

NL

NL

NL



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 27.5.2010
COM(2010)243 definitief

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN DE RAAD, HET EUROPEES PARLEMENT,
HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ
EN HET COMITÉ VAN DE REGIO'S**

**over de werking van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten
die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten
tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten**

SEC(2010)611

**VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN DE RAAD, HET EUROPEES PARLEMENT,
HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ
EN HET COMITÉ VAN DE REGIO'S**

**over de werking van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten
die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten
tot de handel op een geregelende markt zijn toegelaten**

1. INLEIDING

1. Dit verslag is een evaluatie van de werking van Richtlijn 2004/109/EG¹ betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een geregelende markt zijn toegelaten (hierna "de Transparantierichtlijn" genoemd), overeenkomstig artikel 33 van die richtlijn.
2. Krachtens de Transparantierichtlijn moeten effectenuitgevende instellingen op geregelende markten in de EU voldoende transparantie jegens beleggers garanderen door geregelende informatie openbaar te maken en in de hele EU te verspreiden. Onder dergelijke informatie wordt verstaan: financiële verslagen, gegevens over belangrijke deelnemingen waaraan stemrechten zijn verbonden, en informatie die openbaar wordt gemaakt krachtens artikel 6 van Richtlijn 2003/6/EG betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)².
3. De met de Transparantierichtlijn nagestreefde doelstellingen zijn belangrijk voor de financiële markten en worden onderschreven door internationale instellingen die normen vaststellen, zoals de IOSCO of de OESO. De huidige financiële crisis toont aan dat de openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen van wezenlijk belang is om een verantwoord oordeel te kunnen vormen over de resultaten en het vermogen van deze instellingen en bijgevolg om een duurzaam vertrouwen te wekken bij de beleggers.
4. In dit verslag worden de gevolgen van de Transparantierichtlijn en de wijze waarop zij werd nageleefd, beschreven (deel 2); vervolgens worden de belangrijkste vragen die naar aanleiding van de toepassing van de Transparantierichtlijn zijn gerezen, aan de orde gesteld (deel 3) en ten slotte wordt een aantal conclusies getrokken (deel 4). Dit verslag wordt aangevuld door een werkdocument van de diensten van de Commissie met nadere details over de behandelde punten en de wijze waarop informatie werd verzameld.

¹ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een geregelende markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PB L 390 van 31.12.2004, blz. 38).

² Zie: www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm.
PB L 96 van 12.4.2003, blz. 16.

2. GEVOLGEN EN NALEVING VAN DE TRANSPARANTIERICHTLIJN

5. Uit de externe studie over de toepassing van de Transparantierichtlijn, die in opdracht van de Commissie werd verricht³ (hierna "de externe studie" genoemd), blijkt dat een grote meerderheid van de belanghebbenden die aan het onderzoek hebben deelgenomen, de mening zijn toegedaan dat de Transparantierichtlijn nuttig is voor de goede en doeltreffende werking van de markt. De belanghebbenden zijn in het algemeen van oordeel dat gereguleerde informatie die door uitgevende instellingen openbaar wordt gemaakt, de beleggers bereikt, behalve misschien in het geval van informatie die door kleinere beursgenoteerde ondernemingen openbaar wordt gemaakt.
6. Wat de economische gevolgen van de Transparantierichtlijn voor de financiële markten betreft, heeft het verrichte onderzoek voorsnog geen sluitende conclusies opgeleverd. Het lijkt er veeleer op dat de Transparantierichtlijn neutraal is: zij wordt gezien als een vereenvoudigende factor voor de uitgifte van effecten op de primaire markt, maar er ontbreekt empirisch bewijs die deze visie onderbouwt.
7. Uit een evaluatie van de wijze waarop uitgevende instellingen te werk gaan, blijkt dat zij hun financiële rapportageverplichtingen doorgaans naleven en dat de belanghebbenden dit ook zo zien. De financiële informatie die openbaar wordt gemaakt, wordt nuttig en toereikend geacht voor beleggingsdoeleinden. Ook de in 2004 ingevoerde vereenvoudiging van de taalvereisten voor de openbaarmaking van financiële informatie, kon op bijzonder veel bijval rekenen.
8. De kosten voor de naleving van de verplichtingen van de Transparantierichtlijn⁴ lijken op het eerste gezicht niet bijzonder hoog te zijn⁵. Dit beeld leeft ook bij de uitgevende instellingen, ofschoon beursgenoteerde midden- en kleinbedrijven zich meer zorgen maken over de nalevingskosten. De invoering van het prerogatief van de lidstaat van herkomst⁶ en de vereenvoudiging van de taalregeling voor de openbaarmaking van financiële informatie in 2004 zouden in principe tot een verlaging van de kosten bij de uitgevende instellingen moeten hebben bijgedragen. Voor grensoverschrijdende beleggers zijn de kosten evenwel toegenomen doordat de verplichtingen van de Transparantierichtlijn onvoldoende geharmoniseerd zijn.

