



EVROPSKÁ KOMISE

V Bruselu dne 25.10.2011
SEK(2011) 1280 v konečném znění

PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE

SOUHRN POSOUZENÍ DOPADŮ

Průvodní dokument k

návrhu

směrnice Evropského parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a směrnice Komise 2007/14/ES

{KOM(2011) 683 v konečném znění}
{SEK(2011) 1279 v konečném znění}

1. ÚVOD

Podle směrnice o průhlednosti¹ (dále jen „směrnice“) musí emitenti cenných papírů, s nimiž se obchoduje na regulovaných trzích v Evropské unii (EU), zajistit vhodnou průhlednost ve vztahu k investorům prostřednictvím zveřejňování a šíření regulovaných informací² veřejnosti.

Pět let od vstupu směrnice v platnost zveřejnila Komise zprávu³, v níž jsou posouzeny dopady směrnice. Ve zprávě byla směrnice uznána jako užitečná pro řádné a účinné fungování trhu, byly však zdůrazněny oblasti, v nichž je zapotřebí zlepšení.

V roce 2010 zahájila Komise veřejnou konzultaci o modernizaci směrnice. K hlavním nadneseným otázkám patřila přitažlivost regulovaných trhů pro malé a střední emitenty a způsoby zlepšení režimu pro oznamování významných účastí na hlasovacích právech.

Respondenti účastníci se veřejné konzultace se lišili v názorech, pokud jde o to, zda by bylo možno změnami směrnice zlepšit situaci malých a středních emitentů. Co se týká účastí na hlasovacích právech, veřejná konzultace prokázala obecnou shodu ohledně nutnosti zahrnout požadavek týkající se oznamování účastí na derivátech vypořádaných v penězích⁴ a zvýšit úroveň harmonizace v této oblasti. Mimoto se požadovala větší jasnost v některých technických oblastech.

V roce 2010 se Komise s Evropským parlamentem dohodla na posouzení možnosti zavést požadavek, aby určité společnosti zveřejňovaly klíčové finanční informace týkající se jejich činností ve třetích zemích⁵. Zvláštní posouzení dopadů týkající se této záležitosti dospělo k závěru, že směrnici o průhlednosti a směrnice o účetních závěrkách⁶ by měly být v tomto ohledu pozměněny za účelem zahrnutí nového požadavku.

2. VYMEZENÍ PROBLÉMU

Problémy, jež byly zjištěny v souvislosti se stávajícím režimem, lze seskupit do dvou hlavních kategorií: a) malí a střední emitenti a b) požadavky na oznamování významných účastí na hlasovacích právech.

¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004.

² Pojem regulované informace zahrnuje roční, pololetní a čtvrtletní finanční informace, průběžné informace o významných úcastech na hlasovacích právech a informace *ad hoc* zveřejňované podle směrnice o zneužívání trhu (směrnice 2003/6/ES).

³ KOM(2010) 243 v konečném znění ze dne 27. května 2010. Ke zprávě byl připojen podrobnější pracovní dokument útvarů Komise (SEK(2010) 61).

⁴ Akciové deriváty vypořádané v penězích odkazují na transakce související s vlastním kapitálem, které jsou vypořádané pouze vyplacením hotovosti bez fyzického dodání podkladového kapitálu.

⁵ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/cs/10/st15/st15650-ad01.cs10.pdf>

⁶ Čtvrtá směrnice Rady 78/660/EHS o ročních účetních závěrkách a sedmá směrnice Rady 83/349/EHS o konsolidovaných účetních závěrkách.

2.1. Problémy zjištěné v souvislosti s malými a středními emitenty

V EU neexistuje právní definice malých a středních emitentů. Pokud se v tomto dokumentu odkazuje na malé a střední emitenty, je nutno tento výraz chápat ve smyslu stávajících vnitrostátních pojmů používaných v členských státech.

Zlepšení regulačního prostředí pro malé a střední emitenty a usnadnění jejich přístupu ke kapitálu je pro Komisi významnou politickou prioritou⁷. Ačkoliv se požadavky týkající se průhlednosti nepovažují za jediný zdroj problémů, s nimiž se malé a střední emitenti potýkají, přispívají k vysokým nákladům na dodržování předpisů spojeným s kotováním na regulovaných trzích, k jejich nízké viditelnosti pro analytiku a investory a ke kultuře orientace na krátkodobé výsledky.

