

# EUROPEISKA CENTRALBANKEN

## EUROPEISKA CENTRALBANKENS YTTRANDE

av den 30 september 2003

**på begäran av Europeiska unionens råd över ett förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om harmonisering av insynskraven med avseende på upplysningar om emittenter vars värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (KOM(2003) 138 slutlig)**

(CON/2003/21)

(2003/C 242/06)

### Inledning

1. Den 28 april 2003 mottog Europeiska centralbanken (ECB) en framställan från Europeiska unionens råd om ett yttrande över ett förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om harmonisering av insynskraven med avseende på upplysningar om emittenter vars värdepapper tas upp till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (nedan kallat det föreslagna direktivet).
2. ECB:s behörighet att avge yttrande grundas på artikel 105.4 första strecksatsen i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen, eftersom direktivförslaget är av stor betydelse när det gäller att säkerställa finansmarknadernas integritet inom gemenskapen och att öka allmänhetens förtroende och den finansiella stabiliteten. I enlighet med artikel 17.5 första meningen i ECB:s arbetsordning har detta yttrande antagits av ECB-rådet.
3. Det föreslagna direktivet syftar främst till att förbättra skyddet för investerarna och att öka effektiviteten på marknaden genom att öka den insyn som ges i form av information från emittenter av aktier och skuldebrev som handlas på europeiska reglerade marknader. Det föreslagna direktivet skall närmare bestämt förbättra den årliga finansiella rapporteringen från emittenterna, särskilt därigenom att gemensamma tidsfrister införs för årsrapporter. De aktuella reglerna om halvårsrapporter ses över, varvid internationella redovisningsstandarder skall beaktas, och kravet på halvårsrapporter utsträcks till att även omfatta värdepappersemittenter. Nya krav på kvartalsrapporter införs, de gällande reglerna för rapportering av större ändringar av innehav i företag som emitterar värdepapper förbättras och gemenskapens aktuella regler om information från emittenter moderniserar.
4. ECB välkomnar och stöder i huvudsak det föreslagna direktivet, eftersom det ger verksamma medel för att förbättra effektiviteten på de europeiska finansmarknaderna, ökar integrationen och stärker den finansiella stabiliteten. Dessutom stärks ekonomins tillväxtpotential av utvecklade effektiva och konkurrenskraftiga finansiella marknader i Europa. ECB noterar att det föreslagna direktivet utgör en väsentlig del av det omfattande projekt för att modernisera lagstiftningen för värdepappersmarknaderna i Europa som avsågs i handlingsplanen för finansiella tjänster<sup>(1)</sup>. Förordningen om tillämpning av internationella redovisningsstandarder<sup>(2)</sup>, direktivet om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan<sup>(3)</sup> och det kommande direktivet om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel<sup>(4)</sup> utgör grunden för genomgripande förbättringar av effektiviteten totalt sett på de europeiska finansmarknaderna. Det föreslagna direktivet kompletterar det ovan nämnda projektet eftersom reglerna för finansiella rapporter och information till aktieägarna moderniserar.
5. Införandet av harmoniserade och utökade krav på information kommer att få positiva effekter för den europeiska ekonomin eftersom marknadseffektiviteten kommer att öka, finansmarknadernas integration i Europa kommer att främjas och den finansiella stabiliteten inom euroområdet kommer att förbättras. Marknaden kommer att fungera mer effektivt eftersom rättidig, komplett och korrekt information från emittenterna bidrar till en bättre prisbildning. Detta minskar i sin tur dolda avvikelser i och med att

<sup>(1)</sup> Planen godkändes av stats- och regeringscheferna vid Europeiska rådets möte i Lissabon i mars 2000.

<sup>(2)</sup> Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (EGT L 243, 11.9.2002, s. 1).

<sup>(3)</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (EUT L 96, 12.4.2003, s. 16).

<sup>(4)</sup> Gemensam ståndpunkt (EG) nr 25/2003 av den 24 mars 2003, antagen av rådet i enlighet med det i artikel 251 i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen angivna förfarandet, inför antagandet av Europaparlamentets och rådets direktiv om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (EUT C 125 E, 27.5.2003, s. 21).

