

SV

SV

SV



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 27.5.2010
KOM(2010)243 slutlig

**RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET, EUROPAPARLAMENTET,
EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN SAMT
REGIONKOMMITTÉN**

**Tillämpningen av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående
upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad
marknad**

SEK(2010)611

**RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET, EUROPAPARLAMENTET,
EUROPEISKA EKONOMISKA OCH SOCIALA KOMMITTÉN SAMT
REGIONKOMMITTÉN**

**Tillämpningen av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående
upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad
marknad**

1. INLEDNING

1. I denna rapport görs en översyn av tillämpningen av direktiv 2004/109/EG¹ om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (nedan kallat *insynsdirektivet*), i enlighet med artikel 33 i det direktivet.
2. Enligt insynsdirektivet ska emittenter av värdepapper på reglerade marknader i EU sörja för tillräcklig öppenhet gentemot investerarna genom offentliggörande av obligatorisk information och spridning av sådan information till allmänheten i hela EU. Denna information utgörs av redovisningar och rapporter, information om större innehav av rösträtter och information som offentliggörs i enlighet med artikel 6 i direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)².
3. De syften som eftersträvas med insynsdirektivet är viktiga för finansmarknaderna och erkänns av internationella standardiseringsorgan, t.ex. Iosco och OECD. Den rådande finanskrisen visar att möjligheten att i god tid kunna få korrekt och fullständig information om emittenter är nödvändig för att möjliggöra välgrundade bedömningar av företagets resultat och tillgångar och därmed skapa ett bestående förtroende bland investerarna på kapitalmarknaderna.
4. Rapporten innehåller en beskrivning av insynsdirektivets effekt samt efterlevnaden (avsnitt 2), en genomgång av de frågor som tillämpningen av insynsdirektivet ger upphov till (avsnitt 3) och ett antal slutsatser (avsnitt 4). Rapporten kompletteras med ett arbetsdokument från kommissionens avdelningar med en närmare redogörelse för de frågor som tas upp och för hur uppgifterna inhämtats.

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG, EUT L 390, 31.12.2004, s. 38. Se: www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm

² EUT L 96, 12.4.2003, p. 16.

2. INSYNSDIREKTIVETS EFFEKT SAMT EFTERLEVNAD

5. Den externa undersökning av tillämpningen av insynsdirektivet som gjorts för kommissionens räkning³ (nedan kallad *den externa undersökningen*) visar att en stor majoritet av de intressenter som deltog i undersökningen anser att insynsdirektivet bidrar till att marknaden fungerar korrekt och effektivt. Intressenterna anser generellt att obligatorisk information som offentliggörs av emittenter når investerarna, möjligen med undantag av information som offentliggörs av mindre börsnoterade företag.
6. När det gäller insynsdirektivets ekonomiska effekter för finansmarknaderna är de studier som hittills gjorts inte entydiga. Insynsdirektivets effekt tycks snarast vara neutral: direktivet uppfattas visserligen som en faktor som förenklar primäremission, men det saknas empiriska belägg som stöder denna uppfattning.
7. En genomgång av praxis hos emittenterna visar att de i allmänhet fullgör rapporteringskraven och att det även är intressenternas uppfattning. Den finansiella information som offentliggörs upplevs som användbar och tillräcklig för investeringsändamål. De förenklade språkkrav för offentliggörande av finansiell information som infördes 2004 har också särskilt välkomnats.
8. Kostnaden för fullgörande av kraven i insynsdirektivet⁴ framstår inte vid första anblicken som särskilt hög⁵. Detta är även emittenternas uppfattning, även om små och medelstora börsnoterade företag är mer bekymrade för fullgörandekostnaden. Införandet av ”regeln om hemmedlemsstat”⁶ och förenklingen av språkkraven för offentliggörande av finansiell information 2004 bör i princip ha bidragit till att sänka emittenternas kostnader. Kostnaderna för investerare som verkar över gränserna ökar dock till följd av att insynsdirektivets krav inte harmoniserats i tillräcklig utsträckning.

