



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 25.10.2011  
SEK(2011) 1280 slutlig

**ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR**

**SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSPANALYSEN**

*Följedokument till*

**Förslag till**

**Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av kommissionens direktiv 2007/14/EG**

{KOM(2011) 683 slutlig}

{SEK(2011) 1279 slutlig}

## 1. INLEDNING

Enligt insynsdirektivet<sup>1</sup> (nedan kallat *direktivet*) ska emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad inom Europeiska unionen (nedan kallad *EU*) se till att det råder en lämplig insyn för investerare genom att offentliggöra och sprida obligatoriska uppgifter<sup>2</sup> till allmänheten.

Fem år efter direktivets ikraftträdande offentliggjorde kommissionen en rapport<sup>3</sup> med en utvärdering av direktivets inverkan. I rapporten konstaterar kommissionen att direktivet har varit användbart för att se till att marknaden fungerar på ett lämpligt och effektivt sätt, men att det finns områden som kan förbättras.

År 2010 inledde kommissionen ett offentligt samråd om en modernisering av direktivet. Följande huvudfrågor behandlades inom ramen för samrådet: reglerade marknaders attraktivitet för små och medelstora emittenter och alternativ för att förbättra ordningen för större innehav av rösträtter.

Respondenterna i det offentliga samrådet hade skilda synpunkter på huruvida situationen för små och medelstora emittenter kan förbättras genom en ändring av direktivet. När det gällde innehav av rösträtter visade det offentliga samrådet att det råder en allmän enighet om att det är nödvändigt att inbegripa ett krav på underrättelse om kontantbetalda derivat<sup>4</sup> och öka harmoniseringen på detta område. Dessutom efterfrågade många av respondenterna ökad klarhet inom vissa tekniska områden.

År 2010 enades kommissionen slutligen med Europaparlamentet om att utvärdera möjligheten att kräva att vissa företag ska offentliggöra viktig finansiell information avseende deras verksamhet i tredjeländer<sup>5</sup>. I en separat konsekvensanalys av denna fråga drogs slutsatsen att insynsdirektivet och redovisningsdirektiven<sup>6</sup> bör ändras för att inbegripa ett nytt krav i detta avseende.

## 2. PROBLEMDEFINITION

De problem som konstaterats med den befintliga ordningen kan grupperas i två huvudkategorier: a) små och medelstora emittenter, och b) krav på underrättelse om större innehav av rösträtter.

---

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004.

<sup>2</sup> Begreppet obligatoriska uppgifter omfattar årsrapporter, halvårsrapporter och kvartalsrapporter, regelbunden information om större innehav av rösträtter och enskild information som offentliggörs i enlighet med marknadsmissbruksdirektivet (direktiv 2003/6/EG).

<sup>3</sup> KOM(2010) 243 slutlig av den 27 maj 2010. Rapporten åtföljs av ett arbetsdokument från kommissionens avdelningar som innehåller mer utförliga upplysningar (SEK(2010061)).

<sup>4</sup> Kontantbetalda aktiederivat avser aktierelaterade transaktioner som endast regleras via kontantbetalning utan en fysisk leverans av den underliggande aktien.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/sv/10/st15/st15650-ad01.sv10.pdf>

<sup>6</sup> Rådets fjärde direktiv 78/660/EEG om årsbokslut i vissa typer av företag och rådets sjunde direktiv 83/349/EEG om sammanställd redovisning.

## **2.1. Problem i samband med små och medelstora emittenter**

Det finns ingen rättslig definition av små och medelstora emittenter i EU. När hänvisningar görs till små och medelstora emittenter i detta arbetsdokument ska detta tolkas enligt de befintliga nationella koncept som tillämpas i medlemsstaterna.

Att förenkla regleringsramen för små och medelstora emittenter och underlätta deras tillgång till kapital är viktiga politiska prioriteringar för kommissionen<sup>7</sup>. Även om insynskraven inte anses vara den enda källan till de problem som små och medelstora emittenter möter, bidrar de dock till de höga efterlevnadskostnaderna i samband med börsnotering på reglerade marknader och till denna typ av emittenters dåliga synlighet för analytiker och investerare. De förstärker även tendensen till kortsiktigt tänkande.

### **2.1.1. Höga efterlevnadskostnader för små och medelstora emittenter**

Syftet med direktivet är att ge marknaden korrekt och fullständig information i god tid. Emittenterna är skyldiga att offentliggöra årsrapporter, halvårsrapporter och kvartalsrapporter<sup>8</sup>. Direktivet innehåller ett minimikrav på att offentliggöra delårsredogörelser med begränsat innehåll. Många medlemsstater kräver emellertid att ytterligare uppgifter ska offentliggöras. Kostnaderna i samband med offentliggörandet av kvartalsrapporter är relativt höga för små och medelstora emittenter, samtidigt som det inte står klart hur meningsfullt detta krav egentligen är.

