

ESMA – European Securities and Markets Authority

Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus

24 June 2013

The European Securities and Markets Authority has published a Consultation Paper on draft regulatory technical standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus.

File No 115/75

Doc. No 504847-v1

The Danish specialised mortgage banks, represented by the Association of Danish Mortgage Banks and the Danish Mortgage Banks' Federation, welcome the opportunity to comment on the draft. As we represent the interests of specialised covered bond issuers in Denmark, we have focused our reply and only answered the questions specifically related to covered bond issuers (questions 1, 2, 4-7, 10, 11, 24, 25, and 29-35).

We would like to stress the need for a distinction between equities and debt securities. There are significant and important differences between these types of securities pertaining to when a prospectus supplement is needed. If no distinctions are made, unnecessary burdens would be imposed on many covered bonds issuers.

Furthermore, we would like to bring your attention to the guidelines recently issued by the Danish Financial Supervisory Authority on supplements to the prospectus regarding covered bonds (attached). In our view, these guidelines represent a carefully worked out set of rules which fairly describe in which cases a prospectus supplement is needed.

Q 1:

Yes. We agree that the defining factor should be, whether the event is capable of affecting the assessment of the securities.

Q 2:

Yes

Q 4:

We have no knowledge of such other situations.

Q 5:

No. We believe that the “test” according to Article 16 is sufficient. Please see the guidelines from the DFSA.

Q 6:

It is difficult to assess the cost estimate. But in our opinion a standard update can easily amount to 10,000-20,000 EUR.

Q 7:

It seems that Annex V is mentioned in Paragraph 46 by mistake? If Annex V is not mentioned by mistake, we don't agree that there should be a systematic requirement for the debt securities note issued pursuant to Annex V, since a profit forecast would more often than not be insignificant for debt securities (see also A29 and A 31). Issuers of debt securities should be excluded.

File No 115/75

Doc. No 504847-v1

Q 10:

It seems that Annex IV is mentioned in Paragraph 54 by mistake? If Annex IV is not mentioned by mistake, we don't agree that there should be a systematic requirement for the debt securities note issued pursuant to Annex IV, since a profit forecast would more often than not be insignificant for debt securities (see also A29 and A 31). Issuers of debt securities should be excluded. Please see answer to question 7 above.

Q 11:

See answer to questions 7 and 10.

Q 24:

Yes, we agree that this would require a supplement.

Q 25:

It is difficult to assess the cost estimate. But in our opinion such an update can easily amount to 10,000-40,000 EUR, as it might be necessary to seek external counsel (e.g. lawyers, auditors, listing agents), before the supplement is ready to be approved by the authorities.

Q 29:

No. We believe that the "test" according to Article 16 is sufficient.

As ESMA points out in paragraph 88 not "*every decision made by any party to a proceeding during the process should trigger a systematic supplement requirement*". The issuers would therefore still have to make their own test whether any given partial ruling falls under the envisaged situations pursuant to which a supplement to the prospectus shall "*always*" be published.

Therefore such a requirement would offer no guidance to issuers – it would simply – in essence – move the "test" according to Article 16 from one point to another, hence adding no extra value to issuers and the investors can still only rely on the issuers publishing all "relevant" information – again; no added value.

Q 30:

No. We believe that the “test” according to Article 16 is sufficient.

Page 3

Q 31:

Yes, we agree that such a distinction should be made.

There are significant and important differences between the types of securities on what could constitute a trigger event for a prospectus supplement.

File No 115/75

Doc. No 504847-v1

The distinction between debt and equity is often pronounced as many events that would cause significant movements in the price of a listed equity-security, would be insignificant for an issuer of debt-security. This is even more true for covered bonds issuers, which is a large industry in many EU-member states. If no distinction is made, unnecessary burdens would be imposed on many issuers.

Q 32:

It is our view that any cost in connection with such a supplement would be “too high”, as it is an unnecessary burden. There is no added value.

Q 33:

If the issuer has stated an aggregate nominal amount, then an increase in this amount should be published in a supplement.

In our opinion, a requirement to state an aggregate amount should continue to be optional.

