske gennemførelsesforanstaltninger til dette direktivs bestemmelser af hensyn til nye udviklinger på værdipapirmarkedene. Kommissionen bør derfor bemyndiges til at vedtage gennemførelsesforanstaltninger, når blot disse ikke ændrer væsentlige elementer i direktivet, og Kommissionen handler i overensstemmelse med direktivets principper, efter høring af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der blev nedsat ved Kommissionens afgørelse 2001/528/EF af 6. juni 2001⁵⁰.
- (27) For at sikre overholdelse af krav eller gennemførelsesforanstaltninger, der fastlægges i henhold til nærværende direktiv, skal enhver overtrædelse af sådanne krav hurtigt afsløres og om nødvendigt sanktioneres. Derfor skal sanktionerne, herunder civile sanktioner, være tilstrækkeligt afskrækkende, stå i forhold til omfanget af overtrædelsen og håndhæves konsekvent. Medlemsstaterne skal sikre, at de kompetente nationale myndigheders afgørelser kan prøves for retten.
- (28) Sigtet med direktivet er at ajourføre de gældende oplysningskrav for udstedere af værdipapirer og investorer, der erhverver eller afhænder større værdipapirbeholdninger. Direktivet erstatter nogle af de krav, der er fastsat i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer⁵¹. For at samle oplysningskravene i en enkelt retsakt bør førnævnte direktiv således ændres tilsvarende.
- (29) De planlagte foranstaltningers mål, nemlig at sikre investorernes tillid gennem ensartede gennemsigtighedskrav over alt i Fællesskabet og således udbygge det indre marked, kan ikke i tilstrækkelig grad opfyldes af medlemsstaterne på grundlag af

⁴⁹ EFT L 184 af 17.7.1999, s. 23.

⁵⁰ EFT L 191 af 13.7.2001, s. 45.

⁵¹ EFT L 184 af 6.7.2001, s. 1.

eksisterende fællesskabsret, men kan på grund af deres omfang og virkninger bedre gennemføres på fællesskabsplan, jf. subsidiaritetsprincippet i traktatens artikel 5. I overensstemmelse med proportionalitetsprincippet, jf. nævnte artikel, er direktivet begrænset til, hvad der er nødvendigt for at nå disse mål.

- (30) I dette direktiv overholdes de grundlæggende rettigheder og de principper, som bl.a. Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder anerkender -

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV:

Kapitel I

Almindelige bestemmelser

Artikel 1

Formål og anvendelsesområde

Dette direktiv fastlægger krav til offentliggørelse af periodiske og løbende oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer allerede er optaget til omsætning på et reguleret marked, der er beliggende eller udøver virksomhed i en medlemsstat.

Dette direktiv finder hverken anvendelse på andele, der udstedes af institutter for kollektiv investering bortset fra institutter af den lukkede type, eller på andele, der erhverves eller afhændes gennem sådanne institutter for kollektiv investering.

Artikel 2

Definitioner

1. I dette direktiv forstås ved:

- a) "værdipapirer" omsættelige værdipapirer som defineret i artikel 1, stk. 4, i direktiv 93/22/EØF/artikel ... i direktiv ../EF om investeringsservice og regulerede markeder⁵², bortset fra pengemarkedsinstrumenter som defineret i artikel 1, stk. 5, i direktiv 93/22/EØF/artikel ... i direktiv ../EF om investeringsservice og regulerede markeder med en løbetid på mindre end tolv måneder. Den nationale lovgivning kan finde anvendelse på disse instrumenter
- b) "gældsbeviser" obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter bortset fra værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, eller værdipapirer, som, hvis de konverteres eller de dertil knyttede

⁵² EFT L [...] af [...], s. [...]

rettigheder udøves, giver ret til at erhverve aktier eller værdipapirer, der kan sidestilles med aktier

- c) "reguleret marked" et marked som defineret i artikel 1, stk. 13, i direktiv 93/22/EØF/ artikel ... i direktiv ../EF om investeringservice og regulerede markeder
- d) "udsteder" en offentlig- eller privatretlig juridisk enhed, herunder en stat, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, idet udstederen i tilfælde af aktiecertifikater, der gør det ud for værdipapirer, er udstederen af de repræsenterede værdipapirer
- e) "værdipapirindehaver": fysiske personer og offentlig- eller privatretlige juridiske enheder, som direkte eller gennem en anden person erhverver eller afhænder:
 - (i) udstederens værdipapirer på egne vegne og for egen regning
 - (ii) udstederens værdipapirer på egne vegne, men for en anden fysisk persons eller juridisk enheds regning, bortset fra når sådanne værdipapirer erhverves med det ene formål at foretage clearing- eller afviklingstransaktioner over et kort tidsrum
 - (iii) aktiecertifikater, hvor værdipapirindehaveren i så fald er ihændehaveeren
 - (iv) afledte instrumenter, som giver en fysisk person eller en juridisk enhed ret til på eget initiativ at erhverve eller udelukkende på tredjemands initiativ at afhænde aktier, hvortil er knyttet stemmeret vedrørende udstederen
- f) "kontrolleret virksomhed" enhver virksomhed,
 - (i) i hvilken en værdipapirindehaver besidder flertallet af stemmerettighederne
 - (ii) i hvilket en værdipapirindehaver er såvel moderselskab, med ret til at udnævne eller afsætte et flertal af medlemmerne i dets administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer, som aktionær eller deltager
 - (iii) i hvilken værdipapirindehaveren er aktionær eller deltager og i medfør af en aftale med andre aktionærer eller deltagere i virksomheden alene kontrollerer flertallet af henholdsvis aktionærernes eller deltagernes stemmerettigheder
 - (iv) over hvilken værdipapirindehaveren faktisk, direkte eller indirekte, udøver bestemmende indflydelse
- g) "institutter for kollektiv investering bortset fra institutter af den lukkede type" investeringsfonde og investeringsselskaber,
 - (i) hvis formål er kollektiv investering af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis virksomhed bygger på princippet om risikospredning, og

- (ii) hvis andele på ihændehavers begæring tilbagekøbes eller indløses direkte eller indirekte over disse institutters aktiver
 - h) "andele i et institut for kollektiv investering" værdipapirer, som udstedes af institutter for kollektiv investering, og som repræsenterer deltagernes rettigheder i disse institutters aktiver
 - i) "hjemland"
 - (i) for så vidt angår udstedere af gældsbeviser, hvis pålydende ikke overstiger 5 000 EUR, eller udstedere af aktier,
 - når udstederen er registreret i Fællesskabet, den medlemsstat, hvor udstederen har sit vedtægtsmæssige hjemsted
 - når udstederen er registreret i et tredjeland, den medlemsstat, hvor udstederen skal indsende de årlige oplysninger til den kompetente myndighed i overensstemmelse med artikel 10 i direktiv [...]/.../EF] [prospekt]
 - (ii) for så vidt angår udstedere, der ikke er omfattet af nr. (i), den medlemsstat, udstederen har valgt blandt de medlemsstater, på hvis område udstederens værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked for tre på hinanden følgende regnskabsår, hvilket er gyldighedsperioden for udstederens valg
 - j) "værtland" en medlemsstat, hvor værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, hvis denne ikke er hjemlandet
 - k) "regulerede oplysninger" samtlige oplysninger, som udstederen, eller enhver anden person, der har anmodet om optagelse af værdipapirer til omsætning på et reguleret marked uden udstederens samtykke, skal offentliggøre i henhold til dette direktiv, i henhold til artikel 6 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF⁵³ eller i henhold til love eller administrative bestemmelser i en medlemsstat
 - l) "ad elektronisk vej" ved hjælp af elektronisk databehandlingsudstyr (herunder digital komprimering), lagring og transmission af data, via tråd, radio, optisk teknologi eller andre elektromagnetiske midler.
2. Ved anvendelse af definitionen på "kontrolleret virksomhed" i stk. 1, litra f), nr. (ii), skal der til indehaverens stemmerettigheder og rettigheder i tilknytning til udnævnelse og afsættelse lægges de rettigheder, som besiddes af enhver anden virksomhed, der kontrolleres af værdipapirindehaveren, og de rettigheder, der besiddes af enhver anden fysisk person eller juridisk enhed, som omend i eget navn handler på værdipapirindehaverens vegne eller på vegne af en virksomhed, der kontrolleres af værdipapirindehaveren.

