

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión»

[COM(2011) 683 final — 2011/0307 (COD)]

(2012/C 143/15)

Ponente: **Paulo BARROS VALE**

El Consejo, en fecha de 30 de noviembre de 2011, y el Parlamento Europeo, en fecha de 15 de noviembre de 2011, de conformidad con el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, decidieron consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre la

«Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión»

COM(2011) 683 final – 2011/0307 (COD).

La Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo, encargada de preparar los trabajos en este asunto, aprobó su dictamen el 1 de febrero de 2012.

En su 478º Pleno de los días 22 y 23 de febrero de 2012 (sesión del 22 de febrero), el Comité Económico y Social Europeo ha aprobado por 232 votos a favor, 3 en contra y 11 abstenciones el presente Dictamen.

1. Resumen y conclusiones

1.1 La propuesta de modificación de la Directiva sobre la transparencia forma parte de un paquete más amplio de medidas que, a iniciativa de la Comisión, tienen por objeto facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) a la financiación. Al mismo tiempo, revela una preocupación por restaurar la confianza de los inversores, así como la importancia que reviste facilitar información de calidad a los mercados. La propuesta de modificación se basa en las recomendaciones de un informe independiente elaborado por la consultora Mazars, en una audiencia y en la opinión de las partes interesadas, en el informe de la Comisión de mayo de 2010 y en una evaluación del impacto de cada una de las opciones presentadas. Aunque el CESE está de acuerdo con los objetivos y con su contenido, desea exponer algunas consideraciones.

1.2 Las modificaciones propuestas, cuyo objeto es hacer el mercado más atractivo para los pequeños y medianos emisores (PME) deberán ser de aplicación general. El impacto más significativo de la simplificación no se dejará sentir probablemente en los verdaderos destinatarios de las modificaciones, sino más bien en las grandes empresas que operan en el mercado. Pocos son quienes consideran que las exigencias de la Directiva sobre la transparencia serán un obstáculo para la entrada en el mercado de los PME, lo que significa que esta simplificación no será necesariamente un factor crítico a la hora de tomar esas decisiones o que tendrá un impacto significativo en hacer atractivo el mercado a los PME. Sin embargo, dado que esta simplificación no atenta, según las partes interesadas, contra la credibilidad del mercado ni contra la protección del inversor, representará un impacto económico que, aunque pueda ser mayor en las grandes empresas, acabará por tener alguna consecuencia para los PME, resultando por ello importante para el tipo de empresas más representativas del tejido empresarial europeo.

1.3 Ya en 2004 la publicación de los informes trimestrales fue una cuestión que suscitó animados debates, levantándose

varias voces en contra, por lo que el CESE recomendó prudencia en su aplicación. Las consecuencias negativas de su obligatoriedad señaladas entonces (aumento de la cantidad de información, pero no de la calidad de la misma, elevados costes tanto financieros como de oportunidad, instauración de un enfoque cortoplacista provocado por la necesidad de mostrar resultados al mercado en detrimento de una visión más estratégica y a largo plazo) acabaron por confirmarse. La presión por obtener resultados a corto plazo puede incluso considerarse uno de los factores que causaron la crisis que se produjo, dado que el sector financiero se veía obligado a presentar resultados cada vez más positivos cada trimestre. Aunque no se pone en duda que la transparencia es exigible y deseable, habida cuenta de que la divulgación de informaciones importantes viene asegurada por el cumplimiento de las Directivas sobre los folletos y sobre abuso del mercado, el CESE apoya que se suprima la obligatoriedad de este tipo de publicación dejando que sea el mercado el que dicte la decisión acerca de la cantidad de información que se considera necesaria.

1.4 Algunos han señalado la complejidad del contenido narrativo de los informes como importante fuente de costes de oportunidad y también de otros costes derivados de la subcontratación de especialistas en la materia. Aunque no está demostrado que la elaboración de plantillas por parte del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (AEVM) pueda tener un gran impacto positivo en cuanto a reducción de costes, la iniciativa podría generar algún ahorro para los PME que podrán evitar la contratación de entidades externas para elaborar tales contenidos. Finalmente conviene destacar la dificultad de prever todas las situaciones en las plantillas, lo que podría dar lugar a simplificar la información que se facilita o incluso a no divulgar datos que no están contemplados en ellas.

1.5 Ampliar la definición de los instrumentos financieros sujetos a notificación denota la preocupación por adaptar las normas a las innovaciones del mercado y, por consiguiente, de

seguir de cerca la evolución. Esta modificación sitúa la Directiva sobre la transparencia en línea con las medidas ya adoptadas en el Reino Unido y Portugal y con las que están en preparación en otros países de la Unión Europea y el resto del mundo. En Francia se lanzó una iniciativa legislativa en esta materia que resultó insuficiente. Si bien puede existir el recelo de que el mercado se vea «inundado» de información innecesaria, la experiencia de los países donde las normas exigen ya este tipo de notificación contradice ese recelo y son muchas las partes interesadas que sugieren que se tome nota de la experiencia del Reino Unido.

