

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS UDTALELSE

af 16. november 2001

efter anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning (KOM(2001) 280 endelig)

(CON/2001/36)

(2001/C 344/05)

1. Den Europæiske Centralbank (ECB) modtog den 5. juli 2001 en anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om en udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning (KOM(2001) 280 endelig) (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 (i det følgende benævnt »traktaten«), da direktivforslaget udgør et væsentligt instrument til sikring af integriteten af finansmarkederne inden for Fællesskabet og til styrkelse af investorernes tillid til disse markeder og indeholder bestemmelser, som angår ECB's udstedelse af værdipapirer. ECB skal videre bemærke, at det i artikel 105, stk. 1, i traktaten og artikel 2 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank udtales, at ESCB støtter de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet. 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 indførelse af et EU-pas for emittenter, der udbyder værdipapirer inden for hele Den Europæiske Union. Det giver mulighed for at udbyde værdipapirer eller optage værdipapirer til omsætning alene på grundlag af anmeldelse af det prospekt, som er godkendt af hjemlandets kompetente myndighed. Som middel til at opnå dette formål indfører direktivforslaget den nødvendige harmonisering af de regler, som gælder for udbydelse til offentligheden og for de oplysninger, der er indeholdt i prospektet, og sikrer dermed en ensartet beskyttelse af investorerne på fællesskabsplan. De oplysningskrav, som indføres med direktivforslaget, er i tråd med internationale standarder for værdipapirers udbydelse til offentligheden og deres optagelse til omsætning.
4. ECB ser generelt positivt på direktivforslaget og kan støtte dets formål, da man betragter forslaget som et effektivt middel til fremme af integrationen af de europæiske finansmarkeder. Eurosystemet har en betydelig interesse i udviklingen af finansmarkederne. Til opfyldelse af Eurosystemets hovedformål om fastholdelse af prisstabilitet er det nødvendigt, at pengepolitiske påvirkninger let kan slå igennem over hele euroområdet i kraft af integrerede og effektive finansmarkeder. Sammen med det usikrede pengemarked og banksektoren spiller værdipapirmarkederne en vigtig rolle i denne sammenhæng. Det er ikke ualmindeligt, at der forekommer en vis segmentering af finansmarkederne inden for centralbankernes kompetenceområde. Barrierer for integration af værdipapirmarkederne inden for euroområdet kan imidlertid være en bremse for eller forvride den måde, hvorpå pengepolitiske påvirkninger slår igennem på økonomien. Traktaten fastslår desuden, at uden at målsætningen om prisstabilitet berøres, skal Eurosystemet bidrage til gennemførelsen af Fællesskabets mål. Et af Fællesskabets vigtigste mål er at opnå en afbalanceret og bæredygtig udvikling gennem oprettelse af et fælles marked. I denne sammenhæng har indførelsen af en fælles valuta vist sig som en stærk faktor, som bidrager til lettere adgang til låntagning og investeringsmuligheder. Som resultat af reduktion af finansieringsomkostningerne og øget effektivitet i allokeringen af finansielle ressourcer i hele euroområdet, vil emittenter få bedre muligheder for at fremskaffe kapital overalt i EU. Eurosystemet har derfor en interesse i, at barrierer for integration af værdipapirmarkederne ikke kommer til at modvirke de fulde fordele af ØMU'en.
5. Som hovedregel vil effektive og integrerede værdipapirmarkeder fremme økonomisk vækst og begrænse omkostningerne ved at fremskaffe kapital i EU. Derudover vil de europæiske værdipapirmarkeder blive mere likvide, og dermed tiltrække flere investeringer og også flere emittenter fra tredjelande. Med indførelsen af et EU-pas for emittenter vil direktivforslaget udvide markedsadgang med hensyn til kapitalfremskaffelse i EU og fjerne bestående barrierer for grænseoverskridende udbud af værdipapirer. Som følge af den nye sprogordning for multinationale udbud og optagelse til omsætning vil de store omkostninger til oversættelse blive betydeligt reduceret. De administrative byrder vil blive forenklede, da værtsmedlemsstaten ikke længere vil have mulighed for at kræve overholdelse af supplerende nationale regler. Som følge heraf vil kapitalfremskaffelse blive enklere og billigere for virksomheder af alle størrelser. Indførelse af harmoniserede og udvidede oplysningskrav i tråd med de internationale standarder for værdipapirers udbydelse til offentligheden og

