



Direktiv om värdepappersprospekt

Finansdepartementet

2009-11-06

Dokumentbeteckning

KOM (2009) 491

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska 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

Kommissionen föreslår en rad ändringar av prospektdirektivet med syfte att förbättra rättssäkerheten och minska administrativa bördor i enlighet med kommissionens åtgärdsprogram för att, tillsammans med medlemsstaterna, reducera företagens administrativa bördor med 25 procent fram till 2012.

Regeringen verkar för förbättringar av direktivet som ökar rättssäkerheten och minskar företagens administrativa bördor, utan att investerarskyddet försämrats.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Enligt artikel 31 i prospektdirektivet ska kommissionen fem år efter ikraftträdandet, dvs. den 31 december 2008, utvärdera direktivets tillämpning och vid behov föreslå förändringar. Dessutom lanserade kommissionen ett åtgärdsprogram för minskade administrativa bördor i januari 2007. Europeiska rådet bekräftade i mars 2007 målet att företagens administrativa bördor ska reduceras med 25 procent fram till 2012 genom gemensamma ansträngningar på EU-nivå och nationell nivå. Kommissionen har dragit slutsatsen att prospektdirektivet innehåller områden som kan förbättras vad gäller rättssäkerhet och minskade administrativa bördor, även om utvärderingen av direktivets tillämpning utfallit i stort sett positivt.

Kommissionen har bedrivit utvärderingen av direktivets tillämpning i dialog med2009/10:FPM29 intressenter.¹ Som ett led i samrådet efterfrågade kommissionen synpunkter i en öppen konsultation från den 9 januari till den 10 mars 2009 med deltagande av 121 bidragslämnare. Förslaget till ändringsdirektiv offentliggjordes den 23 september 2009.

1.2 Förslagets innehåll

Kommissionens förslag omfattar ändringar av 15 artiklar. Några förslag innebär förtydliganden som förbättrar rättssäkerheten utan att investerarskyddet försämrats, exempelvis förtydligandet att beloppsgränser avser hela gemenskapen och inte varje medlemsstat för sig. Övriga förslag kan grupperas enligt följande.

1.2.1 Tillämpningsområde och definitioner

Skyldigheten att offentliggöra prospekt gäller inte för erbjudanden som endast riktas till kvalificerade investerare. Kommissionen föreslår att definitionen av kvalificerade investerare ändras så att den överensstämmer med motsvarande definition i MiFID.²

Direktivet erbjuder en möjlighet att välja hemmedlemsstat för godkännande av prospekt under förutsättning att prospektet avser icke-aktierelaterade värdepapper (t.ex. obligationer eller strukturerade finansiella produkter) vars nominella värde uppgår till minst 1 000 euro. Kommissionen föreslår att möjligheten att välja hemmedlemsstat ska utvidgas genom att beloppsgränsen vid 1 000 euro tas bort.

Kommissionen föreslår att den ska ges rätt att ändra vissa tröskelvärden genom genomförandeåtgärder.

1.2.2 Skyldigheten att offentliggöra prospekt

Vid återförsäljning av värdepapper genom finansiella mellanhänder som uppfyller villkoren för ett erbjudande till allmänheten, och därmed omfattas av direktivets tillämpningsområde, ska prospekt offentliggöras om inget av direktivets undantag är tillämpligt. Regelns utformning har kritiserats för att skapa rättsosäkerhet när det gäller skyldigheten att upprätta prospekt. Kommissionen föreslår att ett klagoröande införs som innebär att nya prospekt inte behöver upprättas, om det redan finns ett prospekt som uppdateras enligt direktivets krav och om emittenten eller personen som är ansvarig för prospektet samtycker till att det används vid återförsäljning genom finansiella mellanhänder.