³ Mazars (december 2009), studie over de toepassing van bepaalde verplichtingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten. Te vinden op: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm (Engels).

⁴ Er zij op gewezen dat de meeste verplichtingen betreffende de inhoud (zoals de standaarden voor de verslaggeving) van jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslagen niet in de Transparantierichtlijn zijn opgenomen.

⁵ Zie Europe Economics (2008), *Study on the cost of compliance with selected FSAP measures*. Te vinden op: www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm.

⁶ Volgens het prerogatief van de lidstaat van herkomst (zie artikel 3, lid 1) zijn uitgevende instellingen slechts onderworpen aan de verplichtingen die worden vastgesteld door hun lidstaat van herkomst (gewoonlijk de lidstaat waar zij zijn opgericht) en niet aan die van de lidstaat van ontvangst. Dit prerogatief moet voorkomen dat op uitgevende instellingen twee (of meer) verschillende regimes van toepassing zijn.

3. TOETSING VAN DE WERKING VAN DE RICHTLIJN: AANDACHTSPUNTEN

9. Bij de toetsing van de werking van de Transparantierichtlijn is een aantal vragen gerezen (zie het werkdocument van de diensten van de Commissie bij dit document voor nadere bijzonderheden).
10. In de eerste plaats is er een debat op gang gekomen over de vraag of de transparantieregels specifiek aan kleinere beursgenoteerde ondernemingen moeten worden aangepast om de aantrekkelijkheid van gereguleerde markten voor deze categorie van uitgevende instellingen te behouden en te vergroten⁷. Ofschoon er niet veel ruimte is om de regels van de Transparantierichtlijn voor kleinere beursgenoteerde ondernemingen te vereenvoudigen, en dus kosten te sparen, zijn er toch specifieke vereenvoudigingsmaatregelen die kunnen worden overwogen zonder de bescherming van de belegger te ondergraven, zoals: i) het versoepelen van de termijnen voor de openbaarmaking van financiële verslagen; ii) het verlichten van de verplichting om driemaandelijke financiële informatie te publiceren; iii) het harmoniseren van de informatie die verslagen maximaal moeten bevatten; of iv) het vergemakkelijken van de zichtbaarheid van kleinere beursgenoteerde ondernemingen over de grenzen heen bij potentiële beleggers en/of intermediaire informatieverstrekkers, zoals financiële analisten⁸, waardoor deze ondernemingen aantrekkelijker worden.
11. Ten tweede is de door de Transparantierichtlijn in 2004 ingevoerde verplichting om driemaandelijke financiële informatie te verstrekken, door de marktdeelnemers in het algemeen goed ontvangen, ofschoon zij bij beleggers een kortetermijnvisie op de prestaties van uitgevende instellingen in de hand kan werken⁹. Het verlichten van de verplichting om driemaandelijke informatie openbaar te maken, zou waarschijnlijk ook alleen kleinere beursgenoteerde ondernemingen ten goede komen, aangezien mag worden aangenomen dat grote ondernemingen driemaandelijke informatie zullen blijven publiceren. Daarentegen vraagt de markt nadere regels in verband met de inhoud van de tussentijdse verklaringen van het bestuursorgaan zodat uitgevende

⁷ Er moet worden benadrukt dat er andere markten dan de "gereguleerde markten" (in de zin van de Transparantierichtlijn) bestaan, waar effecten van uitgevende instellingen kunnen worden verhandeld. Deze markten gelden als multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) in de zin van Richtlijn 2004/39/EG. De regels van de Transparantierichtlijn zijn niet op deze alternatieve markten van toepassing en volgens de externe studie zijn de belanghebbenden er geen voorstander van om het toepassingsgebied van de richtlijn tot deze niet-gereguleerde markten te verruimen. De Commissie is in dit stadium niet voornemens een dergelijk voorstel te doen. Nadere uitleg hierover wordt gegeven in het werkdocument van de diensten van de Commissie bij dit verslag.

⁸ Zie bijvoorbeeld F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, maart 2010, op www.eurocapitalmarkets.org. Volgens dit verslag is gemiddeld 93 % van het handelsvolume op gereguleerde markten geconcentreerd op 7 % van het totale aantal in de EU ter beurse genoteerde ondernemingen.

