

BANCO CENTRAL EUROPEO

DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

de 30 de septiembre de 2003

solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE [COM(2003) 138 final]

(CON/2003/21)

(2003/C 242/06)

Introducción

1. El 28 de abril de 2003 el Banco Central Europeo (BCE) recibió del Consejo de la Unión Europea una solicitud de dictamen acerca de una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (en adelante, la «directiva propuesta»).
2. La competencia consultiva del BCE se basa en el primer guión del apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, puesto que la directiva propuesta es fundamental para garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores y la estabilidad financiera. De conformidad con la primera frase del artículo 17.5 del Reglamento interno del BCE, el presente dictamen ha sido adoptado por el Consejo de Gobierno del BCE.
3. El objetivo principal de la directiva propuesta es mejorar la protección de los inversores y la eficiencia del mercado haciendo más transparente la información que facilitan los emisores de acciones y obligaciones admitidas a cotización en mercados regulados europeos. Concretamente, la directiva propuesta mejora la información financiera anual sobre los emisores, en particular al armonizar el plazo de presentación de sus informes anuales; revisa las normas vigentes sobre la información financiera semestral a la luz de las Normas internacionales de contabilidad (NIC) y extiende la obligación de información semestral a los emisores de obligaciones; introduce una nueva obligación de información financiera trimestral; mejora el vigente marco armonizado de información sobre los cambios en las participaciones importantes en los emisores de valores, y pone al día el Derecho comunitario vigente sobre la información proporcionada por los emisores.

Juicio general

4. El BCE celebra y apoya en general la directiva propuesta, que proporciona un medio eficaz de aumentar la eficiencia de los mercados financieros europeos, promover su integración y reforzar la estabilidad financiera. Además, el desarrollo de mercados financieros eficientes y competitivos en Europa aumenta las posibilidades de crecimiento de la economía. El BCE observa que la directiva propuesta es un elemento esencial de un complejo proyecto de modernización de la legislación de los mercados de valores en Europa de conformidad con el Plan de acción en materia de servicios financieros⁽¹⁾. El Reglamento relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad⁽²⁾, la Directiva sobre el abuso del mercado⁽³⁾ y la futura directiva sobre el folleto informativo⁽⁴⁾ son la base de una mejora sustancial de la eficiencia global de los mercados financieros europeos. La directiva propuesta complementa ese proyecto al modernizar el marco regulador europeo de la información financiera y de la información a los accionistas.
5. La introducción de normas de información más perfectas y uniformes beneficiará a la economía europea al mejorar la eficiencia del mercado, favorecer la integración de los mercados financieros europeos y contribuir a la estabilidad financiera de la zona del euro. La eficiencia del mercado

⁽¹⁾ Aprobado por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo de Lisboa en marzo de 2000.

⁽²⁾ Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DO L 243 de 11.9.2002, p. 1).

⁽³⁾ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO L 96 de 12.4.2003, p. 16).

⁽⁴⁾ Posición Común (CE) n° 25/2003, de 24 de marzo de 2003, aprobada por el Consejo de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y que modifica la Directiva 2001/34/CE (DO C 125 E de 27.5.2003, p. 21).

mejorará porque la publicación de información oportuna, completa y exacta, por los emisores, facilita la formación del precio. Esto, a su vez, reduce distorsiones ocultas, pues permite a mercados, emisores e inversores comparar entre oportunidades de inversión análogas en Europa, lo cual aumenta la competencia y reduce la incertidumbre. Un marco coherente de información financiera en la Unión Europea (UE) que se observe correcta y uniformemente aumentará también la confianza de los inversores en la integridad del sistema financiero europeo y en la inversión en un mayor abanico de sociedades europeas. Esto dará lugar a una más eficiente asignación de recursos a las sociedades que mejor puedan utilizarlos.