3. ÖVERSYN AV DIREKTIVETS TILLÄMPNING: NYA FRÅGOR

9. Översynen av insynsdirektivets tillämpning ger upphov till ett antal frågor (för närmare information, se det arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar som åtföljer denna rapport).
10. Först och främst diskuteras om insynsreglerna bör anpassas särskilt till mindre börsnoterade företag för att se till att reglerade marknader förblir attraktiva och även

³ Mazars (december 2009), *Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*. Finns på: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm

⁴ Det bör noteras att de flesta krav gällande innehållet (t.ex. redovisningsstandarder) i årsredovisningar och halvårsrapporter inte ingår i insynsdirektivet.

⁵ Se Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*. Finns på: www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm

⁶ Enligt ”regeln om hemmedlemsstat” (jämför artikel 3.1) får emittenter endast åläggas de krav som fastställs av deras hemmedlemsstat (normalt den medlemsstat enligt vars lagstiftning företaget har bildats) men inte dem som fastställs av värdmedlemsstaten. Denna ”regel om hemmedlemsstat” syftar till att förhindra att dubbla (eller fler) uppsättningar regler tillämpas på emittenterna.

blir mer attraktiva för denna kategori emittenter.⁷ Utrymmet för förenkling av insynsdirektivets regler för mindre börsnoterade företag, varigenom besparingar skulle åstadkommas, är begränsat, men vissa specifika förenklingsåtgärder skulle kunna övervägas utan att investerarskyddet skulle äventyras. Det handlar t.ex. om i) att medge flexibla tidsfrister för offentliggörandet av redovisningar och rapporter; ii) att lindra kravet på offentliggörande av kvartalsrapporter; iii) att harmonisera maximinnehållet i rapporter; iv) att underlätta mindre börsnoterade företags synlighet över gränserna för potentiella investerare och/eller informationsmellanhänder som finansanalytiker⁸, så att de blir mer attraktiva.

11. För det andra ser marknadsaktörerna generellt sett positivt på det krav på kvartalsrapporter som infördes genom insynsdirektivet 2004, även om det skulle kunna bidra till att investerarna får en något kortsiktig syn på emittenternas resultat och verksamhet.⁹ En lindring av kravet på kvartalsrapporter skulle också med största sannolikhet endast gynna mindre börsnoterade företag, eftersom de stora företagen antagligen skulle fortsätta att offentliggöra kvartalsrapporter. I själva verket efterfrågar marknaden mer detaljerade regler för innehållet i delårsredogörelser, för att göra det lättare för emittenter att uppfylla kraven och för att medge förutsägbarhet i den information som ska offentliggöras.
12. För det tredje innebär insynsdirektivets minimiharmonisering att medlemsstaterna har rätt att anta strängare krav.¹⁰ Det betyder att införlivandet av insynsdirektivet är relativt ojämnt eftersom de nationella systemen skiljer sig åt. Strängare nationella krav, särskilt gällande information om större innehav av rösträtter, uppfattas som problematiska av intressenterna. Fullgörandet av sådana krav är kostsamt och medför konkreta svårigheter. Detta väcker frågan om huruvida den rådande ordningen (dvs.

⁷ Det bör betonas att det finns alternativ till de "reglerade marknaderna" (i insynsdirektivets mening) där emittenternas värdepapper kan tas upp till handel. Dessa alternativa marknader betecknas som multilaterala handelsplattformar (MTF-plattformar) i den mening som avses i direktiv 2004/39/EG. Insynsdirektivets regler gäller inte dessa alternativa marknader, och enligt den externa undersökningen finns det inget stöd bland intressenterna för att utvidga direktivets tillämpning till dessa oreglerade marknader. Kommissionen har inte i nuläget för avsikt att föreslå att insynsdirektivets tillämpningsområde utvidgas till att även omfatta MTF-plattformar. En närmare förklaring ges i det arbetsdokument från kommissionens avdelningar som bifogas denna rapport.