2.1.1. Vysoké náklady malých a středních emitentů na dodržování předpisů

Cílem směrnice je zajistit trhu přesné, úplné a včasné informace. Emitenti musí zveřejňovat roční, pololetní a čtvrtletní finanční informace⁸. Směrnice ukládá minimální požadavek zveřejňovat čtvrtletní mezitímní zprávy vedení s omezeným obsahem. Mnoho členských států však vyžaduje zveřejňování dalších údajů. Pro malé a střední emitenty jsou náklady vzniklé v souvislosti se zveřejňováním čtvrtletních finančních informací poměrně vysoké, zatímco užitečnost této povinnosti není zřejmá.

Pro emitenty může být nákladné a náročné na zdroje rovněž dodržování striktní lhůty pro zveřejňování pololetních zpráv, složitost obsahu a druhy informací, které mají být zveřejněny v popisných částech zpráv.

2.1.2. Zaměření na krátkodobé výsledky

Nutnost zveřejňovat čtvrtletní finanční informace může vyvíjet na vedení tlak, aby byl v každém čtvrtletí vykázán zisk. Podávání čtvrtletních zpráv by mohlo být vnímáno rovněž jako regulační pobídka pro investory, aby se zaměřovali na krátkodobé výsledky společností, místo aby přijali dlouhodobější vizi.

2.1.3. Menší viditelnost malých a středních emitentů

Krátká lhůta pro podávání pololetních zpráv (dva měsíce po skončení období, o němž se podává zpráva) vytváří na konci druhého měsíce problém, který narušuje trh, přetěžuje investory a analytiku finančními informacemi a zesiluje u nich tendenci omezit pozornost na největší společnosti s předním postavením na trhu a málo se zajímat o malé a střední emitenty. Tak je tomu obzvláště u většiny evropských emitentů, jejichž účetní období odpovídá kalendářnímu roku, a u nichž tato lhůta proto připadá na konec srpna. To přispívá k nízké viditelnosti malých a středních emitentů u investorů a analytiků.

⁷ Sdělení Komise „Na cestě k Aktu o jednotném trhu – Pro vysoce konkurenceschopné sociálně tržní hospodářství – 50 návrhů pro lepší společnou práci, podnikání a obchod“, KOM(2010) 608 v konečném znění a sdělení Komise „Akt o jednotném trhu – Dvanáct nástrojů k podpoře hospodářského růstu a posílení důvěry – Společně pro nový růst“, KOM(2011) 206 v konečném znění.

⁸ Buď čtvrtletní finanční zprávy, nebo mezitímní zprávy vedení; obecně uváděné rovněž jako čtvrtletní finanční informace.

Dalším problémem, který snižuje viditelnost malých a středních emitentů, jsou potíže, s nimiž se potýkají investoři, kteří chtějí získat přístup k zveřejněným informacím, a to kvůli nedostatečnému propojení jednotlivých vnitrostátních mechanismů ukládání.

2.1.4. Zjištěné problémy v souvislosti s oznamováním významných účastí na hlasovacích právech

Směrnice vyžaduje, aby emitenti trh informovali o nabytí či pozbytí akcií, které jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu a s nimiž jsou spojena hlasovací práva (tj. oznamovali podíl na hlasovacích právech, která drží, pokud tento podíl dosáhne prahové hodnoty ve výši 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % a 75 % nebo tyto prahové hodnoty překročí či pod ně klesne). U stávajícího režimu byly zjištěny dva problémy: skryté vlastnictví kvůli nedostatkům v pravidlech pro oznamování a rozdílná pravidla pro oznamování, která platí v jednotlivých členských státech.

2.1.5. Možnost skrytého vlastnictví

Od přijetí směrnice na trhu podstatně vzrostlo využívání derivátů vypořádaných v penězích. Deriváty vypořádané v penězích lze využít k získání a uplatňování vlivu na kotovanou společnost nebo k vytvoření skryté účasti ve společnosti (existuje řada nahlášených příkladů takového chování⁹). Na tyto deriváty se však v současnosti pravidla směrnice týkající se zveřejňování nevztahují. Toto opomenutí může vést k možnému zneužívání trhu, neúčinnosti mechanismu tvorby cen a prázdnému hlasování (empty voting), což má za následek nízkou důvěru investorů a nesoulad zájmů investorů s dlouhodobými zájmy samotných společností.

2.1.6. Rozdílná pravidla týkající se oznamování v jednotlivých členských státech, která u přeshraničních investorů vedou k větším závazkovým a regulačním rizikům a vysokým nákladům na dodržování předpisů

Rozdílná pravidla týkající se oznamování, která platí v jednotlivých členských státech, zejména pokud jde o souhrn účastí na akciích a účastí na finančních nástrojích, zvyšují náklady a vytváří právní nejistotu u investorů s přeshraniční činností. Absence souhrnu účastí na akciích a účastí na finančních nástrojích vede v některých členských státech rovněž k nižší úrovni průhlednosti.