6. Además, unos mayores requisitos de información reducirán probablemente los costes de capital de las empresas. En este sentido son muy importantes las propuestas de intensificación de la información financiera intermedia y de suministro periódico de información financiera fiable. Una mayor información reduce el nivel de incertidumbre sobre la situación financiera presente y futura de las empresas. Esto aumentará la confianza de los inversores en los resultados publicados por las empresas y tenderá a bajar los costes de capital de éstas. La teoría de la agencia explica la vinculación entre la disponibilidad de fondos y el nivel de divulgación. En un medio donde hay asimetría de información entre la dirección, los accionistas y los obligacionistas, la divulgación de más información ayuda a mitigar los problemas de selección adversa y riesgo moral, lo cual se recompensará con un menor coste de capital. Además, las obligaciones de información benefician a los emisores, pues sirven de disciplina para los administradores de las sociedades.

7. La directiva propuesta favorecerá además la integración de los mercados financieros europeos, lo que permitirá aprovechar todos los beneficios potenciales del euro. La armonización de las normas de transparencia del conjunto de la UE estimulará una mayor participación transfronteriza en el mercado, especialmente en relación con los valores privados. Los inversores que busquen una orientación fiable para sus decisiones gozarán de la protección de disposiciones uniformes relativas a la transparencia, coherencia y comparabilidad de los estados financieros de las sociedades que cotizan en Bolsa.

8. Por último, el BCE espera que la directiva propuesta favorezca además la estabilidad financiera. En primer lugar, al reflejar los precios de los valores con mayor exactitud las perspectivas de beneficio y los riesgos de los emisores, los inversores estarán en mejores condiciones de vigilar a los emisores y de tomar medidas correctivas en caso de desequilibrios financieros, reduciendo así los riesgos para la estabilidad financiera. En segundo lugar, la mayor oportunidad, exactitud y coherencia de la información facilitada a

los inversores hará más improbable el descubrimiento tardío de casos graves de asignación inadecuada de capital, lo que reducirá la necesidad de corregir bruscamente los precios. No puede descartarse que una mayor frecuencia y detalle de la información financiera produzca más fluctuaciones de precios a corto plazo. A medio plazo, sin embargo, las fluctuaciones de precios relacionadas con correcciones bruscas de las expectativas de rentabilidad deberían de ser menos pronunciadas. En general, los efectos en la volatilidad de los mercados deberían de ser positivos. En tercer lugar, la mejora prevista de la eficiencia de los mercados incrementará también su liquidez, lo que permitirá a los mercados absorber mejor las perturbaciones. Por último, la mayor diversificación transfronteriza de las carteras de los inversores ayudará a reducir los prejuicios domésticos en las decisiones de inversión. A su vez, esto reforzará la resistencia general del sistema financiero europeo a las perturbaciones originadas en mercados financieros concretos.

9. No obstante, como se explica a continuación, el BCE considera que algunas cuestiones, a saber, la aplicación de algunas disposiciones de la directiva propuesta al BCE y a los bancos centrales nacionales (BCN), las normas relativas a los informes financieros semestrales, la conformidad con las exigencias de información relacionadas con la supervisión, las normas sobre las autoridades competentes y la necesidad de remitirse a las normas estadísticas europeas, requieren un examen más detenido.

Aplicación de la directiva propuesta al BCE y a los BCN

10. El ECB observa que el artículo 8 de la directiva propuesta exige al BCE y a los BCN, como emisores de deuda pública, de las normas relativas a la información periódica (artículos 4 a 6), pero no de otras disposiciones sobre divulgación. Esto significa que la directiva propuesta no tiene en cuenta las funciones especiales del BCE y, en concreto, su responsabilidad respecto de la política monetaria de la zona del euro. La aplicación de la directiva propuesta al BCE podría perjudicar al desempeño de sus funciones. De hecho, la ejecución de la política monetaria única puede basarse en algunas circunstancias en la emisión de certificados de deuda como instrumento de control monetario, lo que puede hacerse con el propósito de ajustar la posición estructural de liquidez del Eurosistema frente al sistema bancario y así provocar (o aumentar) su déficit de liquidez. Efectivamente, en la Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema⁽¹⁾ se dice que el BCE puede emitir certificados de deuda. El BCE considera que la especial naturaleza de la emisión de certificados de deuda como instrumento de control monetario justifica

⁽¹⁾ Anexo I de la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema (DO L 310 de 11.12.2000, p. 1). Orientación modificada por la Orientación BCE/2002/2 (DO L 185 de 15.7.2002, p. 1).

que no se le apliquen algunas de las disposiciones de la directiva propuesta.