Prospekt behöver inte offentliggöras i samband med erbjudanden till anställda i företag vars aktier har upptagits till handel på en reglerad marknad. Detta utesluter i praktiken anställda i företag vars aktier handlas på marknader i tredje land eller inte

¹Till grund för Kommissionens förslag ligger rapporter från *European Securities Markets Expert Group* (ESME), *Committee of European Securities Regulators* (CESR) och *Centre for Strategy & Evaluation Services* (CSES).

² Direktivet (2004/39/EG) om marknader för finansiella instrument.

alls. Kommissionen föreslår att begränsningen till företag vars aktier upptagits till 2009/10:FPM29 handel på en reglerad marknad tas bort, vilket innebär att anställda också i andra företag kan komma ifråga för erbjudanden till anställda utan att prospektskyldighet inträder.

Kommissionen föreslår att den maximala giltighetstiden för prospekt, grundprospekt och registreringsdokument ska förlängas från 12 till 24 månader.

1.2.3 Prospektets utformning

Prospektets sammanfattning har särskild betydelse för investerarskyddet eftersom denna läses också av andra än kvalificerade investerare. Kommissionen föreslår att sammanfattningen ska utökas genom att begränsningen vid högst 2 500 ord tas bort och att krav införs om att sammanfattningen ska innehålla nyckelinformation som gör det möjligt för investerare att fatta välgrundade beslut och att jämföra de emitterade värdepapperen med andra placeringar. Som en konsekvens av detta föreslår man också att det civilrättsliga ansvaret för sammanfattningens utformning utvidgas till att också omfatta det nyss nämnda kravet om att sammanfattningen ska innehålla nyckelinformation.

Med syfte att reducera administrativa bördor föreslår kommissionen att minskade krav på information ska gälla för (i) emissioner i små och medelstora företag och i företag med reducerat marknadsvärde, (ii) företrädesemissioner samt (iii) emissioner av icke-aktierelaterade värdepapper – utom konvertibler och strukturerade finansiella produkter m.m. – som genomförs av kreditinstitut som fortlöpande eller vid upprepade tillfällen emitterar sådana värdepapper till ett belopp som överstiger 50 miljoner euro under en tolv månaders period.

Emission eller upptagande till handel av värdepapper som villkorslöst och oåterkalleligen garanterats av en medlemsstat eller av regionala eller lokala myndigheter i en medlemsstat är undantagna från direktivets tillämpningsområde. En emittent, erbjudare eller person som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad kan likväl upprätta ett prospekt i enlighet med direktivet, t.ex. för att möjliggöra gränsöverskridande erbjudanden med stöd av direktivets europapass. Kommissionen föreslår att prospektet, för det fall en emission har garanterats av en medlemsstat, inte behöver innehålla information om den statliga garanten.

1.2.4 Krav och tillägg till prospekt

Direktivet innehåller ett krav att emittenter, vilkas värdepapper har upptagits till handel på en reglerad marknad, minst årligen ska tillhandahålla ett dokument som innehåller eller hänvisar till all den information som emittenten har offentliggjort eller gjort tillgänglig för allmänheten under de senaste tolv månaderna, i överensstämmelse med deras skyldigheter enligt gemenskapslagstiftningen, nationella lagar och andra författningar. Kommissionen föreslår att kravet tas bort.

Direktivet föreskriver, i de fall ett prospekt innehåller separata dokument (registreringsdokument, värdepappersnot och sammanfattning), att nya omständigheter som är hänförliga till registreringsdokumentet ska införas i

värdepappersnoten, om registreringsdokumentet redan är godkänt. Kommissionen 2009/10:FPM29 föreslår att nya omständigheter i stället ska föranleda tillägg till registreringsdokumentet, på liknande sätt som sker vid tillägg till prospekt.