Q 34:

It is difficult to assess the cost estimate. But in our opinion such an update can easily amount to 10,000-20,000 EUR.

Q 35:

We cannot think of any other case which should systematically trigger a supplement.

If you have any questions in connection with our reply, please do not hesitate to contact us for further clarification.

Kind regards,

Tina Oreskov
Danish Mortgage Banks’
Federation

Lars Ravn Knudsen
Association of Danish Mortgage
Banks

NOTAT

Finanstilsynet

19. september 2012

/hek

Basisprospekter for Realkreditobligationer - Tillæg

Et prospekt for offentligt udbud og optagelse til handel af realkreditobligationer¹ kan udarbejdes som et basisprospekt.

Et sådant basisprospekt er gyldigt, indtil de pågældende værdipapirer ikke længere udstedes løbende eller ad gentagne gange. I denne periode skal enhver væsentlig ny omstændighed m.v., der kan påvirke vurderingen af værdipapiret, angives i et tillæg til prospektet.

Der er praksis for, at realkreditinstitutterne udarbejder tillægsprospekter hvert kvartal i forbindelse med offentliggørelse af kvartalsregnskaber eller periodemeddelelser, og i nogle tilfælde også i forbindelse med ændringer i ledelsen i selskabet, eller andre institutionelle forhold.

Det er Finanstilsynets vurdering, at udstedere i højere grad skal vurdere, om den nye omstændighed der udløser tillægsprospektet, kan påvirke vurderingen af værdipapiret, så antallet af tillægsprospekter ikke bliver unødvendigt højt.

I notatet vurderes det, på baggrund af input fra Realkreditrådet og Realkreditforeningen, i hvilke situationer der som udgangspunkt ikke vil være, og i hvilke situationer der som udgangspunkt vil være, behov for tillægsprospekt til et basisprospekt for realkreditobligationer.

Baseret på en konkret vurdering, vil der altid kunne drages en anden konklusion, hvorfor nærværende alene er en vejledende udtalelse.

¹ Realkreditobligationer i dette notat dækker over realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, og særligt dækkede realkreditobligationer udstedt af danske realkreditinstitutter.

Lovgrundlag og praksis

1. Basisprospekter

Prospekter for realkreditobligationer bliver udarbejdet som basisprospekter. På baggrund af et basisprospekt kan der foretages løbende udstedelser.

Et basisprospekt indeholder samtlige relevante oplysninger om udstederen og de værdipapirer, der udbydes til offentligheden, eller optages til handel på et reguleret marked.

De oplysninger, der ikke kan indgå i basisprospektet, offentliggøres ved de enkelte udstedelser som endelige vilkår.

Det følger af § 27 i prospektbekendtgørelsen², at enhver væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræder eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet til offentligheden, eller starten af handlen på et reguleret marked, skal angives i et tillæg til prospektet.

Et basisprospekt skal, som alle andre prospekter, indeholde oplysninger om udsteders finansielle stilling. Dette gøres ved at medtage reviderede regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår og revisionsberetning for hvert år.

Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet.

Realkreditinstitutterne har en praksis for at udarbejde tillægsprospekt hver gang de offentliggør en ny regnskabsmeddelelse, herunder årsrapport, halvårsrapport og kvartalsrapport eller periodemeddelelse og i nogle tilfælde også i forbindelse med udskiftning i ledelsen i selskabet eller andre institutionelle forhold.

ESMA (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) offentliggør løbende et dokument vedrørende retningslinjer for anvendelsen af prospektdirektivet.³

² Bekendtgørelse nr. 643 af 19. juni 2012 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro.

³ Frequently Asked Questions, Prospectuses: Common positions agreed by ESMA Members 15 th updated version – July 2012

Det fremgår af spørgsmål 19, at offentliggørelse af delårsrapporter ikke nødvendigvis er et forhold der bevirker, at der skal udarbejdes et tillægsprospekt, men at det vil afhænge af den pågældende situation.

"Q 19) Is the publication of interim financial statements considered as a significant new factor that requires the publication of a supplement in accordance with Article 16 of the Directive?"