Den stränga tidsgränsen för offentliggörande av halvårsrapporter och komplexiteten i det innehåll och den typ av upplysningar som ska lämnas i de beskrivande delarna av rapporterna kan dessutom vara både kostsamt och resurskrävande för emittenter.

### **2.1.2. Inriktning på kortsiktiga resultat**

Kravet att offentliggöra kvartalsrapporter kan leda till att företagsledningen pressas att visa vinster varje kvartal. Kvartalsrapportering kan också uppfattas som ett rättsligt incitament för investerare att inrikta sig på företagets kortsiktiga resultat i stället för att inta en mer långsiktig syn.

### **2.1.3. Små och medelstora emittenter är mindre synliga**

Den snäva tidsfristen för halvårsrapporter (två månader efter utgången av rapporteringsperioden) skapar en flaskhals i slutet av den andra månaden som orsakar störningar på marknaden, överbelastar investerarna och analytikerna med finansiell information och gör att de blir mer benägna att koncentrera sig på de största marknadsledande företagen och därför visar lite intresse för små och medelstora emittenter. Så är i synnerhet fallet när det gäller de flesta europeiska emittenter vars redovisningsår motsvarar kalenderåret, eftersom denna tidsgräns för dem infaller sent i augusti. Detta bidrar i sin tur till att små och medelstora emittenter inte är särskilt synliga för investerare och analytiker.

---

<sup>7</sup> Kommissionens meddelande ”På väg mot en inre marknadsakt - Att skapa en verkligt konkurrenskraftig social marknadsekonomi – Femtio förslag för att arbeta, driva företagsverksamhet och handel bättre tillsammans ” (KOM(2010) 608 slutlig) och kommissionens meddelande ”Inre marknadsakten – Tolv åtgärder för att stimulera tillväxten och stärka förtroendet för inre marknaden – Gemensamma insatser för att skapa ny tillväxt” (KOM(2011) 206 slutlig).

<sup>8</sup> Antingen kvartalsrapporter eller delårsredogörelser, som även allmänt benämns kvartalsvis information.

De svårigheter som investerare som vill få tillgång till offentliggjorda upplysningar möter till följd av den bristande sammankopplingen av de olika nationella centrala lagringsmekanismerna är ett annat problem som begränsar små och medelstora emittenters synlighet.

#### **2.1.4. Problem i samband med underrättelse om större innehav av rösträtter**

Enligt direktivet ska emittenter underrätta marknaden varje gång de förvärvar eller avvecklar aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad och som är kopplade till rösträtter (dvs. de ska meddela den andel rösträtter de innehar när denna andel uppnår, överstiger eller understiger tröskelvärdena 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % och 75 %). I detta sammanhang har två problem identifierats i det befintliga systemet: dolda innehav till följd av luckor i kraven på underrättelse, och olika regler om underrättelse mellan medlemsstaterna.

#### **2.1.5. Möjligheten till dolda innehav**

Sedan direktivets ikraftträdande har användningen av kontantbetalda derivat ökat avsevärt på marknaden. Kontantbetalda derivat kan användas för att skaffa sig och utöva inflytande över ett börsnoterat företag eller för att bygga upp ett dolt innehav i ett företag (det finns ett antal rapporterade fall av sådant beteende<sup>9</sup>). För närvarande omfattas dock inte kontantbetalda derivat av direktivets krav på offentliggörande. Detta kan leda till marknadsmissbruk, ineffektivitet i prissättningsmekanismen och till "empty voting", dvs. att den röstberättigade vid bolagsstämman inte längre är innehavare till aktierna, vilket försämrar investerarnas förtroende och leder till att investerarnas intressen inte sammanfaller med företagets egna långsiktiga intressen.

#### **2.1.6. Olika regler för underrättelse mellan medlemsstaterna leder till ökade ansvars- och regleringsrisker och höga efterlevnadskostnader för gränsöverskridande investerare**

Olika regler för underrättelse mellan medlemsstaterna, särskilt om sammanläggning av aktieinnehav och finansiella instrument, leder till ökade kostnader och skapar rättslig osäkerhet för investerare som bedriver gränsöverskridande verksamhet. Det faktum att aktieinnehav och finansiella instrument inte läggs samman leder också till minskad insyn i vissa medlemsstater.

