

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS UDTALELSE

af 30. september 2003

efter anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om et 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 (KOM(2003) 138 endelig udg.)

(CON/2003/21)

(2003/C 242/06)

Indledning

1. Den 28. april 2003 modtog Den Europæiske Centralbank (ECB) en anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om en udtalelse om et 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 (i det følgende benævnt »direktivforslaget«).
2. ECB's kompetence til at afgive udtalelser fremgår af artikel 105, stk. 4, første led, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, da direktivforslaget er af afgørende betydning for at sikre integriteten af de finansielle markeder inden for Fællesskabet og for at styrke investorerne tillid og den finansielle stabilitet. I overensstemmelse med artikel 17.5, første punktum, i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank er denne udtalelse vedtaget af ECB's Styrelsesråd.
3. Hovedformålet med direktivforslaget er at forbedre investorbeskyttelsen og markedseffektiviteten ved at øge gennemsigtigheden af oplysninger fra udstederne af aktier og gældsinstrumenter, der er optaget til omsætning på europæiske regulerede markeder. Mere konkret bevirker direktivforslaget en forbedring af udstedernes årlige regnskabsaflæggelse, især ved at harmonisere fristen for indsendelse af årsrapport, en revision af de gældende bestemmelser om halvårlig regnskabsaflæggelse, idet der tages højde for internationale regnskabsstandarder (IAS), og en udvidelse af den halvårlige regnskabsaflæggelse til at omfatte udstedere af gældsinstrumenter. Der indføres endvidere et nyt krav om kvartårlig finansiel regnskabsaflæggelse, de gældende harmoniserede rammer for afgivelse af oplysninger om ændringer i større aktiebeholdninger i værdipapirudstedende selskaber forbedres, og de gældende fællesskabsbestemmelser om oplysninger fra udstederne opdateres.

Generel vurdering

4. ECB kan generelt tilslutte sig og støtte direktivforslaget som et effektivt middel til at forbedre de europæiske finansielle marketers effektivitet, fremme integrationen af disse og styrke den finansielle stabilitet. Desuden øger udviklingen af effektive og konkurrencedygtige finansielle markeder i Europa økonomiens vækspotentiale. ECB noterer sig, at direktivforslaget indgår som en vigtig bestanddel i et komplekst tiltag med henblik på at opdatere lovgivningen om værdipapirmarkeder i Europa i henhold til handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser⁽¹⁾. Forordningen om anvendelse af internationale regnskabsstandarder⁽²⁾, direktivet om markedsmissbrug⁽³⁾ og det fremtidige direktiv om prospekter⁽⁴⁾ danner basis for en grundlæggende forbedring af de europæiske finansielle marketers generelle effektivitet. Direktivforslaget supplerer ovennævnte tiltag ved at opdatere de europæiske lovgivningsrammer for finansiel regnskabsaflæggelse og oplysninger til aktionærer.
5. Indførelsen af harmoniserede og forbedrede oplysningskrav vil have en gavnlig indvirkning på den europæiske økonomi, idet den vil forbedre markedseffektiviteten, fremme integrationen af de europæiske finansielle markeder samt bidrage til finansiel stabilitet i euroområdet. Markedseffektiviteten vil blive forbedret, da rettidige, fyldestgørende og præcise oplysninger fra udstederne sikrer en bedre kursdannelse, hvilket igen begrænser skjulte forvridninger, fordi markederne, udstederne og investorerne får mulighed for at sammenligne investeringsmuligheder i Europa, som ligner hinanden, hvorved

⁽¹⁾ Godkendt af stats- og regeringscheferne på Det Europæiske Råds møde i Lissabon i marts 2000.

⁽²⁾ 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).

⁽³⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) (EUT L 96 af 12.4.2003, s. 16).

⁽⁴⁾ Fælles holdning (EF) nr. 25/2003 af 24. marts 2003 fastlagt af Rådet i henhold til fremgangsmåden i artikel 251 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab med henblik på vedtagelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EUT C 125 E af 27.5.2003, s. 21).

konkurrencen øges, og usikkerheden mindskes. Sammenhængende EU-rammer for finansiel regnskabsaflæggelse, som håndhæves korrekt og ensartet, vil også forbedre investorernes tillid til det europæiske finansielle systems integritet og til investeringer i et bredere spektrum af europæiske selskaber. Dette vil føre til en mere effektiv allokering af ressourcer til de selskaber, som bedst er i stand til at udnytte dem.