⁸ Se t.ex. F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, mars 2010, finns på: www.eurocapitalmarkets.org. Enligt denna rapport är i genomsnitt 93 % of handelsvolymerna på reglerade marknader koncentrerade till 7 % av det totala antalet börsnoterade företag i EU.

⁹ En sådan kortsiktig effekt är oförenlig med kommissionens senaste initiativ för att uppmuntra finansiella institut och emittenter att skapa incitament för en mer långsiktig syn. Europeiska kommissionen har t.ex. rekommenderat att ersättningen till ledande befattningshavare vid emittenter och finansinstitut ska fastställas med hänsyn till företagets långsiktiga beteende: se Europeiska kommissionens rekommendation 2009/384/EG av den 30 april 2009 om ersättningspolicy inom finanstjänstesektorn (EUT L 120, 15.5.2009, s. 22) och kommissionens rekommendation 2009/385/EG av den 30 april 2009 om att komplettera rekommendationerna 2004/913/EG och 2005/162/EG när det gäller ordningen för ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag (EUT L 120, 15.5.2009, s. 28).

¹⁰ Kommissionen undersökte 2008 frågan om strängare nationella krav och lade fram ett specifikt dokument med en närmare redogörelse, som bör ses som ett komplement till denna rapport. Se arbetsdokument från kommissionens avdelningar, *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, SEK(2008)3033, 10.12.2008.

minimiharmonisering) är lämplig för att åstadkomma en tillräcklig harmonisering av insynskraven i EU.

13. För det fjärde tycks det finnas ett behov av att anpassa insynsdirektivets krav till innovationerna på finansmarknaderna, och skärpta insynskrav bör införas med avseende på vissa typer av instrument. Framför allt tycks otillräckliga uppgifter om aktielån ha ökat risken för frikopplad röstning ("empty voting"), och avsaknaden av uppgifter om kontantbetalda derivat har lett till ett ökat problem med "dolt ägande". När det gäller offentliggörande av information för företagsstyrningsändamål är organisationer som företräder emittenter i EU positiva till införandet av mekanismer som gör det möjligt för emittenter att identifiera den slutliga investeraren, så att en verklig dialog mellan aktieägare och emittenter möjliggörs. Även när aktieägare med större innehav av rösträtter är väl kända efterlyses skärpta krav på offentliggörande för större innehav. I en del medlemsstater ombeds större investerare redan i dag att informera om sina avsikter med avseende på innehaven samt om hur förvärvet finansierats. Denna fråga hänger också samman med frågan om huruvida större (och framför allt institutionella) investerare bör informera om sina röstningsstrategier i börsnoterade företag.
14. För det femte krävs (eller rekommenderas) också enligt EU-rätten, vid sidan av insynsdirektivets krav på offentliggörande av redovisningar och rapporter, att börsnoterade företag regelbundet ska offentliggöra viss icke-finansiell information (som rör företagsstyrning), i allmänhet i samband med årsredovisningen. Ett exempel är den så kallade årsberättelsen om företagsstyrningen.¹¹ Det har övervägts om offentliggörandet av icke-finansiell information borde ingå i insynsdirektivets ordning för att förenkla de gällande kraven.
15. En fråga med anknytning här till är börsnoterade företags offentliggörande av ESG-information (Environmental, Social and Governance).¹² Vissa intressenter (icke-statliga organisationer, somliga investerarorganisationer) efterlyser regelbundet förbättring och förstärkning av EU-lagstiftningen om offentliggörande av ESG-information. De menar att insynsdirektivet skulle kunna vara ett lämpligt redskap för att inkludera offentliggörande av sådan information vid sidan av de redovisningskrav som gäller för börsnoterade företag, och för att åtgärda en del av de upplevda bristerna i gällande regler och praxis i fråga om offentliggörande av ESG-information.
16. För det sjätte går framstegen mot inrättande av ett EU-övergripande system för lagring av obligatorisk information för att underlätta investerarnas tillgång till

¹¹ Artikel 46a i rådets fjärde direktiv 78/660/EEG av den 25 juli 1978 om årsbokslut i vissa typer av bolag, ändrat genom direktiv 2006/46/EG (EUT L 224, 16.8.2006, s. 1).

