

SV

SV

SV



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel, 23.9.2009
SEK(2009) 1222

KOMMISSIONENS ARBETSDOKUMENT

Åtföljande dokument till

förslag till

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV

om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSANALYSEN

{KOM(2009) 491 slutlig}
{SEK(2009) 1221}
{SEK(2009) 1223}

1. PROBLEMDEFINITION

Det finns bevis på att vissa bördor och rättsliga oklarheter som ökar kostnader och ineffektivitet också hämmar finansieringen av företag och finansiella mellanhänder i EU. Problemen kan indelas i två grupper:

1.1. Ineffektivitet på grund av avsaknad av rättslig klarhet

1.1.1. *Skyldigheter vid placering av värdepapper genom finansiella mellanhänder ("retail cascade")*: Oklarhet i artikel 3.2 i prospektdirektivet verkar orsaka problem för emittenterna på vissa marknader där värdepapper sprids genom efterföljande placering av värdepapperen genom finansiella mellanhänder ("retail cascade").

1.1.2. *Skiljaktiga definitioner av kvalificerade investerare och professionella kunder*: Prospektsystemet för kvalificerade investerare skiljer sig från det för professionella kunder enligt direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID)¹.

1.1.3. *Rättslig oklarhet om skyldigheten att göra tillägg till ett prospekt och utövandet av rätten till återkallande*: Artikel 16 i prospektdirektivet lämnar utrymme för olika tillämpningar i medlemsstaterna eftersom tidsramen för utövandet av rätten till återkallande inte är harmoniserad och medlemsstaterna genom nationell genomförandelagstiftning har fastställt olika långa perioder.

1.1.4. *Avsaknad av harmoniserade regler för civilrättsligt ansvar*: I artikel 6.2 i prospektdirektivet saknas föreskrifter om ett harmoniserat system för civilrättsligt ansvar enligt detta direktiv.

1.1.5. *Prospektsammanfattningens funktion*: Det primära syftet med prospektdirektivet är att informera investerarna, vilket faktiskt kan hämmas av de begränsningar som skäl 21 innebär. Dessutom finns betydande inkonsekvenser i offentliggjorda sammanfattningars form och innehåll för generellt jämförbara produkter.

1.2. Situationer som innebär att betungande krav ställs på företag som anskaffar kapital på värdepappersmarknader och på berörda mellanhänder

1.2.1. *Skiljaktiga system för program för aktier som riktar sig till anställda*: Undantaget i artikel 4.1 e skapar en mindre fördelaktig situation för anställda på företag i länder utanför EU som inte är börsnoterade på en reglerad marknad inom EU och företag inom EU som är onoterade eller har värdepapper som handlas på alternativa investeringsmarknader ("exchange-regulated markets") inom EU.

1.2.2. *Överlappande krav på öppenhet och insyn*: I sitt yttrande av den 18 september 2008 rådde Högnivågruppen av oberoende intressenter för administrativa bördor kommissionen att överväga att ta bort artikel 10 i prospektdirektivet eftersom

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG. EUT L 145, 30.4.2004, s. 1.

direktivet om öppenhet² har gjort kravet på offentliggörande för emittenter av börsnoterade värdepapper överflödigt och lett till dubblering av kravet på emittenter.

- 1.2.3. *Begränsning av valet av hemmedlemsstat för emittenter av skuldebrev:* Artikel 2.1 m ii innebär en begränsning av valet av hemmedlemsstat för emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper.
- 1.2.4. *Betungande krav på offentliggörande i vissa fall.*
- 1.2.4.1. Nyemission: Intressenter har uttryckt betänkligheter när det gäller skyldigheten att offentliggöra ett fullständigt prospekt vid nyemission, bland annat eftersom kostnaden för att upprätta ett helt prospekt kanske inte är motiverad.
- 1.2.4.2. Små börsnoterade företag: Vissa intressenter inom industrin har uttryckt oro för att de krav på offentliggörande som är kopplade till upprättande av ett prospekt skulle kunna vara alltför betungande och kostsamma för företag med begränsat börsvärde. Detta gäller i huvudsak det undantag för erbjudanden med ett sammanlagt vederlag under 2,5 miljoner euro som anges i artikel 1.2 h i prospektdirektivet.
- 1.2.4.3. Små kreditinstitut: Undantaget i artikel 1.2 j var avsett för finansiering av små kreditinstitut. Företrädare för små kreditinstitut anser dock att gränsen på 50 miljoner euro i praktiken är för låg för den årliga emissionsvolymen och att små banker som en följd av detta inte kan dra fördel av undantaget fullt ut.
- 1.2.5. *Betungande krav på offentliggörande för statliga garantisystem:* På grund av den pågående finanskrisen har medlemstaterna beslutat att garantera bankers emission av skuldebrev. Eftersom systemet är nytt har oklarheter rapporterats om vilket rättsystem som är tillämpligt på denna typ av erbjudanden när det gäller den information prospektet ska innehålla om den statliga garantigivaren.
- 1.2.6. *Prospekt i tryckt form (papperskopia):* I sitt yttrande av den 18 september 2008 rådde Högnivågruppen för oberoende intressenter för administrativa bördor kommissionen att överväga att stryka skyldigheten enligt artikel 14.2 för den person som ansöker om upptagande till handel eller de finansiella mellanhänder som placerar eller säljer värdepapperen. Skyldigheten avser att om emittenten så begär ska investeraren ta fram en kostnadsfri tryckt version av prospektet. Skyldigheten skulle enligt en grupp av intressenter inom industrin inte ha något mervärde och ett tillhandahållande av elektronisk information skulle räcka för en effektiv övervakning.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG. EUT L 390, 31.12.2004, s. 38. Direktivet om öppenhet trädde i kraft den 20 januari 2005 och skulle införlivas av alla medlemsstater senast den 20 januari 2007.