11. La aplicación de algunas de las disposiciones de la directiva propuesta al BCE y a los BCN puede también perjudicar al desempeño de sus funciones específicas de política monetaria. Así, de acuerdo con los artículos 9 a 12, los BCN deben divulgar información sobre participaciones importantes. En este punto, el BCE advierte de que esas normas pueden someter a los bancos centrales a deberes de información respecto de valores recibidos como garantía en el desempeño de sus funciones de política monetaria, lo que puede afectar negativamente a la fluidez y eficiencia de las operaciones de banca central. La aplicación de disposiciones de divulgación respecto de valores recibidos como garantía puede afectar también al buen funcionamiento del mercado europeo de cesiones temporales y puede considerarse contraria al objetivo de simplificar el recurso a las garantías financieras reduciendo las formalidades administrativas, perseguido por la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera⁽¹⁾. Por lo tanto, el BCE considera necesario que se analice más detenidamente esta cuestión.

12. El BCE advierte en general de que tanto él mismo como los BCN tienen unas funciones específicas de política monetaria, en virtud del Tratado y de los Estatutos del Sistema de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, o en virtud de sus estatutos respectivos en el caso de los BCN no participantes, que pueden ser difíciles de conciliar con la aplicación de la directiva propuesta a las actividades de banca central relacionadas con la ejecución de la política monetaria. El BCE advierte de que las características especiales de los bancos centrales se han reconocido ya en las directivas sobre regulación de valores. Concretamente, los valores emitidos por el BCE y por los BCN se excluyen de la futura directiva, a que antes se ha hecho referencia, sobre el folleto informativo⁽²⁾. Si la aplicación de normas sobre divulgación uniformes a los valores emitidos por el BCE y por los BCN no se exige cuando se ofrecen al público, lógicamente tampoco deberían aplicárseles las normas sobre información continua que se establecen en la directiva propuesta. Esto no significa que los BCN no tengan a veces que revelar información a los inversores, puesto que en ciertos casos sus acciones se admiten a negociación en mercados regulados. En tales casos, la legislación nacional pertinente debería establecer las obligaciones de información de los BCN teniendo en cuenta su situación específica. De conformidad con el Tratado, el BCE tendría que ser consultado acerca de dicha legislación a fin de que pudiera examinar su compatibilidad con el Tratado y los Estatutos. De acuerdo con lo expuesto, el BCE considera que la directiva propuesta no debería ser de aplicación a ninguno de los miembros del SEBC.

⁽¹⁾ DO L 168 de 27.6.2002, p. 43. Véase el considerando 9.

⁽²⁾ Letras a) y b) del apartado 2 del artículo 1 de la Posición Común (CE) n° 25/2003.

Informes financieros semestrales (artículo 5)

13. El BCE observa que, con arreglo al artículo 5 de la directiva propuesta, los emisores deberán publicar informes financieros semestrales que comprenderán el conjunto de estados financieros resumidos y una actualización del último informe de actividad. El BCE celebra en principio este artículo, que mejorará y armonizará la formación de precios en toda la UE y que tiene en cuenta lo dispuesto en las NIC. El BCE aplaude la referencia a las NIC, pues facilita sus funciones estadísticas. Las NIC son compatibles en general con las normas estadísticas europeas e internacionales. En este punto, el BCE subraya las ventajas de velar por que las normas estadísticas y contables europeas e internacionales sean tan coherentes como sea posible. De este modo, una misma fuente de información podrá utilizarse con fines diversos. Además, aumentará la fiabilidad de las estadísticas y se reducirá la carga informadora de los emisores. Sin embargo, el BCE observa que, en la directiva propuesta, los informes financieros semestrales no se someten a auditoría obligatoria. En la letra c) del apartado 5 del artículo 5 se establece que la Comisión deberá adoptar medidas de aplicación, de conformidad con el procedimiento de comitología, para imponer la auditoría obligatoria «si hay pruebas de una necesidad urgente de aumentar la protección del inversor en toda la Comunidad». Puesto que ya algunos Estados miembros someten los informes financieros semestrales a auditoría obligatoria, el BCE es partidario de que la auditoría sea obligatoria en toda la UE a fin de evitar diferencias nacionales que podrían desembocar en distintos niveles de calidad de los datos financieros y estadísticos y de su presentación.

