



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 25.10.2011  
SEK(2011) 1280 endelig

**ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE**

**RESUMÉ AF KONSEKVENSPANALYSEN**

*Ledsagedokument til*

**Forslag til**

**Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og Kommissionens direktiv 2007/14/EF**

{KOM(2011) 683 endelig}

{SEK(2011) 1279 endelig}

## 1. INDLEDNING

Ifølge gennemsigtighedsdirektivet<sup>1</sup> ("direktivet") skal udstederne af værdipapirer, der handles på regulerede markeder i Den Europæiske Union ("EU"), sikre investorerne den nødvendige gennemsigtighed gennem offentliggørelse og formidling af regulerede oplysninger<sup>2</sup> til offentligheden.

Fem år efter direktivets ikrafttræden offentliggjorde Kommissionen en beretning<sup>3</sup>, der vurderer effekten af direktivet. Beretningen anerkendte direktivet som nyttigt for en korrekt og effektiv funktion af markedet, men fremhævede områder, som kan forbedres.

I 2010 iværksatte Kommissionen en offentlig høring om moderniseringen af direktivet. De rejste hovedspørgsmål var: de regulerede markeders tiltrækningskraft for små og mellemstore udstedere og måder til at forbedre ordningen for større besiddelser af stemmerettigheder.

De adspurgte i den offentlige høring havde forskellige opfattelser af, hvorvidt små og mellemstore udsteders situation kunne forbedres gennem ændringer af direktivet. Vedrørende besiddelser af stemmerettigheder viste den offentlige høring generel enighed om behovet for at medtage et krav om at anmelde besiddelser af kontantafregnede derivater<sup>4</sup> og øge harmoniseringen på dette område. Der blev desuden opfordret til større klarhed på visse tekniske områder.

Endelig enedes Kommissionen i 2010 med Europa-Parlamentet om at vurdere muligheden for at anmode visse selskaber om at offentliggøre centrale finansielle oplysninger om deres aktiviteter i tredjelands<sup>5</sup>. En særskilt konsekvensanalyse om dette konkluderede, at gennemsigtighedsdirektivet og regnskabsdirektiverne<sup>6</sup> bør ændres til at indeholde et nyt krav i denne henseende.

## 2. PROBLEMSTILLING

Problemerne identificeret med den nuværende ordning kan inddeles i to hovedkategorier: a) små og mellemstore udstedere og b) kravene om anmeldelse af større besiddelser af stemmerettigheder.

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004.

<sup>2</sup> Begrebet regulerede oplysninger omfatter årlige, halvårslige og kvartalsvise finansielle oplysninger, løbende oplysninger om større besiddelser af stemmerettigheder og ad hoc-oplysninger offentliggjort i henhold til markedsmisbrugsdirektivet (direktiv 2003/6/EF).

<sup>3</sup> KOM(2010) 243 ENDELIG af 27. maj 2010. Beretningen var ledsaget af Kommissionens mere detaljerede arbejdsdokument (SEK(2010061)).

<sup>4</sup> Kontantafregnede aktierivater henviser til aktierelaterede transaktioner udelukkende afregnet ved kontant betaling uden nogen fysisk levering af den underliggende aktie.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15650-ad01.en10.pdf>

<sup>6</sup> Rådets fjerde direktiv 78/660/EØF om årsregnskaber og Rådets syvende direktiv 83/349/EØF om konsoliderede regnskaber.

## 2.1. Problemstillingen i forbindelse med små og mellemstore udstedere

Der er ikke nogen juridisk definition af små og mellemstore udstedere i EU. Henvisningerne til små og mellemstore udstedere i dette dokument skal forstås som gældende nationale begreber anvendt i medlemsstaterne.

