

Avizul Comitetului Economic și Social European privind propunerea de directivă a Parlamentului European și a Consiliului de modificare a Directivei 2004/109/CE privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și a Directivei 2007/14/CE a Comisiei

COM(2011) 683 final – 2011/0307 (COD)

(2012/C 143/15)

Raportor: **dl Paulo BARROS VALE**

La 30 noiembrie 2011 și la 15 noiembrie 2011, în conformitate cu articolele 50 și 114 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, Consiliul și, respectiv, Parlamentul European au hotărât să consulte Comitetul Economic și Social European cu privire la

Propunerea de directivă a Parlamentului European și a Consiliului de modificare a Directivei 2004/109/CE privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și a Directivei 2007/14/CE a Comisiei

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

Secțiunea pentru piața unică, producție și consum, însărcinată cu pregătirea lucrărilor Comitetului pe această temă, și-a adoptat avizul la 1 februarie 2012.

În cea de-a 478-a sesiune plenară, care a avut loc la 22 și 23 februarie 2012 (ședința din 22 februarie), Comitetul Economic și Social European a adoptat prezentul aviz cu 232 de voturi pentru, 3 voturi împotriva și 11 abțineri.

1. Rezumat și concluzii

1.1 Propunerea de modificare a Directivei privind transparența face parte dintr-un pachet de măsuri mai cuprinzător, inițiat de Comisie cu scopul de a facilita accesul întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-urilor) la capital. În același timp, propunerea reflectă preocuparea de a restabili încrederea investitorilor, precum și importanța furnizării unor informații de calitate către piață. Propunerea de modificare în curs de examinare se bazează pe recomandările unui raport independent elaborat de societatea de consultanță Mazars, pe audierile și punctele de vedere ale părților interesate, pe raportul Comisiei din mai 2010 și pe evaluarea impactului fiecăreia dintre opțiunile identificate; ca atare, CESE este de acord cu obiectivele și conținutul acesteia, însă găsește necesar să formuleze câteva observații.

1.2 Modificările propuse, gândite pentru a face piața mai atractivă pentru emitenții mici și medii, urmează să se aplice tuturor. Este posibil ca impactul cel mai mare să nu se facă simțit la nivelul celor vizați de modificări, ci mai degrabă în rândul marilor întreprinderi care operează pe piață. Cerințele Directivei privind transparența nu sunt, în general, văzute ca o piedică la intrarea pe piață a emitenților mici și mijlocii, ceea ce înseamnă că nu se poate afirma cu certitudine că simplificările menționate reprezintă un factor hotărâtor pentru acest tip de decizii sau că impactul lor asupra atractivității pieței în rândul IMM-urilor va fi unul semnificativ. Totuși, din moment ce aceste simplificări, potrivit celor interesați, nu afectează credibilitatea pieței și nici protecția investitorilor, ele vor avea un impact economic care, deși ar putea fi mai mare în cazul întreprinderilor mari, va sfârși prin a se face simțit și asupra IMM-urilor, devenind astfel semnificativ pentru tipurile cele mai reprezentative de întreprinderi din țesutul antreprenorial european.

1.3 Publicarea rapoartelor trimestriale a suscitat deja în 2004 dezbateri aprinse, inclusiv numeroase opinii contrarii, iar CESE a

recomandat o aplicare prudentă a acestei dispoziții. Consecințele negative ale obligativității acestei publicări, evocate la vremea respectivă (creșterea cantității, și nu a calității informației, costurile financiare și de oportunitate ridicate, instituirea unei logici pe termen scurt din cauza necesității de a demonstra pieței că s-au obținut rezultate, în loc să se prefere o viziune strategică și pe termen lung), au fost ulterior confirmate de realitate. Presiunea de a obține rezultate pe termen scurt poate fi considerată chiar unul din factorii care au dus la instalarea actualei crize, sectorul financiar fiind supus la presiuni, în fiecare trimestru, pentru a prezenta rezultate tot mai favorabile. Dat fiind că discuția nu vizează nivelul de transparență solicitat și dorit și că publicarea informațiilor importante este asigurată prin conformarea la Directiva privind prospectul și la cea privind abuzul de piață, CESE sprijină suspendarea obligativității publicării, permițând astfel pieței să decidă care este cantitatea necesară de informație.