Información financiera trimestral (artículo 6)

14. El BCE observa que el artículo 6 impone, a los emisores cuyas acciones estén admitidas a cotización en mercados regulados, la obligación de publicar cierta información financiera trimestral. Como se ha dicho antes, el BCE celebra en general que se tienda a mayores deberes de publicidad para los emisores de activos financieros, tanto en términos de frecuencia como de calidad. Como subraya la Comisión⁽³⁾, muchas sociedades europeas que cotizan en Bolsa publican ya información trimestral. El BCE aplaude la norma propuesta, que armonizará los niveles de dicha información. En la práctica, esa publicidad ya se ha convertido en referencia importante de los inversores para seguir la marcha de las sociedades. La divulgación oportuna de información periódica garantiza que todos los participantes en el mercado tengan acceso a la información financiera pertinente, lo que facilita la formación del precio de los activos financieros. Sin embargo, la información trimestral sólo debería comprender los datos considerados más importantes para los inversores, reduciéndose todo lo posible la carga informadora de los emisores.

⁽³⁾ Exposición de motivos, página 15.

Conformidad con las exigencias de información relacionadas con la supervisión

15. El BCE advierte de que los emisores de valores, y las entidades reguladas en particular, no sólo estarán sujetos a las obligaciones de información establecidas en la directiva propuesta, sino que además tendrán que cumplir las establecidas en otras directivas de la UE. Por ejemplo, las entidades de crédito que cotizan en Bolsa están sujetas a las obligaciones de información establecidas en la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio ⁽¹⁾, y tanto las entidades de crédito como las empresas de inversión estarán sujetas a las obligaciones de información que se incluirán en el tercer pilar de la Directiva sobre la adecuación del capital ⁽²⁾ cuando se modifique. A fin de velar por que la carga informadora global de las entidades financieras que cotizan en Bolsa no sea excesiva, convendría que la Comisión comprobara si es posible lograr una mayor uniformidad entre las exigencias de información de la UE con distintos fines. Obsérvese, por ejemplo, que, con arreglo al apartado 1 del artículo 9 de la directiva propuesta, el emisor de los valores debe recibir la notificación correspondiente cuando el tenedor posea, a consecuencia de una adquisición o cesión, al menos el 5 % de los derechos de voto o del capital, mientras que, con arreglo al apartado 10 del artículo 1 y al apartado 1 del artículo 16 de la Directiva 2000/12/CE, el tenedor debe informar a la autoridad supervisora cuando pretenda tener una participación cualificada que represente al menos el 10 % del capital o de los derechos de voto. Con igual fin, la Comisión podría asimismo considerar la conveniencia de buscar una mayor uniformidad entre las obligaciones de información de las sociedades que cotizan en Bolsa, establecidas en la directiva propuesta, y las obligaciones de información de las entidades financieras que van a establecerse al modificarse la Directiva sobre la adecuación del capital.