Forbedring af de lovgivningsmæssige rammer for små og mellemstore udstedere samt lettere adgang til kapital er blandt Kommissionens vigtigste politiske prioriteringer<sup>7</sup>. Selv om kravene til gennemsigtighed ikke anses for at være den eneste grund til små og mellemstore udsteders problemer, bidrager de til de store overholdelsesomkostninger i forbindelse med børsnotering på de regulerede markeder, udstedernes ringe synlighed over for analytikere og investorer samt kulturen med kortsigtethed.

### 2.1.1. *Små og mellemstore udsteders store overholdelsesomkostninger*

Formålet med direktivet er at give markedet præcise, omfattende og rettidige oplysninger. Udstedere skal offentliggøre årlige, halvårslige og kvartalsvise finansielle oplysninger<sup>8</sup>. Direktivet fastsætter et mindstekrav om at offentliggøre kvartalsvise foreløbige ledelseserklæringer med begrænset indhold. Dog kræver mange medlemsstater offentliggørelse af yderligere oplysninger. Omkostninger til offentliggørelse af kvartalsvise finansielle oplysninger er forholdsvis store for små og mellemstore udstedere, selv om der ikke er nogen åbenbar nytte af denne forpligtelse.

Desuden kan overholdelse af den faste tidsfrist for offentliggørelsen af halvårsrapporter samt kompleksiteten af indholdet og de typer oplysninger, der skal offentliggøres i regnskabernes beretningsdele, også være dyr og ressourcekrævende for udstederne.

### 2.1.2. *Fokus på kortsigtede resultater*

Behovet for at offentliggøre kvartalsvise finansielle oplysninger kan føre til pres på ledelsen for at vise overskud hvert kvartal. Kvartalsvis rapportering kan også opfattes som et lovgivningsmæssigt incitament for investorer til at fokusere på virksomhedernes kortsigtede resultater i stedet for at anlægge et langsigtet perspektiv.

### 2.1.3. *Små og mellemstore udsteders ringere synlighed*

Den korte frist for halvårsrapporter (to måneder efter afslutningen af rapporteringsperioden) skaber en flaskehals ved udgangen af den anden måned, hvilket forstyrrer markedet, overbelaster investorer og analytikere med finansielle oplysninger og forstærker disses tendens til at begrænse opmærksomheden til de største markedsførende virksomheder og interessere sig meget lidt for små og mellemstore udstedere. Dette er især tilfældet for størstedelen af de europæiske udstedere, hvis regnskabsår svarer til kalenderåret, og for hvem

---

<sup>7</sup> Meddelelse fra Kommissionen: "På vej mod en akt for det indre marked - For en social markedsøkonomi med høj konkurrenceevne - 50 forslag med henblik på at blive bedre til at arbejde, iværksætte og handle sammen", KOM(2010) 608 endelig og Meddelelse fra Kommissionen "Akten for det indre marked – Tolv løftestænger til at skabe vækst og tillid – "Sammen om fornyet vækst", KOM(2011) 206 endelig.

<sup>8</sup> Enten kvartalsrapporter eller foreløbige ledelseserklæringer: Kaldes også kvartalsvise finansielle oplysninger.

denne frist derfor ligger i slutningen af august. Dette bidrager til små og mellemstore udsteders ringe synlighed, for så vidt angår investorer og analytikere.

Vanskelighederne for investorer, der ønsker adgang til offentliggjorte oplysninger, er som følge af utilstrækkelig indbyrdes forbindelse mellem de forskellige nationale lagringsmekanismer et andet forhold, der begrænser små og mellemstore udsteders synlighed.

#### *2.1.4. Problemer identificeret i forbindelse med anmeldelsen af større besiddelser af stemmerettigheder*

I henhold til direktivet skal udstedere foretage anmeldelse til markedet, når de erhverver eller afhænder aktier optaget til handel på et reguleret marked, hvortil der er knyttet stemmerettigheder (dvs. anmelde andelen af besiddede stemmerettigheder, når denne andel når op på, overstiger eller falder under tærsklerne 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % og 75 %). Der er identificeret to problemer i den nuværende ordning: skjult ejerskab som følge af mangler i anmeldelsesreglerne og divergerende anmeldelsesregler fra medlemsstat til medlemsstat.