1.2.7. *Översättning av prospektsammanfattningen:* I samma yttrande gav högnivågruppen rådet att överväga att ta bort skyldigheten att tillhandahålla en översättning av sammanfattningen vid erbjudanden över gränser enligt artikel 19.3, eftersom en grupp intressenter anser att detta krav är onödigt och förespråkar en harmonisering av språkanvändningen för hela den inre marknaden.

2. **BASSCENARIO, SUBSIDIARITET OCH PROPORTIONALITET**

Om ingen åtgärd vidtas på EU-nivå kommer de problem som definieras i avsnitt 1 att förbli olösta. Kommissionen anser att de föreslagna lösningarna överensstämmer med subsidiaritets- och proportionalitetsprinciperna. Med hänsyn till att erbjudanden om värdepapper kan ske över gränser inom EU innebär det å ena sidan att frågeställningen hanteras bättre i en EU-rättsakt. Å andra sidan syftar alla lösningar som har förts fram till att säkerställa ett effektivt offentliggörande av produkten och ett effektivt skydd för investerare.

3. **MÅL**

Översynen av prospektdirektivet syftar till att i) öka prospektsystemets effektivitet och ii) minska bördorna för EU-företag vid finansiering på de europeiska värdepappersmarknaderna.

4. **POLITISKA ALTERNATIV**

Kommissionen har analyserat olika politiska alternativ för att uppfylla de mål som redovisas i föregående avsnitt:

4.1. **Politiska alternativ för att öka prospektsystemets rättsliga klarhet och effektivitet**

4.1.1. *Politiska alternativ i samband med efterföljande placering av värdepapper genom finansiella mellanhänder ("retail cascade"):* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) klargöra att vidare återförsäljning av värdepapper till icke-professionella investerare via finansiella mellanhänder efter den ursprungliga emissionen inte anses utgöra ett allmänt erbjudande från den ursprungliga emittenten, iii) ändra artikel 3.2 i prospektdirektivet och klargöra att närhelst en mellanhand erbjuder värdepapper till allmänheten ska mellanhanden tillhandahålla allmänheten ett giltigt prospekt.

4.1.2. *Politiska alternativ i samband med de skiljaktiga definitionerna av kvalificerad investerare och professionell kund:* i) ingen åtgärd på EU-nivå, ii) ändra direktivet och tillnärma definitionerna av kvalificerade investerare i artikel 2.1 e i och ii i prospektdirektivet och professionella kunder och godtagbara motparter i MiFID, iii) utöver den tillnärmning som föreslås i alternativ 2 stryka systemet med centrala register från prospektdirektivet.

4.1.3. *Politiska alternativ för skyldigheten att lämna ett prospekt och för utövandet av rätten till återkallande (artikel 16 i prospektdirektivet):* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) harmonisera de olika tidsperioderna för utövande av rättigheten till återkallande, iii) harmonisera de olika tidsperioderna och ge emittenten möjlighet att

bevilja längre tid, iv) harmonisera de olika tidsperioderna vid tidpunkten för avveckling av värdepapperen.

4.1.4. *Politiska alternativ i samband med avsaknaden av harmoniserade regler om civilrättsligt ansvar:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) harmonisera de standarder som gäller för civilrättsligt ansvar för prospekten.

4.1.5. *Politiska alternativ i samband med prospektsammanfattningen:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) icke-professionella investerare får lämplig information i lättanalyserbar och lättbegriplig form för att kunna göra välgrundade investeringsbedömningar med full kännedom om fakta.