6. Desuden vil forbedrede oplysningskrav sandsynligvis mindske selskabernes kapitalomkostninger. I denne henseende er forslagene om strengere krav vedrørende aflæggelse af delårsregnskaber og afgivelse af pålidelige finansielle oplysninger på periodisk grundlag af meget stor betydning. Med flere oplysninger begrænses den usikkerhed, der er forbundet med selskabernes nuværende og fremtidige aktiviteter. Det vil øge investorernes tillid til selskabernes meddelelser vedrørende deres resultater og vil føre til lavere kapitalomkostninger for selskaberne. Begrundelsen for at kæde tilgængelighed af midler sammen med informationsniveauet kan findes i »agency theory«. Hvis der er asymmetrisk information mellem ledelse, aktionærer og obligationsindehavere, vil flere oplysninger være med til at afhjælpe problemer med »adverse selection« og »moral hazard«, hvilket vil blive belønnet med lavere kapitalomkostninger. Desuden har oplysningskrav en gunstig virkning på udstederne ved at fungere som en disciplinær faktor for virksomhedslederne.

7. Direktivforslaget vil også fremme integrationen af de europæiske finansielle markeder og derfor gøre det muligt at udnytte alle euroens potentielle fordele. Harmoniseringen af gennemsigtskrav i hele EU vil fremme større deltagelse på tværs af grænserne i markedet, især for virksomhedspapirer. Investorer, der søger pålidelig vejledning til deres beslutninger, vil være sikret af harmoniserede ordninger vedrørende gennemsigtskrav, ensartethed og sammenlignelighed i børsnoterede selskabers regnskaber.

8. Endelig forventer ECB, at direktivforslaget får en gavnlig indvirkning på den finansielle stabilitet. For det første vil den kendsgerning, at værdipapirkurserne mere præcist afspejler udstedernes indtjeningsudsigter og risici, sætte investorerne bedre i stand til at overvåge udstederne og træffe korrigerende foranstaltninger i tilfælde af finansielle ubalancer, hvorved risiciene for den finansielle stabilitet mindskes. For det andet vil den kendsgerning, at investorerne får mere rettidige, præcise og ensartede oplysninger,

mindske sandsynligheden for, at en alvorlig misallokering af kapital opdages for sent, og således mindske behovet for kraftige kurskorrektioner. Det kan ikke udelukkes, at hyppigere og mere detaljerede finansielle oplysninger kan være forbundet med flere kortsigtede kursudsving. På mellemlangt sigt skulle kursudsving forbundet med kraftige korrektioner af forventningerne dog blive mindre udtalte. Overordnet set skulle der være en positiv indvirkning på volatiliteten på markederne. For det tredje vil den forventede forbedring af markedseffektiviteten også øge likviditeten på markederne, så de mere effektivt kan absorbere stød. Endelig vil den større spredning på tværs af grænserne af investorernes porteføljer bidrage til at svække investorernes præference for hjemmemarkedet, når de træffer investeringsbeslutninger. Dette vil forbedre det europæiske finansielle systems generelle evne til at modstå stød, som udgår fra enkelte finansielle markeder.

9. Som forklaret i det følgende er ECB imidlertid af den opfattelse, at visse spørgsmål kræver yderligere overvejelser. Det gælder især anvendelsen af visse af direktivforslagets bestemmelser på ECB og de nationale centralbanker (NCB'erne), bestemmelserne om halvårsrapporter, overensstemmelse med de tilsynsmæssige rapporteringskrav, bestemmelserne vedrørende kompetente myndigheder og behovet for at henviser til europæiske statistiske standarder.

Direktivforslagets anvendelse på ECB og NCB'erne

10. ECB bemærker, at artikel 8 i direktivforslaget fritager ECB og NCB'erne, i kraft af deres rolle som statsemittenter, fra bestemmelserne om periodiske oplysninger (artikel 4-6), men ikke fra de øvrige oplysningsbestemmelser. Dette betyder, at direktivforslaget ikke tager hensyn til ECB's særlige opgaver, herunder især ECB's ansvar for pengepolitikken i euroområdet. Direktivforslagets anvendelse på ECB kunne have en negativ indvirkning på udførelsen af disse opgaver. Gennemførelsen af den fælles pengepolitik kan under visse omstændigheder rent faktisk afhænge af udstedelsen af gældsbeviser som pengepolitisk instrument med det formål at justere Eurosystemets strukturelle likviditetsstilling over for banksystemet og dermed skabe (eller forøge) et likviditetsunderskud i banksystemet. I henhold til dokumentationsgrundlaget for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer ⁽¹⁾ har ECB beføjelse til at udstede gældsbeviser. ECB finder, at de særlige forhold, der gælder for udstedelse af gældsbeviser som et instrument til

⁽¹⁾ Bilag 1 til retningslinje ECB/2000/7 af 31. august 2000 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer (EFT L 310 af 11.12.2000, s. 1). Retningslinje som ændret ved retningslinje ECB/2002/2 (EFT L 185 af 15.7.2002, s. 1).

monetær kontrol, begrundet, at visse af direktivforslagets bestemmelser ikke finder anvendelse på ECB.