¹² Det finns varken någon exakt definition av ESG för lagstiftningsändamål eller någon tydlig avgränsning av räckvidden. Det framstår dock som om offentliggörande av ESG-information skulle kunna diskuteras inom ramen för den bredare debatten om företagets sociala ansvar. Kommissionen har definierat företagets sociala ansvar som *"ett begrepp som innebär att företagen på frivillig grund integrerar sociala och miljömässiga hänsyn i sin verksamhet och i sin samverkan med olika aktörer"*. Se meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet samt Europeiska ekonomiska och sociala kommittén – *Genomförande av partnerskapet för tillväxt och sysselsättning: göra Europa till ett kompetenscentrum för företagets sociala ansvar*, KOM(2006) 136 slutlig, 22.3.2006.

information långsamt¹³, och direktivet har haft otillräcklig effekt på detta område: berörda parter måste gå igenom 27 olika nationella databaser, och det elektroniska nätverk som kopplar dem samman har nyligen upprättats och har hittills gett rätt blygsamma resultat. Det väcker frågan om huruvida direktivets lagringsmekanismer med dagens utformning kan fullgöra rollen som ”port” till historisk finansiell information om börsnoterade företag på EU-övergripande nivå.

17. Även om det inte finns några större problem med efterlevnaden visar slutligen översynen av insynsdirektivets tillämpning att en del tekniska justeringar av direktivets text skulle bidra till ökad klarhet.

4. SLUTSATSER

18. Denna översyn av insynsdirektivets tillämpning visar att det finns områden där den ordning som inrättas genom direktivet skulle kunna förbättras, framför allt när det gäller förenkling av reglerna för mindre börsnoterade företag för att göra kapitalmarknaderna mer attraktiva för dem. Mindre börsnoterade företags synlighet över gränserna för potentiella investerare och analytiker behöver också förbättras med det slutliga målet att få till stånd en ökad handel med värdepapper från dessa mindre emittenter. Det finns åtgärder som skulle kunna vidtas i anslutning till insynsdirektivet för att bidra till detta mål. Exempelvis skulle flexiblare tidsfrister för mindre emittenters offentliggörande av redovisningar och rapporter öka deras synlighet eftersom de inte längre skulle informera om sitt resultat samtidigt som större emittenter. Harmonisering av maximiinnehållet i rapporter och av rapporternas utformning skulle göra det lättare för investerare och analytiker att läsa och jämföra rapporterna. I detta avseende visar översynen av insynsdirektivets tillämpning också att det, för att öka synligheten hos mindre börsnoterade företag och göra dem mer attraktiva, vore önskvärt att ytterligare underlätta tillgången för potentiella investerare och informationsmellanhänder på EU-övergripande nivå till finansiell information som offentliggörs av mindre emittenter och lagras i de officiellt utsedda mekanismerna för lagring av obligatorisk information.
19. Dessutom visar översynen av insynsdirektivets tillämpning att det finns behov av ökad samordning av reglerna om offentliggörande av större innehav av rösträtter och av finansiella instrument som ger tillgång till rösträtter (inklusive kontantbetalda derivat) samt att det bör finnas möjlighet att förenkla rapporteringskraven för emittenter när det gäller företagsstyrning mer generellt. I detta sammanhang nämns i rapporten även vissa intressenters önskemål när det gäller offentliggörande av information som rör miljö och sociala frågor.
- 20.

¹³ Se kommissionens rekommendation 2007/657/EG av den 11 oktober 2007 om det elektroniska nätverk av officiellt utsedda mekanismer för central lagring av obligatorisk information som avses i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG, EUT L 267, 12.10.2007, s. 16.