1.4 Complexitatea redactării conținutului narativ al rapoartelor este denunțată de unele voci ca fiind o sursă importantă de costuri de oportunitate și de alte cheltuieli legate de subcontractarea unor specialiști în domeniu. Deși nu este clar dacă elaborarea acestor modele de către Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (AEVMP) va avea un impact pozitiv semnificativ asupra reducerii costurilor, inițiativa ar putea permite unele economii în IMM-urile care nu vor mai recurge la organisme externe pentru redactarea acestui conținut narativ. Nu în ultimul rând, se atrage atenția asupra faptului că este dificil ca modelele să prevadă toate situațiile posibile, ceea ce va putea duce în unele cazuri la simplificarea informațiilor oferite, iar în altele la ocultarea anumitor informații importante din cauză că nu figurează în modele.

1.5 Extinderea definiției instrumentelor financiare care fac obiectul notificării demonstrează preocuparea de a actualiza normele în funcție de inovațiile pieței, mergând astfel în pas cu evoluția acesteia. Această modificare constituie o aliniere a

Directivei privind transparența la măsurile deja adoptate în Regatul Unit și în Portugalia și aflate în curs de pregătire în alte țări din Uniunea Europeană și din restul lumii. În Franța a existat o inițiativă legislativă în acest sens, care s-a dovedit ulterior insuficientă. Deși este de înțeles o eventuală teamă de a „inunda” piața cu informații inutile, experiența din țările unde normele impun deja acest tip de notificare înfirmă temerea menționată, iar multe din părțile interesate audiate propun să se urmeze în acest sens exemplul britanic.

1.6 În ceea ce privește crearea mecanismului european de informare, CESE atrage atenția asupra eventualelor dificultăți legate de integrarea bazelor de date naționale existente, din cauza incompatibilității dintre tehnologiile pe care le utilizează. Deși numeroase părți interesate afirmă că mecanismul ar fi util, în special în ceea ce privește informațiile destinate investitorilor și analiștilor de piață, trebuie să se estimeze raportul cost-beneficii pe care îl presupune crearea și întreținerea unui astfel de mecanism. Chiar și în aceste condiții, este vorba de o măsură importantă care vine în sprijinul dezvoltării pieței unice.

1.7 În ceea ce privește noua formulare a articolului 6 din directivă, referitor la obligativitatea raportării informațiilor privind plățile efectuate către guverne, CESE pledează pentru extinderea cadrului acestei dispoziții. Importanța raportării plăților efectuate de emitenții care își desfășoară activitatea în industriile extractive sau de exploatare a pădurilor primare este indubitabilă, însă formularea acestui articol ar putea fi mai ambițioasă, incluzând concesiunile către operatori privați a unor interese publice, cum ar fi exploatarea rețelelor de transporturi, telecomunicații, energie și jocuri de noroc, fie prin simple concesiuni, fie prin încheierea unor parteneriate public-privat. Orice astfel de tranzacții cu autoritățile publice trebuie să fie raportate și defalcate pe țări și pe proiecte. Dat fiind că obiectivul acestei măsuri este de a responsabiliza guvernele în ceea ce privește colectarea veniturilor, nu trebuie trecute cu vederea sumele plătite ca urmare a altor activități de exploatare a resurselor și infrastructurii unei țări, pe lângă cele luate în considerare în cadrul directivei.

1.8 În ceea ce privește sancțiunile, CESE consideră că, pe lângă stabilirea limitelor maxime ale sancțiunilor prevăzute, ar trebui să fie stabilite și limite minime, astfel încât să se evite impunitatea sau aplicarea unor sancțiuni fără caracter disuasiv sau care nu sancționează efectiv comportamentele ilicite, asigurându-se în același timp o armonizare a practicilor statelor membre.