4.2. Situationer som innebär att betungande krav ställs på företag som anskaffar kapital på värdepappersmarknader och på berörda mellanhänder

4.2.1. *Politiska alternativ för att införa samma spelregler för alla program för aktier som riktar sig till anställda:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) ändra direktivet och utvidga undantaget enligt artikel 4.1 e till program för aktier som riktar sig till anställda och lanseras av företag som är noterade på en oreglerad marknad (emittenter från EU och från tredjeländer), iii) ändra direktivet och utvidga undantaget enligt artikel 4.1 e till företag som är noterade på en icke-reglerad marknad och till onoterade företag.

4.2.2. *Politiska alternativ i samband med överlappande krav på offentliggörande (artikel 10 i prospektdirektivet):* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) avskaffa den skyldighet som föreskrivs i artikel 10 i direktivet.

4.2.3. *Politiska alternativ i samband med begränsningen av valet av hemmedlemsstat för emittenter av skuldebrev:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) göra det möjligt att välja hemmedlemsstat för emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper under gränsen på 1 000 euro.

4.2.4. *Politiska alternativ för att underlätta anskaffande av kapital genom nyemission:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå och EVTK-medlemmar enas om en kortform för offentliggörande av nyemissioner, ii) emission av rättigheter undantas från prospektkravet, iii) ett ”proportionerligt” prospekt införs för nyemission.

4.2.5. *Politiska alternativ i samband med proportionerliga krav på offentliggörande för små börsnoterade företag:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) små börsnoterade företag undantas från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt genom att gränsen i artikel 1.2 h i direktivet höjs, iii) ett ”proportionerligt” prospekt införs för små börsnoterade företag.

4.2.6. *Politiska alternativ i samband med proportionerliga krav på offentliggörande för små kreditinstitut:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) små kreditinstitut undantas från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt genom att gränsen i artikel 1.2 h i direktivet höjs, iii) ett ”proportionerligt” prospekt införs för små kreditinstitut.

4.2.7. *Politiska alternativ i samband med offentliggörande i prospekt av statliga garantiprogram bör rationaliseras:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) emittenter av värdepapper som garanteras av en medlemsstat undantas från skyldigheten att i prospektet tillhandahålla uppgifter om garantigivaren, iii) emittenter av värdepapper

som garanteras av en medlemsstat undantas från skyldigheten att i prospektet tillhandahålla uppgifter om såväl garantigivaren som garantin.

- 4.2.8. *Politiska alternativ i samband med den tryckta versionen av prospekt:* i) ingen åtgärd vidtas på EU-nivå, ii) avskaffa skyldigheten att tillhandahålla prospektet i tryckt form (papperskopia).
- 4.2.9. *Politiska alternativ i samband med översättning av prospektsammanfattningen:* i) ingen åtgärd på EU-nivå, ii) avskaffa skyldigheten att översätta prospektsammanfattningen.

5. UTVÄRDERING OCH JÄMFÖRELSE AV ALTERNATIVEN

De olika politiska alternativen prövas mot kriterierna skydd för investerare, konsumentförtroende, effektivitet, klarhet och rättssäkerhet samt minskad administrativ börda. Med hänsyn till de slutsatser som drogs vid konsekvensbedömningen anser kommissionen det lämpligt att lägga fram ett förslag till ändring av prospektdirektivet för att lösa följande problem:

- *”Retail cascade”:* På grund av skyddet för investerare, konsumentförtroendet, minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet är det rekommenderade alternativet att ändra artikel 3.2 i prospektdirektivet för att klargöra att mellanhänder inte ska vara skyldiga att upprätta nya prospekt för varje efterföljande erbjudande, så länge de har möjlighet att använda emittentens ursprungliga prospekt (under förutsättning att ett sådant prospekt är giltigt enligt artikel 9).
- *Definitionen av kvalificerad investerare/professionell kund:* På grund av minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet bör definitionen av kvalificerad investerare i artikel 2.1 e ändras så att den omfattar personer som betraktas som professionella kunder enligt MiFID.
- *Utövande av rätten till återkallande:* På grund av skyddet för investerare, konsumentförtroendet, minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet bör tidsramen för utövande av rätten till återkallande enligt artikel 16.2 i prospektdirektivet harmoniseras i alla medlemsstater. Emittenten ska dock ha möjlighet att frivilligt välja en längre tidsram.
- *Avsaknad av harmoniserade regler för civilrättsligt ansvar:* Harmonisering av standarderna för civilrättsligt ansvar är ett mål som ligger utanför prospektdirektivets tillämpningsområde. Det rekommenderade alternativet är att låta situationen vara oförändrad.
- *Prospektsammanfattningen:* På grund av skyddet för investerare, konsumentförtroendet, säkerhet och effektivitet bör prospektsammanfattningarnas innehåll standardiseras enligt den strategi som antagits av kommissionen i dess meddelande om paketerade investeringsprodukter för icke-professionella investerare.
- *Program för aktier som riktar sig till anställda:* På grund av effektivitet, säkerhet och minskad administrativ börda bör det undantag för program för aktier som

riktar sig till anställda enligt artikel 4.1 e i prospektdirektivet utvidgas till att gälla anställda i företag som är noterade på andra marknader än de reglerade marknaderna i EU och till onoterade företag.