Varje ny omständighet som kan påverka bedömningen av värdepapperen och som uppkommer eller uppmärksammas efter prospektets godkännande men innan erbjudandet upphör eller värdepapperen tas upp till handel på en reglerad marknad ska offentliggöras genom tillägg till prospektet. Det har rätt osäkerhet om vid vilken tidpunkt en sådan skyldighet att offentliggöra tillägg upphör. Otydligheten är besvärande för emitterande företag eftersom varje tillägg medför en rätt för en investerare att, under en period som inte får understiga två dagar, återkalla en tidigare lämnad accept om att delta i emissionen. Under denna tid kvarstår således osäkerhet om de anskaffade beloppens storlek. Kommissionen föreslår att ett förtydligande införs som innebär att skyldigheten att publicera tillägg upphör när erbjudandet slutligen upphör eller när värdepapperen upptas till handel på en reglerad marknad, beroende på vilken av händelserna som inträffar först. Kommissionen föreslår dessutom att tidsfristen för att återkalla en lämnad accept harmoniseras till två dagar, men att denna frist kan förlängas på initiativ av emittenten, erbjudaren eller personen som ansöker om upptagande till handel på en reglerad marknad.

1.2.5 Gränsöverskridande erbjudanden

Enligt direktivet ska den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten på begäran notifiera den behöriga myndigheten i värdmedlemsstaten om att prospektet har godkänts i enlighet med direktivet. Detta ska ske inom tre arbetsdagar efter inlämnandet av begäran eller inom en arbetsdag efter prospektets godkännande om begäran bifogas utkastet till prospekt. Kommissionen föreslår att den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten samtidigt ska notifiera emittenten eller personen som är ansvarig för prospektets upprättande.

1.2.6 Ändring av öppenhetsdirektivet

Som en konsekvens av förslagen att ändra definition av hemmedlemsstat vid emissioner av räntebärande instrument och strukturerade finansiella produkter vars nominella värde per enhet understiger 1 000 euro (avsnitt 1.2.1) och att stryka kravet att emittenter minst årligen ska tillhandahålla ett informationsdokument (avsnitt 1.2.4) uppkommer ett behov att ändra definitionen av hemmedlemsstat i öppenhetsdirektivet.³ Kommissionen föreslår att definitionen i detta direktiv inte ska begränsas till emittenter av skuldebrev vars nominella värde per enhet understiger 1 000 euro och att definitionen inte ska hänvisa till det årliga informationsdokument som enligt detta förslag ska tas bort.

³ 2004/109/EG.

Prospektdirektivet har genomförts i svensk rätt huvudsakligen genom 2 kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). De flesta av kommissionens ändringsförslag kan därför komma att påverka nämnda kapitel och lag. Ett fåtal förslag, exempelvis avseende definitioner, har bäring på ytterligare kapitel i LHF. Kommissionens förslag om att ta bort det årliga informationsdokumentet för emittenter vars värdepapper har tagits upp till handel på en reglerad marknad, kan komma att påverka andra delar av LHF, hela Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:7 och ett fåtal bestämmelser i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Flertalet av förslagen innebär att befintliga bestämmelser i 2 kap. LHF behöver ändras eller förtydligas något, men endast i mindre omfattning. Ett fåtal förslag medför att helt nya bestämmelser behöver införas i svensk rätt. Dessa bör med fördel införas i 2 kap. LHF.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Kommissionen uppger att förslaget inte har några konsekvenser för EU:s budget. Genomförandet i svensk rätt av föreslagna förändringar och Finansinspektionens handläggning av prospektärenden hanteras inom befintliga ramar.