⁵³ EFT L [...] af [...], s. [...]

3. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1, vedtager Kommissionen efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger vedrørende definitionerne i stk. 1.

Kommissionen skal navnlig:

- a) specificere den maksimale varighed i antal dage af "det korte tidsrum" for så vidt angår undtagelsen i stk. 1, litra e), nr. (ii), om værdipapirer, der erhverves eller afhændes med det ene formål at foretage clearing- eller afviklingstransaktioner over et kort tidsrum
- b) fastlægge de procedurer, hvorefter en udsteder kan træffe det valg, der er omhandlet i stk. 1, litra i), nr. (ii)
- c) i givet fald tilpasse den treårige periode til udstederens levetid under hensyntagen til eventuelle nye fællesskabsretlige krav i forbindelse med optagelse til omsætning på et reguleret marked, for så vidt angår valg af hjemland som omhandlet i stk. 1, litra i), nr. (ii)
- d) fastlægge en vejledende liste over, hvilke midler der ikke skal betragtes som formidling ad elektronisk vej, under hensyntagen til bilag V i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/34/EF⁵⁴, for så vidt angår stk. 1, litra l).

Artikel 3

Integration af værdipapirmarkeder

1. Hjemlandet kan stille strengere krav til en udsteder end de i dette direktiv fastlagte krav for tilvejebringelse af oplysninger for offentligheden eller værdipapirindehavere.

Hjemlandet kan også stille strengere krav til en udsteder end de i dette direktiv fastlagte krav for anmeldelse af oplysninger.

2. Hjemlandet kan ikke
- a) stille strengere oplysningskrav end de krav, der er fastlagt i dette direktiv eller i artikel 6 i direktiv 2003/6/EF for optagelse til omsætning af værdipapirer på et reguleret marked på dets område
 - b) stille strengere krav til værdipapirindehavere end de krav, der er fastlagt i dette direktiv for anmeldelse af oplysninger.

⁵⁴ EFT L 204 af 21.7.1998, s. 37, som ændret ved direktiv 98/48/EF, EFT L 217 af 5.8.1998, s. 18.

Kapitel II

Periodiske oplysninger

Artikel 4

Årsrapporter

1. Udstederen skal senest tre måneder efter udgangen af hvert regnskabsår offentliggøre årsrapporten og sikre, at den forbliver offentligt tilgængeligt.
2. Årsrapporten omfatter:
 - a) det reviderede årsregnskab
 - b) ledelsesberetningen
 - c) erklæringer fra udstederens ansvarlige med tydelig angivelse af navn og stillingsbetegnelse om, at oplysningerne i årsrapporten efter deres bedste overbevisning er retvisende, og at der i rapporten ikke er udeladt væsentlige oplysninger.
3. Det reviderede årsregnskab omfatter udsteders konsoliderede regnskaber i overensstemmelse med artikel 4 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller, hvis udsteder ikke har noget datterselskab, regnskabet for regnskabsåret aflagt i overensstemmelse med national lovgivning i hjemlandet.
4. Regnskaberne revideres i overensstemmelse med artikel 37 i Rådets direktiv 83/349/EØF⁵⁵ eller, hvis udsteder ikke har noget datterselskab, i overensstemmelse med artikel 51 og 51a i Rådets direktiv 78/660/EØF⁵⁶.

Revisionsberetningen gøres ubeskåret tilgængelig for offentligheden sammen med årsregnskabet, undertegnet af den eller de personer, der er ansvarlige for revisionen af regnskaberne, sammen med eventuelle forbehold eller henvisninger til eventuelle spørgsmål, som revisor måtte have påpeget uden at tage forbehold i beretningen.
5. Ledelsesberetningen udarbejdes i overensstemmelse med artikel 36 i Rådets direktiv 83/349/EØF eller, hvis udsteder ikke har noget datterselskab, i overensstemmelse med artikel 46 i Rådets direktiv 78/660/EØF.
6. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 til 5 vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2.

⁵⁵ EFT L 193 af 18.7.1983, s. 1.

⁵⁶ EFT L 222 af 14.8.1978, s. 11.

Kommissionen specificerer navnlig det tidsrum, hvori en offentliggjort årsrapport, herunder revisionsberetningen, skal forblive tilgængelig for offentligheden samt alle andre betingelser, som udsteder skal overholde i den forbindelse.

Artikel 5

Halvårsrapporter

1. Udsteder skal så hurtigt som muligt efter udgangen af den pågældende periode, dog senest to måneder efter, offentliggøre en halvårsrapport for de første seks måneder i regnskabsåret. Udsteder sikrer, at halvårsrapporten forbliver tilgængelig for offentligheden.
2. Halvårsrapporten omfatter:
 - a) regnskaberne i sammendrag
 - b) en ajourføring af den seneste ledelsesberetning som omhandlet i artikel 4, stk. 5
 - c) erklæringer fra udstederens ansvarlige med tydelig angivelse af navn og stillingsbetegnelse om, at oplysningerne i halvårsrapporten efter deres bedste overbevisning er retvisende, og at der i rapporten ikke er udeladt væsentlige oplysninger.
3. Sammendraget af regnskaberne udarbejdes i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder for delårsregnskaber som vedtaget i henhold til artikel 2, 3 og 6 i forordning (EF) nr. 1606/2002 eller, hvis udsteder ikke har noget datterselskab, i overensstemmelse med national lovgivning i hjemlandet.
4. Er der foretaget revision af halvårsrapporten gengives revisionsberetningen ubeskåret sammen med eventuelle forbehold eller henvisninger til eventuelle spørgsmål, som revisor måtte have påpeget uden at tage forbehold i beretningen. Det samme gælder i tilfælde af en revisorgennemgang. Hvis der ikke er foretaget revision eller revisorgennemgang af halvårsrapporten, skal udstederen udfærdige en note herom.
5. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 til 5 vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2.

Kommissionen skal navnlig:

- a) specificere det tidsrum, hvori en offentliggjort halvårsrapport, herunder i givet fald revisionsberetningen, skal forblive tilgængelig for offentligheden samt alle andre betingelser, som udsteder skal overholde i den forbindelse
- b) præcisere karakteren af den revisorgennemgang, der er omhandlet i stk. 5 og
- c) hvis der synes at være et presserende behov for bedre investorbeskyttelse i Fællesskabet, gøre revisorgennemgang af halvårsrapporten obligatorisk.

