

Kommittédirektiv



Regelbunden finansiell information och
offentliggörande av aktieinnehav

Dir.
2013:109

Beslut vid regeringssammanträde den 28 november 2013

Sammanfattning

En utredare ska lämna förslag till de lagändringar som krävs i svensk rätt för att genomföra Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av det s.k. öppenhetsdirektivet.

Genomförandet gäller bl.a.

- krav på att emittenter ska lämna regelbunden finansiell information,
- anmälningsskyldighet för innehavare av aktier och andra jämförbara finansiella instrument som en emittent har gett ut, och
- vilka sanktioner som bör finnas för överträdelse av regelverket.

Utredaren ska särskilt analysera och överväga om det finns ett utrymme för och behov av att behålla ett krav i svensk rätt om att emittenter ska offentliggöra kvartalsrapporter.

Utredaren ska även analysera och i förekommande fall lämna lagförslag till hur tillsynen över emittenters finansiella regelbundna rapportering (s.k. redovisningstillsyn) bör organiseras.

Uppdraget ska redovisas senast den 30 september 2014.

Öppenhetsdirektivet och motsvarande svenska regler

Under våren 2013 kom rådet och Europaparlamentet överens om ett direktiv om ändring av 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, det s.k. öppenhetsdirektivet. Ändringsdirektivet (Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU av den 22 oktober 2013) trädde i kraft den 26 november 2013 och ska vara genomfört senast den 26 november 2015. Till öppenhetsdirektivet finns även ett genomförandedirektiv (kommissionens direktiv 2007/14/EG av den 8 mars 2007 om tillämpningsföreskrifter för vissa bestämmelser i direktiv 2004/109/EG).

Eftersom öppenhetsdirektivet är ett s.k. minimidirektiv i vissa delar står det länderna inom EES fritt att i dessa delar införa eller behålla mer långtgående krav än de som följer av direktivet.

Öppenhetsdirektivet har genomförts i svensk rätt huvudsakligen genom lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (se prop. 2006/07:65 och prop. 2006/07:115). Regeringen har efter bemyndigande i dessa lagar meddelat föreskrifter för tillämpningen av de lagarna genom förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument och förordningen (2007:572) om värdepappersmarknaden. Finansinspektionen har med stöd av bemyndiganden i de båda förordningarna meddelat föreskrifter (se t.ex. Finansinspektionens föreskrifter [FFFS 2007:17] om verksamhet på marknadsplatser).

Uppdraget att föreslå hur ändringsdirektivet ska genomföras

Ändringsdirektivet är ett resultat av en planerlig översyn av öppenhetsdirektivet som kommissionen har varit ålagd att göra.

Syftet med ändringsdirektivet är att förtydliga, förstärka och anpassa öppenhetsdirektivet till den utveckling som har skett på finansmarknaderna sedan direktivet trädde i kraft. Bland annat har det nu införts åtgärder för att öka små och medelstora företags intresse för att ta upp sina värdepapper till handel på en reglerad marknad, förbättra informationen om ägarstrukturen i emittenter och göra tillämpningen av öppenhetsdirektivet mer effektiv.

En utredare bör få i uppdrag att analysera ändringsdirektivet och utarbeta nödvändiga lagförslag för att genomföra det direktivet. Ändringsdirektivet kommer att kräva både ändringar av befintliga regler och införande av nya. I och med att ändringsdirektivet i vissa fall tar bort möjligheten för medlemsstaterna att ställa mer långtgående eller strängare krav än de som finns i öppenhetsdirektivet och i andra fall upphäver krav i detta direktiv finns det anledning att se över hur svensk rätt ska förhålla sig till hela direktivets tillämpningsområde.

Vid genomförandet av öppenhetsdirektivet gjordes bedömningen att regleringsnivån i direktivet var väl avvägd (se prop. 2006/07:65 s. 87). Bara när det var särskilt motiverat skulle strängare krav införas i svensk rätt. I flera avseenden bedömdes det dock att det fanns skäl att införa mer långtgående krav för att inte försämra informationsgivningen i förhållande till vad som i praktiken gällde enligt självregleringen i form av Näringslivets Börskommittés s.k. flaggningsregler (Regler rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m.). När de bestämmelser som införlivar öppenhetsdirektivet i svensk rätt trädde i kraft den 1 juli 2007 togs självregleringen bort.