3. SUBSIDIARITA

EU je oprávněna jednat v této oblasti podle článků 50 a 114 Smlouvy o fungování Evropské unie. Všechny zjištěné problémy se týkají celého kapitálového trhu v EU, a pro efektivitu změn je proto nezbytné, aby byly provedeny na úrovni EU.

Zjištěné problémy týkající se malých a středních emitentů vyplývají z právních předpisů EU a členských států a lze je řešit pouze změnami právních předpisů EU. Pouze nástroj přijatý na úrovni EU mimoto zajistí, aby všechny členské státy používaly stejný regulační rámec založený na stejných zásadách, a ukončí tudíž stávající roztržitost regulačních opatření, pokud jde o režim oznamování významných účastí.

⁹ Příklady: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

4. CÍLE

Plánovaná opatření by měla některé povinnosti zjednodušit s cílem pomoci zajistit, aby byly regulované trhy přitažlivé pro malé a střední emitenty, a měla by zvýšit právní jasnost a účinnost režimu průhlednosti s ohledem na zveřejňování informací o vlastnictví společností.

5. MOŽNOSTI POLITIKY: ANALÝZA DOPADŮ A SROVNÁNÍ

K dosažení výše uvedených cílů Komise navrhla, analyzovala a porovнала různé možnosti politiky s cílem určit možnosti, které zjištěné problémy uspokojivě řeší. Tyto možnosti jsou uvedeny níže.

5.1. Možnosti politiky k umožnění větší pružnosti u malých a středních emitentů, pokud jde o četnost a načasování zveřejnění pravidelných finančních informací

- (1) *Žádná opatření* – Tato možnost by stanoveného cíle nedosáhla. Tato možnost se proto zamítá.
- (2) *Zrušení povinnosti předkládat čtvrtletní finanční informace u malých a středních emitentů* – Tato možnost by snížila náklady malých a středních emitentů i regulační pobídky, které mohou podněcovat k orientaci na krátkodobé výsledky. Zavedení různých režimů pro společnosti kotované na regulovaném trhu podle jejich velikosti by však mohlo být pro investory matoucí a mohlo by mít za následek rovněž menší viditelnost malých a středních emitentů. Tato možnost se proto zamítá.
- (3) *Zrušení povinnosti předkládat čtvrtletní finanční zprávy u malých a středních emitentů během počátečního období 3 let od přijetí k obchodování* – Ačkoliv by tato možnost zmírnila přímé tlaky, s nimiž se malí a střední emitenti potýkají, vedla by pouze k odkladu nákladů. Zavedení různých režimů pro společnosti kotované na regulovaném trhu podle jejich velikosti a stáří by mohlo být pro investory matoucí. Tato možnost se proto zamítá.
- (4) *Zrušení povinnosti předkládat čtvrtletní finanční zprávy u všech kotovaných společností* – Tato možnost by snížila náklady společností na dodržování předpisů. Průměrné odhadované snížení nákladů (s vyloučením nákladů na vypracování čtvrtletních informací) je v případě malých a středních emitentů v rozmezí od 2 000 do 60 000 EUR ročně na emitenta a u velkých emitentů od 35 000 do 250 000 EUR ročně na emitenta. U malých a středních emitentů nebylo možno odhadnout v peněžním vyjádření snížení nákladů na zaměstnance podílející se na vypracování těchto informací: toto snížení se u jednotlivých emitentů značně liší, od 8 do 30 člověkodnů ročně. U velkých emitentů lze maximální celkové snížení nákladů (včetně nákladů souvisejících se zaměstnanci, kteří se podílejí na vyhotovení těchto zpráv) odhadnout na nejvýše 2 miliony EUR ročně na emitenta. To by mělo malým a středním emitentům umožnit, aby své zdroje přesměrovali na zveřejňování takových informací, které nejlépe vyhovují jejich investorům. Tato možnost by měla snížit krátkodobý tlak na emitenty a přimět investory k přijetí dlouhodobější vize. Neměla by mít nepříznivý dopad na ochranu investorů. Ochrana investorů je již dostatečně zaručena prostřednictvím povinného zveřejňování pololetních a ročních výsledků a

rovněž zveřejňováním informací, které požaduje směrnice o zneužívání trhu a směrnice o prospektu¹⁰. Investoři by proto měli být náležitě informováni o důležitých událostech a skutečnostech, které by mohly ovlivnit cenu podkladových akcií, nezávisle na zveřejňování čtvrtletních informací, jak se požaduje podle směrnice. Nezdá se proto, že je nutné v právních předpisech stanovit povinné zveřejňování mezitímních zpráv vedení. Aby byla tato možnost účinná, nemělo by být členským státům povoleno, aby zveřejňování čtvrtletních informací ukládaly ve vnitrostátních právních předpisech. Společnosti se budou moci rozhodnout zveřejnit čtvrtletní informace, pokud si to budou přát.