deres optagelse til omsætning må antages at styrke investorerens tillid, specielt når det gælder investering på EU-plan. Høje oplysningskrav må imidlertid afvejes over for behovet for effektivitet i emissionsforløbet, således at omkostningerne står i forhold til den emitterende virksomheds størrelse og arten af de udbudte værdipapirer. Standardiserede oplysninger, som er let tilgængelige og jævnlige ajourføres, vil forbedre og udvide investorernes beslutningsgrundlag. Direktivforslagets positive virkninger for både emittenter og investorer vil øge finansmarkedernes evne til at opfylde deres funktion med effektiv kapitalallokering, i takt med at de bliver mere likvide og effektive. Det er endvidere ECB's opfattelse, at skærpelse af oplysningskrav til emittenter vil få en positiv virkning på investorernes valg af nye investeringsprojekter samt reducere problemet med asymmetrisk viden, hvilket i sig selv vil gøre markederne mere likvide. ECB skal endvidere bemærke, at de fordele, som er nævnt ovenfor, i princippet vil være resultatet af enhver udvidelse af virksomhedsoplysningerne. ECB skal i forbindelse hermed anføre, at Det Europæiske Råd på mødet i Lissabon opfordrede til, at der blev taget skridt til at hæve kvaliteten og sammenligneligheden af virksomhedsoplysningerne fra børsnoterede selskaber, og at Kommissionen allerede havde iværksat en række nye initiativer med det formål at indføre et nyt EU system for oplysningskrav.

6. ECB ser med tilfredshed på forslaget om at indføre en harmoniseret definition på udbydelse til offentligheden, som vil forhindre forskellige fortolkninger af fællesskabsregler og sikre samme grad af investorbeskyttelse i hele EU. ECB skal anføre, at artikel 3, stk. 2, i direktivforslaget definerer udbydelser, hvor forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt ikke finder anvendelse, som udbydelser til kvalificerede investorer for egen regning, eller til en begrænset kreds af personer, eller udbydelse af værdipapirer, der kun kan erhverves for en modydelse på mindst 150 000 EUR pr. investor. ECB skal i denne forbindelse udtrykke sin tilfredshed med, at præcisering og tilpasning af undtagelserne foretages efter komitologiproceduren for at sikre den nødvendige fleksibilitet. ECB skal endvidere bemærke, at definitionen på kvalificeret investorer også bør omfatte ECB og medlemsstaternes centralbanker.

7. ECB ser positivt på anvendelsen af komitologiproceduren i direktivforslaget, således som det blev anbefalet af Vismandskomitéen. Efter godkendelse i kraft af resolutionen fra Det Europæiske Råds møde i Stockholm i marts 2001 er det formålet med den nye tilgang at gøre Den Europæiske Unions værdipapirregulering mere effektiv og gennemsigtig, og dermed mulighed for en hensigtsmæssig og rettidig indsats over for dynamiske udviklinger i markedet. ECB har principielt den opfattelse, at anvendelse af komitologiproceduren ved lovgivning på værdipapirområdet bør tage hensyn til den rådgivende rolle, som traktaten tildeler ECB, og give mulighed for at inddrage ECB's synspunkter i lovgivningsprocessen. Mere konkret i forhold til direktivforslaget bemærker ECB, at af hensyn til klarhed for så vidt angår anvendelse af komito-

logiproceduren kunne det være ønskeligt, enten i artikel 22, stk. 2, at gentage alle de artikler, som er omfattet af komitologiproceduren, eller dog at samle alle gennemførelsesbestemmelser efter komitologiproceduren i én artikel.

8. ECB bemærker, at artikel 6, stk. 2, i direktivforslaget henviser til det arbejde, som er udført i den internationale børstilsynsorganisation, the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), med udtalelsen om at reglerne vedrørende de oplysninger, der skal indgå i prospektet, og som Kommissionen vedtager efter komitologiproceduren, skal være i overensstemmelse med de oplysningskrav, som fastsættes af IOSCO, hvor det er muligt og hensigtsmæssigt. ECB kan tilslutte sig formålet om at bringe den europæiske værdipapirlovgivning i overensstemmelse med IOSCO's standarder. Vedtagelse af internationalt anerkendte principper, som f.eks. de af IOSCO vedtagne, ville føre til en tilnærmelse af internationale finansielle systemer mod et mere harmoniseret oplysnings-system for værdipapirer. ECB bemærker videre, at det i følge artikel 18, stk. 1, i direktivforslaget er en nødvendig betingelse for en medlemsstats godkendelse af et prospekt, der er udarbejdet med henblik på udbydelse eller optagelse til omsætning i et tredjeland, at det er i overensstemmelse med IOSCO-oplysningsstandarderne.