#### *2.1.5. Muligheden for skjult ejerskab*

Siden vedtagelsen af direktivet har der været en betydelig stigning i brugen af kontantafregnede derivater på markedet. Kontantafregnede derivater kan bruges til at erhverve og udøve indflydelse over et børsnoteret selskab eller opbygge en skjult aktiepost i et selskab (der er adskillige rapporterede eksempler på en sådan adfærd<sup>9</sup>). Disse er imidlertid ikke i øjeblikket omfattet af direktivets regler om offentliggørelse. Denne udeladelse kan medføre muligt markedsmisbrug, ineffektiv prisdannelse og "empty voting", hvilket fører til ringe tillid fra investorernes side og uoverensstemmelse mellem investorernes interesser og selskabernes egne langsigtede interesser.

#### *2.1.6. Forskellige anmeldelsesregler fra medlemsstat til medlemsstat, hvilket fører til øget ansvar og reguleringsmæssig risiko samt store overholdelsesomkostninger for grænseoverskridende investorer*

Forskellige anmeldelsesregler fra medlemsstat til medlemsstat, især med hensyn til sammenlægning af besiddelser af aktier med besiddelser af finansielle instrumenter, øger omkostningerne og skaber juridisk usikkerhed for investorer, der deltager i grænseoverskridende aktiviteter. Manglende sammenlægning af besiddelser af aktier med besiddelser af de finansielle instrumenter fører desuden til en lavere grad af gennemsigtighed i nogle medlemsstater.

### **3. SUBSIDIARITET**

EU har ret til at handle på dette område i henhold til EUF-traktatens artikel 50 og 114. Alle de identificerede problemer vedrører EU's kapitalmarked i sin helhed, og ændringerne skal for at være effektive foretages på EU-plan.

---

<sup>9</sup> Eksempler: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

Endvidere stammer problemerne med hensyn til små og mellemstore udstedere fra EU's og medlemsstaternes lovgivning og kan kun afhjælpes via ændringer i EU-lovgivningen. Endelig vil kun et instrument vedtaget på EU-plan sikre, at alle medlemsstater anvender de samme lovgivningsmæssige rammer baseret på de samme principper, og således gøre en ende på den nuværende opsplitning af den lovgivningsmæssige reaktion med hensyn til anmeldelse af større besiddelser.

#### 4. MÅL

De påtænkte foranstaltninger bør forenkle visse forpligtelser, så det sikres, at regulerede markeder er tiltrækkende for små og mellemstore udstedere, og bør forbedre den juridiske klarhed og gennemsigtighedsordningens effektivitet med hensyn til offentliggørelse af virksomheders ejerforhold.

#### 5. POLITISKE LØSNINGER: ANALYSE AF KONSEKVENSER OG SAMMENLIGNING

Med henblik på at nå ovennævnte mål har Kommissionen udformet, analyseret og sammenlignet forskellige politiske løsninger for at beslutte, hvilke af dem der på tilfredsstillende måde tager fat på de identificerede problemer. Disse løsninger er beskrevet i det følgende.

##### 5.1. Politiske løsninger for at sikre større fleksibilitet med hensyn til hyppighed og timing af offentliggørelse af periodiske finansielle oplysninger for små og mellemstore udstedere