### Allmän beskrivning

4. ECB välkomnar och stöder i huvudsak det föreslagna direktivet, eftersom det ger verksamma medel för att för-

marknaderna, emittenterna och investerarna får möjlighet att jämföra liknande investeringstillfällen i Europa, varigenom konkurrensen ökar och osäkerheten minskar. Ett enhetligt regelverk inom Europeiska unionen (EU) för finansiell rapportering, som tillämpas korrekt och likformigt, kommer också att öka investerarnas tilltro till det europeiska finansiella systemets integritet och leda till investeringar i ett bredare spektrum av europeiska företag. Detta kommer att ge en bättre allokering av resurser till de företag som bäst kan använda dem.

6. Därutöver kan strängare krav på information förväntas sänka företagets kapitalkostnader. I det avseendet är förslagen om ökade krav på delårsrapporter och regelbundet återkommande tillförlitlig finansiell information av stor betydelse. Ökad information minskar osäkerheten i samband med företagets aktuella och kommande transaktioner. Detta kommer att öka investerarnas förtroende för företagets resultatrapporter, vilket bör minska företagets kapitalkostnader. Att koppla tillgången på kapital till graden av information grundas på uppfattningar inom agency theory. På områden med asymmetrisk information mellan företagsledning, innehavare av aktier och skuldebrevsinnehavare hjälper utökad information till att minska ogynnsamma urval och problem med moral hazard, vilket resulterar i lägre kapitalkostnader. Dessutom är informationskrav till fördel för emittenter eftersom det har en disciplinerande effekt på företagsledarna.

7. Det föreslagna direktivet kommer också att främja integrationen av europeiska finansmarknader och därigenom göra det möjligt att utnyttja eurons alla potentiella fördelar. Harmoniseringen av informationskraven inom EU kommer att uppmuntra till större marknadsaktivitet över gränserna, särskilt vad gäller värdepapper emitterade av företag. Investerare som söker tillförlitlig vägledning för sina beslut kommer att skyddas av harmoniserade förfaranden i fråga om insyn, överensstämmelse och jämförbarhet när det gäller börsnoterade företags bokslut.

8. ECB förväntar sig även att det föreslagna direktivet kommer att ha gynnsamma effekter på den finansiella stabiliteten. För det första kommer investerare, i och med att priserna på värdepapper bättre kommer att avspegla vinstutsikterna och de risker emittenterna tar, att ha bättre möjligheter att följa upp emittenter och att vidta nödvändiga ändringar om det skulle uppstå finansiell obalans. På så sätt minskar riskerna för att den finansiella stabiliteten skall undergrävas. För det andra kommer sen upptäckt av allvarliga felallokeringar av kapital att bli mindre vanliga i

och med att rättidig, korrekt och överensstämmande information blir tillgänglig för investerarna. Därigenom minskas behovet av kraftiga priskorrigeringar. Det kan inte uteslutas att mer frekvent och detaljerad finansiell information kommer att på kort sikt medföra mera prisfluktuationer. På medellång sikt däremot bör prisfluktuationer med kraftiga förväntningskorrigeringar bli mindre uttalade. Totalt sett bör det ha en positiv inverkan på volatiliteten på marknaden. För det tredje kommer den förväntade förbättringen av effektiviteten på marknaden också att öka likviditeten på marknaden, vilket gör det möjligt för marknaderna att absorbera störningar på ett bättre sätt. Slutligen kommer den ökade diversifieringen över gränserna i investerarnas portföljer att bidra till att minska överrepresentationen av inhemskt orienterade investeringsbeslut. Detta kommer i sin tur att förbättra det europeiska finansiella systemets motståndskraft mot systemstörningar från enskilda finansiella marknader.

9. Såsom framgår nedan anser ECB dock att vissa punkter behöver diskuteras ytterligare. Detta gäller främst hur vissa av stadgandena i förslaget till direktiv skall tillämpas på ECB och de nationella centralbankerna, regler om halvårsrapporter, samordning med tillsynsmyndigheternas rapporteringskrav, regler som rör berörda myndigheter och behovet att hänvisa till europeiska standarder.