⁹ Dit kortetermijneffect staat op gespannen voet met recente initiatieven van de Europese Commissie om financiële en uitgevende instellingen ertoe aan te zetten stimulansen voor een langeretermijnvisie te geven. Zo heeft zij aanbevolen om in de bestuurdersbeloningen bij financiële en uitgevende instellingen met de langetermijnbelangen van de onderneming rekening te houden; zie Aanbeveling 2009/384/EG van de Commissie van 30 april 2009 over het beloningsbeleid in de financiële sector (PB L 120 van 15.5.2009, blz. 22) en Aanbeveling 2009/385/EG van de Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursbeursgenoteerde ondernemingen (PB L 120 van 15.5.2009, blz. 28).

instellingen gemakkelijker hun verplichtingen kunnen naleven en de openbaar te maken informatie voorspelbaarder wordt.

12. Ten derde kunnen de lidstaten strengere eisen opleggen, aangezien de Transparantierichtlijn slechts in een minimale harmonisatie voorziet¹⁰. Als gevolg van de bestaande verschillende nationale regelingen is de Transparantierichtlijn derhalve op vrij uiteenlopende wijze door de lidstaten in nationaal recht omgezet. Strengere nationale eisen, met name ten aanzien van de kennisgeving van belangrijke deelnemingen waaraan stemrechten zijn verbonden, worden door de belanghebbenden als problematisch gezien. Dit leidt tot reële en dure implementatieproblemen. Bijgevolg rijst de vraag of de huidige opzet (dat wil zeggen minimale harmonisatie) geschikt is om een niveau van harmonisatie van de transparantievereisten in de EU te bewerkstelligen dat doeltreffend functioneert.
13. Ten vierde blijkt dat de verplichtingen van de Transparantierichtlijn aan de innovatie op de financiële markten moeten worden aangepast en dat aan bepaalde soorten instrumenten hogere transparantievereisten moeten worden opgelegd. Met name ontoereikende openbaarmaking op het gebied van het lenen van aandelen lijkt het risico op "empty voting" te hebben vergroot en het gebrek aan openbaarmaking in verband met in contanten afgewikkelde derivaten heeft tot een groter probleem met "hidden ownership" geleid. Wat de openbaarmaking van informatie voor corporate governance doeleinden betreft, zijn verenigingen die uitgevende instellingen in de EU vertegenwoordigen, voorstander van de invoering van mechanismen die uitgevende instellingen in staat stellen de uiteindelijke belegger te identificeren, zodat een echte dialoog tussen aandeelhouders en uitgevende instellingen kan worden gevoerd. Aanvullend klinkt ook een vraag naar strengere openbaarmakingsvereisten voor aanzienlijke deelnemingen, zelfs als goed bekend is wie de aandeelhouders zijn met belangrijke deelnemingen waaraan stemrechten zijn verbonden. In sommige lidstaten wordt aan grote beleggers al gevraagd openbaar te maken wat zij met hun deelnemingen voornemens zijn en hoe zij de verwerving ervan hebben gefinancierd. Ook de vraag of grote (met name institutionele) beleggers hun stembeleid in beursgenoteerde ondernemingen moeten bekendmaken, houdt hiermee verband.
14. Ten vijfde wordt in de EU-wetgeving, naast de openbaarmaking van financiële verslagen zoals opgelegd door de Transparantierichtlijn, voorgeschreven (of in voorkomend geval aanbevolen) dat beursgenoteerde ondernemingen periodiek niet-financiële (maar aan de corporate governance gerelateerde) informatie verstrekken, doorgaans tezamen met het jaarlijks financieel verslag, zoals de zogeheten verklaring inzake corporate governance¹¹. In dit verband is de vraag gerezen of de bekendmaking van niet-financiële informatie in het regime van de

¹⁰ De diensten van de Commissie hebben de kwestie van strengere nationale eisen in 2008 bestudeerd en hierover een specifiek gedetailleerd document opgesteld, dat als een aanvulling op dit verslag moet worden beschouwd. Zie het werkdokument van de diensten van de Commissie "Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market" (SEC(2008) 3033 van 10.12.2008).

¹¹ Artikel 46 bis van Vierde Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 25 juli 1978 betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, gewijzigd bij Richtlijn 2006/46/EG (PB L 224 van 16.8.2006, blz. 1).

Transparantierichtlijn moet worden opgenomen om de bestaande vereisten te vereenvoudigen.