- 1) *Ingen tiltag* - Denne løsning vil ikke nå målet. Denne løsning opgives derfor.
- 2) *Afskaffelse af små og mellemstore udsteders forpligtelse til at præsentere kvartalsvise finansielle oplysninger* - Denne løsning vil reducere såvel små og mellemstore udsteders omkostninger som lovgivningsmæssige incitament, der kan tilskynde til kortsigtethed. Indførelse af forskellige ordninger for selskaber børsnoteret på regulerede markeder i henhold til deres størrelse kan imidlertid være forvirrende for investorerne og kan desuden medføre ringere synlighed for små og mellemstore udstedere. Denne løsning opgives derfor.
- 3) *Afskaffelse af små og mellemstore udsteders forpligtelse til at præsentere kvartalsrapporter i en indledende periode på 3 år efter optagelse til handel* - Selv om det vil lette det umiddelbare pres på de små og mellemstore udstedere, vil denne løsning kun udsætte omkostningerne. Indførelse af forskellige ordninger for selskaber børsnoteret på regulerede markeder i henhold til størrelse og alder kan være forvirrende for investorerne. Denne løsning opgives derfor.
- 4) *Afskaffelse af forpligtelsen til at præsentere kvartalsrapporter for alle børsnoterede selskaber* - Denne løsning vil reducere selskabernes overholdelsesomkostninger. Den gennemsnitlige anslåede omkostningsbesparelse, eksklusive omkostninger i forbindelse med udarbejdelse af de kvartalsvise oplysninger, ligger på mellem 2 000 og 60 000 EUR pr. år pr. udsteder for små og mellemstore udstedere og mellem 35 000 og 250 000 EUR pr. år pr. udsteder for store udstedere. Omkostningsbesparelsen i forbindelse med medarbejderne beskæftiget med

udarbejdelsen af disse oplysninger kan ikke gøres op i penge for små og mellemstore udstedere. Der er stor forskel i denne besparelse fra udsteder til udsteder, fra 8 manddage pr. år til 30 manddage pr. år. For så vidt angår store udstedere, kan den maksimale samlede omkostningsbesparelse (herunder omkostninger i forbindelse med medarbejderne involveret i udarbejdelsen af disse rapporter) vurderes at være maksimalt 2 mio. EUR pr. år pr. udsteder. Det bør give de små og mellemstore udstedere mulighed for at omstille deres ressourcer til at offentliggøre den type oplysninger, der er bedst egnede for deres investorer. Denne løsning bør reducere presset på udstederne på kort sigt og tilvejebringe incitamenter for investorerne til at anlægge en langsigtet betragtning. Det bør ikke have en negativ indvirkning på investorbeskyttelsen. Der er allerede tilstrækkelig garanti for investorbeskyttelse via den obligatoriske offentliggørelse af halvårslige og årlige resultater samt via offentliggørelserne i henhold til markedsmisbrugs- og prospektdirektiverne<sup>10</sup>. Investorerne bør derfor være behørigt informeret om vigtige begivenheder og kendsgerninger, som muligvis kan påvirke de underliggende aktiers kurs, uafhængigt af de kvartalsvise oplysninger som fastsat i direktivet. Det synes således ikke nødvendigt at pålægge offentliggørelse af foreløbige ledelseserklæringer i lovgivningen. For at være effektiv bør denne løsning også forhindre, at medlemsstaterne pålægger offentliggørelsen af kvartalsvise oplysninger i national lovgivning. Selskaberne vil selv kunne vælge at offentliggøre kvartalsvise oplysninger, hvis de ønsker det.

- 5) *Forlængelse af tidsfristen for offentliggørelse af halvårslige oplysninger til 3 måneder efter afslutningen af den relevante rapporteringsperiode for alle børsnoterede selskaber* - Der vil, for så vidt angår små og mellemstore udstedere, være omkostningsbesparelser, men de vigtigste fordele vil være besparelser i andet end penge. Udstederne vil have mere tid til at udarbejde deres rapporter og dermed forbedre kvaliteten af deres output. Denne løsning vil også indvirke positivt på små og mellemstore udsteders synlighed, idet de vil være i stand til lettere at planlægge offentliggørelsen af deres rapporter, så det ikke sker samtidigt med offentliggørelsen af rapporterne fra store børsnoterede selskaber. Dette vil betyde, at analytikere og investorer vil have bedre tid til at se på små og mellemstore udsteders halvårslige resultater.
- 6) *Forlængelse af tidsfristen for offentliggørelse af halvårslige oplysninger til 3 måneder efter afslutningen af den respektive rapporteringsperiode for små og mellemstore udstedere* - Denne løsning vil indvirke positivt på små og mellemstore udsteders synlighed. Indførelse af forskellige ordninger for selskaber børsnoteret på regulerede markeder i henhold til størrelse kan imidlertid være forvirrende for investorerne. Denne løsning opgives derfor.