Artikel 6

Kvartalsoplysninger

1. En udsteder, hvis aktier er optaget til omsætning på et reguleret marked offentliggør kvartalsvise regnskabsoplysninger for henholdsvis regnskabsårets første og tredje kvartal, så hurtigt som muligt efter udgangen af den pågældende tremånedersperiode, dog senest to måneder efter. Samme udsteder sikrer, at kvartalsoplysningerne forbliver tilgængelige for offentligheden.
2. Kvartalsoplysningerne skal mindst indeholde følgende:
 - a) konsoliderede tal, der opstilles i skemaform og for den pågældende tremånedersperiode angiver nettoomsætning samt resultat før eller efter fradrag af skat og
 - b) en forklarende note om udstederens aktiviteter og resultat i den pågældende tremånedersperiode og
 - c) hvis udstederen vælger det, en angivelse af den forventede udvikling for udstederen og dennes datterselskaber i det mindste for resten af regnskabsåret, herunder væsentlige usikkerheder og risici, der kan påvirke denne udvikling.
3. Er der foretaget revision af kvartalsoplysningerne eller en eventuel kvartalsrapport gengives revisionsberetningen ubeskåret sammen med eventuelle forbehold eller henvisninger til eventuelle spørgsmål, som revisor måtte have påpeget uden at tage forbehold i beretningen. Det samme gælder i tilfælde af en revisorgennemgang. Hvis der ikke er foretaget revision eller revisorgennemgang af kvartalsoplysningerne, skal udstederen udfærdige en note herom.
4. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 til 3 vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2.

Kommissionen skal navnlig:

- a) specificere det tidsrum, hvori offentliggjorte kvartalsoplysninger skal forblive tilgængelige for offentligheden samt alle andre betingelser, som udsteder skal overholde i den forbindelse
- b) om nødvendigt præcisere begreberne "nettoomsætning" og "resultat før eller efter fradrag af skat" i forhold til specifikke udstederkategorier, så som kreditinstitutter
- c) specificere de oplysninger, der skal gives i den forklarende note som omhandlet i stk. 2, litra b), og i angivelsen af den forventede udvikling for udstederen som omhandlet i stk. 2, litra c)
- d) præcisere karakteren af den revisorgennemgang, der er omhandlet i stk. 3.

Artikel 7

Ansvar

1. Medlemsstaterne sikrer, at ansvaret for de oplysninger, der skal udarbejdes og gøres tilgængelige for offentligheden i overensstemmelse med artikel 4, 5 og 6, påhviler udstederen eller dennes bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganer.
2. Medlemsstaterne sikrer, at deres love og administrative bestemmelser om civilretligt ansvar finder anvendelse på de personer, der er ansvarlige for de oplysninger, der gøres tilgængelige for offentligheden i overensstemmelse med artikel 4, 5 og 6.

Artikel 8

Fritagelser

Artikel 4, 5 og 6 finder ikke anvendelse på følgende udstedere:

- a) en stat eller en stats regionale eller lokale myndighed, et offentligt internationalt organ, som mindst én medlemsstat er medlem af, Den Europæiske Centralbank og nationale centralbanker, uanset om disse udsteder aktier eller andre værdipapirer eller ej, og
- b) en udsteder, der kun udsteder gældsbeviser optaget til omsætning på et reguleret marked i en medlemsstat, og hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50 000 EUR.

Kapitel III

Løbende oplysning

AFSNIT I

OPLYSNINGER OM STØRRE BESIDDELSER

Artikel 9

Anmeldelse af erhvervelse eller afhændelse af større besiddelser

1. Hjemlandet sikrer, at værdipapirindehaveren anmelder det til udstederen, når værdipapirindehaveren eller en fysisk person eller en juridisk enhed, der er berettiget til at udøve stemmerettighed på vegne af værdipapirindehaveren, erhverver eller afhænder stemmerettigheder eller kapital i udstederen, og denne erhvervelse eller afhændelse har til følge, at den andel af stemmerettighederne eller kapitalen i udstederen, som værdipapirindehaveren besidder, derved når op på, overstiger eller falder under tærsklerne 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % og 75 %.

2. Kapitalandelen skal kun anmeldes, for så vidt som hjemlandet tillader flere stemmerettigheder i tilknytning til en aktie, og dette er i overensstemmelse med udstederens vedtægter eller stiftelsesoverenskomst.
3. Hjemlandet kan undlade at anvende
 - a) tærsklen på 5 %, hvis værdipapirindehaver kun besidder afledte instrumenter som omhandlet i artikel 2, litra e), nr. (iv), eller hvis stemmerettighederne kan udøves i overensstemmelse med artikel 10, litra d) eller f)
 - b) tærsklen på 30 %, hvis hjemlandet anvender en tærskel på en tredjedel
 - c) tærsklen på 75 %, hvis hjemlandet anvender en tærskel på totredjedele.

Artikel 10

Fastsættelse af stemmeret

Med henblik på at afgøre, hvorvidt en anmeldelse skal foretages efter artikel 9, stk. 1, anses en fysisk person eller juridisk enhed for at være berettiget til at udøve stemmerettigheder på vegne af værdipapirindehaveren under følgende omstændigheder:

- a) stemmeret, der besiddes af en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en egentlig aftale, der forpligter dem til, ved samordnet brug af deres stemmeret, at føre en langsigtet, fælles politik med hensyn til forvaltningen af den pågældende udsteder
- b) stemmeret, der besiddes af en tredjemand i henhold til en egentlig aftale, der er indgået med den fysiske person eller juridiske enhed om midlertidig overdragelse af de pågældende stemmerettigheder til gengæld for en modydelse
- c) stemmeret, der er knyttet til aktier, som er deponeret som sikkerhedsstillelse hos den fysiske person eller juridiske enhed, når sidstnævnte kontrollerer stemmerettighederne og erklærer at have til hensigt at udøve dem
- d) stemmeret, der er knyttet til aktier, hvorover den fysiske person eller juridiske enhed har *usus fructus*
- e) stemmeret, som besiddes eller kan udøves som omhandlet i litra a) til d), af en virksomhed, der kontrolleres af den person eller enhed
- f) stemmeret, der er knyttet til aktier deponeret hos den fysiske person eller juridiske enhed, og som denne kan udøve efter eget skøn, når der ikke foreligger særlige instrukser fra værdipapirindehaverne
- g) stemmeret, som den fysiske person eller den juridiske enhed eller en af de andre parter, der er nævnt i litra a) til e), udelukkende skal sælge på initiativ fra tredjemand, eller har ret til at erhverve på eget initiativ i henhold til en formel aftale

- h) stemmeret, som den fysiske person eller den juridiske enhed måtte udøve som befuldmægtiget i henhold til fælles instrukser fra værdipapirindehaverne.

Artikel 11

Procedurer ved anmeldelse af og oplysning om større besiddelser

1. Den i artikel 9 omhandlede anmeldelse skal indeholde følgende oplysninger:
 - a) den deraf følgende situation for så vidt angår stemmerettigheder og kapital
 - b) datoen for erhvervelsen eller afhændelsen
 - c) værdipapirindehaverens identitet og identiteten af den fysiske person eller juridiske enhed, der er berettiget til at udøve stemmerettighederne på vegne af værdipapirindehaveren og
 - d) i de i artikel 10, litra a), b) og g) nævnte tilfælde, vederlaget eller anden form for modydelse til gengæld for stemmerettighederne.
2. Anmeldelsen til udstederen skal ske inden fem arbejdsdage, idet første dag er den dag, hvor værdipapirindehaveren bliver bekendt med erhvervelsen eller afhændelsen, eller den dag, hvor værdipapirindehaveren efter omstændighederne skulle have været bekendt med den.
3. Når en kontrolleret virksomhed foretager den pligtige anmeldelse i overensstemmelse med stk. 1, undtages værdipapirindehaveren eller den fysiske person eller juridiske enhed, der måtte være berettiget til at udøve stemmerettighederne på dennes vegne, fra anmeldelsespligten.
4. Efter modtagelse af den i stk. 1 omhandlede anmeldelse, men senest tre arbejdsdage efter, offentliggør udsteder samtlige oplysninger indeholdt i anmeldelsen sammen med en ny stemmerets- og kapitalfordeling.
5. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og sikre ensartet anvendelse af stk. 1 til 4 vedtager Kommissionen efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2, gennemførelsesforanstaltninger med henblik på at:
 - a) udfærdige en standardformular til brug over alt i Fællesskabet i forbindelse med anmeldelse til udstederen af de i stk. 1, påbudte oplysninger
 - b) udarbejde en "arbejdsdagskalender" for samtlige medlemsstater.