A 19) There is no systematic requirement to supplement the prospectus when interim financial statements are produced. This will depend on the circumstances of the case, in particular the relevance of the information included in the interim financial statements (such as any significant deviation in relation to previous financial information) or the type of securities to which the prospectus refers. In case of doubt CESR members recommend issuers to produce the supplement."

2. Insiderbetænkningen

I forbindelse med insiderbetænkningens⁴ tilblivelse, har Realkreditrådet udarbejdet et notat⁵ om forskellene på forhold, som antages at have betydning for prisdannelsen for aktier i forhold til obligationer (bilag 1)⁶.

I notatet fremgår det, at der er stor forskel på, hvornår en oplysning kan karakteriseres som intern viden for så vidt angår aktier og realkreditobligationer.

På side 13 i notatet fremgår det, at: *"realkreditinstituttets potentielle interne viden om realkreditobligationer vil begrænse sig til markedsdata (de såkaldte CK data), ændring af rating, viden om udvikling af nye produkter samt fusion/fission af det enkelte realkreditinstitut".*

På side 14 i notatet fremgår det, at: *"det erfaringsmæssigt kun er i mindre omfang, at forhold vedrørende det udstedende realkreditinstitut har betydning for prisdannelsen på realkreditobligationer. Der er således ikke erfaring for, at oplysninger om udskiftning i ledelse eller revision i et realkreditinstitut har indvirkning på kursfastsættelsen på realkreditobligationer. Det samme gør sig gældende for ændringer i aktiekapital og udbetaling af dividende. Regnskabsoplysninger ses erfaringsmæssigt ikke at have kurspåvirkende effekt, idet det dog kan antages, at regnskabsoplysninger kan være interessante for investorer i tilfælde af et realkreditinstituts truende konkurs."*

I insiderbetænkningen fremgår det, at:

⁴ Betænkning nr. 1521 af juli 2010 om insiderhandel.

⁵ Notatet er vedlagt insiderbetænkningen som bilag 1.

⁶ BØRS har indledningsvist afholdt møde med Realkreditforeningen, der udtrykte enighed med notatets konklusioner.

"Udvalget har drøftet, hvilke forskelle der er på handel med aktier og realkreditobligationer i relation til insiderhandel og begrebet intern viden. På grund af den forholdsvis faste kursdannelse, som i vidt omfang baserer sig på kendte statistikker, kendte konvertermønstre og matematiske modeller, er der kun en meget lille – om overhovedet nogen – forskel på priserne i markedet på den samme realkreditobligation.

Samtidig betyder intern viden om forhold i realkreditinstitutterne meget ofte ikke noget for kursfastsættelsen, som dannes ud fra forholdsvis faste parametre.

Dette indebærer, at hvad der kunne være intern viden i relation til handel med aktier, ikke ville udgøre intern viden, som kan benyttes på realkreditobligationsmarkedet, da den pågældende viden ikke ville være af betydning for kursfastsættelsen.

Realkreditrådet og repræsentanter for realkreditobligationsmarkedet har over for udvalget redegjort for de særlige forhold på markedet, og hvad de betyder for, hvornår der foreligger en intern viden, som kan få indflydelse på den enkelte handel. Realkreditrådet har i den forbindelse udarbejdet en redegørelse om emnet, som er vedlagt denne betænkning som bilag 1.

Udvalget anerkender, at der gør sig særlige forhold gældende på realkreditobligationsmarkedet, og at disse forhold er som beskrevet i Realkreditrådets notat. Disse særlige forhold må tages i betragtning, når forbuddet mod insiderhandel skal anvendes på dette område. Udvalget vil, som allerede anført, herudover ikke beskæftige sig yderligere med realkreditobligationsmarkedet i nærværende betænkning."

I prospektbekendtgørelsens regler om tillægsprospekter, opereres der ikke med begrebet intern viden.⁷ Pligten til at offentliggøre et tillægsprospekt, er knyttet op på, hvorvidt oplysningen kan påvirke vurderingen af værdipapirerne. Der er således paralleller imellem oplysninger som medfører krav om et tillægsprospekt og definitionen af intern viden, der gør, at overvejelserne i forhold til insiderbetænkningen kan anvendes analogt på vurderingen af behovet for udarbejdelsen af et tillægsprospekt.