### **3. SUBSIDIARITETSANALYS**

EU har rätt att vidta åtgärder på detta område i enlighet med artiklarna 50 och 114 i EUF-fördraget. Samtliga identifierade problem rör hela EU:s kapitalmarknad, och för att förändringarna ska bli effektiva bör de således göras på EU-nivå.

Dessutom beror de problem som konstaterats när det gäller små och medelstora emittenter på EU:s och medlemsstaternas lagstiftning och kan därför endast hanteras genom ändringar i EU-lagstiftningen. Avslutningsvis skulle endast ett instrument som antas på EU-nivå kunna garantera att alla medlemsstater tillämpar samma regelverk baserat på samma principer, vilket

---

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

i sin tur skulle innebära att man kommer till rätta med den rådande splittringen i reglerna för underrättelse om större innehav.

#### 4. SYFTEN

Syftet med de planerade åtgärderna är att förenkla vissa krav för att se till att de reglerade marknaderna är attraktiva för små och medelstora emittenter och öka den rättsliga klarheten och effektiviteten i insynssystemet med avseende på offentliggörande av ägarförhållanden i företag.

#### 5. POLITISKA ALTERNATIV: KONSEKVENSANALYS OCH JÄMFÖRELSE

För att uppnå de ovannämnda målen har kommissionen valt, analyserat och jämfört olika politiska alternativ i syfte att fastställa vilka alternativ som kan bidra till att lösa de problem som har konstaterats på ett tillfredsställande sätt. Alternativen beskrivs nedan.

##### 5.1. Politiska alternativ för att öka flexibiliteten när det gäller frekvensen och tidpunkterna för offentliggörande av regelbunden finansiell information för små och medelstora emittenter

- (1) *Inga åtgärder* – Detta alternativ skulle inte bidra till att nå målet och valdes därför bort.
- (2) *Avskaffa kravet på kvartalsrapporter för små och medelstora emittenter* – Detta alternativ skulle bidra till att både minska kostnaderna för små och medelstora emittenter och minska de lagstiftningsincitament som kan uppmuntra kortsiktigt tänkande. Att införa olika system för börsnoterade företag på en reglerad marknad enligt deras storlek skulle emellertid kunna vara förvirrande för investerarna och kan även minska de små och medelstora emittenternas synlighet. Detta alternativ valdes därför bort.
- (3) *Avskaffa kravet på kvartalsrapporter för små och medelstora emittenter under en inledande period på tre år efter det att de blivit upptagna till handel på en reglerad marknad* – Även om detta alternativ skulle bidra till att mildra den omedelbara pressen på små och medelstora emittenter skulle kostnaderna ändå bara fördröjas. Att införa olika system för börsnoterade företag på en reglerad marknad enligt deras storlek och antal verksamhetsår skulle dessutom kunna vara förvirrande för investerarna och kan även minska de små och medelstora emittenternas synlighet. Detta alternativ valdes därför bort.
- (4) *Avskaffa kravet att lämna kvartalsrapporter för alla börsnoterade företag* – Detta alternativ skulle bidra till att minska företagets efterlevnadskostnader. Den beräknade genomsnittliga kostnadsminskningen, exklusive kostnader i samband med utarbetande av kvartalsrapporter, sträcker sig från 2 000 euro till 60 000 euro per år och emittent för små och medelstora emittenter och från 35 000 euro till 250 000 euro per år och emittent för stora emittenter. Kostnadsminskningarna för den personal som anställs för att utarbeta denna information kan inte beräknas i pengar för små och medelstora emittenter, eftersom minskningen varierar stort mellan emittenterna, från 8 arbetsdagar till 30 arbetsdagar per år. För stora emittenter kan

den högsta möjliga kostnadsminskningen (inklusive personalkostnader i samband med utarbetande av kvartalsrapporterna) beräknas till högst 2 miljoner euro per år och per emittent. Detta alternativ kan ge små och medelstora emittenter möjlighet att rikta om sina resurser för att offentliggöra den typ av information som bäst passar deras investerare. Det skulle minska den kortsiktiga pressen på emittenterna och uppmuntra investerarna till att anta en mer långsiktig vision. Det skulle inte heller ha negativa effekter på investerarskyddet. Investerarskyddet garanteras redan tillräckligt genom det obligatoriska offentliggörandet av halvårs- och årsrapporter samt de offentliggöranden som krävs enligt marknadsmissbruksdirektivet och prospektivdirektivet<sup>10</sup>. Investerarna skulle därför få lämplig information om viktiga händelser och uppgifter som eventuellt skulle kunna påverka priset på underliggande aktier, oberoende av direktivets befintliga krav på offentliggörande av kvartalsrapporter. Det förefaller således inte vara nödvändigt att kräva offentliggörande av delårsredogörelser i lagstiftningen. För att vara effektivt bör detta alternativ också förhindra medlemsstaterna från att införa krav på kvartalsrapporter i sin nationella lagstiftning. Företagen skulle själva få bestämma om de vill offentliggöra kvartalsrapporter.