#### **Hur förslaget till direktiv skall tillämpas på ECB och de nationella centralbankerna**

10. ECB noterar att artikel 8 i förslaget till direktiv undantar ECB och de nationella centralbankerna, i egenskap av offentliga myndigheter som emitterar värdepapper, från reglerna om offentliggörandet av regelbundet återkommande information (artiklarna 4–6) men inte från andra regler som rör offentliggörande. Detta innebär att förslaget inte tar hänsyn till ECB:s speciella uppgifter, särskilt dess uppgifter vad gäller euroområdet penningpolitik. Om förslaget till direktiv skulle tillämpas på ECB skulle detta kunna försvåra ECB:s arbete. I själva verket kan genomförandet av den gemensamma penningpolitiken i vissa fall vara beroende av emissioner av skuldebrev som ett instrument för monetär kontroll, som kan göras i syfte att reglera strukturella likviditetspositioner i Eurosystemet visavi banksystemet för att skapa (eller öka) ett likviditetsunderskott i banksystemet. I "Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden" <sup>(1)</sup> framgår också att den är behörig att ge ut skuldebrev. Eftersom skuldebrev som emitteras som instrument för monetär kontroll är av ett särskilt slag, anser ECB att detta

<sup>(1)</sup> Bilaga I till riktlinje ECB/2000/7 av den 31 augusti 2000 om Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden (EGT L 310, 11.12.2000, s. 1), ändrad genom riktlinje ECB/2002/2 (EGT L 185, 15.7.2002, s. 1).

rättfärdigar att vissa av reglerna i förslaget till direktiv inte tillämpas på ECB.

11. Om vissa av reglerna i förslaget till direktiv tillämpas på ECB och de nationella centralbankerna kan detta även få negativa följder för deras förmåga att fullgöra specifika penningpolitiska uppgifter. Ett exempel på detta är artiklarna 9–12, enligt vilka de nationella centralbankerna är skyldiga att informera om större innehav. I detta sammanhang noterar ECB att sådana regler kan medföra att centralbanker får informationsplikt avseende värdepapper som de erhållit som säkerhet inom ramen för sin penningpolitik, något som skulle försvåra centralbankernas arbete och begränsa deras manöverutrymme. Om dessa regler om information tillämpas även på värdepapper som erhållits som säkerhet skulle detta även kunna påverka den europeiska repomarknaden negativt och skulle kunna stå i motsatsförhållande till målet att förenkla användningen av finansiella säkerheter genom minskade administrativa krav, såsom framgår av Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/47/EG av den 6 juni 2002 om ställande av finansiell säkerhet<sup>(1)</sup>. ECB anser därför att frågan behöver diskuteras ytterligare.

12. ECB noterar även att både ECB själv och de nationella centralbankerna, antingen genom fördraget eller stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken, och vad gäller icke-deltagande nationella centralbanker genom sina respektive stadgar, getts specifika penningpolitiska uppgifter som kan vara svåra att förena med tillämpningen av förslaget till direktiv på centralbanksaktiviteter som rör genomförandet av penningpolitiken. ECB noterar att centralbankernas särdrag redan har beaktats i direktiven om värdepappersreglering. Detta innebär att värdepapper som ges ut av ECB och de nationella centralbankerna skall vara undantagna från det ovan nämnda, s.k. prospektdirektivet när detta träder i kraft<sup>(2)</sup>. Om de värdepapper som ECB och de nationella centralbankerna emitterar till allmänheten är undantagna från tillämpningen av de harmoniserade reglerna om offentliggörande bör de, i överensstämmelse härmed, inte heller omfattas av reglerna om informationsplikt i det nu aktuella direktivförslaget. Trots detta kan det i specifika fall finnas skäl för de nationella centralbankerna att lämna information till investerarna, eftersom deras aktier i vissa fall får handlas på reglerade marknader. I sådana fall bör de nationella centralbankernas informationsplikt styras av nationella lagar som tar hänsyn till deras speciella ställning. I enlighet med fördraget måste ECB konsulteras om sådana lagar, för att bedöma huruvida de står i överensstämmelse med fördraget och stadgan. Mot bakgrund av detta anser ECB att förslaget till direktiv inte bör tillämpas på medlemmarna i Europeiska centralbankssystemet.

<sup>(1)</sup> EGT L 168, 27.6.2002, s. 43. Se skäl 9.

<sup>(2)</sup> Artikel 1.2 a och b i den gemensamma ståndpunkten (EG) nr 25/2003.

