

# BANCO CENTRAL EUROPEO

## DICTAMEN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

de 16 de noviembre de 2001

**solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores [COM(2001) 280 final]**

(CON/2001/36)

(2001/C 344/05)

1. El 5 de julio de 2001 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 el prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores [COM/2001/280 final] (en lo sucesivo denominada «la Directiva propuesta»).
2. La competencia del BCE de emitir dictamen se basa en el primer guión del apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (en lo sucesivo denominado «el Tratado»), habida cuenta de que la Directiva propuesta es un instrumento esencial para asegurar la transparencia de los mercados financieros comunitarios y la confianza en ellos de los inversores, e incluye disposiciones que afectan a la emisión de valores por el BCE. Por otra parte, el BCE observa que, según el apartado 1 del artículo 105 del Tratado y el artículo 2 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el SEBC apoya las políticas económicas generales de la Comunidad. De acuerdo con la primera frase del artículo 17.5 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, el presente Dictamen ha sido adoptado por el Consejo de Gobierno del BCE.
3. El principal objetivo de la directiva propuesta es introducir un pasaporte único para los emisores de valores en la Unión Europea que permita ofertar valores o admitirlos a cotización mediante la simple notificación del prospecto aprobado por la autoridad competente de origen. Para lograr dicho objetivo, la Directiva propuesta armoniza en la medida necesaria las normas que regulan las ofertas públicas de valores y la información contenida en los prospectos, proporcionando así a los inversores de toda la Comunidad una protección equivalente. Las normas de información que introduce la Directiva propuesta se ajustan a las normas internacionales sobre oferta pública y admisión a cotización de valores.
4. El BCE celebra y apoya en general los objetivos de la Directiva propuesta, pues la considera un medio eficaz de fomentar la integración de los mercados financieros europeos. El Eurosistema está muy interesado en la evolución de los mercados financieros. El logro del objetivo primordial del Eurosistema, a saber, el mantenimiento de la estabilidad de los precios, requiere que los impulsos de la política monetaria se transmitan con fluidez por toda la zona del euro por medio de unos mercados financieros integrados y bien organizados. Los mercados de valores, junto con el mercado monetario no garantizado y el sector bancario, desempeñan una función esencial en este punto. No es extraña cierta segmentación de los mercados financieros en la jurisdicción de los bancos centrales nacionales. Sin embargo, la falta de integración de los mercados de valores de la zona del euro puede frenar o perturbar la transmisión a la economía de los impulsos monetarios. Además, en el Tratado se dice que, sin perjuicio del objetivo de mantener la estabilidad de los precios, el Eurosistema contribuirá a la consecución de los objetivos de la Comunidad. Objetivo destacado de la Comunidad es lograr un desarrollo equilibrado y sostenible mediante la creación de un mercado común. En este sentido, la introducción de la moneda única está resultando un fuerte estímulo del recurso al crédito y de las oportunidades de inversión, y, en última instancia, aumentará la capacidad de los emisores de conseguir capital en toda la Unión Europea, al reducirse los gastos financieros y facilitarse la asignación de los recursos financieros en toda la zona del euro. Por lo tanto, interesa al Eurosistema que no haya obstáculos contra la integración de los mercados de valores que impidan el pleno aprovechamiento de la UEM.
5. En general, unos mercados de valores integrados y bien organizados pueden facilitar el crecimiento económico y reducir el coste de la obtención de capital en la Unión Europea. Además, los mercados de valores europeos tendrán mayor liquidez, con lo que atraerán más inversiones y más emisores de terceros países. Con la introducción de un pasaporte único para emisores, la Directiva propuesta facilitará el acceso al mercado para la obtención de capital en la Unión Europea y eliminará los obstáculos que actualmente dificultan la oferta transfronteriza de valores. Gracias al nuevo régimen lingüístico de las ofertas y admisión a cotización multinacionales, se reducirán notablemente los grandes gastos de traducción. Se simplificarán además los requisitos normativos, ya que los Estados miembros de acogida no podrán exigir el cumplimiento de normas internas complementarias. En consecuencia, ampliar el capital será más fácil y barato para las sociedades cualquiera que sea su tamaño. Es probable que la adopción de normas de información perfeccionadas, uniformes y ajustadas a las normas internacionales sobre la oferta pública y admisión