## **5.2. Politiske løsninger med henblik på at forenkle beretningsdelene i små og mellemstore udsteders regnskaber**

- 1) *Ingen tiltag* - Denne løsning vil ikke nå målet. Denne løsning opgives derfor.

---

<sup>10</sup> Direktiv 2003/6/EF og direktiv 2003/71/EF.

- 2) *Harmonisering af den maksimale beretningsdel i regnskaber på EU-plan for små og mellemstore udstedere* - Standardisering af indholdet af rapporterne kan medføre øgede overholdelsesomkostninger for små og mellemstore udstedere i de medlemsstater, hvor kravene i øjeblikket lave. Denne løsning vil imidlertid lette sammenligneligheden af finansielle oplysninger i EU. Men hvis tærsklen for indholdet på EU-plan blev sat for lavt i håb om at begrænse omkostningerne, kan dette til gengæld indvirke negativt på investorerne. Denne løsning opgives derfor.
- 3) *Krav om, at ESMA<sup>11</sup> skal udarbejde ikkebindende retningslinjer (skabeloner) for regnskabers beretningsdel for alle børsnoterede selskaber* - Denne løsning vil gøre det muligt for ESMA at målrette skabelonen, så der sikres omkostningsbesparelser. Det vil endvidere lette sammenligneligheden af oplysningerne for investorerne og kan forbedre små og mellemstore udsteders grænseoverskridende synlighed. Det vil medføre nogle engangsomkostninger for ESMA.
- 4) *Krav til medlemsstaterne om at udforme ikkebindende skabeloner eller retningslinjer for indholdet af rapporternes beretningsafsnit* - Denne løsning vil gøre det muligt for medlemsstaterne at tilpasse indholdet i rapporterne til deres indre marked. Det vil dog ikke lette den grænseoverskridende sammenlignelighed af oplysningerne. Denne løsning opgives derfor.

### **5.3. Politiske løsninger med henblik på at eliminere manglerne i kravene om anmeldelse af større besiddelser af stemmerettigheder**

- 1) *Ingen tiltag* - Denne løsning vil ikke nå målet. Denne løsning opgives derfor.
- 2) *Bred ordning: Offentliggørelsesordning udvidet til alle instrumenter, hvis økonomiske virkning svarer til besiddelse af aktier og ret til at erhverve aktier* - Denne løsning vil afspejle kontantafregnede derivater samt andre lignende finansielle instrumenter, der kan dukke op i fremtiden. Den blev støttet af størstedelen af de adspurgte i høringen som en løsning af ovennævnte problemer. Det vil have stor positiv indvirkning på investorbeskyttelsen og investorernes tillid. Den nye offentliggørelsesordning for alle typer af finansielle instrumenter svarende til aktiebesiddelse kan føre til en stigning i de organisatoriske omkostninger og overholdelsesomkostningerne for indehavere af kontantafregnede derivater (de højeste anslåede engangsomkostninger ligger mellem 100 000 EUR og 600 000 EUR pr. indehaver af kontantafregnede derivater, men de vil kun vedrøre investorer, som ejer en betydelig mængde af disse instrumenter). De løbende omkostninger kan ikke anslås, idet de varierer afhængigt af stigningen i det faktiske antal af offentliggørelser pr. indehaver. Ifølge erfaringerne i Det Forenede Kongerige, som allerede indførte en sådan ordning i 2009, vurderes stigningen i anmeldelser at være begrænset.
- 3) *Begrænset tilgang: Offentliggørelse ikke påkrævet, hvis "safe harbor"-kriterierne er opfyldt* - Denne løsning vil kræve offentliggørelse af alle instrumenter, der giver adgang til de underliggende stemmerettigheder, medmindre visse anførte kriterier er opfyldt. Det vil stadig sætte investorerne i stand til at omgå formålet med offentliggørelseskravet. Denne løsning opgives derfor.