Utredaren ska beakta de delegerade akter och genomförandeakter till öppenhetsdirektivet som Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) ska utarbeta förslag till och som sedan ska antas av kommissionen. De akterna är av sådant slag att de kan komma att påverka hur ändringsdirektivet ska genomföras i svensk rätt och de kommer att vara mycket nära kopplade till, och i vissa fall dessutom nödvändiga för, funktionen av reglerna i ändringsdirektivet. Det är därför viktigt att delegerade akter och genomförandeakter

kan beaktas i ett så tidigt skede som möjligt i lagstiftningsarbetet. Utredaren ska även beakta förslag till sådana akter som ännu inte formellt antagits. Utredarens huvuduppgifter är således att

- analysera ändringsdirektivet och utarbeta de lagförslag som behövs för att genomföra det,
- bedöma om mer långtgående krav i svensk rätt bör behållas, ändras, införas eller tas bort och, i förekommande fall, lämna nödvändiga lagförslag,
- belysa hur delegerade akter och genomförandeakter påverkar eller bör påverka genomförandet av ändringsdirektivet, och
- lämna lagförslag där delegerade akter och genomförandeakter beaktas.

Vid bedömningen av om mer långtgående krav ska införas ska utredaren överväga vilken påverkan sådana krav skulle få för svenska intressen och förhållanden. Svenska företags konkurrenssituation gentemot företag i övriga EES ska särskilt beaktas. Grundläggande är att kraven på öppenhet ska sättas på en sådan nivå att investerarnas förtroende för marknaden kan upprätthållas utan att kraven utformas så att den administrativa bördan får en negativ inverkan på emittenters vilja att ta upp sina värdepapper till handel på en reglerad marknad. Det bör i sammanhanget särskilt beaktas i vilken mån självreglering kan komplettera lagstiftningen på ett effektivt och ändamålsenligt sätt.

Hur ska reglerna om hemmedlemsstat utformas?

Enligt öppenhetsdirektivet ska emittenternas hemmedlemsstat ansvara för övervakningen. I 1 kap. 7–9 §§ lagen om värdepappersmarknaden finns det bestämmelser om detta i svensk rätt. Genom ändringsdirektivet har det nu införts vissa ändringar för emittenter som inte har sitt säte i Sverige.

Utredaren ska därför

- ta ställning till hur bestämmelserna om hemmedlemsstat i svensk rätt ska ändras och utarbeta nödvändiga lagförslag.

Bör Sverige ställa krav på kvartalsvis rapportering?

Enligt öppenhetsdirektivet är emittenter skyldiga att regelbundet offentliggöra information i form av årsredovisningar (och i förekommande fall koncernredovisningar), halvårsrapporter och delårsredogörelser. Emittenter som enligt nationell rätt eller enligt reglerna på den reglerade marknaden eller på eget initiativ offentliggör kvartalsrapporter är undantagna från kravet att offentliggöra delårsredogörelse. I svensk rätt har dessa regler genomförts i 16 kap. lagen om värdepappersmarknaden.

Genom ändringsdirektivet förhindras länderna inom EES att ställa krav på ytterligare regelbunden finansiell information utöver årsredovisning och halvårsrapport annat än i vissa särskilda fall. Kraven får bl.a. inte utgöra en oproportionerlig börda för emittenterna och det informationskrav som ställs måste vara relevant för investerarna. I fråga om finansiella institut kvarstår dock en oinskränkt rätt för länderna inom EES att ställa krav på ytterligare rapportering.

Enligt skälen till ändringsdirektivet är offentliggörande av regelbunden kvartalsvis information inte nödvändigt för investerarskyddet och frågan skulle därför kunna lämnas över till självreglering på värdepappersmarknaden (skäl 4). Ändringsdirektivet anger att en reglerad marknad ska kunna kräva att de företag vars överlåtbara värdepapper är upptagna till handel på denna marknad ska offentliggöra kompletterande regelbunden finansiell information inom alla eller några av marknadssegmenten.