### **Halvårsrapporter (artikel 5)**

13. ECB noterar att emittenter i enlighet med artikel 5 måste offentliggöra halvårsrapporter och att dessa skall innefatta en kortfattad sammanställning av räkenskaperna och en uppdatering av den senaste förvaltningsberättelsen. ECB välkomnar i princip denna artikel, som kommer att förbättra och harmonisera prisbildningen inom hela EU, och som beaktar internationella redovisningsstandarder. Hänvisningen till internationella redovisningsstandarder välkomnas eftersom den stöder ECB:s uppgifter på statistikområdet. Dessa standarder överensstämmer i huvudsak med europeiska och internationella statistikstandarder. ECB vill i det sammanhanget betona värdet av att säkerställa att europeiska och internationella statistik- och redovisningsstandarder är så överensstämmande som möjligt. Harmoniseringen gör det möjligt att använda samma uppgiftskälla för flera ändamål. Därigenom kommer statistiken att bli tillförlitligare och emittenternas rapporteringsbördor kommer att minska. ECB noterar dock att det enligt det föreslagna direktivet inte finns någon skyldighet att låta revisorer granska halvårsrapporterna. Kommissionen skall enligt artikel 5.5 c vidta genomförandeåtgärder, enligt kommittéförfarandet, för att göra sådan granskning obligatorisk "i det fall det finns ett brådskande behov av att öka investerarskyddet i gemenskapen". Eftersom halvårsrapporter i vissa medlemsstater redan måste granskas av revisorer, skulle ECB föredra obligatorisk revisorsgranskning inom hela EU för att undvika nationella skillnader, som skulle kunna leda till ojämn kvalitet på såväl finans- som statistikuppgifterna och det sätt på vilka dessa rapporteras.

### **Kvartalsrapporter (artikel 6)**

14. ECB noterar att artikel 6 ålägger emittenter vars aktier upptas till handel på en reglerad marknad att kvartalsvis offentliggöra finansiella uppgifter. Som anförts ovan stöder ECB rent allmänt en utveckling mot högre krav på emittenter av finansiella tillgångar, både vad gäller frekvens och kvalitet. Såsom kommissionen angett<sup>(3)</sup> offentliggör redan flera börsnoterade europeiska företag kvartalsrapporter. ECB välkomnar de föreslagna reglerna som kommer att harmonisera formerna för sådana rapporter. Detta har redan blivit viktig information för investerare som följer företagen. Rättidigt offentliggörande av återkommande information säkerställer att alla aktörer på finansmarknaderna får tillgång till viktig finansiell information och underlättar därigenom en effektiv prisbildning på finansiella tillgångar. Kvartalsrapporterna bör emellertid endast innehålla sådan information som anses särskilt viktig för investerare så att uppgiftsbördan minskas till ett minimum för emittenterna.

<sup>(3)</sup> Motiveringen, s. 14.

### **Samordning med tillsynsmyndigheternas rapporteringskrav**

15. ECB noterar att värdepappersemitter, särskilt reglerade enheter, kommer att omfattas inte enbart av skyldigheten att lämna uppgifter enligt det föreslagna direktivet utan också enligt andra EU-direktiv. Börsnoterade kreditinstitut måste exempelvis följa informationsreglerna i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut<sup>(1)</sup>, och både kreditinstitut och värdepappersföretag blir tvungna att följa de informationsregler som kommer att tas in i tredje pelaren av direktivet om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut<sup>(2)</sup> när detta omarbetats. För att säkerställa att de börsnoterade institutens totala uppgiftsbyrå inte blir orimlig skulle kommissionen eventuellt kunna överväga att undersöka om det är möjligt att åstadkomma större samordning av EU:s olika informationskrav. Exempelvis måste enligt artikel 9.1 i det föreslagna direktivet en emittent underrättas om en värdepappersinnehavare till följd av förvärv eller avyttring innehar minst 5 % av rösttalet eller kapitalet. Enligt artiklarna 1.10 och 16.1 i direktiv 2000/12/EG skall de behöriga myndigheterna underrättas om det föreligger en avsikt att förvärva ett större innehav, så att andelen av rösttalet eller kapitalet uppgår till 10 % eller mer. Likaledes skulle kommissionen eventuellt kunna överväga om det finns anledning att eftersträva ytterligare överensstämmelse mellan informationskraven för börsbolag i det föreslagna direktivet och de informationskrav för finansinstitut som för närvarande utarbetas i samband med omarbetningen av kapitalkravsdirektivet.

### **Reglerna om behöriga myndigheter (artiklarna 20 och 21)**

16. ECB har, när det gäller reglerna om behöriga myndigheter, två synpunkter. För det första skall medlemsstaterna enligt artikel 20.1 utse en enda behörig administrativ myndighet. Enligt artikel 20.2 får medlemsstaterna tillåta att den behöriga myndigheten delegerar uppgifter till andra instanser, exempelvis till enheter som driver reglerade marknader. Särskilda villkor gäller för delegation av uppgifter. Bland annat skall instanserna i fråga vara organiserade så att möjliga intressekonflikter undviks. I likhet med vad som framfördes i ECB:s yttrande över prospektivdirektivet<sup>(3)</sup> anser ECB att det blir allt viktigare med effektiva åtgärder

<sup>(1)</sup> EGT L 126, 26.5.2000, s. 1, senast ändrat genom direktiv 2002/87/EG (EUT L 35, 11.2.2003, s. 1).