Artikel 12

Supplerende oplysninger

Udstederen oplyser straks offentligheden om

- a) ændringer af de rettigheder, der er knyttet til de forskellige aktieklasser, herunder ændringer af de rettigheder, der er knyttet til afledte instrumenter udstedt af udstederen selv, og som giver adgang til udstederens aktier
- b) ændringer af værdipapirindehavernes rettigheder navnlig som følge af ændringer i lånevilkår eller rentesats og
- c) nye udstedelser af lån og navnlig garantier eller sikkerhed, som stilles i forbindelse hermed.

AFSNIT II

OPLYSNINGER TIL VÆRDIPAPIRINDEHAVERE

Artikel 13

Aktionæroplysning

1. Udsteder skal sikre lige behandling af aktionærer, der befinder sig i samme situation.
2. Selskabet skal sikre, at al den støtte og oplysning, der er nødvendig, for at aktionærene kan udøve deres rettigheder, er tilgængelig i hjemlandet, og at dataintegriteten bevares. Aktionærene må ikke forhindres i at udøve deres rettigheder ved fuldmagt under hensyntagen til hjemlandets lovgivning. Udsteder skal navnlig:
 - a) give oplysninger om tid, sted og dagsorden for generalforsamlingerne, det samlede antal aktier og stemmerettigheder samt indehavernes ret til at deltage i generalforsamlingerne
 - b) stille en fuldmagt på papir eller i påkommende tilfælde i elektronisk form til rådighed for enhver, der er berettiget til at stemme på en generalforsamling, sammen med indkaldelsen til generalforsamlingen
 - c) udpege et pengeinstitut som sin repræsentant, hvorigennem aktionærene kan udøve deres finansielle rettigheder, samt
 - d) offentliggøre meddelelser eller udsende underretninger om uddeling og udbetaling af udbytte, om udstedelse af nye aktier samt om eventuelle ordninger for tildeling, tegning, annullering og konvertering.
3. Med henblik på videregivelse af oplysninger til aktionærene giver hjemlandet udstederne mulighed for at gøre dette ad elektronisk vej, såfremt en sådan beslutning træffes på en generalforsamling og i øvrigt opfylder følgende betingelser:
 - a) anvendelsen af elektroniske midler må under ingen omstændigheder afhænge af aktionærens hjemsted eller bopæl eller i de tilfælde, der er omhandlet i artikel 10, litra a)-g), de fysiske eller juridiske personers hjemsted eller bopæl

- b) der sørges for identifikationsordninger, så det sikres, at aktionærene eller i de tilfælde, der er omhandlet i artikel 10, litra a)-g), de naturlige eller juridiske personer bliver faktisk oplyst
 - c) oplysning ad elektronisk vej forudsætter samtykke fra den berørte aktionær eller i de tilfælde, der er omhandlet i artikel 10, litra a)-e), den fysiske eller juridiske person
 - d) en eventuel fordeling af udgifterne til fremsendelse af sådanne oplysninger ad elektronisk vej bestemmes af udsteder i overensstemmelse med princippet om lige behandling i stk. 1.
4. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og inden for informations- og kommunikationsteknologien samt sikre ensartet anvendelse af denne artikels stk. 1-3, vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2. Den skal særlig specificere de typer pengeinstitutter, hvorigennem aktionærene kan udøve deres finansielle rettigheder, som er fastlagt i stk. 2, litra c).

Artikel 14

Oplysning af indehavere af gældsbeviser

1. Udsteder sikrer lige behandling af indehavere af gældsbeviser fra samme udstedelse med hensyn til alle de rettigheder, der er knyttet til disse gældsbeviser.
2. Udsteder sikrer, at al den støtte og oplysning, der er nødvendig, for at indehaverne af gældsbeviser kan udøve deres rettigheder, er offentlig tilgængelig i hjemlandet, og at dataintegriteten bevares. Indehaverne af gældsbeviser må ikke forhindres i at udøve deres rettigheder ved fuldmagt under hensyntagen til hjemlandets lovgivning. Udsteder skal navnlig:
 - a) offentliggøre meddelelser eller udsende underretninger om eventuel afholdelse af forsamlinger af indehavere af gældsbeviser, udbetaling af renter, udøvelse af eventuelle konverterings-, ombytnings-, tegnings- og annulleringsrettigheder samt om indløsning og disse indehaveres ret til at deltage
 - b) stille en fuldmagt på papir eller i påkommende tilfælde i elektronisk form til rådighed for enhver, der er berettiget til at stemme på en forsamling for indehavere af gældsbeviser, sammen med indkaldelsen til forsamlingen samt
 - c) udpege et pengeinstitut som repræsentant, hvorigennem indehaverne af gældsbeviser kan udøve deres finansielle rettigheder.
3. Såfremt det kun er indehavere af gældsbeviser med et pålydende værdi pr. enhed på mindst 50 000 EUR, der skal indkaldes til en forsamling, kan udsteder vælge hvilken som helst medlemsstat til dette formål, såfremt al den støtte og oplysning, der er nødvendig for, at disse indehavere kan udøve deres rettigheder, gøres tilgængelig i denne medlemsstat.

4. Med henblik på tilvejebringelse af oplysninger til indehaverne af gældsbeviser giver hjemlandet eller den medlemsstat, udsteder har valgt i medfør af stk. 3, udstederne mulighed for at gøre dette ad elektronisk vej, såfremt en sådan beslutning træffes på en generalforsamling og i øvrigt opfylder følgende betingelser:
- a) anvendelsen af elektroniske midler må under ingen omstændigheder afhænge af, hvor gældsbevisindehaveren eller den befuldmægtigede, der repræsenterer ham, har hjemsted eller bopæl
 - b) der sørges for identifikationsordninger, så det sikres, at indehaverne af gældsbeviser og de befuldmægtigede, som repræsenterer dem, faktisk bliver oplyst
 - c) oplysning ad elektronisk vej forudsætter samtykke fra den pågældende indehaver af gældsbeviser eller fra en befuldmægtiget med en behørig bemyndigelse hertil
 - d) en eventuel fordeling af udgifterne til fremsendelse af oplysninger ad elektronisk vej bestemmes af udsteder i overensstemmelse med princippet om lige behandling i stk. 1.
5. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og inden for informations- og kommunikationsteknologien samt sikre ensartet anvendelse af denne artikels stk. 1-4, vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2. Den skal særlig specificere de typer pengeinstitutter, hvorigennem indehaverne af gældsbeviser kan udøve deres finansielle rettigheder, som er fastlagt i stk. 2, litra c).

Kapitel IV

Generelle forpligtelser

Artikel 15

Hjemlandskontrol

1. En udsteder, der indsender regulerede oplysninger, skal samtidig lade disse oplysninger registrere hos den kompetente myndighed i hjemlandet. Denne kompetente myndighed kan vælge at offentliggøre sådanne registrerede oplysninger på sit websted.

Et selskab, som har til hensigt at ændre sin stiftelsesoverenskomst eller sine vedtægter, skal fremsende udkastet til ændringen til de kompetente myndigheder i den medlemsstat og til det regulerede marked, hvor dets værdipapirer er optaget til omsætning. Denne fremsendelse skal finde sted senest på det tidspunkt, hvor der indkaldes til den generalforsamling, som skal træffe afgørelse om den foreslåede ændring.