- (5) *Förlänga tidsgränsen för offentliggörande av halvårsrapporter till tre månader efter utgången av den relevanta rapporteringsperioden för alla börsnoterade företag* – Detta alternativ skulle innebära vissa kostnadsbesparingar för små och medelstora emittenter, men de största fördelarna är inte kostnadsrelaterade. Emittenterna skulle få mer tid på sig för att utarbeta sina rapporter, vilket innebär att kvaliteten blir bättre. Detta alternativ skulle också ha en positiv inverkan på synligheten för små och medelstora emittenter, eftersom de skulle få lättare att beräkna tidpunkten för offentliggörandet av sina rapporter så att de inte kommer samtidigt som rapporterna från stora börsnoterade företag. På så vis skulle analytikerna och investerarna ha mer tid för att sätta sig in i små och medelstora emittenters halvårsresultat.
- (6) *Förlänga tidsgränsen för offentliggörande av halvårsrapporter till tre månader efter utgången av respektive rapporteringsmetod för små och medelstora emittenter* – Detta alternativ skulle ha en positiv inverkan på synligheten för små och medelstora emittenter. Att införa olika system för börsnoterade företag på en reglerad marknad enligt deras storlek skulle emellertid kunna vara förvirrande för investerarna. Detta alternativ valdes därför bort.

## **5.2. Politiska alternativ för att förenkla de förklarande beskrivningarna i de finansiella rapporterna för små och medelstora emittenter**

- (1) *Inga åtgärder* – Detta alternativ skulle inte bidra till att nå målet och valdes därför bort.
- (2) *Harmonisera bestämmelserna för det maximala innehållet i de förklarande beskrivningarna i rapporterna på EU-nivå för små och medelstora emittenter* – En standardisering av innehållet i rapporterna skulle leda till ökade efterlevnadskostnader för små och medelstora emittenter i de medlemsstater som för närvarande har låga krav på detta område. Detta alternativ skulle emellertid bidra till

---

<sup>10</sup> Direktiv 2003/6/EG och direktiv 2003/71/EG.

att förbättra jämförbarheten av finansiell information inom EU. Men om gränsen för innehållet sätts för lågt på EU-nivå i en förhoppning om att spara kostnader kan detta i sin tur ha en negativ inverkan på investerarna. Detta alternativ valdes därför bort.

- (3) *Ge Esma<sup>11</sup> i uppgift att utarbeta icke-obligatoriska riktlinjer (mallar) för de beskrivande förklaringarna i de finansiella rapporterna för alla börsnoterade företag* – Genom detta alternativ skulle Esma kunna specialutforma mallarna för att garantera kostnadsbesparingar. Det skulle också underlätta jämförbarheten av informationen för investerarna och kan bidra till att öka den gränsöverskridande synligheten för små och medelstora emittenter. Alternativet skulle dock innebära vissa engångskostnader för Esma.
- (4) *Kräva att medlemsstaterna utarbetar icke-obligatoriska riktlinjer (mallar) för de beskrivande förklaringarna i rapporterna* – Genom detta alternativ skulle medlemsstaterna kunna anpassa innehållet i rapporterna till sina nationella marknader. Det skulle emellertid inte underlätta den gränsöverskridande jämförbarheten av information. Detta alternativ valdes därför bort.