1.9 Luând în considerare cadrul actual, un scenariu de creștere subită a cererii este puțin probabil; se atrage atenția, însă, asupra posibilității ca propunerea de simplificare a normelor Directivei privind transparența, împreună cu alte propuneri prevăzute pentru creșterea atractivității pieței, să ducă la creșterea numărului de tranzacții, impactul acesteia asupra funcționării pieței nefiind încă estimat. În același timp, este posibil ca vizibilitatea mai mare acordată IMM-urilor și creșterea atractivității pentru investitori să scoată în evidență lacunele în materie de educație a consumatorilor, care îi împiedică să interpreteze informațiile disponibile și să ia astfel decizii în cunoștință de cauză.

2. Contextul propunerii

2.1 Conform dispozițiilor articolului 33 din Directiva privind transparența (Directiva 2004/109/CE⁽¹⁾), Comisia a prezentat un raport de informare privind aplicarea directivei în anii în care a fost în vigoare. Raportul se încheie cu constatarea că, în opinia majorității părților interesate, cerințele directivei sunt importante pentru funcționarea adecvată și eficientă a pieței.

2.2 Actuala propunere de modificare a directivei este prezentată în contextul priorității politice a Comisiei de a îmbunătăți cadrul de reglementare și de a facilita accesul la capital pentru emitenții mici și medii. Obiectivul propunerii este de a face ca obligațiile impuse IMM-urilor cotate să fie mai bine proporționate, fără însă ca protecția investitorilor să fie afectată. Propunerea de modificare vizează totodată stabilitatea financiară, prin garantarea transparenței achizițiilor economice și a încrederii investitorilor, încurajând în același timp o mai mare concentrare asupra rezultatelor pe termen lung. Nu în ultimul rând, ca efort de legiferare pentru îmbunătățirea accesului la informații reglementate la nivelul Uniunii, propunerea urmărește consolidarea integrării funcționale a piețelor europene de valori mobiliare și asigurarea unei mai bune vizibilități transfrontaliere a IMM-urilor cotate.

2.3 Merită subliniat că actuala propunere de modificare se bazează pe un studiu independent elaborat de societatea de consultanță Mazars, al cărei scop a fost de a furniza date cantitative și calitative care să sprijine Comisia în elaborarea raportului prezentat Parlamentului European și Consiliului în temeiul articolului 33 din directivă privind aplicarea sa. S-au avut în vedere și rapoartele publicate de Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (AEVMP), precum și de Grupul european de experți în piețele valorilor mobiliare (ESME).

2.4 Sunt subliniate două aspecte care se cer îmbunătățite: faptul că directiva, care prevede o armonizare minimă, permite statelor să adopte măsuri mai restrictive care creează probleme la aplicare și cresc costurile, precum și absența unor măsuri mai puțin stricte pentru IMM-uri, bănuindu-se că acest fapt le descurajează să recurgă la piață. Pe de altă parte, trebuie clarificate unele definiții din directivă, fiind nevoie și de mai multă coerență și claritate în ceea ce privește folosirea în textul documentului a unor termeni cu sens asemănător. În final, se evocă necesitatea de a introduce îmbunătățiri în ce privește normele privind notificarea.

2.5 A fost evaluat impactul diferitelor opțiuni identificate, ceea ce a dus la următoarele decizii:

2.5.1 Pentru a crește flexibilitatea în ceea ce privește frecvența și calendarul publicării informațiilor financiare periodice, în special pentru IMM-uri, opțiunea este abrogarea obligației de a prezenta rapoarte financiare trimestriale pentru toate societățile cotate. Deși obiectivul este de a obține o simplificare de care să profite IMM-urile, soluția identificată implică nespecificarea destinatarului măsurii, pentru a nu a crea două serii de criterii, susceptibile să creeze confuzie pentru investitori. Se speră că măsura va duce la reducerea costurilor, precum și la

⁽¹⁾ JO L 390 din 31.12.2004, p. 38-57; Avizul CESE: JO C 80 din 30.3.2004, p. 128.

centrarea asupra rezultatelor pe termen mai lung, dat fiind că elimină presiunea unei prezentări trimestriale a rezultatelor. Protecția investitorilor nu este pusă în discuție, dat fiind că dispozițiile directivelor privind prospectul și abuzul de piață continuă să fie obligatorii, asigurându-se difuzarea pe piață a informațiilor referitoare la evenimente și/sau elemente importante, susceptibile să influențeze prețul valorilor mobiliare.