- (5) *Prodloužení lhůty pro zveřejňování pololetních informací na tři měsíce od skončení příslušného období, o němž se podává zpráva, u všech kotovaných společností* – U malých a středních emitentů by došlo k určitým úsporám nákladů, nejdůležitější přínosy by však byly nepeněžní povahy. Emitenti by měli k dispozici dodatečný čas na vypracování svých zpráv, což by zvýšilo kvalitu jejich výstupů. Tato možnost by měla rovněž kladný dopad na viditelnost malých a středních emitentů, jelikož ti budou moci snáze načasovat zveřejnění svých zpráv tak, aby nebyly zveřejňovány ve stejné době jako zprávy velkých kotovaných společností. To by znamenalo, že analytici a investoři budou mít k dispozici více času na posouzení pololetních výsledků malých a středních emitentů.
- (6) *Prodloužení lhůty pro zveřejňování pololetních informací na tři měsíce od skončení příslušného období, o němž se podává zpráva, u malých a středních emitentů* – Tato možnost by měla kladný dopad na viditelnost malých a středních emitentů. Zavedení různých režimů pro společnosti kotované na regulovaných trzích podle jejich velikosti by však mohlo být pro investory matoucí. Tato možnost se proto zamítá.

5.2. Možnosti politiky pro zjednodušení popisných částí finančních zpráv u malých a středních emitentů

- (1) *Žádná opatření* – Tato možnost by stanoveného cíle nedosáhla. Tato možnost se proto zamítá.
- (2) *Harmonizace maximálního popisného obsahu finančních zpráv na úrovni EU u malých a středních emitentů* – Standardizace obsahu zpráv může vést k vyšším nákladům na dodržování předpisů u malých a středních emitentů, kteří jsou usazeni v členských státech, v nichž jsou požadavky v současnosti malé. Tato možnost by však usnadnila srovnatelnost finančních informací v celé EU. Pokud by však prahová hodnota pro obsah byla na úrovni EU stanovena příliš nízkou v zájmu dosažení úspor nákladů, mohlo by to mít pro investory negativní důsledky. Tato možnost se proto zamítá.
- (3) *Požadavek, aby ESMA¹¹ vypracoval pro všechny kotované společnosti nezávazné pokyny (vzory) pro popisné části finančních zpráv* – Tato možnost by orgánu ESMA umožnila vypracovat vzor tak, aby byla zajištěna úspora nákladů. Usnadnila by rovněž investorům srovnávání informací a mohla by zvýšit přeshraniční viditelnost

¹⁰ Směrnice 2003/6/ES a směrnice 2003/71/ES.

¹¹ Evropský orgán pro cenné papíry a trhy.

malých a středních emitentů. Pro orgán ESMA by znamenala určité jednorázové náklady.

- (4) *Požadavek, aby členské státy vypracovaly nezávazné vzory nebo pokyny pro obsah popisných částí zpráv* – Tato možnost by členským státům umožnila přizpůsobit obsah zpráv svému vnitřnímu trhu. Neusnadnila by však přeshraniční srovnatelnost informací. Tato možnost se proto zamítá.