a cotización de valores, fomente la confianza de los inversores, especialmente por lo que se refiere a la inversión en el conjunto de la Unión Europea. Sin embargo, a un alto grado de información debe acompañar un proceso de emisión bien organizado, en el que los gastos sean proporcionales al tamaño de la sociedad emisora y al tipo de valor emitido. Una información uniforme, fácil de consultar y que se actualice periódicamente, permitirá a los inversores decidir con más y mejores fundamentos. Los efectos positivos de la Directiva propuesta, tanto para los emisores como para los inversores, ayudarán a los mercados financieros a cumplir su función de distribuir el capital, pues tendrán mayor liquidez y funcionarán mejor. Además, el BCE opina que una mayor información por parte de los emisores favorecerá la selección, por los inversores, de nuevos proyectos de inversión, y reducirá el desequilibrio informativo, lo que favorecerá a su vez la liquidez del mercado. El BCE advierte además que los beneficios mencionados son, en principio, consecuencia de toda mejora de la información sobre las empresas. En este sentido, el BCE observa que el Consejo Europeo de Lisboa instó a la adopción de medidas para mejorar la calidad y comparabilidad de la información sobre las empresas admitidas a cotización, y que la Comisión ya ha emprendido algunas iniciativas nuevas encaminadas a establecer un nuevo régimen de información en la Unión Europea.

6. El BCE celebra la propuesta de una definición uniforme de oferta pública de valores que evitará interpretaciones diferentes de las normas comunitarias y asegurará el mismo grado de protección para los inversores en toda la Unión Europea. El BCE observa que, según el apartado 2 del artículo 3 de la Directiva propuesta, la obligación de publicar un prospecto no se aplicará a las ofertas dirigidas a inversores cualificados por su propia cuenta o a círculos restringidos de personas, ni a las ofertas de valores que puedan adquirirse solamente por un mínimo de 150 000 EUR por inversor. Sobre este particular, el BCE celebra que la aclaración y adaptación de las exenciones se hayan sometido al procedimiento de comitología a fin de asegurar la flexibilidad necesaria. Además, el BCE advierte que en la definición de inversores cualificados debería incluirse al BCE y a los bancos centrales de los Estados miembros.

7. El BCE celebra la utilización del procedimiento de comitología en la Directiva propuesta, según la recomendación del Comité de Sabios. Tras el respaldo obtenido en la Resolución del Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001, el nuevo planteamiento busca aumentar la eficacia y transparencia de la legislación de valores de la Unión Europea, permitiendo respuestas adecuadas y oportunas al desarrollo dinámico de los mercados. En general, el BCE opina que en la aplicación del procedimiento de comitología a la regulación del mercado de valores deberían tenerse en cuenta las funciones consultivas que el Tratado asigna al BCE, y, en consecuencia, incorporarse sus opiniones al proceso normativo. Concretamente, por lo que respecta a la Directiva propuesta, el BCE considera que, para mayor claridad en cuanto a la aplicación del procedimiento, convendría

reiterar en el apartado 2 del artículo 22 los artículos sujetos al procedimiento de comitología o, por lo menos, reunir en un solo artículo todas las medidas de aplicación sujetas a dicho procedimiento.

8. El BCE observa que en el apartado 2 del artículo 6 de la Directiva propuesta se dice, en referencia a la labor de la Organización internacional de comisiones de mercados de valores (OICV), que, las normas sobre la información que debe incluir el prospecto, adoptadas por la Comisión por el procedimiento de comitología, estarán de acuerdo, cuando proceda, con los requisitos de información establecidos por la OICV. El BCE celebra la intención de adaptar la legislación europea de valores a las normas de la OICV. La adopción de principios internacionalmente reconocidos, como los de la OICV, haría convergir a los sistemas financieros internacionales en un régimen de información sobre valores más armónico. El BCE observa además que, según el apartado 1 del artículo 18 de la Directiva propuesta, la conformidad con las normas de la OICV es requisito necesario para que un Estado miembro apruebe un prospecto elaborado para una oferta o admisión a cotización en un tercer país.