1.6 En lo que se refiere a la creación de un mecanismo europeo de información, el CESE desea llamar la atención sobre el hecho de que puede ser difícil integrar las bases de datos nacionales existentes, debido a la incompatibilidad de las tecnologías utilizadas en cada país. Aunque algunas partes interesadas defienden la utilidad de que se cree este mecanismo, principalmente en lo que concierne a la información para inversores y analistas, será preciso evaluar la relación coste/beneficio de su creación y mantenimiento. No obstante, se trata de una medida importante que contribuye al desarrollo del mercado único.

1.7 En lo que concierne a la nueva redacción del artículo 6 de la Directiva, relativo a la obligatoriedad de divulgar las informaciones sobre pagos realizados a los gobiernos, el CESE defiende que se amplíe el ámbito de esta disposición. La importancia de divulgar los pagos efectuados por los emisores que desarrollan su actividad en las industrias extractivas y forestal es innegable, pero la redacción de este artículo debería ser más ambiciosa y abarcar las concesiones públicas a particulares, tales como la explotación de la red de transportes, las telecomunicaciones, energía y juego, mediante simple concesión o por establecimiento de asociaciones público-privadas. Debería divulgarse toda transacción de este tipo llevada a cabo con entes públicos, señalándose países y proyectos. Dado que el objetivo de esta medida es responsabilizar a los gobiernos del uso de los impuestos recaudados, no deben dejarse a un lado los importes recaudados en transacciones relacionadas con otras actividades de explotación de recursos e infraestructuras de un país, además de los ya contemplados en la Directiva.

1.8 En lo que respecta a las sanciones, el CESE defiende que, además de fijarse las sanciones máximas previstas, se impongan también sanciones mínimas para evitar así la impunidad o la imposición de sanciones que no sean disuasorias —o que no penalicen conductas ilícitas— a la vez que se armonizan las prácticas entre Estados miembros.

1.9 Teniendo en cuenta la actual coyuntura, parece poco probable que vaya a producirse un escenario de aumento súbito de la demanda, pero sí conviene señalar al menos la posibilidad de que la propuesta de simplificación de las normas de la Directiva sobre la transparencia, unida a otras previstas para hacer más atractivo el mercado, pueda generar un incremento del número de transacciones cuyo impacto en el funcionamiento del mercado no se ha calculado todavía. Al mismo tiempo, conferir una mayor visibilidad y atractivo a los PME podría agudizar las lagunas de formación que padece el consumidor y que le impide interpretar la información disponible y, por consiguiente, decidir con conocimiento de causa.

2. Contexto de la propuesta

2.1 De conformidad con lo dispuesto en el artículo 33 de la Directiva sobre la transparencia (Directiva 2004/109/CE⁽¹⁾), la Comisión presentó un documento informativo sobre la aplicación de la Directiva a lo largo de los años en que estuvo vigente. El informe concluye subrayando la importancia que concede la mayoría de las partes interesadas a los requisitos en ella contemplados para el funcionamiento adecuado y eficiente de mercado.

2.2 La actual propuesta de modificación de la Directiva se presenta de modo que toma en consideración la prioridad política de la Comisión de mejorar el marco normativo y facilitar el acceso de los PME al capital. Asimismo, tiene por objeto hacer que las obligaciones de los PME cotizados sean más proporcionadas garantizando, a la vez, el mismo nivel de protección de los inversores. Por otra parte, la propuesta de modificación promueve la estabilidad financiera garantizando la transparencia de las adquisiciones económicas y la confianza de los inversores, al tiempo que incentiva una mayor concentración en los resultados a largo plazo. Por último, al legislar en el sentido de mejorar el acceso a la información regulada a nivel de la Unión, se trata de incrementar la integración funcional de los mercados de valores europeos y de dar mayor visibilidad transfronteriza a los PME cotizados.

2.3 Es preciso subrayar que la propuesta de modificación se basa en un estudio independiente llevado a cabo por la consultora Mazars, cuyo objeto era proporcionar evidencias cuantitativas y cualitativas para respaldar el informe que la Comisión presentó al Parlamento Europeo y al Consejo, previsto en el artículo 33 de la Directiva sobre su aplicación. Asimismo se tuvieron en cuenta los informes publicados por el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (AEVM) y por el Grupo Europeo de expertos de los mercados de valores mobiliarios (ESME).