2. Hjemlandet kan fritage en udsteder fra kravet i stk. 1, for så vidt angår oplysninger, der offentliggøres i overensstemmelse med artikel 6 i direktiv 2003/6/EF eller dette direktivs artikel 11, stk. 4.
3. Oplysninger, der skal anmeldes til udsteder i overensstemmelse med artikel 9, skal samtidig registreres hos den kompetente myndighed i hjemlandet.
4. For at sikre en ensartet anvendelse af stk. 1, 2 og 3 vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter fremgangsmåden i artikel 23, stk. 2.

Kommissionen skal særlig specificere den procedure, hvorefter en udsteder eller indehaver af værdipapirer skal fremsende oplysninger til den kompetente myndighed i hjemlandet i henhold til henholdsvis stk. 1 eller 3, for at:

- a) gøre det muligt at foretage elektronisk indsendelse i hjemlandet
- b) samordne den elektroniske registrering af årsrapporten, der henvises til i dette direktivs artikel 4, sammen med registreringen af de årlige oplysninger, der henvises til i artikel 10 i [.../.../EF] [prospekter].

Kommissionen skal ligeledes udforme en standardformular, der skal anvendes i hele Fællesskabet, når der fremsendes oplysninger i henhold til stk. 3.

Artikel 16

Sprog

1. Når værdipapirer kun optages til omsætning på et reguleret marked i hjemlandet, skal de regulerede oplysninger offentliggøres på et sprog, der accepteres af hjemlandets kompetente myndighed. Hvis disse værdipapirers pålydende pr. enhed udgør mindst 50 000 EUR, kan udsteder vælge, at de regulerede oplysninger kun skal foreligge på et sprog, som sædvanligvis anvendes i internationale finansielle kredse.
2. Når værdipapirer optages til omsætning på et reguleret marked i både hjemlandet og et eller flere værtslande, skal de regulerede oplysninger offentliggøres:
 - a) på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i hjemlandet, samt
 - b) efter udsteders valg på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i hvert værtsland, eller på et sprog, som sædvanligvis anvendes i internationale finansielle kredse.
3. Når værdipapirer kun optages til omsætning på et reguleret marked i ét værtsland, og ikke i hjemlandet, skal de regulerede oplysninger offentliggøres på et sprog, der accepteres af værtslandets kompetente myndighed. Hvis disse værdipapirers pålydende pr. enhed udgør mindst 50 000 EUR, kan udsteder vælge, at de regulerede oplysninger kun skal foreligge på et sprog, som sædvanligvis anvendes i internationale finansielle kredse.

Når værdipapirer optages til omsætning på et reguleret marked i mere end ét værtsland, men ikke i hjemlandet, kan udsteder vælge, om de regulerede oplysninger

skal offentliggøres på et sprog, der accepteres af den kompetente myndighed i hvert værtsland, eller på et sprog, som sædvanligvis anvendes i internationale finansielle kredse.

4. Når værdipapirer optages til omsætning på et reguleret marked uden udsteders samtykke, påhviler forpligtelserne i stk. 1, 2 og 3 ikke udsteder, men den person, som uden udsteders samtykke har anmodet om en sådan optagelse.
5. Medlemsstaterne giver værdipapirindehaverne mulighed for kun at anmelde oplysninger i henhold til dette direktiv til en udsteder på et sprog, der sædvanligvis anvendes i internationale finansielle kredse.
6. Hvis der i en medlemsstat indbringes et søgsmål angående indholdet af regulerede oplysninger, afgøres ansvaret for at afholde udgifter til oversættelse af disse oplysninger i overensstemmelse med denne medlemsstats lovgivning.

Artikel 17

Rettidig adgang til regulerede oplysninger

1. Hjemlandet sikrer, at udsteder offentliggør regulerede oplysninger, således at der opnås adgang til sådanne oplysninger i god tid. Hjemlandet forpligter især udsteder til at anvende medier, som med rimelighed kan forventes at sørge for, at oplysningerne på effektiv vis når ud til offentligheden i og uden for dets område. Hjemlandet må ikke kræve, at der kun anvendes medier, hvis operatører er etableret på dets eget område. Hjemlandet må heller ikke forhindre udsteder i at anvende et eneste medie til at udbrede alle regulerede oplysninger.
2. Et værtsland må ikke pålægge udsteder forpligtelser, for så vidt angår valgt af media til udsendelse af regulerede oplysninger. Et værtsland kan imidlertid pålægge udstederne:
 - a) at offentliggøre regulerede oplysninger på deres websteder, og i så fald skal hjemlandet oplyse offentligheden om udstedernes websteder, og
 - b) omgående og uden beregning at varsle enhver interesseret part om eventuelle nye oplysninger eller ændringer i regulerede oplysninger, som allerede er offentliggjort, og en sådan varsling skal ske elektronisk eller, efter anmodning, i papirform.
3. Når værdipapirer kun optages til omsætning på et reguleret marked i ét værtsland, og ikke i hjemlandet, sikrer værtslandet, at regulerede oplysninger offentliggøres i overensstemmelse med de krav, der henvises til i stk. 1.
4. For at tage højde for tekniske udviklinger på de finansielle markeder og inden for informations- og kommunikationsteknologien samt sikre ensartet anvendelse af denne artikels stk. 1, 2 og 3 vedtager Kommissionen gennemførelsesforanstaltninger efter den procedure, der er fastlagt i artikel 23, stk. 2.

Kommissionen skal navnlig fastlægge:

- a) mindstestandarder for offentliggørelse af regulerede oplysninger via udstedernes websteder
- b) betingelser og tidsfrister for, hvor længe de forskellige typer regulerede oplysninger skal være tilgængelige for offentligheden.

Kommissionen kan ligeledes opstille og ajourføre en liste over medier til tilvejebringelse af oplysninger til offentligheden.

Artikel 18

Retningslinjer

1. De kompetente myndigheder i hjemlandet udarbejder hensigtsmæssige retningslinjer med henblik på yderligere at lette offentlighedens adgang til oplysninger, der skal offentliggøres efter 2003/6/EF, direktiv [...]/.../EF [Prospekter] og dette direktiv.

Formålet med disse retningslinjer er at skabe:

- a) et elektronisk netværk på nationalt niveau mellem nationale værdipapirtilsynsmyndigheder, operatører på regulerede markeder og nationale virksomhedsregistre, der er omfattet af Rådets direktiv 68/151/EØF⁵⁷, og
 - b) et enkelt elektronisk netværk eller en platform for elektroniske netværk på tværs af medlemsstaterne.
2. Kommissionen vurderer senest den 31. december 2006 de resultater, der er opnået som følge af stk. 1, og kan i overensstemmelse med fremgangsmåden i artikel 23, stk. 2, vedtage gennemførelsesbestemmelser med henblik på at lette overholdelsen af artikel 15 og 17.

Artikel 19

Tredjelande

1. Hvis udsteders registrerede hjemsted er i et tredjeland, kan den kompetente myndighed i hjemlandet undtage udsteder fra kravene i artikel 4-7 og artikel 11-14, såfremt det pågældende tredjelands lovgivning i det mindste indholder tilsvarende krav.

De oplysninger, der er omfattet af bestemmelserne i tredjelandet, skal imidlertid fremsendes i overensstemmelse med artikel 15 og offentliggøres i overensstemmelse med artikel 16 og 17.

2. Den kompetente myndighed i hjemlandet sikrer, at oplysninger, der offentliggøres i et tredjeland, og som kan have betydning for offentligheden i Fællesskabet, offentliggøres i overensstemmelse med artikel 16 og 17, selv om sådanne

⁵⁷ EFT L 65 af 14.3.1968, s. 8.

oplysninger ikke er regulerede oplysninger efter dette direktivs artikel 2, stk. 1, litra k).