9. ECB finder desuden, at der kunne opnås større klarhed vedrørende direktivforslagets anvendelsesområde, hvis der var henvisning til bestående internationale og europæiske standarder, såsom ENS95. Det gælder især definitionen af begrebet »værdipapirer« og identificeringen af den »sektor«, som emittenten tilhører. Uanset at artikel 2 i direktivforslaget indeholder en definition af begrebet »værdipapirer«, er der behov for at arbejde videre med henblik på at finde en fælles definition af værdipapirer, som omfatter gældsbeviser og ejerandelsbeviser. Et udgangspunkt herfor kunne være definitionerne i ENS95. Endelig bemærker ECB, at direktivforslaget skal finde anvendelse på udbydere, bortset fra bl.a. medlemsstaterne og visse internationale organisationer. En nærmere præcision for så vidt angår, hvilke økonomiske enheder der falder inden for direktivforslaget, og modsætningsvis, udenfor, ville være ønskelig. Også her kunne definitionerne i ENS95 være et godt grundlag.

10. ECB finder det positivt, at værdipapirer udstedt af ECB falder uden for direktivforslagets anvendelsesområde. I denne forbindelse skal ECB understrege, at undtagelsen er afgørende for, at den fælles pengepolitik i Eurosystemet kan føres uden bindinger. Den fælles pengepolitik hviler på en række forskellige instrumenter, f.eks. ECB gældsbeviser, som kan udstedes med henblik på at justere Eurosystemets strukturelle nettostilling over for den finansielle sektor og dermed skabe (eller forøge) et likviditetsunderskud i markedet, i overensstemmelse med afsnit 3.3 i dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instru-