Utredaren ska därför

- analysera behovet av ett lagkrav på att emittenter ska offentliggöra regelbunden information oftare än i form av årsredovisning och halvårsrapport mot bakgrund av möjligheten till självreglering,
- bedöma vad konsekvenserna skulle bli för det allmänna, näringslivet, investerare och övriga intressenter om det befintliga kravet att offentliggöra delårsredogörelse eller kvartalsrapport tas bort ur svensk lag och ersätts av självreglering,

- ta ställning till vilka företag som bör omfattas av ett eventuellt lagkrav på regelbunden finansiell information utöver årsredovisning och halvårsrapport,
- överväga om särskilda krav ska ställas på företag som är att anse som finansiella institut och i tillämpliga fall bedöma vilka företag som tillhör den kategorin, och
- i förekommande fall utarbeta nödvändiga lagförslag.

När ska finansiella rapporter offentliggöras?

Länderna inom EES får enligt ändringsdirektivet fortfarande ställa mer långtgående krav i fråga om när den regelbundna finansiella informationen ska offentliggöras efter rapportperiodens utgång. Enligt ändringsdirektivet förlängs tidsfristen för offentliggörandet av en emittents halvårsrapport från två till tre månader efter rapportperiodens utgång. Förlängningen införs för att öka flexibiliteten och därigenom minska den administrativa bördan. Om den period då emittenter kan offentliggöra sina halvårsrapporter förlängs, förväntas små och medelstora emittenters rapporter få större intresse och på så sätt bli mer synliga.

När Sverige genomförde öppenhetsdirektivet bedömdes det lämpligt att införa en regel som angav att rapporten skulle offentliggöras så snart som möjligt, med en längsta frist på två månader efter rapportperiodens utgång. Motsvarande skärpning gjordes i fråga om offentliggörande av års- och koncernredovisning där fristen är fyra månader (prop. 2006/07:65 s. 112 och 125 f.). Utredaren ska därför

- bedöma om det med hänsyn till investerarskyddet är lämpligt att förlänga tidsfristen för offentliggörande av halvårsrapport till tre månader för att uppnå en högre grad av harmonisering, och
- i förekommande fall utarbeta nödvändiga lagförslag.

Vilka krav ska gälla för flaggningsskyldigheten?

Bestämmelser om anmälningsskyldigheten för innehavare av aktier och andra jämförbara finansiella instrument som har getts

ut av en emittent (s.k. flaggningskyldighet) finns i 4 kap. lagen om handel med finansiella instrument. Bestämmelserna innebär att en innehavare av aktier och vissa andra finansiella instrument ska anmäla ändringar i sitt innehav, om ändringen innebär att innehavet uppnår eller passerar vissa angivna gränsvärden. Sverige har, till skillnad från flertalet övriga länder inom EES, infört striktare krav än vad öppenhetsdirektivet föreskriver i flera fall. Sverige har bl.a. infört ett ytterligare flaggningspliktigt gränsvärde (90 procent) som saknas i öppenhetsdirektivet.

Innehavaren ska i tillämpliga fall anmäla ändringar i sitt innehav till Finansinspektionen och det bolag som har gett ut aktierna. Inspektionen ska offentliggöra uppgifterna i anmälan (4 kap. 3 och 11 §§ lagen om handel med finansiella instrument). Sverige införde även ett mer långtgående krav på att en flaggningsanmälan ska ha kommit in till Finansinspektionen och emittenten senast handelsdagen efter den dag då den anmälningsskyldige har ingått avtal om förvärv eller överlåtelse (4 kap. 10 §). I öppenhetsdirektivet är kravet att anmälan ska göras så snart som möjligt, men senast inom fyra handelsdagar, räknat från och med dagen efter den dag då den anmälningsskyldige fick reda på, eller med hänsyn till omständigheterna borde ha fått reda på, den transaktion som föranledde anmälningsskyldigheten. Ändringsdirektivet innebär en viss ändring genom att kravet skärps till att anmälan ska göras så snart som möjligt, men senast inom fyra handelsdagar från och med förvärvstillfället.