9. El BCE considera que podría ganarse en claridad respecto del alcance de la Directiva propuesta si se hiciera referencia a normas internacionales y europeas en vigor como el SEC 95. Esto afecta en particular a la definición del término «valores» y a la determinación del «sector» del emisor. Aunque los «valores» se definen en el artículo 2 de la Directiva propuesta, es necesario profundizar en la definición para obtener una definición común de valores que englobe los de renta fija y variable. Las definiciones del SEC 95 podrían servir de punto de partida. Por último, el BCE observa que la Directiva propuesta no se aplicará, entre otros emisores, a los Estados miembros y a ciertas organizaciones internacionales. Sería deseable mayor claridad respecto de las entidades económicas a las que se aplica la Directiva propuesta, o, a la inversa, que se señalara cuáles no entran en su ámbito de aplicación. También en este caso las definiciones del SEC 95 podrían ser un buen punto de referencia.

10. El BCE celebra que los valores por él emitidos queden fuera del ámbito de aplicación de la Directiva propuesta. El BCE desea subrayar al respecto que esa exclusión es esencial para ejecutar debidamente la política monetaria única del Eurosistema. La política monetaria única se apoya en diversos instrumentos, como los certificados de deuda, que pueden emitirse con objeto de ajustar la posición estructural del Eurosistema frente al sector financiero y, así, crear (o ampliar) el déficit de liquidez del mercado, según se dice en el apartado 3.3 de la Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria

del Eurosistema, noviembre de 2000 (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) <sup>(1)</sup>. Puesto que, según el Tratado, la formulación y ejecución de la política monetaria del Eurosistema es competencia exclusiva de los órganos rectores del BCE, la utilización de los instrumentos necesarios para cumplir esa función debería estar, en la medida de lo posible, libre de trabas jurídicas y funcionales. En consecuencia, el grado necesario de transparencia de las normas aplicables a los valores emitidos por el Eurosistema se obtendrá de la publicación de la documentación jurídica aplicable (la citada Orientación BCE/2000/7 y la documentación jurídica de los bancos centrales nacionales). Cualquier otro requisito formal podría obstaculizar la respuesta del Eurosistema, que debe ser rápida y flexible, a la evolución del mercado financiero. Por las razones expuestas, también los bancos centrales nacionales deberían quedar excluidos del ámbito de aplicación de la Directiva en el artículo 1.

11. El BCE considera que convendría aclarar en la Directiva propuesta el régimen aplicable a las ofertas públicas de valores distintos de acciones emitidos por entidades de crédito. En cuanto a estos intermediarios, hay que tener en cuenta que la obtención de capital del público mediante la emisión de valores distintos de acciones es parte de su actividad institucional, y que están sujetos a supervisión pública y a obligaciones específicas de transparencia para la protección del ahorro. Por ello, podría considerarse la posibilidad de mantener la disposición de la Directiva en vigor en virtud de la cual los Estados miembros pueden eximir a las entidades de crédito de la obligación de publicar un prospecto cuando emitan continua o habitualmente valores distintos de acciones u otros valores negociables análogos.
12. El BCE apoya el requisito de que el prospecto se ponga a disposición del público en formato electrónico en las direcciones de las autoridades nacionales competentes en Internet. La información debería facilitarse inmediatamente a todo titular o posible titular que la solicitase. El BCE subraya en este punto la importancia de publicar oportunamente el prospecto y sus actualizaciones, por lo que propondría que se aprobara un plazo mínimo de publicación del prospecto antes de la emisión. En cuanto a las normas técnicas detalladas a que se refiere el apartado 7 del artículo 12 de la directiva propuesta, el BCE propondría que se extendieran a la comunicación de los prospectos, además de a su publicación y puesta a disposición.
13. El BCE observa que en el artículo 19 se obliga a los Estados miembros a designar la autoridad administrativa competente para cumplir las obligaciones establecidas en la Directiva propuesta, y se enumeran las facultades de dicha