Det er Realkreditrådets vurdering, at følgende forhold kan have indflydelse på prisdannelsen, og dermed vurderingen af obligationerne:

⁷ Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort jf. VPHL § 34, stk. 2

- Fusion og fission
- Ændring i rating
- Viden om udvikling af nye produkter
- Truende konkurs
- Ugentlige indfrielse

Derimod mener Realkreditrådet, at følgende forhold kun i mindre omfang har indflydelse på prisdannelsen:

- Regnskabsoplysninger
- Ændringer i ledelsen
- Ændringer i aktiekapital
- Udbetaling af dividende

Vurdering

Aktiemarkedet og obligationsmarkedet adskiller sig på væsentlige områder fra hinanden.

På aktiemarkedet sker prisdannelsen på baggrund af forventningerne til det udstedende selskab, branchen og det forventede potentiale til indtjening. Aktiemarkedet vil således i høj grad kunne påvirkes af regnskabsoplysninger, oplysninger om ledelsesskift, ændring i aktiekapitalen, strategiske mv.

Obligationsmarkedet påvirkes derimod ikke, eller kun i meget begrænset omfang af selskabsspecifikke forhold, såsom ledelsesskift, regnskabsoplysninger mv.

Det er på baggrund af obligationsmarkedets mere konstante markedsvurdering af realkreditobligationer, at tillægsprospekter i visse tilfælde ikke er nødvendige.

Det er Finanstilsynets vurdering, at udstedere skal være opmærksomme på, at de skal foretage en vurdering af, om det enkelte forhold kan påvirke vurderingen af obligationen, før de udarbejder tillægsprospekter til basisprospekter for realkreditobligationer.

Det er som udgangspunkt udsteder der skal foretage vurderingen af, om de enkelte forhold udløser en pligt til at udarbejde et tillægsprospekt. I det følgende gennemgås en række forhold, hvor Finanstilsynet vurderer, i hvilke tilfælde der bør udarbejdes et tillægsprospekt, og i hvilke tilfælde dette ikke er nødvendigt. Listen er ikke udtømmende, og der vil derfor meget vel kunne opstå andre forhold, hvor det skal vurderes, om der skal udarbejdes et tillægsprospekt. Listen er udelukkende vejledende, hvorefter kan opstå situationer, hvor en konkret vurdering medfører et andet resultat end det i listen angivne.

1 Fusion og Fission

Det er Finanstilsynets vurdering, at hvis et realkreditinstitut ved fusion eller fission ændrer selskabet, vil der i udgangspunktet være så mange af oplysningerne i prospektet der bliver påvirket, at det som udgangspunkt bevirker, at der er behov for et tillægsprospekt.

2 Ændring af rating

Et prospekt skal indeholde oplysninger om udsteders eller dennes værdipapirers rating.

Det er Finanstilsynets vurdering, at der som udgangspunkt skal sondres imellem en ændring af ratingen for henholdsvis realkreditinstitutet, obligationen og andre ratings

Ratingen af realkreditinstitutet

Ved en ændring af ratingen for realkreditinstitutet, er det Finanstilsynets vurdering, at dette som udgangspunkt ikke vil kræve et tillægsprospekt. Dette gør sig gældende ved både en stigende og en faldende rating.

Finanstilsynet finder dog, at er der tale om en væsentlig ændring i ratingen af instituttet, specielt ved en faldende rating, skal det vurderes, hvorvidt dette vil kræve et tillægsprospekt.

I basisprospektet vil det være tilstrækkeligt at opliste ratingen for instituttet på tidspunktet for prospektets godkendelse med en henvisning til de til enhver tid gældende ratings på udstederens hjemmeside.