Kommissionen har bedömt tolv förslag i en konsekvensutredning.⁴ Av dessa bedömdes två förslag påverka investerarskyddet negativt och har därför strukits från listan av möjliga åtgärder (borttagande av kraven att prospekt på begäran ska göras tillgängliga för allmänheten i tryckt form och att sammanfattningen ska översättas i samband med gränsöverskridande erbjudanden). Ett tredje förslag om att harmonisera det civilrättsliga ansvaret för prospekt inom EU ansågs ligga utanför ramarna för den nu aktuella översynen av prospektdirektivet, varför ingen åtgärd föreslogs på EU-nivå (harmonisering av civilrätten är en större och mer genomgripande fråga). Det har inte hindrat kommissionen från att likväl föreslå att det civilrättsliga ansvaret för prospektets sammanfattning, med utgångspunkt i nationell rätt, ska kunna utvidgas till att också omfatta ett nytt krav om att sammanfattningen ska innehålla nyckelinformation som gör det möjligt för investerare att fatta välgrundade beslut och att jämföra värdepapperen med andra placeringsalternativ.

Nio förslag har bedömts vara effektiva med utgångspunkt i målet om ökad rättssäkerhet och minskade administrativa bördor, utan att investerarskyddet försämrats:

- ändrad definition av kvalificerade investerare,
- ändrad definition av hemmedlemsstat vid emission av räntebärande instrument eller strukturerade finansiella produkter med ett nominellt värde understigande 1 000 euro,

⁴ SEC(2009) 1223 Impact assessment.

- undantag för skyldigheten att offentliggöra prospekt vid erbjudanden till 2009/10:FPM29 anställda,
- harmonisering av sammanfattningens innehåll,
- anpassade informationskrav för mindre företag, mindre kreditinstitut och i samband med företrädesemissioner,
- utelämnande av information om statliga garantier,
- borttagande av överlappande krav om att emittenter minst årligen ska tillhandahålla ett dokument som innehåller eller hänvisar till information som har offentliggjorts,
- klargörande av tidpunkten när skyldigheten att offentliggöra tillägg till prospekt upphör och
- harmonisering av fristen för återkallande av accept i samband med tillägg till prospekt till två dagar.

Kommissionen uppskattar de möjliga besparingarna till 300 miljoner euro årligen, varav minskade informationskrav för mindre noterade bolag svarar för mer än hälften.

2 Ståndpunkter

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen verkar för förbättringar av direktivet som ökar rättssäkerheten och minskar företagens administrativa bördor, utan att investerarskyddet försämrats.

2.1.1 Tillämpningsområde och definitioner

Regeringen stödjer de förslag som medlemsstaterna kan enas om gällande ändrad definition av kvalificerade investerare och ändrad definition av hemmedlemsstat vid emission av icke-aktierelaterade värdepapper, under förutsättning att rättssäkerheten förbättras och företagens administrativa bördor minskar utan att investerarskyddet försämrats.

2.1.2 Skyldigheten att offentliggöra prospekt

Regeringen välkomnar förtydligandet att prospekt inte behöver upprättas vid återförsäljning av värdepapper genom finansiella mellanhänder, om det redan finns ett prospekt som uppdateras enligt direktivets krav och om emittenten eller personen som är ansvarig för prospektet samtycker till att det används i samband med försäljning genom finansiella mellanhänder.

Regeringen stödjer de förslag som medlemsstaterna kan enas om gällande behovet av prospekt i samband med erbjudanden till anställda och förlängning av prospektens

giltighetstid från 12 till 24 månader, under förutsättning att rättssäkerheten förbättras och företagens administrativa bördor minskar utan att investerarskyddet försämrats. 2009/10:FPM29

2.1.3 Prospektets utformning

Regeringen stödjer ansträngningarna att harmonisera prospektens sammanfattning och att förbättra sammanfattningens funktion som underlag för informerade placeringsbeslut. Dock måste utvidgade krav på sammanfattningens innehåll vägas mot möjliga konsekvenser för emittenter och investerare, t.ex. risken att sammanfattningen blir alltför omfattande, vilket även gäller den föreslagna skärpningen av det civilrättsliga ansvaret för sammanfattningens innehåll. Det är önskvärt att förutsättningarna för det civilrättsliga ansvaret förtydligas och att ansvaret för sammanfattningen inte överskuggar ansvaret för hela prospektet.