- *Överlappande krav på öppenhet och insyn:* På grund av skyddet för investerare, konsumentförtroendet, minskade administrativa bördor och effektivitet bör kraven på offentliggörande i artikel 10 i prospektdirektivet avskaffas.
- *Val av hemmedlemsstat för emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper:* På grund av minskade administrativa bördor och effektivitet bör emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper ha rätt att välja en hemmedlemsstat, oavsett det nominella värdet per enhet för erbjudandet. Gränsen på 1 000 euro bör strykas i artikel 2.1 m i prospektdirektivet.
- *Nyemission:* På grund av konsumentförtroendet, minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet är det rekommenderade alternativet att införa principen med ett system med begränsat offentliggörande för nyemissionsprospekt i direktivet. Systemet bör kompletteras med tillämpningsåtgärder, dvs. en ändring av tillämpningsförfordningen.
- *Små börsnoterade företag och små kreditinstitut:* På grund av konsumentförtroendet, minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet bör finansieringen av små börsnoterade företag och små kreditinstitut vara föremål för ”proportionerliga” krav på offentliggörande. Artikel 5 i prospektdirektivet bör avspegla denna princip, och kommissionen bör ha befogenhet att införa genomförandelagstiftning där kraven på offentliggörande i detta avseende specificeras.
- *Statliga garantiprogram:* På grund av minskade administrativa bördor, säkerhet och effektivitet bör det i artikel 1.3 i prospektdirektivet klargöras att emittenter av värdepapper som garanteras av en medlemsstat inte är skyldiga att i prospektet lämna uppgifter om den statliga garantigivaren (men däremot uppgifter om garantin).

6. DE REKOMMENDERADE ALTERNATIVENS KONSEKVENSER

Konsekvensbedömningen visar att de rekommenderade alternativen kommer att ha positiva effekter för investerare, företag som anskaffar kapital, finansiella mellanhänder, anställda och små och medelstora företag. Den identifierbara minskningen av de administrativa bördorna som följer av de rekommenderade alternativen uppgår till ca **302 miljoner euro** årligen.

| Skyldighet | Minskade lönekostnader per tillfälle | Overheadkostnader per tillfälle (25 % av lönekostnaderna) | Frekvens | Administrativ börda per tillfälle | Antal företag som påverkas av förändringarna | SAMMANLAGDA administrativa bördor |
|---|--------------------------------------|---|----------|-----------------------------------|--|-----------------------------------|
| Strykning av artikel 10 i prospektdirektivet för att undvika dubbling av kraven på öppenhet och | EUR 2 000 | EUR 500 | 1 | EUR 2 500 | 12 000 | EUR 30 000 000 |

| | | | | | | |
|--|-------------|------------|-----|-------------|------|------------------------|
| insyn | | | | | | |
| Undantag för alla typer av program för aktier som riktar sig till anställda och som lanseras i EU från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt | EUR 392 000 | EUR 98 000 | 1 | EUR 490 000 | 37 | EUR 18 130 000 |
| Sänkta krav på offentliggörande vid nyemission | EUR 186 400 | EUR 46 600 | 1 | EUR 233 000 | 343 | EUR 79 919 000 |
| Sänkta krav på offentliggörande för små börsnoterade företag | EUR 39 200 | EUR 9 800 | 0.5 | EUR 24 500 | 7056 | EUR 172 872 000 |
| Utelämnande av uppgifter om garantigivaren för statliga garantiprogram | EUR 23 200 | EUR 5 800 | 1 | EUR 29 000 | 28 | EUR 812 000 |
| Summa i euro | | | | | | EUR 301 733 000 |

7. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING

Kommissionen är fördragens väktare och kommer därför att övervaka hur medlemsstaterna genomför förändringarna av prospektdirektivet. Utvärderingen av konsekvenserna av tillämpningen av lagstiftningsåtgärden kan göras tre år efter dess ikraftträdande i form av en rapport från kommissionen till rådet och Europaparlamentet.