

## **GRUNDNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

05. september 2006.

BØRS

J.nr. 131-0020

STE

Efter specialudvalgshøringen om forslaget er afsluttet.

Komiteprocedure

**Udkast til Kommissionens direktiv<sup>1</sup> "om gennemførelsesbestemmelser til visse bestemmelser i direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked.**

Notatet fremsendes også til Erhvervsudvalget.

### **Resumé**

*Kommissionens direktivforslag er såkaldte niveau 2-gennemførelsesregler til gennemsigtighedsdirektivet (niveau 1) iht. Lamfalussy-processen. Forslaget indeholder bl.a. regler om minimumsstandarder for indholdet af halvårsrapporter, foreløbige ledelseserklæringer og for offentliggørelse af regulerede oplysninger. Herudover indeholder direktivet nærmere bestemmelser om aktionærers anmeldelse af erhvervelse/afhændelse af større besiddelser af aktier. Endelig fastlægger direktivet krav til, hvornår 3. landes regler anses for ækvivalente til gennemsigtighedsdirektivets krav. Det er til brug for behandlingen i Det Europæiske værdipapirudvalg (ESC), at forslagene nu forelægges Folketinget.*

### **1. Baggrund og indhold**

#### **1 a. Baggrund**

##### **Rammedirektivet**

Gennemsigtighedsdirektivet - direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 - vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs harmoniserer nationale regler, der stilles til værdipapirudstederne til at offentliggøre periodiske og løbende oplysninger. Formålet med de harmoniserede regler er at tilvejebringe en ensartet høj investorbeskyttelse overalt i Fællesskabet. Direktivet er udstedt med hjemmel i traktatens artikel 44 og 95.

Gennemsigtighedsdirektivet indeholder en række overordnede regler, som skal sikre rettidig offentliggørelse af præcise og fyldestgørende oplysninger om værdipapirudstederne for at bevare investorernes tillid til markedet og sætte dem i stand til at danne sig et kvalificeret billede af udstedernes forretningsresultater og aktiver. Formålet med direktivet er at øge både investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten.

---

<sup>1</sup> Forslaget har endnu ikke Kommissionsnummer.

Direktivet indeholder regler om, at udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, skal offentliggøre foreløbige ledelseserklæringer i løbet af regnskabsårets første og anden halvårsperiode. Udstedere, der offentliggør regnskabsmæssige kvartalsrapporter i overensstemmelse med national lovgivning eller et reguleret markeds regler, er imidlertid ikke forpligtet til at udarbejde foreløbige ledelseserklæringer.

Direktivet indeholder også nye regler om, på hvilken måde en udsteder skal offentliggøre visse oplysninger på. Udstederen kan frit vælge, hvilke medier der skal gøres brug af i forbindelse med offentliggørelsen, dog skal udstederen sikre, at offentliggørelse sker på en sådan måde, at oplysningerne hurtigt bliver tilgængelige for offentligheden i hele Fællesskabet. I den forbindelse indeholder direktivet også nye regler om, at udstedere, der skal offentliggøre oplysninger, samtidig skal lade disse oplysninger registrere hos tilsynsmyndigheden samt indsende oplysningerne til en officielt udpeget opbevaringsmekanisme, dvs. et sted hvor alle registrerede oplysninger samlet opbevares i en årrække. Formålet med registreringsforpligtelsen er at give tilsynsmyndigheden bedre mulighed for at føre tilsyn med, om udstederne overholder deres oplysningsforpligtelser. Formålet med en opbevaringsmekanisme er at etablere et centralt opbevaringssted for regulerede oplysninger, som investorer har let adgang til.

Endelig indeholder gennemsigthedsdirektivet ændrede regler om offentlig meddelelse om erhvervelse eller afhændelse af større besiddelser af aktier, de såkaldte flagningsregler.

Gennemsigthedsdirektivet er et såkaldt rammedirektiv, hvilket blandt andet indebærer, at Kommissionen efter den såkaldte Lamfalussy-proces skal fremlægge forslag om den nærmere gennemførelse af dele af gennemsigthedsdirektivet (niveau 2-regler). Inden Kommissionen udsteder direktivet, skal disse forelægges Det Europæiske Værdipapirudvalg (ESC) til udtalelse.

### **1 b. Forslag til gennemførelsesdirektiv**

Direktivet indfører nogle detaljerede regler for gennemførelsen af gennemsigthedsdirektivet.

Når der i det følgende henvises til artikler, henvises der til gennemførelsesdirektivet, medmindre der specifikt henvises til hoveddirektivet (gennemsigthedsdirektivet).