15. Een kwestie die hiermee samenhangt, is de bekendmaking door beursgenoteerde ondernemingen van informatie op sociaal, milieu- en governancegebied (ESG)¹². Sommige belanghebbenden (niet-gouvernementele organisaties, een aantal beleggersverenigingen) vragen regelmatig om verbetering en aanscherping van de Europese wetgeving met betrekking tot de verstrekking van ESG-informatie. Zij zien de Transparantierichtlijn als een geschikt instrument om dergelijke informatie een plaats te geven naast de financiële rapportageverplichtingen van beursgenoteerde ondernemingen, en om enkele van de geconstateerde tekortkomingen in de huidige regels en praktijken in verband met de verstrekking van ESG-informatie aan te pakken.
16. Ten zesde zijn er maar weinig vorderingen gemaakt met de totstandbrenging van een pan-Europees systeem voor de opslag van gereguleerde informatie dat tot doel heeft beleggers gemakkelijker toegang tot informatie te geven¹³. Op dit gebied heeft de richtlijn dan ook te weinig effect gesorteerd: belangstellenden moeten 27 verschillende nationale databanken raadplegen en het elektronische netwerk dat deze databanken onderling verbindt, staat nog in zijn kinderschoenen en presteert tot dusver zeer matig. Dit doet de vraag rijzen of de opslagmechanismen van de richtlijn, zoals zij thans zijn opgezet, als "toegangspoort" tot historische financiële informatie over beursgenoteerde ondernemingen op pan-Europees niveau kunnen fungeren.
17. Tot slot blijkt uit de toetsing van de werking van de Transparantierichtlijn dat, ofschoon er geen grote nalevingsproblemen zijn, enkele technische aanpassingen van de tekst de duidelijkheid van de richtlijn ten goede zouden komen.

4. CONCLUSIES

18. Uit deze toetsing van de werking van de Transparantierichtlijn blijkt dat de door de richtlijn opgezette regeling op verschillende punten voor verbetering vatbaar is, met name wat betreft de vereenvoudiging van de regels die van toepassing zijn op kleinere beursgenoteerde ondernemingen, zodat kapitaalmarkten voor hen interessanter worden. Ook de zichtbaarheid van kleinere beursgenoteerde ondernemingen over de grenzen heen bij potentiële beleggers en analisten moet worden verbeterd met als uiteindelijke doel de handel in de effecten van deze

¹² ESG is in de wet- en regelgeving niet exact omschreven en ook de reikwijdte ervan is niet duidelijk afgebakend. Toch lijkt het erop dat de verstrekking van ESG-informatie past in het bredere debat over maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO). MVO is door de Commissie omschreven als een concept waarbij "ondernemingen in hun activiteiten en in hun relaties met hun stakeholders vrijwillig aandacht besteden aan sociale kwesties en aan het milieu". Zie de mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad en het Europees Economisch en Sociaal Comité met als titel "Tenuitvoerlegging van het partnerschap voor groei en werkgelegenheid: Europa moet een voorbeeld worden op het gebied van maatschappelijk verantwoord ondernemen" (COM(2006) 136 definitief van 22.3.2006).

¹³ Zie Aanbeveling 2007/657/EG van de Commissie van 11 oktober 2007 over het elektronische netwerk van officieel aangewezen mechanismen voor de centrale opslag van gereguleerde informatie als bedoeld in Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 267 van 12.10.2007, blz. 16).

kleinere uitgevende instellingen omhoog te stuwen. In het kader van de Transparantierichtlijn kan een aantal maatregelen worden genomen om dit doel te helpen verwezenlijken: het versoepelen van de termijnen voor de openbaarmaking van financiële verslagen door kleinere uitgevende instellingen zou bijvoorbeeld hun zichtbaarheid verhogen, omdat zij dan niet langer op hetzelfde tijdstip als grote uitgevende instellingen informatie over hun prestaties zouden moeten verstrekken; ook het harmoniseren van de informatie die verslagen maximaal moeten bevatten en van de wijze waarop zij moeten worden gepresenteerd, zou het voor beleggers en analisten gemakkelijker maken om deze te lezen en te vergelijken. In dit verband blijkt uit de toetsing van de werking van de Transparantierichtlijn ook dat het, om de zichtbaarheid en de aantrekkelijkheid van kleinere beursgenoteerde ondernemingen te verhogen, wenselijk is de toegang van potentiële beleggers en informatie-intermediairs tot financiële informatie die door kleinere uitgevende instellingen openbaar is gemaakt en in de officieel aangewezen mechanismen voor de opslag van gereguleerde informatie is opgeslagen, op een pan-Europees niveau verder te vergemakkelijken.

19. Voorts blijkt uit de toetsing van de werking van de Transparantierichtlijn dat de regels voor de bekendmaking van belangrijke deelnemingen waaraan stemrechten zijn verbonden en van belangrijke deelnemingen in financiële instrumenten die toegang geven tot stemrechten (inclusief in contanten afgewikkelde derivaten), met elkaar in overeenstemming moeten worden gebracht en dat het mogelijk is de rapportageverplichtingen voor uitgevende instellingen in het kader van de bredere context van corporate governance te vereenvoudigen. In dit verband wordt in het verslag ook melding gemaakt van de standpunten van sommige belanghebbenden ten aanzien van de bekendmaking van sociale en milieu-informatie.

- 20.