autoridad. En la exposición de motivos, la Comisión alude a la necesidad de velar por la independencia de las autoridades competentes y evitar posibles conflictos de intereses. El BCE advierte que el problema del conflicto de intereses cobrará mayor importancia porque cada vez más bolsas se transformarán en entidades con fines de lucro sin perder sus funciones relativas a la admisión a cotización y ciertas «funciones públicas», como la aprobación formal de los prospectos. Por eso es necesario adoptar normas apropiadas para solucionar los conflictos de intereses que pueden derivarse de la naturaleza cambiante de las bolsas.

14. El BCE opina que en la Directiva propuesta podría darse mayor alcance a la cooperación en materia de supervisión. La Directiva sólo hace referencia a la cooperación entre la autoridad competente de los Estados miembros de origen y de acogida en materia de supervisión de acuerdo con la propia Directiva, y, concretamente, no establece la posibilidad u obligación de cooperación entre las autoridades competentes en materia de supervisión de acuerdo con la propia Directiva y las autoridades competentes en materia de supervisión de las entidades reguladas (entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión y, tal vez también, empresas de inversión colectiva). El BCE sugiere que se considere la conveniencia de incluir una disposición que establezca la posibilidad, o incluso la obligación, de cooperación estrecha entre los supervisores en el sentido de la Directiva propuesta y los supervisores de las entidades reguladas. Ambas clases de función pueden reforzarse gracias a la cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras respectivas. Las entidades reguladas pueden participar a la vez en calidad de «emisor» [véase la letra d) del apartado 1 del artículo 2], «persona que hace una oferta (u oferente)» [véase la letra e) del apartado 1 del artículo 2], y «entidades financieras responsables de los procedimientos de oferta pública» (véase el apartado 1 del artículo 21). Las operaciones efectuadas en esas calidades, en las que haya indicios de conducta indebida, pueden perjudicar el nombre, o hacer dudar de la idoneidad de las normas de gestión, de las entidades supervisadas por las autoridades competentes.
15. El BCE observa que, aunque comúnmente se entiende que al menos algunas «entidades financieras reguladas pueden actuar como entidades financieras responsables de los procedimientos de oferta pública», es menos claro en qué medida estos términos, empleados en el artículo 21 de la Directiva propuesta, encajan en las definiciones de esta clase de servicio en las directivas sectoriales. El BCE propone que se considere la posibilidad de emplear definiciones uniformes siempre que sea posible. En este sentido, podría aclararse en relación con la Directiva propuesta, si la «oferta pública de valores» comprende el «aseguramiento». Aunque la Directiva propuesta incluye en la definición de oferta pública de valores «la colocación de valores a través de intermediarios financieros», la Directiva de

<sup>(1)</sup> DO L 310 de 11.12.2000, p. 1.

servicios de inversión (93/22/CEE) <sup>(1)</sup> distingue, en el apartado 4 de la sección A de su anexo, entre el «aseguramiento» y la «colocación de tales emisiones». Además, la Directiva codificada sobre banca (2000/12/CE) <sup>(2)</sup> hace referencia en el apartado 8 de su anexo I, al enumerar las actividades que se benefician del reconocimiento mutuo, a las «participaciones en las emisiones de títulos y prestaciones de los servicios correspondientes». Por consiguiente, el BCE considera conveniente que en la Directiva propuesta se profundice en la determinación y armonización de lo que es la oferta pública y la colocación de valores, habida

cuenta también de la revisión actual de la Directiva de servicios de inversión.

16. El presente Dictamen se publicará en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*.

Hecho en Fráncfort del Meno, el 16 de noviembre de 2001.

*El Presidente del BCE*

Willem F. DUISENBERG

---

<sup>(1)</sup> DO L 141 de 11.6.1993, p. 27.

<sup>(2)</sup> DO L 126 de 26.5.2000, p. 1.