---

<sup>11</sup> Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed.

#### **5.4. Politiske løsninger med henblik på at eliminere forskelle i anmeldelseskravene i forbindelse med større besiddelser**

- 1) *Ingen tiltag* - Denne løsning vil ikke nå målet. Denne løsning opgives derfor.
- 2) *Harmonisering af ordningen for offentliggørelse af større besiddelser af stemmerettigheder ved hjælp af krav om sammenlægning af besiddelser af aktier med besiddelser af de finansielle instrumenter, der giver adgang til aktier (herunder kontantafregnede derivater)* - Denne løsning vil harmonisere metoden, der anvendes til beregning af tærsklerne, men ikke tærsklerne, og dermed skabe en ensartet tilgang, som vil mindske juridisk usikkerhed, øge gennemsigtighed, forenkle grænseoverskridende investeringer og forbedre tiltrækningskraften for kapitalmarkederne i EU. Det vurderes, at besparelserne i løbende omkostninger for grænseoverskridende investorer er 77 000 EUR/år/operatør. Denne løsning kan imidlertid skabe nogle yderligere omkostninger i forbindelse med flere offentliggørelser i de medlemsstater, hvor der i øjeblikket ikke er krav om sammenlægning.
- 3) *Harmonisering af ordningen for offentliggørelse af større besiddelser af stemmerettigheder ved brug af krav om 3 særskilte ordninger for offentliggørelse: én for besiddelser af aktier, én for finansielle instrumenter, der giver adgang til aktier, og én for kontantafregnede derivater* - Denne løsning vil skabe en ensartet ordning, men kan indvirke negativt på investorbeskyttelse og investorernes tillid. Denne løsning opgives derfor.
- 4) *Harmonisering af ordningen for offentliggørelse af større besiddelser af stemmerettigheder ved at harmonisere tærsklerne for offentliggørelse* - Tærsklerne for stemmerettigheder blev af størstedelen af de adspurgte ikke anset for at være et væsentligt forhold. Desuden synes det at være vanskeligt at harmonisere tærskler for anmeldelse som følge af forskelle i aktionærpopulationen fra medlemsstat til medlemsstat. Denne løsning opgives derfor.

#### **6. INSTRUMENTET, DER SKAL ANVENDES, SAMT ASPEKTER I FORBINDELSE MED GENNEMFØRELSE I NATIONAL LOVGIVNING OG OVERHOLDELSE**

Kun et bindende juridisk instrument vil sikre, at alle medlemsstater anvender samme lovgivningsmæssige rammer baseret på samme principper. Et direktiv vil muliggøre maksimal harmonisering på nogle områder, men vil fortsat give fleksibilitet, så medlemsstaterne kan tage hensyn til deres særlige situation på andre områder.

For at sikre en bedre gennemførelse af direktivet og på baggrund af Kommissionens meddelelse "Udvidelse af sanktionsordningerne i sektoren for finansielle tjenesteydelser"<sup>12</sup> bør de eksisterende rammer for sanktioner ligeledes forbedres.

---

<sup>12</sup> Meddelelse af 9. december 2010: KOM(2010) 716 endelig.



## **7. OVERVÅGNING OG VURDERING**

Kommissionen vil overvåge, hvordan medlemsstaterne gennemfører direktivet. Hvor det er nødvendigt, vil Kommissionens tjenestegrene tilbyde hjælp til medlemsstaterne. Vurderingen af retsforskrifternes indvirkning bør ske seks år efter forskrifternes ikrafttræden. Kommissionen vil overvåge anvendelsen af direktivet med ændringer via ESMA og gennem omfattende dialog med vigtige interessenter.