2.4 Dos son los temas señalados como aspectos susceptibles de mejora. En primer lugar, que al basarse la Directiva en un planteamiento de armonización mínima permite a los Estados adoptar medidas más restrictivas, lo que plantea problemas de aplicabilidad y aumenta los costes; y, en segundo lugar, que no se proponen medidas menos estrictas para los PME, lo cual se considera que los desanima de acudir al mercado. Por otro lado, se pide aclarar algunas definiciones recogidas en la Directiva, así como una mayor coherencia y la clarificación de algunos términos con significados semejantes utilizados en el documento. Por último, se señala la necesidad de mejorar las normas de notificación.

2.5 Valorado el impacto de las diversas opciones propuestas, se eligieron las siguientes opciones de actuación:

2.5.1 Con el objetivo de permitir una mayor flexibilidad en la frecuencia y el calendario de publicación de la información financiera periódica, en particular para los pequeños y medianos emisores, se opta por suprimir la obligación de presentar informes financieros trimestrales para todas las empresas cotizadas. Aunque el objetivo sea favorecer una simplificación para los PME, la solución encontrada pasa por no diferenciar el destinatario de la medida para no introducir una duplicidad de normas

⁽¹⁾ DO L 390 de 31.12.2004, p. 38-57; dictamen del CESE: DO C 80 de 30.3.2004, p. 128.

que resultaría confusa para los inversores. Se espera que la medida tenga como resultado reducir costes, así como adoptar una perspectiva a más largo plazo al desaparecer la presión de presentación trimestral de resultados. La protección del inversor no se pone en peligro ya que continúan siendo obligatorias las disposiciones de las Directivas sobre abuso del mercado y sobre los folletos: es obligatorio informar a los inversores sobre los sucesos y hechos importantes que puedan influir en el precio de los activos.

2.5.2 A fin de simplificar las partes explicativas de los informes financieros para los pequeños y medianos emisores, una vez más la solución adoptada consiste en aplicar la opción a todas las empresas y se traduce en la petición a la AEVM de que elabore directrices no vinculantes (plantillas) en la materia. Se espera así ahorrar costes, mejorar la comparabilidad de la información para los inversores e incrementar la visibilidad transfronteriza de los pequeños y medianos emisores.

2.5.3 Para subsanar algunas lagunas en los requisitos de notificación por lo que respecta a las participaciones importantes en los derechos de voto, se propone extender el régimen a todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y los derechos sobre acciones.

2.5.4 Con vistas a eliminar las divergencias en los requisitos de notificación para las participaciones importantes, se opta por la agregación de la tenencia de acciones con la de aquellos instrumentos financieros que den acceso a acciones, donde se incluyen los derivados liquidados en efectivo.

2.6 Las principales modificaciones introducidas, tanto con vistas a facilitar el acceso de los PME al mercado, como a clarificar el texto de la Directiva son las siguientes:

2.6.1 Se establece un Estado miembro de origen por defecto para los emisores de terceros países que no hayan elegido uno en un período de tres meses.

2.6.2 Se suprime el requisito de publicar declaraciones intermedias de gestión y/o informes trimestrales.

2.6.3 Se amplía la definición de los instrumentos financieros sujetos a requisitos de notificación.

2.6.4 Se agregan la tenencia de acciones y la de instrumentos financieros a efectos de la notificación de las participaciones importantes. No obstante, se continúa permitiendo a los Estados miembros que fijen límites de notificación de participaciones importantes inferiores a los previstos en la Directiva, teniendo en cuenta las especificidades de cada mercado y, cuando ello sea necesario, para asegurar una transparencia en esta materia.

2.6.5 Se delega poder en la Comisión para que adopte normas técnicas de reglamentación elaboradas por la AEVM, referidas a requisitos técnicos para acceso a la información regulada a nivel de la EU, con objeto de agilizar el acceso a la información financiera, evitándose así la necesidad de consultar 27 bases de datos nacionales diferentes. El objetivo es la creación de un mecanismo europeo de información regulada.

2.6.6 La imposición de divulgación de los pagos de cada sociedad, tanto a nivel individual como a nivel consolidado, efectuados en beneficio de los gobiernos en lo que respecta a la exploración de recursos naturales.

2.6.7 Se incrementan los poderes sancionadores de las autoridades competentes estando sujetas a publicación las sanciones impuestas por infracción de las normas.

3. Cuestiones planteadas por la propuesta

3.1 Uno de los objetivos de la revisión de la Directiva sobre la transparencia objeto de examen es contribuir a hacer atractivo el mercado regulado para los pequeños y medianos emisores, lo cual reviste una importancia fundamental para que el mercado se desarrolle y crezca. Las modificaciones propuestas a la Directiva sobre la transparencia constituyen, pues, una iniciativa positiva al permitir la simplificación de determinados procedimientos, sin poner en riesgo la calidad de la información, esencial para las decisiones de los inversores y las interpretaciones de los analistas del mercado. Esta simplificación ejercerá, sin duda, un impacto positivo en los costes de todas las empresas cotizadas, pero podrá tener un mayor impacto en los PME.