Artikel 2. Visse udstedere har efter gennemsigthedsdirektivet mulighed for at vælge et hjemland. Valget af hjemland har betydning for, hvilke nati-

onale regler en udsteder er undergivet. Artikel 2 fastslår i den forbindelse, at en udsteders valg af hjemland skal offentliggøres efter samme procedure, som benyttes ved offentliggørelse af regulerede oplysninger. Dette betyder, at valget af hjemland skal offentliggøres på en sådan måde, at oplysningen hurtigt bliver tilgængelig for offentligheden i hele Fællesskabet jf. nærmere herom under artikel 12.

Artikel 3. Efter gennemsigtighedsdirektivets artikel 5 skal en udsteder offentliggøre en halvårsrapport for regnskabsårets første seks måneder. Halvårsrapporten omfatter regnskabet i sammendrag, en foreløbig ledelsesberetning og erklæringer fra udstederens ansvarlige om, at regnskabet i sammendrag efter deres bedste overbevisning, giver et retvisende billede af udstederens aktiver, passiver, finansielle stilling og resultat som helhed.

Af artikel 5, stk. 3 fremgår, at hvis en udsteder er forpligtet til at udarbejde et koncernregnskab, skal regnskabet i sammendrag ske i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder. Hvis udstederen ikke skal udarbejde et koncernregnskab, skal regnskabet i sammendrag som minimum være i overensstemmelse med artikel 3.

Artikel 4 regulerer minimumsindholdet til foreløbige ledelsesberetninger vedrørende større transaktioner foretaget af tilknyttede parter. Dette kan eksempelvis være større handler indgået indenfor samme koncern.

Artikel 5. Efter artikel 9, stk. 1 i gennemsigtighedsdirektivet skal en aktionær, der erhverver eller afhænder større besiddelser af aktier anmelde besiddelsen til udstederen. Ved større besiddelse forstås en erhvervelse på 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % og 75 % af de samlede antal stemmer. Efter artikel 9, stk. 3 er finansielle institutter, der udelukkende erhverver aktier med henblik på at afvikle indgåede handler imidlertid undtaget fra meddelelsespligten. Artikel 5 fastslår, at institutterne alene er undtaget såfremt afviklingen sker indenfor 3 handelsdage.

Artikel 6 regulerer nærmere, hvilke betingelser en prisstiller (market maker) skal opfylde for at være omfattet af undtagelsen i gennemsigtighedsdirektivets artikel 9, stk. 5 fra at anmelde erhvervelse/afhændelse af større besiddelser. En prisstiller, er en virksomhed, der har forpligtet sig til løbende og for egen regning at stille købs- og salgspriser i bestemte værdipapirer. Artikel 6 foreskriver blandt andet, at en prisstiller, der søger at drage fordel af undtagelsesbestemmelsen i artikel 9, stk. 5 skal give den kompetente myndighed (i Danmark Finanstilsynet) meddelelse om at den gennemfører eller påtænker at gennemføre prisstillingsaktiviteter vedrørende en bestemt udsteder. Artikel 6 fastslår endvidere, at det ikke kan kræves, at prisstilleren skal besidde de pågældende aktier eller finansielle instrumenter på en særskilt konto med det formål at identificere de aktier eller finansielle instrumenter, der besiddes med henblik på prisstillingsaktiviteter.

Artikel 7. Efter artikel 9 i gennemsigtighedsdirektivet skal aktionærer så hurtigt som muligt, men inden fire handelsdage, anmelde større erhvervelser/afhændelser af større besiddelser. Til brug for beregningen af disse handelsdage foreskriver artikel 7, at den kompetente myndighed (i Danmark Finanstilsynet) skal offentliggøre en kalender for handelsdage.

Artikel 8. En juridisk eller fysisk person, der er berettiget til at erhverve, afhænde eller udøve stemmerettigheder, er efter artikel 10 i gennemsigtighedsdirektivet også omfattet af meddelelsespligten i artikel 9 om anmeldelse af erhvervelse/afhændelse af større besiddelser. Dette kan betyde at flere juridiske/fysiske personer på samme tid kan være omfattet af meddelelsespligten. Artikel 8 fastlægger derfor de nærmere bestemmelser om, hvilke juridiske/fysiske personer, der er forpligtet til at anmelde erhvervelse/afhændelse af større besiddelser.

Artikel 9. Som nævnt ovenfor ved artikel 8, kan en aktionær på anden vis end ved direkte erhvervelse af aktier blive omfattet af meddelelsespligten i gennemsigtighedsdirektivets artikel 9. Artikel 9 fastlægger under hvilke omstændigheder en fysisk eller juridisk person, der skal anmelde erhvervelse/afhændelse af større besiddelser, skal anses for at være bekendt med erhvervelsen eller afhændelsen af aktien eller muligheden for at udøve stemmeret. Efter bestemmelsen angives denne som 2 dage efter gennemførelsen af transaktionen.