Regeringen stödjer de förslag som medlemsstaterna kan enas om gällande minskade krav på information i samband med emissioner i små och medelstora företag, företag med reducerat marknadsvärde och i kreditinstitut samt vid företrädesemissioner i företag vars aktier har upptagits till handel på en reglerad marknad, under förutsättning att rättssäkerheten förbättras och företagens administrativa bördor minskar utan att investerarskyddet försämrats. Detta innebär bl.a. att tillämpningsområdet måste avgränsas tydligt.

Regeringen stödjer förslaget att inte kräva information i prospektet om garanten när värdepapper emitteras eller tas upp till handel på en reglerad marknad med stöd av en garanti av en medlemsstat.

2.1.4 Krav och tillägg till prospekt

Regeringen stödjer borttagande av kravet på ett särskilt informationsdokument som innehåller eller hänvisar till redan offentliggjord information. Föreskriften har blivit överflödig genom öppenhetsdirektivet.

Regeringen stödjer den föreslagna proceduren för uppdatering av registreringsdokument genom tillägg.

Regeringen stödjer ett förtydligande av när skyldigheten att uppdatera ett prospekt genom tillägg upphör och en harmonisering av fristen för återkallande av accept i samband med tillägg till prospekt.

2.1.5 Gränsöverskridande erbjudanden

Regeringen stödjer en tydlig procedur för hur emittenten ska underrättas om att ett prospekt har godkänts i samband med gränsöverskridande erbjudanden.

Regeringen stödjer den föreslagna följdändringen av öppenhetsdirektivet som syftar till en konsekvent definition av begreppet hemmedlemsstat och innehåller relevanta referenser till prospektdirektivet.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Två förslag väntas möta sådan kritik att de kan bli svåra att genomföra. Detta gäller den ändrade definitionen av hemmedlemsstat i samband med emissioner av icke-aktierelaterade värdepapper och förlängningen av den maximala giltighetstiden för prospekt, grundprospekt och registreringsdokument från 12 till 24 månader.

Ytterligare fyra förslag möter invändningar av en betydande minoritet men invändningarna är sådana att de bör kunna hanteras genom justeringar av texten:

- sammanfattningens innehåll och det utvidgade civilrättsliga ansvaret i detta sammanhang,
- minskade krav på information i samband med företrädesemissioner och för vissa typer av emittenter, bl.a. små och medelstora företag och företag med reducerat marknadsvärde,
- det närmare innehållet i klargörandet av när skyldigheten att publicera tillägg till prospekt upphör samt
- undantag från prospektskyldighet i samband med emissioner till anställda i alla typer av företag.

Invändningarna motiveras av risker för såväl rättssäkerheten som investerarskyddet. De medlemsstater som invänder mot förslagen hänvisar i första hand till behovet av investerarskydd och i vissa fall även till risken att rättssäkerheten ska bli lidande, t.ex. genom att förutsättningarna för civilrättsligt ansvar för sammanfattningens innehåll inte är tillräckligt klargjorda.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Europaparlamentet ståndpunkt är ännu inte känd.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Vid sammanlagt två möten med representanter för svenska intressenter den 2 mars och 29 september har branschen uttryckt generellt stöd för regelförenklingsarbetet och förslag som förbättrar rättssäkerheten och minskar företagens och bankernas administrativa bördor.

De svenska intressenterna har framför allt kritiserat kommissionens förslag om att utöka det civilrättsliga ansvaret för sammanfattningen av prospekt till att även inkludera ett allmänt formulerat krav om att sammanfattningen ska innehålla viss

nyckelinformation. Förslaget har kritiserats för att brista i proportionalitet⁵ eftersom ansvaret är långtgående jämfört med ansvaret för motsvarande sammanfattning beträffande värdepappersfonder som förvaltas enligt UCITS-direktivet⁵ och ansvaret för hela prospektet, vilket i sin tur kan leda till att sammanfattningen blir mer omfattande och svårläst, till men för både emittenter och investerare.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Artiklarna 44 och 95 i EG-fördraget utgör rättslig grund. Beslut fattas i enlighet med medbeslutandeförfarandet enligt fördragets artikel 251. Rådet beslutar med kvalificerad majoritet.