Ratingen af værdipapiret

Ændres ratingen af obligationen er det Finanstilsynets vurdering, at der som udgangspunkt skal udarbejdes et tillægsprospekt, da obligationens rating og dermed den risiko der er forbundet med investeringen, er af væsentlig betydning for investorerne. Dette udgangspunkt gælder kun ved en nedgradering af ratingen, da der er en formodning for, at kun en markant stigning i rating vil ændre investorerne vurdering af obligationen i samme omfang, som en faldende rating

Ændringer vedrørende ratingbureau

Det følger af forordning 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer artikel 4.1, at det skal fremgå af prospektet, om det ratingbureau, der rater udstederen og obligationerne, er etableret i Fællesskabet og registreret i henhold til forordningen. Hvis kreditvurderingsbureauet endnu ikke er registreret i henhold til forordningen, skal det fremgå, om ratingbureauet har ansøgt om registrering i henhold til forordningen. Da prospektet således skal indeholde oplysninger om ratingbureauet, vil et skift, et ophør eller et nyt ratingbureau forde, at der udarbejdes et tillæg til prospektet.

3. Viden om udvikling af nye produkter

Realkreditinstitutternes overordnede forretnings- og virksomhedsområde er nøje fastlagt i lovgivningen. Et prospekt skal indeholde en beskrivelse af udsteders hovedvirksomhed.

Såfremt et realkreditinstitut udvikler nye produkter inden for almindelig realkreditvirksomhed, er det Finanstilsynets vurdering, at dette ikke vil påvirke vurderingen af instituttets obligationer, og derfor ikke kræver udarbejdelse af et tillægsprospekt. Hvis et sådant nyt produkt imidlertid ændrer risikoprofilen i et kapitalcenter, vil det være et forhold, der som udgangspunkt udløser krav om et tillægsprospekt. Hvis instituttet ændrer i væsentlige forhold, således at beskrivelsen i prospektet ikke længere er dækkende, udløser dette som udgangspunkt krav om et tillægsprospekt. Dette kan være tilfældet, hvis et institut påbegynder udlån til nye sektorer, eller hvis instituttet skifter balanceprincip, og disse forhold ikke i forvejen er beskrevet i prospektet. Eksemplerne er ikke udtømmende.

4. Ugentlige indfrielse

Det fremgår af Realkreditrådets notat, at CK93⁸ i perioder med høj konverteringsaktivitet har direkte indflydelse på prisdannelsen af obligationer, og at høj konverteringsaktivitet normalt sker i ugerne op mod opsigelsesfristerne to måneder før terminerne.

CK93 er en del af det datamateriale der benyttes ved beregningen af den teoretiske pris⁹ på obligationer. Der findes ikke en fast model for beregningen af den teoretiske pris, så det er op til analytikerne selv at finde en matematisk model.

I et prospekt for derivater skal der indgå oplysninger om de underliggende værdipapirer, med en angivelse af, hvor der kan findes oplysninger om historisk og fremtidig referencekurs. Der bliver i disse tilfælde ikke udarbejdet tillægsprospekt, når kursen på de underliggende værdipapirer ændrer sig.

Det er Finanstilsynet vurdering, at ekstraordinære indfrielse kan påvirke vurderingen af obligationerne, men at disse informationer tilgår markedet på anden vis. I prospektet vil det derfor være tilstrækkeligt, at lave en henvisning til hvor investorerne kan finde oplysningerne. Henvisningen skal være til et præcist sted på instituttets hjemmeside.

⁸ CK93 er en datafil, der indeholder ugentlige indfrielse.

⁹ Den teoretiske pris beregnes med henblik på at vurdere om en obligation er billig eller dyr i markedet i forhold til andre obligationer.

Der er således som udgangspunkt ikke behov for et tillægsprospekt, ved ekstraordinær indfrielse, men det kan ikke udelukkes, at der kan opstå situationer, hvor det er nødvendigt, at informere markedet via et tillægsprospekt.

5. Regnskabsoplysninger

ESMA har taget stilling til, at midlertidige regnskabsoplysninger ikke i sig selv udløser en pligt til at udarbejde et tillægsprospekt.¹⁰

Det er Finanstilsynets vurdering, at midlertidige regnskabsoplysninger, herunder kvartals og halvårsregnskaber ikke i udgangspunktet påvirker vurderingen af obligationerne. Der er således som udgangspunkt ikke pligt til udarbejde tillægsprospekt ved offentliggørelse af midlertidige regnskabsoplysninger.