11. Anvendelsen af visse af direktivforslagets bestemmelser på ECB og NCB'erne kan desuden svække udførelsen af deres konkrete pengepolitiske opgaver. I henhold til artikel 9-12 er NCB'erne f.eks. forpligtede til at oplyse om betydelige beholdninger. I den forbindelse bemærker ECB, at disse bestemmelser muligvis kan forpligte centralbankerne til at oplyse om værdipapirer, som de har fået som sikkerhed i forbindelse med udførelse af deres pengepolitiske opgaver, hvilket kan indvirke negativt på smidigheden og effektiviteten af centralbankoperationer. Anvendelsen af oplysningsbestemmelserne i forbindelse med værdipapirer, der er modtaget som sikkerhed, kan ligeledes påvirke det europæiske repomarkeds smidige funktion og kan således anses for at stride imod målet om at forenkle brugen af finansiel sikkerhedsstillelse gennem begrænsningen af de administrative byrder i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om finansiel sikkerhedsstillelse⁽¹⁾. ECB finder derfor, at der er behov for at overveje spørgsmålet yderligere.

12. Mere generelt bemærker ECB, at både ECB og NCB'erne enten i traktaten eller statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank eller, for så vidt angår NCB'erne i ikke-deltagende medlemsstater, i deres statutter, er blevet pålagt konkrete pengepolitiske opgaver, som det kan være vanskeligt at forene med direktivforslagets anvendelse på centralbankaktiviteter, der knytter sig til gennemførelsen af pengepolitik. ECB bemærker, at den særlige stilling, centralbankerne har, allerede er anerkendt i direktiverne om regulering af værdipapirer. Mere konkret skal værdipapirer udstedt af ECB og NCB'erne ikke være omfattet af ovennævnte fremtidige prospektivdirektiv⁽²⁾. Hvis de harmoniserede oplysningsbestemmelser ikke skal finde anvendelse på værdipapirer udstedt af ECB og NCB'erne, når værdipapirerne udbydes til offentligheden, bør bestemmelserne om løbende oplysningsforpligtelser i henhold til direktivforslaget af hensyn til ensartetheden heller ikke finde anvendelse på ECB og NCB'erne. Det udelukker ikke, at NCB'erne i særlige tilfælde måske bliver nødt til at give oplysninger til investorerne, da deres aktier i nogle tilfælde er optaget til omsætning på regulerede markeder. I de tilfælde bør der i hensigtsmæssige nationale love fastsættes bestemmelser om NCB'ernes oplysningspligt under hensyntagen til deres særlige status. I henhold til traktaten skal ECB høres om disse love for at sikre forenelighed med traktaten og statuten. I lyset af ovenstående er ECB af den opfattelse, at direktivforslaget ikke bør finde anvendelse på nogen af ESCB's medlemmer.

⁽¹⁾ EFT L 168 af 27.6.2002, s. 43. Se betragtning 9.

⁽²⁾ Artikel 1, stk. 2, litra a) og b), i fælles holdning (EF) nr. 25/2003.

Halvårsrapporter (artikel 5)