- menter og procedurer, november 2000 (bilag 1 til retningslinje ECB/2000/7 af 31. august 2000 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer)⁽¹⁾. Da ECB's besluttende organer er enekompetente med hensyn til udformning og gennemførelse af Eurosystemets pengepolitik, således som det er fastlagt i traktaten, bør anvendelsen af de nødvendige instrumenter til gennemførelse af denne opgave være så fri og ubundet af retlige og operationelle barrierer som muligt. Den nødvendige grad af gennemsigtighed med hensyn til de vilkår, der gælder for værdipapirer udstedt af Eurosystemet, sikres derfor ved offentliggørelse af det anvendelige juridiske aftalegrundlag (den forannævnte retningslinje ECB/2000/7 tillige med de nationale centralbankers juridiske aftalegrundlag). Yderligere formelle krav ville kunne komme i modstrid med Eurosystemets behov for at reagere hurtigt og fleksibelt på udviklinger på finansmarkedet. I lyset af det nævnte hensyn bør artikel 1 i direktivforslaget også udelukke de nationale centralbanker fra direktivforslagets anvendelsesområde.
11. ECB finder det ønskeligt, at det præciseres i direktivforslaget, hvilken ordning der skal gælde for offentlig udbydelse af gældsbeviser, som er udstedt af kreditinstitutter. For så vidt angår sådanne formidlere må der tages hensyn til, at fremskaffelse af kapital fra offentligheden ved udstedelse af gældsbeviser hører under deres virksomhedsaktivitet, samt at de er underlagt offentligt tilsyn og særlige krav om gennemsigtighed af hensyn til indskyderbeskyttelse. Det kunne derfor overvejes at bibeholde bestemmelsen i det gældende direktiv, som tillader medlemsstaterne at undtage kreditinstitutter fra kravet om offentliggørelse af prospekter, i tilfælde hvor disse løbende eller med bestemte intervaller udsteder gældsbeviser og andre omsættelige værdipapirer, som kan sidestilles med gældsbeviser.
 12. ECB støtter kravet om, at det udstedte prospekt skal være tilgængeligt for offentligheden i elektronisk format på de kompetente nationale myndigheders websteder. Oplysningerne bør direkte på anmodning være tilgængelig for alle nuværende og eventuelle fremtidige ihændehavere af værdipapirer. I sammenhæng hermed skal ECB understrege vigtigheden af, at offentliggørelse og ajourføringer sker i god tid, og foreslår derfor indførelse af en minimums tidsfrist for offentliggørelse af prospektet forinden værdipapirerne udbydes. Med hensyn til de detaljerede tekniske regler, der omtales i artikel 12, stk. 7, i direktivforslaget, skal ECB foreslå, at de udvides til at omfatte prospektets indgivelse (i tillæg til dets offentliggørelse og tilgængelighed).
 13. ECB bemærker, at medlemsstaterne i følge artikel 19 udpeger den administrative kompetente myndighed, som skal have beføjelser til at varetage de opgaver, som indføres med direktivforslaget, og opregner de beføjelser, som tilkommer den kompetente myndighed. I direktivforslagets begrundelse henviser Kommissionen til behovet for at sikre de kompetente myndigheders uafhængighed og undgå mulige interessekonflikter. ECB skal bemærke, at behovet for at undgå interessekonflikter vil blive større, efterhånden som stadig flere fondsbørser bliver omdannet til gevinstsøgende enheder, samtidig med at disse fondsbørser stadig har ansvar for optagelse til notering og visse »offentlige funktioner« såsom formel godkendelse af prospekter. Det er derfor nødvendigt at finde hensigtsmæssige metoder for reguleringen, som kan håndtere og løse potentielle interessekonflikter, der skyldes, at fondsbørserne ændrer natur.
 14. Det er ECB's opfattelse, at direktivforslaget kunne indeholde mulighed for et bredere tilsynsmæssigt samarbejde. Direktivforslaget omtaler alene samarbejde mellem »den kompetente myndighed« i hjemlandet og i værtslandet inden for tilsyn i direktivforslagets betydning, og specielt tages der ikke højde for en mulighed for eller en forpligtelse til samarbejde mellem de kompetente myndigheder i direktivforslagets tilsynsbetydning og de kompetente tilsynsmyndigheder for så vidt angår regulerede enheder (kreditinstitutter, forsikringselskaber, investeringselskaber og muligvis også porteføljeforvaltningsvirksomheder). ECB skal henstille, at man overvejer nytten af en bestemmelse, som ville give mulighed for eller endog en forpligtelse til nært samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i direktivforslagets betydning og tilsyn med regulerede enheder. Begge funktioner kunne have fordel af et samarbejde og udveksling af oplysninger mellem de respektive tilsynsmyndigheder. Regulerede enheder kan på samme tid være involveret, både som »emittent« (jf. artikel 2, stk. 1, litra (d)), som »udbydende person« (jf. artikel 2, stk. 1, litra (e)), og som »finansielle institutioner med ansvar for procedurerne for udbydelse til offentligheden« (jf. artikel 21, stk. 1). Transaktioner som udføres i disse forskellige egenskaber kan, hvis der opstår mistanke om misbrug, give anledning til omdømmemæssig risiko (»reputational risk«) eller sætte spørgsmål ved forsvarligheden af risikostyringsprocedurerne i en institution, som er under tilsyn af en kompetent myndighed.
 15. ECB bemærker, at selvom det almindeligvis antages, at i hvert fald nogle regulerede finansielle enheder kan optræde som »finansielle institutioner med ansvar for procedurerne for udbydelse til offentligheden«, er det mere uklart, hvorledes denne sprogbrug i direktivforslagets artikel 21 passer med de definitioner for denne form for virksomhed, som anvendes i sektordirektiverne. ECB skal derfor foreslå, at det overvejes at anvende harmoniserede definitioner i videst muligt omfang. I forbindelse hermed kunne direktivforslaget præcisere, hvorvidt »afsætningsgaranti« er dækket af »udbydelse af værdipapirer til offent-

⁽¹⁾ EFT L 310 af 11.12.2000, s. 1.

ligheden«. Medens direktivforslaget inkluderer »investering i værdipapirer gennem finansielle formidlere« i definitionen af en sådan udbydelse, er der i investerings servicedirektivet (93/22/EØF) ⁽¹⁾, i fjerde led i afsnit A i bilaget en sondring mellem »afsætningsgaranti« og »placering af sådanne emissioner«. I det konsoliderede kreditinstitutdirektiv (2000/12/EF) ⁽²⁾ er der i bilag I, punkt 8, en henvisning til »medvirken ved emission af værdipapirer og tjenesteydelser i forbindelse hermed« i listen over de aktiviteter, som er undergivet gensidig anerkendelse. Efter ECB's opfattelse vil det være hensigtsmæssigt med en klarere afgrænsning og en yderligere harmonisering af, hvad der i direktivforslaget forstås ved udbydelse og placering af

værdipapirer, hvilket også skal ses i lyset af de aktuelle overvejelser omkring investerings servicedirektivet.

16. Denne udtalelse offentliggøres i *De Europæiske Fællesskabers Tidende*.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 16. november 2001.

Willem F. DUISENBERG

Formand for ECB

⁽¹⁾ EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27.

⁽²⁾ EFT L 126 af 26.5.2000, s. 1.