2.5.2 Pentru simplificarea părților descriptive ale rapoartelor financiare ale IMM-urilor, soluția adoptată constă încă o dată în a aplica tuturor această opțiune și se reflectă în solicitarea ca AEVMP să creeze modele neobligatorii pentru aceste părți. Pe lângă reducerea costurilor, se speră că investitorii vor avea astfel posibilitatea de a compara informațiile și că vizibilitatea transfrontalieră a IMM-urilor va crește.

2.5.3 Pentru a elimina lacunele din cerințele de notificare a deținerilor importante de drepturi de vot, se propune extinderea regimului de informare la toate instrumentele care au un efect similar deținerii de acțiuni sau de drepturi de a dobândi acțiuni.

2.5.4 În vederea eliminării divergențelor dintre cerințele de notificare a participațiilor importante se optează pentru agregarea acțiunilor deținute cu instrumentele financiare deținute care oferă acces la acțiuni, printre acestea fiind incluse instrumentele derivate în numerar.

2.6 Principalele modificări introduse, fie în vederea facilitării accesului IMM-urilor pe piață, fie a clarificării textului directivei, sunt următoarele:

2.6.1 Pentru emitenții din țările terțe care nu și-au ales, în termen de trei luni, statul membru de origine, se stabilește un stat membru de origine implicit.

2.6.2 Se elimină cerința de publicare a declarațiilor intermediare ale conducerii și/sau a rapoartelor trimestriale.

2.6.3 Definiția instrumentelor financiare care fac obiectul notificării este extinsă.

2.6.4 Deținerea de acțiuni și cea de instrumente financiare sunt agregate, în scopul notificării participațiilor importante. Cu toate acestea, se permite în continuare statelor membre să stabilească praguri naționale pentru notificarea participațiilor importante mai mici decât cele prevăzute în directivă, ținându-se seama de caracteristicile fiecărei piețe și atunci când acest lucru este necesar pentru a garanta transparența în domeniu.

2.6.5 Comisiei îi este delegată competența de a adopta standardele tehnice de reglementare elaborate de către AEVMP în ceea ce privește cerințele tehnice pentru accesul la informațiile reglementate la nivelul UE, în scopul de a accelera accesul la informațiile financiare, evitându-se consultarea a 27 de baze de date naționale diferite. Obiectivul este crearea unui mecanism european pentru informațiile reglementate.

2.6.6 Se introduce obligația de raportare a plăților efectuate de fiecare întreprindere, fie la nivel individual, fie la nivel consolidat, în beneficiul guvernelor, în ceea ce privește exploatarea resurselor naturale.

2.6.7 Competențele de sancționare ale autorităților competente sunt consolidate, iar sancțiunile sau măsurile aplicate pentru încălcarea dispozițiilor trebuie publicate.

3. Probleme legate de această propunere

3.1 Printre obiectivele actualei revizuii a Directivei privind transparența se numără și dorința de a face piețele reglementate mai atractive pentru emitenții mici și mijlocii. Creșterea atractivității pieței pentru IMM-uri are o importanță fundamentală pentru dezvoltarea și creșterea pieței. Propunerile de modificare a Directivei privind transparența constituie prin urmare o inițiativă pozitivă, având în vedere că permit simplificarea anumitor proceduri, fără a pune în pericol calitatea informațiilor cu caracter esențial pentru investitorii care trebuie să ia decizii și pentru analiștii de piață. Aceste simplificări vor avea, fără îndoială, un impact pozitiv asupra costurilor tuturor întreprinderilor cotate, însă ar putea avea un impact crescut asupra IMM-urilor.

3.2 În ciuda simplificărilor, este vorba de un sector care este și rămâne dificil de înțeles pentru consumator, din punctul de vedere al normelor aplicabile și al jargonului utilizat. Deși nu este ușor să se asigure formarea întregii populații în acest sens, protecția consumatorilor este foarte importantă, ferind consumatorii de confuziile legate de jargonul utilizat, prin intermediul unor acțiuni de formare și informare organizate fie de către autoritățile de supraveghere, fie de către guverne. Acest domeniu de acțiune merită avut în vedere pe viitor.