Artikel 10 fastlægger de nærmere betingelser for hvornår et moderselskab til investeringsselskaber eller administrationsselskaber, kan blive undtaget fra meddelelsespligten i artikel 9 om erhvervelse/afhændelse af større besiddelser.

Artikel 11. Anmeldelseskravene i artikel 9 jf. artikel 13 i gennemsigtighedsdirektivet finder også anvendelse på fysiske og juridiske personer, som direkte eller indirekte besidder finansielle instrumenter, der – udelukkende på en sådan indehavers eget initiativ, i henhold til formel aftale - giver ret til at erhverve allerede udstedte aktier. Artikel 11 fastlægger hvilken type finansielle instrumenter, som på besidderens eget initiativ giver ret til erhvervelse af aktier med tilhørende stemmerettigheder.

Artikel 12 vedrører minimumsstandarder for offentliggørelse af regulerede oplysninger. Ved regulerede oplysninger forstås oplysninger som en udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter gennemsigtighedsdirektivet. Dette kan eksempelvis være intern viden efter markedsmisbrugsdirektivet og årsregnskaber. Efter bestemmelsen skal regulerede oplysninger offentliggøres på en sådan måde, at oplysningerne hurtigt bliver tilgængelige for offentligheden i hele Fællesskabet. Oplysningerne skal kommunikeres til et medie i uredigeret fuld tekst. De regulerede oplysninger skal kommunikeres til mediet, således at risikoen for uvedkommende adgang til oplysningerne og forvanskning af oplysningerne mindskes, og at der er sikkerhed for afsenderens identitet.

I artikel 13 – 23 fastlægges krav til, hvornår 3. landes regler anses for ækvivalente til gennemsigthedsdirektivets krav.

Artikel 24 fastslår, at direktivet skal træde i kraft senest 12 måneder efter dets vedtagelse.

## **2. Europa-Parlamentets holdning**

Europa-Parlamentet har endnu ikke udtalt sig om forslaget.

## **3. Nærhedsprincippet**

Regeringen er enig med Kommissionen i, at et integreret EU børsmarked forudsætter, at der i alle EU-landene anvendes samme regler. Det er regeringens vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

## **4. Gældende dansk ret**

Direktivets område er reguleret i lov om værdipapirhandel m.v., årsregnskabsloven, aktieselskabsloven og lov om finansielvirksomhed. Gennemsigthedsdirektivet vil blive gennemført i Danmark i disse love med tilhørende bekendtgørelser.

Lovforslag forventes fremsat i Folketinget i oktober 2006.

Gennemførelsesdirektivet bygger på samme beskyttelsesniveau for investorerne som rammedirektivet. Det er derfor regeringens vurdering, at gennemførelsesdirektivet ikke forringer beskyttelsesniveauet for investorerne.

## **5. Høring**

Forslaget har været sendt i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor.

Finanstilsynet har modtaget høringssvar fra Realkreditrådet, Rederiforeningen og OMX.

Realkreditrådet finder, at medtagelsen af ordret ”possible” i artikel 12 stk. 2 betyder, at det ikke kan forventes, at en udsteder har mulighed for at udbrede oplysningerne til hele Fællesskabet, hvis der ikke er interesse eller efterspørgsel blandt investorer m.m. til at modtage den pågældende type af oplysninger, og at det ikke er ensbetydende med, at udstederen ikke har opfyldt sin oplysningsforpligtelse.

Realkreditrådet finder endvidere, at Danmark bør arbejde for at få indsat en ny præambel i direktivet eller få præambel 15 præciseret på en sådan måde, at det fremgår, at udstedere anses for at have opfyldt deres oplysningsforpligtelse til trods for, at informationerne ikke når ud til offentligheden i hele Fællesskabet på grund af manglende efterspørgsel fra investorerne side.

OMX finder, at det er uklart, hvorledes "clearly separated" i betragtning 14 skal forstås. Af betragtning 14 fremgår: "Where the third party provides other services or performs other functions, such as media, competent authorities, stock exchanges or the entity in charge of the officially appointed mechanism, such services or functions should be kept clearly separated from the services and functions relating to the dissemination of regulated information." OMX finder, at en tydeliggørelse vil være nyttig.

OMX finder endvidere, at direktivet bør være mere tydelig i kravet til anvendelse af elektroniske medier. Hvis der ikke anvendes elektroniske medier vil det involvere manuelle rutiner, som er omkostningskrævende. Udstederne vil i givet fald skulle betale herfor.

OMX påpeger desuden, at artikel 12 stk. 2 kan være vanskelig at opfylde i Danmark, idet det ikke kan forventes, at udenlandske medier vil formidle meddelelser på dansk, og eftersom danske selskaber kun er forpligtede til at distribuere meddelelser på dansk, vil det være vanskeligt at sikre en europæisk distribution.