13. ECB bemærker, at udstederne i henhold til artikel 5 i direktivforslaget skal offentliggøre halvårsrapporter, som indeholder regnskaberne i sammendrag og en ajourføring af den seneste ledelsesberetning. ECB kan i princippet tilslutte sig denne artikel, som vil betyde en forbedring og harmonisering af kursdannelsen i EU, og som også tager IAS i betragtning. ECB ser positivt på henvisningen til IAS, da den støtter ECB's statistiske opgaver. IAS er stort set i overensstemmelse med europæiske og internationale statistiske standarder. I denne sammenhæng understreger ECB fordelene ved at sikre størst mulig overensstemmelse mellem europæiske og internationale statistiske standarder og regnskabsstandarder. En sådan harmonisering vil gøre det muligt at anvende den samme datakilde til flere formål, hvilket igen betyder, at statistikkerne bliver mere pålidelige, og rapporteringsbyrden mindskes for udstederne. ECB bemærker dog, at der i henhold til direktivforslaget ikke skal foretages en obligatorisk revisorgennemgang af halvårsrapporterne. I artikel 5, stk. 5, litra c) er det fastsat, at Kommissionen skal vedtage gennemførelsesforanstaltninger, efter komitologiproceduren, for at gøre en sådan revision obligatorisk, »hvis der synes at være et presserende behov for bedre investorbeskyttelse i Fællesskabet«. Da halvårsrapporter allerede i nogle af medlemsstaterne er underlagt obligatorisk revisorgennemgang, går ECB ind for, at revision bliver obligatorisk i hele EU, så man undgår forskelle på nationalt plan, der kunne føre til et ujævnt kvalitetsniveau med hensyn til finansielle og statistiske data samt rapportering af disse.

Kvartalsvise regnskabsoplysninger (artikel 6)

14. ECB bemærker, at udstedere, hvis aktier er optaget til omsætning på regulerede markeder, i henhold til artikel 6 er forpligtet til at offentliggøre kvartalsvise regnskabsoplysninger. Som angivet ovenfor kan ECB generelt tilslutte sig tiltag i retning af et højere oplysningsniveau, både med hensyn til hyppighed og kvalitet, for udstedere af finansielle aktiver. Som det også fremhæves af Kommissionen⁽³⁾, fremlægger mange børsnoterede selskaber allerede kvartårlige regnskaber. ECB kan tilslutte sig den bestemmelse, der foreslås, som vil harmonisere standarderne for denne regnskabsaflæggelse. Dette er i praksis allerede blevet en vigtig reference for investorerne i deres overvågning af selskaberne. Rettidige periodiske oplysninger sikrer, at alle deltagere i de finansielle markeder har adgang til relevant finansiel information, og bidrager herved til en effektiv kursdannelse for finansielle aktiver. Den kvartårlige regnskabsaflæggelse bør dog kun omfatte de oplysninger, der menes at være af størst betydning for investorerne, så byrden på udstederne begrænses til et minimum.

⁽³⁾ Begrundelsen, s. 15.

Overensstemmelse med tilsynsmæssige rapporteringskrav

15. ECB bemærker, at udstedere af værdipapirer, navnlig regulerede enheder, ikke kun vil være omfattet af bestemmelserne om oplysninger i direktivforslaget, men også skal opfylde rapporteringskravene i andre EU-direktiver. For eksempel skal børsnoterede kreditinstitutter iagttage oplysningskravene i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut ⁽¹⁾, og både kreditinstitutter og investeringsselskaber bliver omfattet af de oplysningsbestemmelser, som vil indgå i kapitalkravsdirektivets søjle III ⁽²⁾ efter ændringen af dette. For at sikre, at den samlede rapporteringsbyrde på børsnoterede finansielle institutioner ikke er for stor, kunne Kommissionen eventuelt undersøge, om der kan opnås en større overensstemmelse mellem EU-rapporteringskrav med forskellige formål. For eksempel skal det i henhold til artikel 9, stk. 1, i direktivforslaget anmeldes til udstederen, hvis en værdipapirindehaver som følge af erhvervelse eller afhændelse besidder mindst 5 % af stemmerettighederne eller kapitalen. I henhold til artikel 1, stk. 10, og artikel 16, stk. 1, i direktiv 2000/12/EF skal tilsynsmyndighederne underrettes om en hensigt om at komme i besiddelse af større andele, således at andelen af stemmerettigheder eller kapitalen når op på eller overstiger 10 %. På samme måde kunne Kommissionen eventuelt også overveje, om der bør tilstræbes en større ensartethed mellem direktivforslagets oplysningskrav til børsnoterede selskaber og de krav til finansielle institutioner, som er under udarbejdelse i forbindelse med revisionen af kapitalkravsdirektivet.