3.2 Pese a la simplificación, este es un sector –y seguirá siéndolo– cuyas normas y terminología resultan de difícil comprensión para los consumidores. Aunque es complicado proporcionar formación en este ámbito de manera general para el ciudadano, la defensa del consumidor reviste gran importancia, ya que le protege contra el uso abusivo de tecnicismos, por medio de acciones de formación e información, proporcionadas tanto por las autoridades de supervisión como por los gobiernos. Este ámbito debe tenerse en cuenta para acciones futuras.

3.3 El contenido narrativo de las actuales plantillas puede facilitar la interpretación de la información y aumentar su grado de comparabilidad. Aunque la elaboración de plantillas es compleja y puede revestir algún peligro por el inherente exceso de simplificación o porque se corra el riesgo de que no se hayan contemplado todas las situaciones, su uso puede implicar una reducción de costes, en especial para los PME; podría incluso permitir que los consumidores interpreten mejor los datos.

3.4 No está de más recalcar la importancia de suprimir la obligatoriedad de publicar informes trimestrales. Combatir el planteamiento cortoplacista que impera en el mercado, al cual contribuyó en gran medida esta iniciativa, es de vital importancia para que el mercado se desarrolle de manera sostenible. Solamente una visión a largo plazo permitirá la innovación, factor clave para el crecimiento sostenible e integrador, prioridades de la Estrategia Europa 2020.

3.5 La ampliación de la definición de los instrumentos sujetos a notificación es un punto central de las modificaciones de la Directiva sobre la transparencia. La innovación financiera ha dado lugar a que se creen nuevos tipos de instrumento para los que se hace necesario proporcionar un marco en lo que respecta a la transparencia. Se espera que estas modificaciones resuelvan las lagunas existentes en cuanto a los requisitos de notificación sobre porcentajes importantes de derechos de voto y de participaciones importantes, y evitar así que se constituyan participaciones ocultas o el repentino anuncio al mercado de que existen grupos de participaciones de gran dimensión, como ya ha sucedido.

3.6 El objetivo de crear un mecanismo único europeo de información para almacenar datos reglamentarios a nivel de la Unión es ambicioso y debe proseguirse. Esta sería sin duda una

herramienta importante para profundizar en el mercado único: únicamente deberá tenerse en cuenta la relación coste-beneficio de crear y mantener este tipo de instrumento.

3.7 La Directiva sobre la transparencia incluirá ahora los pagos realizados por los emisores en el sector de las industrias extractivas a los gobiernos de los países donde operan. Esta propuesta de la Comisión es innovadora y trata de mostrar el impacto financiero que la actividad de una empresa tiene en el país de acogida, aumentando así la transparencia. El CESE tiene la convicción de que la directiva podría ser aun más ambiciosa y extender esta obligación de divulgación a los pagos efectuados en relación con otras actividades en las que intervienen intereses públicos y concesiones a particulares; puede tratarse de sumas considerables, especialmente en las concesiones de la red de transportes, telecomunicaciones, energía e incluso, juego.

3.8 Asimismo la propuesta revisa el régimen de sanciones, refuerza los poderes de las autoridades competentes y pasa a incluir una serie de instrumentos, como el derecho a suspender el derecho de voto y la publicación de las sanciones. Debe insistirse en que, aunque se fijan límites máximos para las san-

ciones pecuniarias, no se fijan límites mínimos; sin embargo, imponer límites de este tipo sería una medida disuasoria de gran importancia.

3.9 Simplificar las normas haciendo así más atractivo el mercado, tal como se pretende, podría conducir a un aumento de las transacciones; sin embargo, se desconoce cuál será su impacto en el funcionamiento normal de la Bolsa o de las entidades reguladoras, si bien se espera que tendrán capacidad para absorber un incremento súbito del número de transacciones.

3.10 Aunque este asunto no se relaciona directamente con la Directiva sobre la transparencia, el CESE aprovecha la oportunidad para destacar uno de los grandes obstáculos que se oponen a la ampliación del mercado: los elevados importes que cobran las bolsas de valores. De hecho, tanto el coste de ser admitido a cotizar en Bolsa como los costes anuales de mantenimiento en el mercado de valores –que son en ambos casos de cuantía muy considerable– son vistos por las empresas como un factor disuasorio para decidirse a cotizar en Bolsa. Por lo tanto, cualquier iniciativa en este ámbito servirá para facilitar en gran medida dicha decisión.

Bruselas, 22 de febrero de 2012.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Staffan NILSSON