En fråga att ta ställning till vid genomförandet av ändringsdirektivet är således om Sverige ska ställa strängare krav även fortsättningsvis. De skäl som låg bakom att Sverige införde en kortare tidsfrist för flaggningsanmälan kan i dag ha mindre giltighet. En väsentlig skillnad jämfört med hur förhållandena var vid genomförandet av öppenhetsdirektivet är att ändringsdirektivet föreskriver att länderna inom EES är skyldiga att införa en viss minimiuppsättning av vissa typer av sanktioner och åtgärder som är mer kraftfulla och ingripande än de som i dag finns i svensk rätt (se avsnittet nedan om sanktioner).

Detta innebär att det finns särskilda skäl att överväga om det är lämpligt att Sverige ska ha mer långtgående krav än vad direktivet föreskriver. Det blir också en administrativ börda för många investerare att behöva ta hänsyn till ett fragmenterat regelverk för flaggningsskyldigheten.

Utredaren ska därför

- ta ställning till om det med hänsyn till investerarnas intresse är lämpligt att förlänga tidsfristen till fyra handelsdagar och ta bort 90-procentgränsen för att uppnå en högre grad av harmonisering,
- i sina ställningstaganden särskilt beakta att flaggningsskyldigheten inte får utformas så att styrningen, organisationen och förvaltningen av emittenter belastas på ett sådant sätt att deras konkurrenssituation hämmas eller att intresset minskar för företag att ta upp sina värdepapper till handel på en reglerad marknad, och
- utarbeta nödvändiga lagförslag.

Vilka finansiella instrument ska omfattas av flaggningsskyldigheten?

I lagen om handel med finansiella instrument anges vilka finansiella instrument som omfattas av flaggningsskyldigheten (4 kap. 2 §). Utöver aktier ska även depåbevis som ger innehavaren rätt att rösta för de aktier som depåbevisen avser och finansiella instrument som ger rätt för innehavaren att förvärva redan utgivna aktier omfattas av flaggningsskyldighet.

I och med ändringsdirektivet utökas de olika slag av finansiella instrument som ska beaktas vid beräkning av flaggningsskyldighet. De reviderade reglerna innebär bl.a. att även andra finansiella instrument med liknande ekonomisk effekt som att inneha aktier omfattas. Därmed omfattas också kontantavräknade instrument. Syftet med detta är bl.a. att öka genomlysningen av det ekonomiska intresset i emittenter.

Antalet rösträtter ska beräknas med hänsyn till det totala nominella beloppet för det finansiella instrumentets underliggande aktier. Med anledning av att antalet instrument som omfattas av flaggningsskyldighet utökas till att även

omfatta kontantavräknade instrument har det införts en ny beräkningsmetod för antalet rösträtter avseende dessa instrument. Det är en s.k. deltajusterad beräkningsmetod som innebär att det nominella antalet underliggande aktier ska multipliceras med instrumentets deltavärde. Deltavärdet är ett mått på hur det teoretiska priset på ett finansiellt instrument påverkas, när priset på den underliggande aktien förändras. Deltavärdet representerar också sannolikheten att ett derivatinstrument blir inlöst och därmed ger innehavaren kontroll över det nominella antalet aktier och rösträtter. Alla finansiella instrument som avser en och samma emittent ska läggas samman.

Enligt ändringsdirektivet ska kommissionen anta tekniska standarder efter förslag från Esmas, för att beräkna antalet rösträtter i en korg av aktier eller ett index samt specificera vilken beräkningsmetod som ska användas för att räkna ut deltavärdet.

Ändringsdirektivet innebär också att utrymmet för länderna inom EES att införa mer långtgående krav på vilka finansiella instrument som omfattas av flaggningsskyldighet minskas. Enligt ändringsdirektivet ska också Esmas, med beaktande av den tekniska utvecklingen på finansmarknaderna, upprätta och regelbundet uppdatera en vägledande förteckning över finansiella instrument som omfattas av flaggningsskyldigheten.