Det fremgår af Realkreditrådets notat til insiderbetænkningen, at: "*Regnskabsoplysninger ses erfaringsmæssigt ikke at have kurspåvirkende effekt, idet det dog kan antages, at regnskabsoplysninger kan være af interesse for investorer i tilfælde af et realkreditinstituts truende konkurs*", og en sådan situation vil derfor skulle angives i et tillægsprospekt. Dog må det formodes, at der ved en truende konkurs ikke længere udstedes nye obligationer, og at markedet forud for en truende konkurs er blevet orienteret, også via tillægsprospekter.

ESMA tager ikke stilling til, hvorvidt offentliggørelse af årsrapporter udløser en pligt til at udarbejde et tillægsprospekt. Det er Finanstilsynets vurdering, at en årsrapport som udgangspunkt vil udløse pligt til at udarbejde et tillægsprospekt. Dette er tilfældet, da basisprospekterne som udgangspunkt indeholder så mange henvisninger til det seneste årsregnskab, at summen af alle ændringerne bevirker, at der er behov for et tillæg til basisprospektet. Tillægsprospektet vil således oplyse, hvilken årsrapport der nu henvises til, og udsteder bliver derved nødt til at tage aktivt stilling til, om det er tilstrækkeligt at ændre henvisningen, eller der er andre ændringer, der skal omfattes af tillægsprospektet. Dermed opnås en sikkerhed for, at prospektet forsat er opdateret.

Alternativt kan institutterne en gang om året vælge at indarbejde tillægsprospekterne i basisprospektet og få det godkendt som et nyt samlet prospekt, der træder i stedet for det gamle.

¹⁰ ESMA "Frequently Asked Questions, 15 th updated version – July 2012", spørgsmål 19

6. Ændring i kapitalforhold

Et prospekt for Realkreditobligationer skal indeholde eventuelle begivenheder, der er indtruffet for nylig, og som i væsentlig grad er væsentlige ved bedømmelsen af udsteders solvens.

Ved ændringer i udsteders solvens, skal der som udgangspunkt ikke oplyses om dette i tillægsprospekter. Hvis Finanstilsynet fastsætter et højere solvenskrav end det lovmæssige krav, jf. § 124, stk. 5 i lov om finansiel virksomhed, vil der derimod som udgangspunkt være krav om et tillægsprospekt.

7. Ændringer i ledelsen

Et prospekt skal indeholde oplysninger om ledelsen i udsteder. I basisprospekter tages oplysningerne ofte med ved henvisning til årsrapporten, hvor oplysningerne kan findes.

Det er Finanstilsynets vurdering, at en ændring i ledelsen ikke i udgangspunktet er en oplysning, der påvirker vurderingen af realkreditobligationer, hvorfor der ikke i udgangspunktet er behov for et tillægsprospekt.

8. Ændringer i aktiekapital

Ændringer i aktiekapitalen vedrører selskabets forhold, som kun i mindre omfang har indflydelse på realkreditobligationernes prisfastsættelse.

Derfor er det også Finanstilsynets holdning, at der som udgangspunkt ikke skal udarbejdes et tillæg til prospekt ved ændringer i aktiekapitalen.

9. Udbetaling af dividende

Det er Finanstilsynets vurdering at udbetaling af dividende som hovedregel ikke medfører krav om udarbejdelse af et tillægsprospekt.

10. Ændring i værtslande

Det er i ESMA blevet drøftet, om en ændring af de værtslande der er angivet i et prospekt, kan ændres via et tillægsprospekt eller kræver et helt nyt prospekt.

Det er Finanstilsynet vurdering, at en sådan ændring kan forekomme i et tillægsprospekt. Det betyder, en ændring af de værtslande der er angivet i prospektet, ikke kan ske i de endelige vilkår, men kræver et tillægsprospekt.