3. For at sikre en ensartet anvendelse af stk. 1 og 2 kan Kommissionen efter fremgangsmåden i artikel 23, stk. 2, vedtage gennemførelsesforanstaltninger, som bestemmer, at et tredjeland på grund af sine nationale love, administrative bestemmelser eller praksis eller procedurer på grundlag af internationale standarder fra internationale organisationer har sikret overensstemmelse med oplysningskravene i dette direktiv.

Kapitel V

Kompetente myndigheder

Artikel 20

Kompetente myndigheder og deres rettigheder

1. Hver medlemsstat udpeger den centrale myndighed, hvortil der henvises i artikel 21, stk. 1, i direktiv [.../.../EF] [prospekter], som central kompetent administrativ myndighed med ansvar for at varetage de forpligtelser, der følger af dette direktiv, og for at sikre, at bestemmelser vedtaget i medfør af dette direktiv anvendes. Medlemsstaterne underretter Kommissionen herom.
2. Medlemsstaterne kan tillade, at deres centrale kompetente myndighed delegerer opgaver. En eventuel delegering af opgaver i forbindelse med de forpligtelser, der er fastsat i dette direktiv og i gennemførelsesforanstaltningerne, ophører fem år efter, at direktiv [.../.../EF] [prospekter] er trådt i kraft. Enhver delegering af opgaver sker efter en specifik fremgangsmåde med angivelse af de opgaver, der skal varetages, og betingelser for udførelsen af opgaverne.

Disse betingelser skal indeholde en klausul, der forpligter den pågældende enhed til at være organiseret med henblik på at undgå interessekonflikter, uretfærdig håndtering af de oplysninger, der følger med udførelsen af de delegerede opgaver, og forebygge konkurrence. Under alle omstændigheder påhviler det endelige ansvar for kontrol af overholdelse af direktivets bestemmelser og vedtagne gennemførelsesforanstaltninger hertil den eller de kompetente myndigheder, der er udpeget i medfør af stk. 1.

3. Medlemsstaterne underretter Kommissionen og de kompetente myndigheder i andre medlemsstater om enhver ordning vedrørende delegering af opgaver med angivelse af de nøjagtige betingelser for regulering af delegeringen.
4. Hver kompetent myndighed skal have samtlige nødvendige rettigheder for at udføre sine opgaver. Den skal i det mindste have bemyndigelse til:
 - a) at pålægge emittenter, indehavere og personer, der kontrollerer dem eller kontrolleres af dem, at tilvejebringe oplysninger og dokumenter

- b) at pålægge ledelsen og om nødvendigt udsteders revisorer at offentliggøre de oplysninger, der kræves ifølge litra a) til offentligheden med de midler og inden for den tidsfrist, som myndigheden finder nødvendig. Den kan offentliggøre sådanne oplysninger på eget initiativ, såfremt ustederne eller de personer, der kontrollerer dem eller kontrolleres af dem, undlader at gøre dette efter at have hørt usteder
 - c) at pålægge værdipapirindehavernes ledelse at anmelde de oplysninger, der kræves i dette direktiv eller national lovgivning, der vedtages i overensstemmelse hermed, og om nødvendigt tilvejebringe yderligere oplysninger og dokumenter
 - d) at stille eller anmode de relevante regulerede markeder om at stille omsætningen af værdipapirer i bero i højst ti dage ad gangen i tilfælde af velbegrunder mistanke om, at usteder har overtrådt bestemmelserne i dette direktiv eller i den nationale lovgivning, der er vedtaget i overensstemmelse hermed
 - e) at forbyde en omsætning på et reguleret marked, hvis den finder, at bestemmelserne i dette direktiv eller i den nationale lovgivning, der er vedtaget i overensstemmelse hermed, er blevet overtrådt, eller den har velbegrunder mistanke om, at de ville blive overtrådt
 - f) at sikre, at usteder udsender oplysninger i god tid og på en sådan måde, at der garanteres faktisk og tilsvarende adgang for offentligheden i samtlige medlemsstater, hvor værdipapirerne omsættes
 - g) at meddele det til offentligheden, når en usteder eller værdipapirindehaver misligholder forpligtelserne, og
 - h) at undersøge, om de oplysninger, der kræves efter dette direktiv, er fuldstændige, nøjagtige og forståelige, i det omfang en medlemsstat gør en sådan undersøgelse fuldt ud obligatorisk, eller kun for så vidt angår fuldstændighed og forståelighed.
5. Den kompetente myndighed kan om nødvendigt anmode de relevante retsmyndigheder om tilladelse til at håndhæve rettighederne opstillet i litra d) og e).
6. Stk. 1-5 berører ikke en medlemsstats mulighed for at indføre særskilte retlige og administrative ordninger for oversøiske europæiske områder, for hvis forbindelser udadtil den pågældende medlemsstat er ansvarlig.

Artikel 21

Tjenstlig tavshedspligt og samarbejde mellem medlemsstaterne

1. Alle personer, der er eller har været beskæftiget hos den kompetente myndighed og hos enheder, hvortil de kompetente myndigheder måtte have delegeret visse opgaver, er undergivet tjenstlig tavshedspligt. Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, må ikke videregives til nogen anden person eller myndighed, medmindre der er hjemmel herfor i en medlemsstats love eller administrative bestemmelser.

2. Medlemsstaternes kompetente myndigheder samarbejder med hinanden på grundlag af deres beføjelser i henhold til dette direktiv eller national lovgivning, når det er nødvendigt for, at de kan udøve deres funktioner. De kompetente myndigheder bistår de øvrige medlemsstaters kompetente myndigheder.
3. Stk. 1 kan ikke hindre de kompetente myndigheder i at udveksle fortrolige oplysninger. De således udvekslede oplysninger omfattes af den tavshedspligt, der påhviler personer, som er eller har været beskæftiget hos de kompetente myndigheder, der modtager de pågældende oplysninger.

Artikel 22

Forholdsregler

1. Når den kompetente myndighed i værtslandet finder, at udstederen eller værdipapirindehaveren har begået uregelmæssigheder eller har overtrådt sine forpligtelser, skal den forelægge sagen for hjemlandets kompetente myndighed.
2. Hvis udsteder på trods af de forholdsregler, som hjemlandets kompetente myndighed har truffet, eller fordi sådanne forholdsregler viser sig uhensigtsmæssige, fortsætter overtrædelsen af de pågældende love eller reguleringsmæssige bestemmelser, træffer værtslandets kompetente myndighed, efter at have underrettet hjemlandets kompetente myndighed, samtlige hensigtsmæssige forholdsregler for at beskytte investorerne i overensstemmelse med artikel 3, stk. 2. Kommissionen underrettes ved første givne lejlighed om sådanne forholdsregler.

Kapitel VI

Gennemførelsesforanstaltninger

Artikel 23

Udvalg

1. Kommissionen bistås af Det Europæiske Værdipapirudvalg, der er nedsat ved artikel 1 i afgørelse 2001/528/EF.
2. Når der henvises til dette stykke, anvendes forskriftsproceduren i artikel 5 i afgørelse 1999/468/EF efter samme afgørelses artikel 7 og 8, forudsat at de vedtagne gennemførelsesforanstaltninger efter denne procedure ikke ændrer væsentlige bestemmelser i dette direktiv.
3. Det i artikel 5, stk. 6, i afgørelse 1999/468/EF omhandlede tidsrum er på tre måneder.
4. Ved udløbet af en periode på fire år efter direktivets ikrafttræden sættes direktivets bestemmelser om vedtagelse af tekniske regler og afgørelser efter proceduren i stk. 2

i bero, uden at dette i øvrigt berører de allerede vedtagne gennemførelsesforanstaltninger. På forslag fra Kommissionen kan Europa-Parlamentet og Rådet vælge at tage de pågældende bestemmelser op til fornyet overvejelse i overensstemmelse med proceduren efter traktatens artikel 251, hvilket i så fald skal ske inden udløbet af perioden på fire år.