I øvrigt finder OMX, at det bør anbefales i en betragtning, at reguleret information også sendes til de børser, hvor selskaberne er optaget til notering eller handel. Uden en sådan bestemmelse vil det være vanskeligt for børserne at udføre deres overvågningsforpligtelser.

Rederiforeningen har påpeget en række sproglige uklarheder i art. 8, stk. 2, andet led og art 11, stk. 1. Rederiforeningen finder det umiddelbart vanskeligt at tiltræde, at udtrykket "formal agreement" kan defineres som en aftale, der binder i henhold til den anvendelige lov.

Endvidere finder Rederiforeningen at bestemmelsen i art. 9 synes at kunne være i strid med transparensdirektivets art. 12, stk. 2.

Endelig anføres, at det bør sikres, at der kun skal ske anmeldelse af selskabsoplysninger både efter nationale regler og efter transparensdirektivet ét sted. Det må i hvert fald sikres, at der finder en nøje koordinering sted af anmeldelse nationalt af selskabsoplysninger og anmeldelse under transparensdirektivets art. 21, således at det er de samme oplysninger - i den udstrækning der skal finde anmeldelse sted - og samme format, der skal anvendes.

Dansk Aktionærforening har anført, at de er bekymrede over det store antal undtagelser fra oplysningsforpligtelserne. Dansk Aktionærforening finder det vigtigt, at der løbende foretages en vurdering af, om anvendelsen af undtagelsesbestemmelserne fører til for ringe gennemsigtighed, og at der til de enkelte undtagelsesbestemmelser er knyttet hensigtsmæssige kontrolmuligheder.

Dansk Aktionærforening finder derfor bestemmelsen i artikel 6, stk. 2 forkert. Det kan være relevant, at en market-maker ikke skal give løbende meddelelser om, at flagningsgrænserne passeres, men der er ingen grund til at afskære de kompetente myndigheder fra at bestemme, at market-makere skal anvende særlige konti til de værdipapirer, der holdes til market-making formål, og som derfor kan friholdes fra flagningspligten.

#### **6. Andre landes holdning**

Det forventes, at de øvrige medlemslande tilslutter sig forslaget.

#### **7. Dansk holdning**

Danmark støtter forslaget.

Danmark støttede vedtagelsen af gennemsigtighedsdirektivets regler. Direktivet sikrer den grad af harmonisering, der er nødvendig for at give investorer rettidig offentliggørelse af præcise og fyldestgørende oplysninger om værdipapirudstedere, der konsoliderer investorenes tillid til markedet og sætter dem i stand til at danne sig et velkvalificeret billede af udstedernes forretningsresultater og aktiver.

#### **8. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser**

Det er hensigten, at direktivforslaget så vidt muligt gennemføres i bekendtgørelsesform med hjemmel i lov om værdipapirhandel m.v., årsregnskabsloven og lov om finansiel virksomhed.

Der forventes ikke med gennemførelsen af direktivet andre statsfinansielle konsekvenser, end hvad der allerede følger af gennemførelsen af gennemsigtighedsdirektivet.

#### **9. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

I notaterne om hoveddirektivet blev de samfundsøkonomiske konsekvenser beskrevet således: "Det forventes, at forslaget vil medføre virkninger i form af større gennemsigtighed og troværdighed på værdipapirmarkedet. De samfundsøkonomiske tilpasningsomkostninger vil formodentlig være begrænsede, da en stor del af de nye tiltag i direktivet allerede er gældende lov i Danmark. Hvis de yderligere oplysningskrav til om kvartalsmeddelelser fra aktieudstedere og halvårsrapporter fra obligationsudstedere gøres obligatoriske, vil dette medføre, at en mindre gruppe udstedere pålægges at offentliggøre ny information, hvilket vil medføre omkostninger for disse. Ligeledes må det antages, at kravet om offentliggørelse af kvalitative oplysninger, som er indeholdt i det italienske formandskabs kompromisforslag, vil medføre yderligere omkostninger for de selskaber, der ikke ønsker at offentliggøre kvartalsmeddelelser."

Forslaget til gennemførelsesdirektiv ændrer ikke i disse konsekvenser.

**10. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

Gennemførelsen af direktivet forventes ikke at medføre administrative byrder, i forhold til hvad der allerede følger af gennemførelsen af gennemsigtighedsdirektivet.

**11. Tidligere forelæggelse for Folketinget**

Forslaget til gennemsigtighedsdirektivet blev forelagt for Europaudvalget den 21. november 2003 med forhandlingsoplæg. Forslaget blev nævnt for Europaudvalget den 6. maj 2004 forud for ECOFIN-rådsmødet den 11. maj 2004. Alm. del - Bilag 819.

Forslaget til gennemførelsesdirektiv har ikke tidligere været forelagt for Europaudvalget.

Notatet er også sendt til Erhvervsudvalget.