Normas sobre las autoridades competentes (artículos 20 y 21)

16. Por lo que respecta a las disposiciones relativas a las autoridades competentes, el BCE quiere hacer dos observaciones. Por una parte, el apartado 1 del artículo 20 establece que cada Estado miembro designará una única autoridad administrativa competente. De conformidad con el apartado 2 del artículo 20, los Estados miembros pueden permitir que su autoridad competente delegue funciones en otras entidades, como los operadores de los mercados regulados. Toda delegación de funciones está sujeta a ciertas condiciones. En concreto, esas entidades deben organizarse de manera que se eviten los conflictos de intereses. Como ya manifestó en su dictamen acerca de la propuesta

de directiva sobre el prospecto ⁽³⁾, el BCE considera que las medidas eficaces contra los posibles conflictos de intereses cobrarán mayor importancia porque cada vez más bolsas se transforman en entidades con fines de lucro sin perder sus funciones relativas a la admisión a cotización y otras «funciones públicas». Por consiguiente, es preciso hallar una regulación adecuada para abordar y solucionar los posibles conflictos de intereses que nacen de la naturaleza cambiante de las bolsas. Por eso, el BCE celebraría que la Comisión aclarara mejor qué medidas podrían reducir los riesgos de esos conflictos. Otra medida precautoria contra los conflictos de intereses podría consistir en exigir a las entidades no sólo que se organicen de manera que se eviten, sino además que establezcan mecanismos para solucionarlos si surgen.

17. Por otra parte, el BCE considera que la directiva propuesta podría establecer un ámbito de cooperación más amplio entre las autoridades interesadas. Se refiere solamente a la cooperación entre las «autoridades competentes», de los Estados miembros de origen y de acogida, encargadas de verificar el cumplimiento de sus disposiciones. Sin embargo, también podría justificarse la cooperación con las autoridades nacionales encargadas de la supervisión prudencial y de las normas de conducta de las entidades reguladas, como las entidades de crédito y las empresas de inversión cuyos valores se negocian en mercados regulados. Esto sería especialmente oportuno, puesto que parte de la información sobre las entidades financieras que cotizan en Bolsa tendrá que facilitarse tanto al público como a las autoridades supervisoras correspondientes. Por lo tanto, la Comisión podría estudiar incluir una disposición que previera la posibilidad de una estrecha cooperación entre las autoridades supervisoras en el sentido de la directiva propuesta y las autoridades encargadas de la supervisión prudencial y de las normas de conducta, en la medida que fuera compatible con el deber de secreto profesional.

Necesidad de remitirse a las normas estadísticas europeas

18. En cuanto al artículo 9, relativo a la notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes, el BCE celebraría que la directiva propuesta dispusiera que la información sobre la adquisición o cesión de participaciones importantes se facilitara de acuerdo con las normas estadísticas europeas establecidas en el SEC 95 ⁽⁴⁾. Ello aumentaría la transparencia y calidad de la información, pues ésta se basaría en definiciones y conceptos uniformes. Además, ya no sería necesario que el BCE y los BCN

⁽¹⁾ DO L 126 de 26.5.2000, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE (DO L 35 de 11.2.2003, p. 1).

⁽²⁾ Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, DO L 141 de 11.6.1993, p. 1. Directiva cuya última modificación la constituye la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 35 de 11.2.2003, p. 1).

⁽³⁾ CON/2001/36.

⁽⁴⁾ Figura en el anexo A del Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996, relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad (DO L 310 de 30.11.1996, p. 1). Reglamento cuya última modificación la constituye el Reglamento (CE) n° 1267/2003 (DO L 180 de 18.7.2003, p. 1).

participantes recopilaran separadamente la misma información en el marco de las exigencias de información estadística del BCE.

19. Asimismo, el BCE celebraría que se creara una red electrónica única, o una plataforma de redes electrónicas, para todos los Estados miembros, a fin de facilitar el acceso del público a la información que deba revelarse conforme a la futura directiva sobre el folleto informativo y a la directiva propuesta, como dice el artículo 18. Sin embargo, el BCE pediría que en esa red o redes se incluyera la información sobre la clasificación sectorial del emisor y la clasificación por instrumentos de los valores emitidos, que, de no in-

cluirse, el BCE y los BCN de los Estados miembros participantes tendrían que recopilar separadamente en el marco de las exigencias de información estadística del BCE.

20. El presente dictamen se publicará en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 30 de septiembre de 2003.

El presidente del BCE

Willem F. DUISENBERG