5.3. Možnosti politiky pro odstranění mezer v požadavcích na oznamování významných účastí na hlasovacích právech

- (1) *Žádná opatření* – Tato možnost by stanoveného cíle nedosáhla. Tato možnost se proto zamítá.
- (2) *Obecný režim: rozšíření režimu zveřejňování na všechny nástroje s ekonomickým účinkem podobným účasti na akciích a na titulech opravňujících k nabytí akcií* – Tato možnost by se vztahovala na deriváty vypořádané v penězích a rovněž všechny podobné finanční nástroje, které se mohou objevit v budoucnu. Tuto možnost podpořila většina respondentů účastnících se konzultace jako řešení výše popsáných problémů. Tato možnost by měla značný kladný dopad na ochranu a důvěru investorů. Nový režim zveřejňování vztahující se na všechny druhy finančních nástrojů, které jsou rovnocenné vlastnictví akcií, by mohl u držitelů derivátů vypořádaných v penězích vést ke zvýšení organizačních nákladů a nákladů na dodržování předpisů (maximální odhadované jednorázové náklady jsou v rozmezí od 100 000 do 600 000 EUR na držitele derivátů vypořádaných v penězích, týkaly by se však pouze investorů, kteří drží značné množství těchto nástrojů). Průběžné náklady nebylo možno odhadnout, jelikož se liší v závislosti na nárůstu počtu zveřejnění na držitele v praxi. Podle zkušeností ve Spojeném království, které takovýto režim zavedlo již v roce 2009, se nicméně odhaduje, že nárůst počtu oznámení bude omezený.
- (3) *Restriktivní přístup: zveřejnění se nepožaduje v případě, jsou-li splněna kritéria tzv. „bezpečného přístavu“* – Tato možnost by vyžadovala, aby byly zveřejněny všechny nástroje umožňující přístup k podkladovým hlasovacím právům, nejsou-li splněna určitá stanovená kritéria. Tato možnost by však investorům umožnila obcházet účel požadavku na zveřejňování. Tato možnost se proto zamítá.

5.4. Možnosti politiky pro odstranění rozdílů v požadavcích na oznamování významných účastí

- (1) *Žádná opatření* – Tato možnost by stanoveného cíle nedosáhla. Tato možnost se proto zamítá.
- (2) *Harmonizace režimu pro zveřejňování významných účastí na hlasovacích právech tím, že se vyžaduje souhrn účastí na akciích a účastí na finančních nástrojích poskytujících přístup k akciím (včetně derivátů vypořádaných v penězích)* – Tato možnost by harmonizovala používaný způsob výpočtu prahových hodnot, nikoli však samotné prahové hodnoty, vytvořila by tudíž jednotný přístup, který by snížil právní nejistotu, zlepšil průhlednost, zjednodušil přeshraniční investice a zvýšil přitažlivost kapitálových trhů v EU. Odhadované snížení průběžných nákladů u přeshraničních investorů činí 77 000 EUR ročně na hospodářský subjekt. Tato možnost by však

vedla k určitým dodatečným nákladům spojeným s dalším zveřejněním v členských státech, v nichž v současnosti požadavek na souhrn neexistuje.

- (3) *Harmonizace režimu pro zveřejňování významných účastí na hlasovacích právech tím, že se stanoví 3 zvláštní režimy zveřejňování: jeden pro účast na akcích, jeden pro finanční nástroje poskytující přístup k akciím a jeden pro deriváty vypořádané v penězích* – Tato možnost by vytvořila jednotný režim, mohla by však mít nepříznivé dopady na ochranu a důvěru investorů. Tato možnost se proto zamítá.
- (4) *Harmonizace režimu pro zveřejňování významných účastí na hlasovacích právech tím, že se harmonizují prahové hodnoty pro zveřejnění* – Prahové hodnoty pro hlasovací práva nepovažovala většina respondentů za vážný problém. Mimoto se zdá, že prahové hodnoty pro oznamování lze obtížně harmonizovat vzhledem k rozdílům v držbě akcií mezi jednotlivými členskými státy. Tato možnost se proto zamítá.

6. POUŽITÝ NÁSTROJ A ASPEKTY TÝKAJÍCÍ SE PROVEDENÍ A DODRŽOVÁNÍ

Pouze závazný právní nástroj zajistí, aby všechny členské státy používaly stejný regulační rámec založený na stejných zásadách. Směrnice v určitých oblastech umožní maximální harmonizaci, ponechává však členským státům určitou pružnost, aby v ostatních oblastech mohly zohlednit svou zvláštní situaci.

V zájmu lepšího provádění směrnice a na základě sdělení Komise s názvem „Posílení sankčních režimů v odvětví finančních služeb“¹² by se měl zlepšit rovněž stávající rámec pro ukládání sankcí.

7. MONITOROVÁNÍ A HODNOCENÍ

Komise bude sledovat provádění směrnice ze strany členských států. V případě potřeby nabídnou útvary Komise členským státům pomoc. Posouzení dopadů uplatňování legislativních opatření by mělo být provedeno šest let od vstupu legislativních opatření v platnost. Komise bude sledovat uplatňování pozměněné směrnice prostřednictvím orgánu ESMA a v rozsáhlém dialogu s hlavními zúčastněnými stranami.

¹² Sdělení ze dne 9. prosince 2010: KOM(2010) 716 v konečném znění.