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Kommissionen anför att den rättsosäkerhet som kvarstår har sin grund i EG-rätten som endast kan påverkas genom rättsakter på samma nivå. Målet att minska den administrativa bördan inbegriper gränsöverskridande erbjudanden, varför en samordnad ansats är önskvärd för att minska risken för regelarbitrage och störningar av konkurrensvillkoren. Kommissionen anser att subsidiaritetsprincipen därmed har respekterats.

Kommissionen hävdar att förslagen dessutom är kostnadseffektiva mot bakgrund av prövningen mot alternativa handlingsalternativ som har genomförts i konsekvensutredningen. Kommissionen anser att det samlade resultatet är positivt för investerare, emittenter, mellanhänder, aktieägare samt för små och medelstora företag. Därmed bedömer kommissionen att också proportionalitetsprincipen har respekterats.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Förslaget har behandlats i två möten med rådsarbetsgruppen för finansiella tjänster (prospekt). Fortsatta möten är planerade under november. Målet är att nå en överenskommelse under denna tid. Europaparlamentet väntas inleda prospektöversynen i början av december. Omröstning i utskottet (ECON) är planerad till andra halvan av mars 2010.

⁵ 2009/65/EG.

Emissionsprogram: Ett program för utgivning av icke aktierelaterade värdepapper, t.ex. räntebärande skuldebrev, strukturerade produkter, certifikat eller warrant.

Emittent: En juridisk person som emitterar värdepapper.

Erbjudande av värdepapper till allmänheten: Ett meddelande till personer, oavsett form och medium, som innehåller tillräcklig information om villkoren för de värdepapper som erbjuds för att en investerare ska ha förutsättningar att fatta beslut om att teckna eller köpa dessa värdepapper.

Grundprospekt: Ett prospekt som vanligtvis avser ett emissionsprogram. Om de slutliga villkoren för framtida erbjudanden inte är infogade i grundprospektet, ska de slutliga villkoren offentliggöras separat inför varje nytt erbjudande/emission som görs inom ramen för emissionsprogrammet.

Icke aktierelaterade värdepapper: Värdepapper som inte är aktierelaterade, t.ex. räntebärande skuldebrev, strukturerade produkter, certifikat och warrant.

Kvalificerade investerare: Professionella investerare som har förutsättningar att kunna fatta investeringsbeslut utan prospekt, t.ex. företag med tillstånd att verka på finansmarknaderna, vissa andra företag som investerar i värdepapper eller uppfyller särskilda krav, regeringar och centralbanker.

Prospekt: Ett dokument som innehåller all relevant information om en emittent och de värdepapper som erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

Registreringsdokument: En del av ett prospekt innehållande information om emittenten.

Reglerad marknad: Ett reglerat handelssystem inom EES som sammanför flera köp- och säljorder. I Sverige sker handel med värdepapper på en reglerad marknad via en auktoriserad börs.

Retail cascade: Uppkommer normalt när värdepapper säljs till investerare (andra än kvalificerade investerare) via mellanhänder och inte direkt av emittenten.

Tillägg till prospekt: Ska upprättas när nya omständigheter som kan påverka bedömningen av prospektet inträffar efter prospektets godkännande men innan erbjudandeperioden löper ut. Tillägget medför en återkallelserätt för investerare som redan har tecknat sig för erbjudandet.

Värdepappersnot: En del av ett prospekt innehållande information om de värdepapper som erbjuds eller tas upp till handel på en reglerad marknad.

Överlåtbara värdepapper: Sådana värdepapper som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, t.ex. på en börs eller organiserad handelsplattform.