### **5.3. Politiska alternativ för att undanröja luckorna i kraven på underrättelse om större innehav av rösträtter**

- (1) *Inga åtgärder* – Detta alternativ skulle inte bidra till att nå målet och valdes därför bort.
- (2) *Ett brett system: ett system för offentliggörande som utvidgas till att omfatta alla instrument med likartad ekonomisk effekt på aktieinnehav och rätt att förvärva aktier* – Genom detta alternativ skulle det bli möjligt att fånga in kontantbetalda derivat samt eventuella framtida likartade finansiella instrument. Det stöddes av majoriteten av respondenterna i det offentliga samrådet som en lösning på de problem som beskrivs ovan. Alternativet skulle ha en stor positiv inverkan på investerarskyddet och bidra till att öka förtroendet. Ett nytt system för offentliggörande som omfattar alla typer av finansiella instrument som är likvärdiga aktieinnehav kan leda till en ökning av organisations- och efterlevnadskostnaderna för innehavare av kontantbetalda derivat (de högsta uppskattade engångskostnaderna varierar från 100 000 euro till 600 000 euro per innehavare av kontantbetalda derivat, men detta skulle endast beröra investerare som innehar ett betydande antal sådana instrument). De kontinuerliga kostnaderna kan inte uppskattas eftersom de skulle variera beroende på ökningen i praktiken av antalet offentliggöranden per innehavare. Om man ser på erfarenheten i Storbritannien, som införde ett sådant system redan 2009, uppskattas ökningen av antalet offentliggöranden vara begränsad.
- (3) *Begränsning: offentliggörande skulle inte krävas om kriterierna för integritetsskydd (safe harbour) är uppfyllda* – Enligt detta alternativ skulle alla instrument som ger tillgång till underliggande rösträtter omfattas av kraven på offentliggörande om inte vissa särskilda kriterier är uppfyllda. Investerarna skulle fortfarande kunna kringgå syftet med kravet på offentliggörande. Detta alternativ valdes därför bort.

---

<sup>11</sup> Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

#### **5.4. Politiska alternativ för att undanröja skillnader i kraven på underrättelse om större innehav**

- (1) *Inga åtgärder* – Detta alternativ skulle inte bidra till att nå målet och valdes därför bort.
- (2) *Harmonisera systemet för offentliggörande av större innehav av rösträtter genom ett krav på att aktieinnehav läggs samman med innehav av finansiella instrument som ger tillgång till aktier (inklusive kontantbetalda derivat)* – Genom detta alternativ skulle man kunna harmonisera den metod som används för att beräkna tröskelvärdena, men inte tröskelvärdena i sig, vilket skulle skapa en enhetlig metod, minska den rättsliga osäkerheten, öka insynen, förenkla gränsöverskridande investeringar och göra EU:s kapitalmarknader mer attraktiva. Den uppskattade minskningen av fasta kostnader för gränsöverskridande investerare är 77 000 euro per år och per investerare. Detta alternativ kan emellertid ge upphov till vissa extrakostnader i samband med ytterligare offentliggöranden i de medlemsstater som för närvarande inte har krav på sammanläggning.
- (3) *Harmonisera systemet för offentliggörande av större innehav av rösträtter genom att införa tre separata offentliggörandesystem: ett för aktieinnehav, ett för innehav av finansiella instrument som ger tillgång till aktier och ett för kontantbetalda derivat* – Detta alternativ skulle skapa ett enhetligt system, men skulle kunna ha en negativ inverkan på investerarskyddet och förtroendet. Alternativet valdes därför bort.
- (4) *Harmonisera systemet för offentliggörande av större innehav av rösträtter genom att harmonisera tröskelvärdena för offentliggörande* – Tröskelvärdena för rösträtter sågs inte som något större problem bland majoriteten av respondenterna. Dessutom förefaller det vara svårt att harmonisera tröskelvärdena för offentliggörande på grund av skillnaderna mellan medlemsstaterna när det gäller antalet aktieägare. Detta alternativ valdes därför bort.

#### **6. VALT INSTRUMENT SAMT INFÖRLIVANDE- OCH EFTERLEVNADSASPEKTER**

Endast ett bindande rättsligt instrument skulle garantera att alla medlemsstater tillämpar samma regelverk baserat på samma principer. Ett direktiv skulle möjliggöra maximal harmonisering på vissa områden, samtidigt som det fortfarande finns en viss flexibilitet så att medlemsstaterna kan beakta de särskilda nationella förhållandena inom andra områden.

I syfte att förbättra genomförandet av direktivet och enligt kommissionens meddelande om att förstärka sanktionssystemen i den finansiella tjänstesektorn<sup>12</sup>, är det även nödvändigt att förbättra den befintliga ramen för sanktioner.

#### **7. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING**

Kommissionen kommer att övervaka medlemsstaternas genomförande av direktivet. Vid behov kommer kommissionens avdelningar att erbjuda stöd till medlemsstaterna.

---

<sup>12</sup> Meddelande av den 9 december 2010: KOM(2010) 716 slutlig.



Utvärderingen av effekterna av lagstiftningsåtgärderna bör ske sex år efter det att de har trätt i kraft. Kommissionen kommer att övervaka tillämpningen av det ändrade direktivet genom Esma och med hjälp av en bred dialog med de viktigaste intressenterna.