Artikel 24

Sanktioner

1. Uden at det berører medlemsstaternes ret til at pålægge strafferetlige sanktioner, sikrer medlemsstaterne i henhold til national ret, at der kan træffes hensigtsmæssige administrative foranstaltninger eller pålægges civilretlige sanktioner over for de ansvarlige personer i de tilfælde, hvor de bestemmelser, der er vedtaget i henhold til dette direktiv, ikke er blevet overholdt. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive.
2. Medlemsstaterne fastsætter, at den kompetente myndighed kan oplyse offentligheden om, hvilke foranstaltninger eller sanktioner der iværksættes for en given overtrædelse af bestemmelser vedtaget i medfør af dette direktiv, medmindre det er til alvorlig skade for finansmarkederne eller vil forvolde de involverede parter uforholdsmæssig stor skade.

Artikel 25

Domstolsprøvelse

Medlemsstaterne sikrer, at alle beslutninger, der træffes i henhold til love og administrative bestemmelser, der er vedtaget i overensstemmelse med direktivet, kan prøves ved domstolene.

Kapitel VII

Overgangsbestemmelser og afsluttende bestemmelser

Artikel 26

Overgangsbestemmelser

1. Hjemlandet kan uanset dette direktivs artikel 5, stk. 3, fritage følgende for offentliggørelse af regnskaber i overensstemmelse med forordning (EF) nr. 1606/2002:
 - a) samtlige udstedere for det regnskabsår, der begynder den 1. januar 2005 eller derefter

- b) udstedere, hvortil der henvises i artikel 9 i forordning (EF) nr. 1606/2002 for det regnskabsår, der begynder den 1. januar 2005 og den 1. januar 2006 eller derefter.
2. En aktionær skal uanset artikel 11, stk. 2, senest den 15. januar 2005 foretage anmeldelse til udsteder om sin andel af stemmerettighederne og kapitalen i udstederen på den dato i overensstemmelse med artikel 9 og 10, medmindre der allerede er sket anmeldelse med samme oplysninger inden denne dato.

Udsteder skal uanset artikel 11, stk. 4, derefter offentliggøre oplysningerne fra sådanne anmeldelser senest den 31. januar 2005.

3. Hjemlandet kan fritage udstedere af gældsbeviser fra at skulle offentliggøre halvårsrapporter i overensstemmelse med artikel 5 i tre år efter dette direktivs ikrafttræden, såfremt:
- a) den seneste ansøgning om optagelse af udsteders gældsbeviser til omsætning på et reguleret marked blev foretaget, før direktiv [.../.../EF] [prospekter] trådte i kraft, og
 - b) hjemlandet har besluttet at lade udstederne være omfattet af bestemmelserne i artikel 27 i direktiv 2001/34/EF.

Når den treårige periode er udløbet, kan der kun bevilges fritagelser i overensstemmelse med artikel 8.

Artikel 27

Gennemførelse i national lovgivning

1. Medlemsstaterne træffer de nødvendige foranstaltninger for at efterkomme dette direktiv senest den 31. december 2004. Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for denne henvisning fastsættes af medlemsstaterne.
2. Når medlemsstaterne vedtager foranstaltninger i henhold til artikel 3, stk. 1, eller artikel 26, underretter de straks Kommissionen og de andre medlemsstater om disse foranstaltninger.

Artikel 28

Ændringer

Med virkning fra den i artikel 27, stk.1, fastsatte dato foretages følgende ændringer i direktiv 2001/34/EF:

- (1) I artikel 1, ophæves litra g) og h).
- (2) Artikel 4 ophæves.

- (3) I artikel 6 ophæves stk. 2.
- (4) Artikel 8, stk. 2, affattes således:
- “2. Medlemsstaterne kan undergive udstedere af værdipapirer, der er optaget til officiel notering, supplerende forpligtelser, forudsat at disse supplerende forpligtelser gælder generelt for alle udstedere eller for enkelte kategorier af udstedere.”
- (5) Artikel 64-97 ophæves.
- (6) Artikel 102 og 103 ophæves.
- (7) I artikel 107, stk. 3, udgår andet afsnit.
- (8) I artikel 108 foretages følgende ændringer:
- a) i stk. 2, litra a), udgår ordene “og den regelmæssige underretning, som offentliggøres af selskaber, hvis aktier er optaget”
 - b) i stk. 2, udgår litra b)
 - c) i stk. 2, udgår litra c), nr. (iii)
 - d) i stk. 2, udgår litra d).

Henvisninger til de ophævede bestemmelser anses for henvisninger til dette direktivs bestemmelser.

Artikel 29

Genvurdering

Senest den 30. juni 2007 aflægger Kommissionen beretning om anvendelsen af dette direktiv til Europa-Parlamentet og Rådet.

Artikel 30

Ikrafttræden

Dette direktiv træder i kraft på tyvendedagen for offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Artikel 31

Adressater

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den

På Europa-Parlamentets vegne
Formand

På Rådets vegne
Formand

KONSEKVENSANALYSE

FORSLAGETS KONSEKVENSER FOR VIRKSOMHEDERNE, HERUNDER ISÆR SMÅ OG MELLEMLIGE VIRKSOMHEDER (SMV)

FORSLAGETS TITEL

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV om harmonisering af gennemsigtighedskrav til oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF

DOKUMENTETS REFERENCE

KOM(XXX)

FORSLAGET

1. Hvorfor er der i betragtning af nærhedsprincippet behov for en EF-lovgivning på området, og hvad er hovedformålet?

Et indre finansielt marked vil kunne fremme den europæiske økonomis konkurrenceevne, når omkostningerne ved at rejse kapital mindskes, samtidigt med at niveauet for offentliggørelse af oplysninger om udstedere øges med det formål at sikre en sund investorbekyttelse og velfungerende finansielle markeder.

Et integreret finansielt marked bør bygge på et harmoniseret sæt principper og regler. Disse regler skal have til formål at sikre en høj grad af investorbekyttelse på fællesskabsplan og sætte medlemsstaterne i stand til effektivt at reducere nationale barrierer for udstedere, der søger adgang til regulerede markeder i andre medlemsstater. Direktivforslaget omfatter så mange forskellige slags udstedere, at udstederens hjemland må have mulighed for at påbyde strengere eller yderligere oplysningskrav.

Ved denne foranstaltning imødekommes Det Europæiske Råds anmodning, fremsat på møderne i Lissabon, Stockholm og Barcelona, om en indsats for at skabe et integreret finansielt marked, idet der især skal gives høj prioritet til lovgivningen om værdipapirmarkederne i overensstemmelse med handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser og rapporten fra Vismandsudvalget for regulering af de europæiske værdipapirmarkeder.

KONSEKVENSER FOR VIRKSOMHEDERNE

2. Hvem berøres af forslaget?
 - Hvilken erhvervssektor berøres? Selskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på regulerede markeder i medlemsstaterne. Det omfatter samtlige erhvervssektorer. Investeringsfonde, der besidder værdipapirer på vegne af deres kunder. Revisorer/regnskabskyndige med ansvar for revision/udarbejdelse af selskabernes regnskaber.

- Berøres SMV i højere grad end store virksomheder? Samtlige selskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning, herunder små og mellemstore virksomheder. Det bør dog tages i betragtning, at mindre virksomheders værdipapirer sædvanligvis ikke omsættes på regulerede markeder. Proportionalitetsaspektet er taget i betragtning i og med, at SMV ikke underlægges alt for strenge regnskabskrav. I praksis tilvejebringer større virksomheder ("blue chip"-virksomheder) allerede mere detaljerede oplysninger for værdipapirmarkederne.
- Er de berørte virksomheder koncentreret i bestemte regioner i EF? Nej, men omsætning af visse specifikke værdipapirer (aktier, obligationer, derivater) kan være koncentreret i specifikke geografiske områder.