Bestemmelserne om kompetente myndigheder (artikel 20 og 21)

16. ECB har to kommentarer vedrørende bestemmelserne om kompetente myndigheder. For det første skal medlemsstaterne i henhold til artikel 20, stk. 1, udpege én kompetent administrativ myndighed. Medlemsstaterne kan i henhold til artikel 20, stk. 2, tillade denne kompetente myndighed at delegerede opgaver til andre enheder, fx operatører af regulerede markeder. Enhver delegering af opgaver er underlagt visse betingelser. Især kræves det, at de pågældende enheder er organiseret med henblik på at undgå eventuelle interessekonflikter. Som ECB gav udtryk for i sin udtalelse om forslaget til direktivet om prospekter ⁽³⁾, er ECB af den opfattelse, at effektive foranstaltninger mod eventuelle interessekonflikter vil få større betydning, efterhånden som stadig flere fondsbørser bliver omdannet til

gevinstsøgende enheder, samtidig med at disse fondsbørser stadig har ansvar for optagelse til notering og andre »offentlige funktioner«. Det er derfor nødvendigt at finde hensigtsmæssige metoder til regulering, som kan håndtere og løse potentielle interessekonflikter, der skyldes, at fondsbørserne ændrer natur. ECB ville derfor støtte en præcisering fra Kommissionens side af de foranstaltninger, som kan mindske risikoen for, at der opstår sådanne konflikter. Endvidere kunne der tages yderligere forholdsregler mod interessekonflikter ved at kræve, ikke kun at enhederne er organiseret med henblik på at undgå eventuelle interessekonflikter, men også at de indfører mekanismer, som gør det muligt at håndtere sådanne konflikter, hvis de skulle opstå.

17. Det er desuden ECB's opfattelse, at direktivforslaget kunne åbne mulighed for et bredere samarbejde mellem de relevante myndigheder. Det omtaler udelukkende et samarbejde mellem de »kompetente myndigheder« i hjemlandet og i værtslandet, som er ansvarlige for kontrollen med, at direktivforslagets krav overholdes. Imidlertid kan et samarbejde også være berettiget med de nationale myndigheder, som har ansvaret for at føre forsigtighedstilsyn og tilsyn med god forretningsskik med regulerede enheder, fx kreditinstitutter og investeringsselskaber, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på regulerede markeder. Dette ville især være hensigtsmæssigt i betragtning af, at nogle oplysninger om børsnoterede finansielle institutioner både skal offentliggøres og forelægges de relevante tilsynsmyndigheder. Kommissionen kunne derfor overveje at medtage en bestemmelse, der giver mulighed for et tæt samarbejde mellem tilsynsmyndigheder som omhandlet i direktivforslaget og myndigheder, der fører forsigtighedstilsyn og tilsyn med god forretningsskik, forudsat at dette er foreneligt med tavshedspligten.

Behovet for at henviser til europæiske statistiske standarder

18. ECB ville, hvad angår artikel 9 om anmeldelse af erhvervelse eller afhændelse af betydelige beholdninger, bifalde, hvis det blev fastsat i direktivforslaget, at oplysninger om erhvervelse eller afhændelse af betydelige beholdninger skulle tilvejebringes i overensstemmelse med de europæiske statistiske standarder, som er fastlagt i ENS 95 ⁽⁴⁾. Dette ville øge oplysningernes gennemsigtighed og kvalitet, da de ville være baseret på harmoniserede definitioner og

⁽¹⁾ EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1. Senest ændret ved direktiv 2002/87/EF (EUT L 35 af 11.2.2003, s. 1).

⁽²⁾ Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (EFT L 141 af 11.6.1993, s. 1). Senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF (EUT L 35 af 11.2.2003, s. 1).

⁽³⁾ CON/2001/36.

⁽⁴⁾ Indeholdt i bilag A til Rådets forordning (EF) nr. 2223/96 af 25. juni 1996 om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab (EFT L 310 af 30.11.1996, s. 1). Senest ændret ved forordning (EF) nr. 1267/2003 (EUT L 180 af 18.7.2003, s. 1).

begreber. Endvidere ville en separat indsamling af disse data af ECB og NCB'erne i de deltagende medlemsstater inden for rammerne af ECB's statistiske rapporteringskrav herved blive overflødig.

19. På samme måde ville ECB bifalde oprettelsen af et fælles elektronisk netværk eller en platform af elektroniske netværk på tværs af medlemsstaterne med henblik på at lette offentlighedens adgang til oplysninger, som skal offentliggøres i henhold til det fremtidige prospektdirektiv og direktivforslaget, som omhandlet i artikel 18. ECB vil dog opfordre til, at oplysninger (om sektorklassifikation af udsteder og instrumentklassifikation af de udstedte værdipapirer), som ellers skulle indsamles af ECB og NCB'erne i

de deltagende medlemsstater som ekstra oplysninger inden for rammerne af ECB's statistiske rapporteringskrav, medtages.

20. Denne udtalelse offentliggøres i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 30. september 2003.

Willem F. DUISENBERG

Formand for ECB