<sup>(2)</sup> Rådets direktiv 93/6/EEG av den 15 mars 1993 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut, EGT L 141, 11.6.1993, s. 1, senast ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/87/EG (EUT L 35, 11.2.2003, s. 1).

<sup>(3)</sup> CON/2001/36.

för att förhindra intressekonflikter i och med att fler och fler börser övergår till att bli vinstdrivande enheter, samtidigt som de fortfarande behåller börsintroduktioner och andra "offentliga funktioner". Det finns därför behov av att finna lämpliga regler för att ta itu med och lösa intressekonflikter som kan uppstå på grund av börsernas förändrade ställning. ECB skulle därför välkomna om kommissionen kunde förtydliga vilka åtgärder som skulle kunna minska risken för sådana konflikter. Ytterligare säkerhetsåtgärder med avseende på sådana konflikter skulle dessutom kunna vara att kräva, inte enbart att dessa enheter organiseras på ett sådant sätt att möjliga intressekonflikter undviks, utan även att det införs metoder för att hantera de konflikter som kan uppstå.

17. Enligt ECB:s uppfattning skulle dessutom området för samarbete mellan berörda myndigheter i det föreslagna direktivet kunna utvidgas. I direktivet anges endast samarbete mellan de behöriga myndigheter i hem- och värdmedlemsstaten som skall se till att kraven följs. Det skulle emellertid kunna vara motiverat med samarbete även med de nationella myndigheter och andra instanser som utövar offentlig respektive annan tillsyn av verksamheten i reglerade enheter, såsom kreditinstitut och värdepappersföretag vars värdepapper handlas på reglerade marknader. Detta skulle vara särskilt lämpligt med tanke på att viss information rörande börsnoterade finansinstitut måste ges både till allmänheten och till den berörda tillsynsmyndigheten. Kommissionen skulle därför kunna överväga att ta in en bestämmelse om nära samarbete mellan de tillsynsmyndigheter som avses i det föreslagna direktivet samt de myndigheter och andra instanser som utövar offentlig respektive annan tillsyn, förutsatt att detta är förenligt med sekretessreglerna.

### **Behovet av att hänvisa till en europeisk statistikstandard**

18. ECB skulle välkomna om det i det föreslagna direktivet föreskrevs att uppgifter i underrättelser om förvärv eller avyttring av större innehav enligt artikel 9 skall följa europeisk statistikstandard enligt ENS 95<sup>(4)</sup>. Detta skulle öka insynen och uppgifternas kvalitet eftersom de skulle grundas på harmoniserade definitioner och koncept. Dessutom skulle den särskilda insamlingen av dessa uppgifter genom

<sup>(4)</sup> Återfinns i bilaga A till rådets förordning (EG) nr 2223/96 av den 25 juni 1996 om det europeiska national- och regionalräkenskaps-systemet i gemenskapen (EGT L 310, 30.11.1996, s. 1), senast ändrad genom förordning (EG) nr 1267/2003 (EUT L 180, 18.7.2003, s. 1).

- ECB och de nationella centralbankerna inom ramen för ECB:s statistikinsamling bli överflödiga.
19. ECB skulle även välkomna inrättandet av ett gemensamt elektroniskt nät, eller plattform av elektroniska nät, mellan medlemsstaterna för att allmänheten lättare skall få tillgång till sådan information som skall lämnas enligt det kommande prospektdirektivet och det föreslagna direktivet, såsom föreslås i artikel 18. ECB skulle emellertid vilja rekommendera att uppgifter om sektorsklassificering av emittenter och klassificering efter instrument av emitterade värdepapper inkluderas. Dessa uppgifter måste annars samlas in separat av ECB och de nationella centralbankerna i de deltagande medlemsstaterna inom ramen för ECB:s statistikinsamling.
20. Detta yttrande skall offentliggöras i *Europeiska unionens officiella tidning*.

Utfärdat i Frankfurt am Main den 30 september 2003.

Willem F. DUISENBERG

*ECB:s ordförande*

---