3. Hvilke foranstaltninger skal virksomhederne træffe i henhold til forslaget?

Værdipapirudstedere vil skulle opfylde et krav om aflæggelse af en årsrapport inden for en frist på tre måneder og aflæggelse af delårsrapporter (halvårsrapport og kvartalsoplysninger) inden for en frist på to måneder. De vil endvidere skulle offentliggøre alle ændringer i vedtægter/stiftelsesoverenskomster samt andre interne regler om erhvervelse af egne aktier og vederlag til ledelsespersonale i form af værdipapirer, herunder tegningsrettigheder. I forbindelse med forsamlinger for indehavere af værdipapirer vil selskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning, skulle tillade deltagelse ved fuldmagt, men de får også mulighed for at opfordre aktionærene til at beslutte, hvorvidt der kan gøres brug af elektroniske midler.

Selskaber, der besidder værdipapirer, vil oftere og hurtigere skulle indgive anmeldelse til udstederne om erhvervelse eller afhændelse af større værdipapirbesiddelser. Som et nødvendigt supplement forpligtes værdipapirudstederen til at offentliggøre sådanne anmeldelser.

4. Hvilke økonomiske virkninger forventes forslaget at få?

- For beskæftigelsen?

Der kan forventes positive virkninger for jobskabelsen. Ved at lette arbejdet med og reducere omkostningerne ved at rejse kapital direkte på de europæiske værdipapirmarkeder øges mængden af finansielle ressourcer, som virksomheder har adgang til. Endvidere kan de bedre oplysningsstandarder af hensyn til investorbekyttelsen forventes at skabe større loyalitet blandt investorerne og øge deres tillid til kapitalmarkederne.

- For investeringerne og oprettelsen af nye virksomheder?

Effektive europæiske værdipapirmarkeder vil kunne forbedre de overordnede makroøkonomiske resultater og øge investorerne tillid til økonomien, med større økonomisk vækst og positive virkninger for virksomhedernes innovation og produktivitet til følge (herunder fremme en forøgelse af risikovillig kapital).

- For virksomhedernes konkurrenceevne?

Der kan forventes en positiv virkning som følge af redueringen af omkostningerne ved at rejse kapital over alt i EU og de nye solide oplysningskrav i Fællesskabet, som

hjemlandene ikke kan skærpe yderligere. Dette berører på ingen måde andre betingelser for værdipapirers optagelse til omsætning på et reguleret marked.

5. Indeholder forslaget foranstaltninger, der tager højde for SMV's særlige situation (lempeligere eller særlige krav)?

Forslaget indeholder bestemmelser om yderligere tekniske regler, som skal vedtages efter udvalgsproceduren. På de områder, hvor Kommissionen under høringsforløbet i samarbejde med Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg kortlagde mulige negative virkninger af forslagene til detaljerede tekniske gennemførelsesforanstaltninger, vil Kommissionen få mulighed for at genvurdere foranstaltningerne under behørig hensyntagen til de fremsatte bemærkninger.

Virkningen af de periodiske oplysningskrav (årsrapport, delårsregnskaber) for SMV er især blevet behandlet på to åbne og offentlige høringer med erhvervslivet, markedsdeltagere og investorer. Konklusionen var, at indtjenings- og risikoprofilen for SMV, der omsættes på regulerede markeder, navnlig nyere selskaber, ikke berettiger til specifikke undtagelsesbestemmelser. Investorerne har faktisk særlige problemer med SMV, hvis værdipapirer optages til omsætning på et reguleret marked (f.eks. Neuer Markt i Tyskland), og det er værd at bemærke, at nogle medlemsstater har indført endnu strengere oplysningskrav for nyere SMV (UK og LUX). Denne linje støttes i særdeleshed af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, som består af de nationale tilsynsmyndigheder for værdipapirmarkederne.

Når dette er sagt, vil indholdet i de periodiske oplysninger blive fastlagt nærmere i de tilfælde, hvor der allerede er mulighed for skræddersyede løsninger for SMV (selskabsrettdirektiverne for så vidt angår ledelsesberetningen) eller vil blive det (i IAS-forordningen for så vidt angår regnskaber, for hvilke specifikke internationale regnskabsstandarder er under udarbejdelse).

HØRING

6. Liste over organisationer, som er hørt om forslaget, og en kortfattet redegørelse for deres væsentligste synspunkter (se også afsnit 2.1 i begrundelsen).

Vismandsudvalget om regulering af de europæiske værdipapirmarkeder under ledelse af Alexandre Lamfalussy opfordrede i sine henstillinger til en hurtig, generel, og systematisk høring. Denne henstilling fik støtte fra Det Europæiske Råd i Stockholm i marts 2001 og fra Europa-Parlamentet i februar 2002.

Kommissionen offentliggjorde den 11. juli 2001 et første høringsdokument, hvori den fremlagde sine foreløbige synspunkter for reform af oplysningskravene på fællesskabsplan. Kommissionen modtog 91 svar fra alle medlemsstater, men også fra tredjelande. I december 2001 offentliggjorde den et sammendrag af de modtagne svar.

I lyset af de indkomne reaktioner offentliggjorde Kommissionen en anden og endelig høring den 8. maj 2002 og fastsatte en svarfrist på to måneder. Kommissionen reviderede i dette dokument sine foreløbige synspunkter, den gjorde opmærksom på initiativets tilknytning til andre initiativer på "oplysnings- og gennemsigtighedsdagsordenen" (såsom IAS-forordningen, de kommende direktiver

om markedsmissbrug og om prospekter), ligesom den især meget detaljeret redegjorde for det igangværende arbejde med henblik på et endeligt forslag fra Kommissionen.

Under den anden høring modtog Kommissionen 93 svar fra alle medlemsstater, fra tredjelande og også fra følgende europæiske og/eller internationale sammenslutninger: European Savings Banks Group (ESBG), International Primary Market Association (IPMA), Federation of European Securities Exchanges (FESE), the European Federation for Retirement Provision (EFRP), European Newspaper Publisher's Association (ENPA), European Federation of Accountants (FEE), Union of Industrial and Employer's Confederations of Europe (UNICE) og Euroshareholders.

Endvidere svarede Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg i oktober 2002 på det andet høringsdokument. Udvalget understregede i sit svar, at spørgsmål i forbindelse med forretningskultur bør behandles, og udvalget erkendte samtidigt, at gennemsigtighedsregler kun er et indirekte værktøj, der ikke vedrører reglerne for, hvordan et selskab bør fungere. Udvalget anmodede tillige om indbyrdes sammenhængende løsninger for henholdsvis krav om aflæggelse af årsrapporter og registreringsdokumentet i det kommende prospektdirektiv. Udvalget (bortset fra et medlem) giver sin fulde støtte til indførelsen af kvartalsoplysninger, men udtrykker forbehold for så vidt angår specifikke løsninger for SMV. Udvalget mener, at halvårsrapporten for udstedere af gældsbeviser på hensigtsmæssig vis vil afspejle sådanne værdipapirers risikoprofil. Udvalget ser positivt på de forbedrede oplysningskrav vedrørende stemmerets- og kapitalstruktur, men understreger behovet for detaljerede gennemførelsesbestemmelser, der kan sikre et effektivt system. Med hensyn til hvordan regnskabsoplysningerne bør udsendes, er udvalget ikke overbevist om, hvorvidt offentliggørelse på udstederens netside vil være en velegnet metode.