Utredaren ska därför

- analysera och ta ställning till hur kravet på flaggningsskyldighet i svensk rätt ska förhålla sig till och utformas med hänsyn till Esmas vägledande förteckning,
- ta ställning till hur den nya beräkningsmetoden ska införas i svensk rätt på ett sätt som gör att tillämpningen blir tydlig och enkel, och
- utarbeta nödvändiga lagförslag.

Offentliggörande av nya låneemissioner och anmälan om ändring av bolagsordning

I och med ändringsdirektivet upphävs vissa tidigare gällande krav, exempelvis att en emittent ska offentliggöra alla

förändringar av de rättigheter som är knutna till värdepapperen och nya låneemissioner. I svensk rätt har detta krav genomförts i 15 kap. 8 § lagen om värdepappersmarknaden. Även kravet på att en emittent ska underrätta den behöriga myndigheten om alla ändringar i sin bolagsordning eller sina stadgar upphävs genom ändringsdirektivet. Det kravet finns i svensk rätt i dag i 10 kap. 6 § Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser. Eftersom ändringsdirektivet är ett minimidirektiv i dessa delar, kan dock länderna inom EES även fortsättningsvis ställa mer långtgående krav.

Utredaren ska därför

- ta ställning till om det är lämpligt att kraven på offentliggörande av nya låneemissioner och anmälan om ändring av bolagsordning kvarstår i svensk rätt.

Vilka sanktioner och utredningsbefogenheter ska införas?

Genom ändringsdirektivet harmoniseras reglerna när det gäller sanktioner och de behöriga myndigheternas befogenheter. Administrativa sanktioner ska kunna vidtas inte bara mot en juridisk person som inte fullgör sina skyldigheter utan också mot medlemmarna i den juridiska personens ledningsorgan och mot alla andra personer som enligt nationell lag är ansvariga för en sådan överträdelse. Vidare ska länderna inom EES se till att de behöriga myndigheterna har en minimiuppsättning av vissa typer av sanktioner och åtgärder till sitt förfogande. Det ställs även krav på att länderna inom EES ska införa befogenheter för de behöriga myndigheterna att vid överträdelse av flaggningsskyldigheten avseende innehav av aktier tillfälligt upphäva de rösträtter som är kopplade till aktierna.

En särskilt viktig fråga blir alltså att bedöma hur förfarandet i sanktionsärenden ska regleras på ett rättssäkert och effektivt sätt och hur sanktionsreglerna kommer att förhålla sig till andra rättsområden, t.ex. associationsrätten. I denna bedömning ingår bl.a. att ta ställning till om vissa eller alla typer av överträdelser bör prövas i domstol (jfr prop. 1981/82:142 s. 25), även i första instans, om vissa typer av sanktioner eller åtgärder bara ska kunna beslutas av domstol och om ansvaret för medlemmar i

den juridiska personens ledningsorgan ska utformas på samma sätt som för den juridiska personen.

Utredaren ska

- inventera och redovisa vilka svenska lagregler, särskilt inom associationsrätten, som kan komma att beröras av kravet på sanktionsbestämmelser om upphävande av rösträtt,
- ta ställning till hur kraven på sanktioner och befogenheter ska införas och redovisa vilka konsekvenser som uppstår för det allmänna, näringslivet och övriga intressenter,
- med beaktande av konsekvenserna föreslå en reglering som ger en rättssäker och effektiv tillämpning, och
- utarbeta nödvändiga lagförslag.