3.3 Pentru a facilita interpretarea informațiilor și pentru ca acestea să fie mai ușor de comparat, s-ar putea dovedi utile modelele prevăzute de propunere pentru conținutul narativ. Deși elaborarea de modele este complexă, riscând fie să simplifice excesiv, fie să nu ia în considerare toate situațiile posibile, utilizarea unor astfel de modele poate reduce costurile, în special pentru IMM-uri, și chiar le-ar putea permite consumatorilor să interpreteze datele cu mai multă ușurință.

3.4 Nu este de prisos să reamintim importanța abrogării obligativității publicării rapoartelor trimestriale. Combaterea logicii pe termen scurt care domină piața, efort la care contribuie în mare parte și această măsură, are o importanță vitală pentru dezvoltarea durabilă a pieței. Numai o viziune pe termen lung permite inovarea, factor cheie pentru o dezvoltare durabilă și favorabilă incluziunii – acestea fiind și prioritățile Strategiei Europa 2020.

3.5 Extinderea definiției instrumentelor financiare care fac obiectul notificării este un element crucial al modificărilor Directivei privind transparența. Odată cu inovația financiară, s-a constatat apariția unor noi tipuri de instrumente, care necesită un cadru în materie de transparență. Se speră că odată cu aceste modificări se vor elimina lacunele existente din cerințele de notificare a deținerilor importante de drepturi de vot și din cerințele de notificare a participațiilor importante, evitându-se astfel cazurile întâlnite anterior, de acumulare în secret de participații și de comunicare a unor participații de mari dimensiuni către piață, fără să fi existat niciun avis prealabil.

3.6 Obiectivul creării mecanismului unic european de informare și de stocare a informațiilor reglementate la nivelul Uniunii este unul ambițios și trebuie urmărit în continuare. Este

vorba în mod cert de un instrument important pentru aprofundarea pieței unice, singurul aspect de luat în considerare fiind raportul costuri-beneficii, atât în ceea ce privește crearea, cât și întreținerea unui astfel de instrument.

3.7 Directiva privind transparența va lua în considerare de acum înainte plățile efectuate de emitenții care desfășoară activități în industria extractivă către guvernele țărilor în care operează. Această propunere a Comisiei are un caracter inovator și intenționează să demonstreze impactul financiar al activității unei întreprinderi în țara gazdă, sporind astfel transparența. CESE este ferm convins că obiectivul ar putea fi și mai ambițios, dacă obligativitatea de publicare ar cuprinde și sumele legate de alte activități referitoare la interese publice și concesionate unor operatori privați, acestea atingând valori considerabile, în special în ceea ce privește concesiunea rețelelor de transporturi, telecomunicații și energie sau jocuri de noroc.

3.8 Și regimul de sancționare este revizuit în cadrul propunerii actuale, consolidându-se puterile autorităților competente și introducându-se unele instrumente noi, cum ar fi suspendarea dreptului de vot și publicarea sancțiunilor.

Subliniem faptul că, deși se stabilesc limite maxime pentru sancțiunile pecuniare, nu se stabilesc și limite minime; impunerea unor astfel de limite ar fi putut fi încă o măsură disuasivă de o importanță substanțială.

3.9 Prin simplificarea normelor și ca urmare a creșterii preconizate a atractivității pieței, ar putea avea loc o creștere a tranzacțiilor, fără să se știe care va fi impactul asupra funcționării normale a burselor și a organismelor de reglementare; se speră că acestea vor avea capacitatea să facă față unui scenariu de creștere bruscă a numărului de tranzacții.

3.10 Deși nu este un subiect direct legat de Directiva privind transparența, CESE profită de această ocazie pentru a sublinia unul din principalele obstacole din calea extinderii pieței: costurile ridicate percepute de bursele de valori. În realitate, fie că este vorba de costurile aferente cotei pe piață, fie de costurile anuale care decurg din menținerea pe piață, ambele fiind substanțiale, aceste costuri sunt văzute de întreprinderi ca un factor disuasiv în decizia de a intra pe piață. Din acest motiv, orice acțiune în acest domeniu ar putea facilita în mare măsură decizia privind cotea pe piață.

Bruxelles, 22 februarie 2012

Președintele
Comitetului Economic și Social European
Staffan NILSSON