Uppdraget att föreslå hur redovisningstillsynen ska organiseras

Utredaren ska också analysera hur den s.k. redovisningstillsynen, dvs. tillsynen över emittenternas finansiella rapportering, ska organiseras. Den frågan styrs inte bara av öppenhetsdirektivet. Förhållandet att länderna inom EES är förpliktade att vidta de åtgärder som krävs för att garantera efterlevnad av internationella redovisningsstandarder (IFRS) framgår även av skäl 16 till den s.k. IAS-förordningen (Europaparlamentets och rådets förordning [EG] nr 1606/2002 av den 19 juli 2002). Där klargörs att länderna inom EES är förpliktade att vidta de åtgärder som krävs för att garantera efterlevnaden av förordningen. Av skäl 16 framgår också att kommissionen och Esma ska utveckla en gemensam strategi för tillsynen. De behöriga myndigheterna i länderna inom EES, i Sverige Finansinspektionen, bedriver ett gemensamt arbete inom Esma med att ta fram principbaserade standarder för tillsyn över finansiell information avseende emittenter. Av standarderna framgår hur den nationella tillsynen bör organiseras samt hur tillsynen bör samordnas inom EES. Detta och utvecklingen i övrigt har aktualiserat frågan om behovet av en översyn av hur redovisningstillsynen är organiserad i Sverige. I samband med att ändringsdirektivet ska genomföras i

svensk rätt ges tillfälle att genomföra en översyn på ett mer övergripande sätt.

Det har en längre tid pågått en diskussion kring hur redovisningstillsynen ska inrättas. I dag har Finansinspektionen inte något uppdrag att utöva tillsyn över skyldigheten att offentliggöra annat än regelbunden finansiell information för tredjelandsemitter. Det är i stället den börs som driver den reglerade marknaden på vilken de överlåtbara värdepapperen är upptagna till handel som har ett lagstadgat ansvar att övervaka att företagen upprättar sina finansiella rapporter i enlighet med de bestämmelser som gäller för emittenten (16 kap. 13–15 §§ lagen om värdepappersmarknaden). Börsens övervakningsfunktion är i sin tur föremål för Finansinspektionens tillsyn genom det tillsynsansvar inspektionen har över börser. I den mån en överträdelse av regelverket inte kan omhändertas och åtgärdas inom ramen för börsens övervakningsansvar är det Finansinspektionen som ska agera i egenskap av behörig myndighet. Börserna Nasdaq OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB har dock var för sig begärt att bli befriade från sitt ansvar för redovisningstillsynen. Finansinspektionen har även anfört att gällande system inte uppvisar de fördelar med självreglering som förutsätts. Finansinspektionen anser att det är angeläget att en ny ordning införs där redovisningstillsynen samlas hos myndigheten. Internationella valutafonden (IMF) har vid utvärdering av Sveriges värdepappersmarknad framfört kritik mot att vinstdrivande handelsplatser ansvarar för redovisningstillsynen, vilket anses svårt att förena med en garanti för en oberoende tillsyn.

Utredaren ska därför

- analysera och föreslå hur redovisningstillsynen bör organiseras för att få till stånd en oberoende, rättssäker och effektiv tillsyn som inte innebär en oproportionerlig administrativ börda för emittenterna, och
- utarbeta nödvändiga lagförslag.

Konsekvensbeskrivningar

Utredaren ska utifrån de regler som föreslås lämna en redovisning av de konsekvenser och kostnader som uppstår för emittenter, börser, enskilda samt Finansinspektionen och staten i övrigt. I uppdraget ingår att ta särskild hänsyn till dessa och övriga konsekvenser redan vid utformningen av förslagen.

Samråd och redovisning av uppdraget

Utredaren ska samråda med andra utredningar om genomförande av EU-rättsakter på finansmarknadsområdet, bl.a. 2012 års marknadsmissbruksutredning (Fi 2012:108) och 2013 års värdepappersmarknadsutredning (Fi 2013:04) i frågor som är gemensamma, t.ex. sanktionsfrågor.

Utredaren ska beakta relevant arbete som pågår inom Regeringskansliet och inom EU samt hålla sig informerad om arbetet i andra länder inom EES med att genomföra ändringsdirektivet och i lämplig utsträckning samråda med berörda departement. Genomförandet i övriga nordiska länder ska uppmärksammas särskilt. Utredaren ska även följa kommissionens och Esmas arbete med regler som ska komplettera ändringsdirektivet.

Utredaren ska i sitt arbete ha en dialog med berörda myndigheter och organisationer som har relevans för utredningsarbetet.

Uppdraget ska redovisas senast den 30 september 2014.

(Finansdepartementet)