



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 26.3.2003  
COM(2003) 138 final

2003/0045 (COD)

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**

(presentada por la Comisión)

## EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

### 1. INTRODUCCIÓN

#### 1.1.Contexto

La transparencia sobre las sociedades con cotización oficial es fundamental para el funcionamiento de los mercados de capitales, ya que en general potencian su eficacia y liquidez. La presente propuesta de directiva debe mejorar notablemente la información facilitada a todos los inversores sobre las sociedades con cotización oficial en los mercados regulados de valores de la Unión Europea. Así pues, contribuirá a integrar los mercados de valores de Europa al reducir o eliminar de la información asimetrías que pueden dificultar la comparabilidad y la liquidez del mercado; aumentando la confianza de los inversores en la posición financiera de los emisores; y reduciendo el coste del acceso al capital.

La iniciativa actual es una de las acciones prioritarias del Plan de acción en materia de servicios financieros (PASF), aprobado por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo de Lisboa en marzo de 2000. El objetivo es que los Estados miembros hayan aplicado con éxito la directiva acordada antes de 2005 a más tardar -compromiso asumido por los Jefes de Estado y de Gobierno en marzo de 2001 en Estocolmo, y en Barcelona en marzo de 2002.

Así pues, la propuesta se inscribe en una estrategia para revisar la legislación de los mercados de valores, en especial para lograr un mayor grado de transparencia e información con respecto a los emisores cuyos valores se negocian en mercados regulados. La propuesta corresponde a una "agenda de divulgación y transparencia" en la cual las instituciones europeas están actualmente impulsando:

- el Reglamento sobre la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)<sup>1</sup>, que hará obligatoria la aplicación de las NIC en la elaboración de las cuentas anuales, para todas las sociedades cuyos valores estén admitidos a cotización en un mercado regulado y que elaboran cuentas consolidadas, a partir del 1 de enero de 2005 (con algunas excepciones hasta 2007); La presente propuesta está en la línea de la política adoptada por la UE. Sin embargo, ello no altera el procedimiento introducido por el Reglamento de las NIC, que supedita cada una de las normas -incluso la NIC 39- a una decisión formal de la UE, de conformidad con el procedimiento establecido en el Reglamento, para que dicha norma sea jurídicamente vinculante en la UE. La presente Directiva no prejuzga ni menoscaba en modo alguno esas decisiones.
- la Directiva sobre el abuso de mercado<sup>2</sup>, que, entre otras cosas, exige a los emisores que divulguen información privilegiada. Los actuales requisitos ad hoc de divulgación de información sensible a los precios deben sustituirse para reforzar los requisitos de divulgación;

---

<sup>1</sup> Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 en la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, DO L 243 de 11.9.2002, página 1.

<sup>2</sup> Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), adoptada el 3.12.2002, aún no publicada en el DO.

- la futura Directiva sobre prospectos<sup>3</sup>, que tratará de los requisitos de información inicial en el punto de oferta pública de los valores/de su admisión a negociación en un mercado regulado. La Directiva debería prever un pasaporte europeo para un prospecto. La propuesta actual tiene ya en cuenta el acuerdo político del Consejo del 5 de noviembre de 2002 hacia una posición común, que la Comisión apoya plenamente.

La adopción y la puesta en práctica acertadas de todas estas iniciativas, incluida la presente, representan una contribución imprescindible al marco regulador general de los mercados de valores. La Directiva propuesta sobre servicios de inversión (DSI)<sup>4</sup> solamente será eficaz y tendrá éxito si se aplica al mismo tiempo este nuevo grupo de requisitos de transparencia.

## 1.2. Objetivos de la iniciativa actual

La directiva propuesta prevé imponer un nivel de transparencia e información proporcionados a los objetivos de protección del inversor y de eficacia de mercado. Para lograr estos objetivos, la iniciativa actual debe ser coherente con todas las iniciativas legislativas mencionadas anteriormente: su alcance debería ampliarse de los mercados oficiales a los mercados regulados, incorporando así en su ámbito los mercados de segundo orden (véase la sección 3.1.), debería asegurar mayor una mayor apertura al mundo de las finanzas internacionales en cuanto al uso de idiomas; y también en el uso de tecnologías modernas de la información (véase la sección 3.2). Finalmente, la propuesta debe constituir una respuesta apropiada a la evolución de los EE.UU., incluida la ley Sarbanes-Oxley para promover los mercados europeos de capitales (véase la sección 3.3.).

La actual iniciativa reforma los requisitos de divulgación, tanto en forma de información normalizada en un cierto momento (información periódica) como de información continua. Sus objetivos principales son:

- Mejorar la **información financiera anual** por parte de los emisores de valores mediante la presentación de un informe financiero anual en el plazo de tres meses (véase la sección 4.2);
- Mejorar la información periódica sobre emisores de acciones a lo largo del ejercicio, introduciendo una combinación de políticas pragmáticas que establezcan un **informe financiero semestral** más detallado y una **información financiera trimestral** menos exigente para el primer y tercer trimestre del ejercicio. Esta solución es intermedia entre dos extremos: uno sería exigir informes financieros trimestrales completos basados en las normas internacionales más elevadas, parecidas a los requisitos de los EE.UU. El otro extremo sería mantener en el nivel de transparencia de las sociedades que prevalece en la UE desde hace veinte años (desde antes del Mercado interior). Esta posición extrema ignoraría que los mercados de capitales tienen ahora una acción y reacción mucho más rápida, que la distribución de capital entre sociedades con cotización oficial está sujeta a una mayor competencia. Por último, los inversores que invierten en varios Estados miembros deberían beneficiarse de unos ciclos de información financiera más fiables y

---

<sup>3</sup> Propuesta modificada de la Comisión 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, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE - COM (2002) 460 final, de 9.8.2002.

<sup>4</sup> Propuesta de la Comisión de Directiva sobre servicios de inversión y mercados regulados, y por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/EEC del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de noviembre de 2002, COM (2002) 625 final.

más normalizados que la mera información ad hoc proporcionada por las sociedades. Ello no significa que las nuevas normas sobre información financiera intermedia deben sustituir las obligaciones de divulgación continua (véase la sección 4.3);

- Introducir **información financiera semestral** a los **emisores solamente de obligaciones** que actualmente no estén sujetos a ningún requisito de información intermedia. Nuevamente aquí la Comisión adopta un planteamiento muy pragmático (véase la sección 4.4);
- Basar la información continua sobre los **cambios en participaciones importantes** en emisores en criterios basados en el mercado de capitales. Esto debería facilitar una información más frecuente y con unos plazos más estrictos (véase la sección 4.5);
- Poner al día el Derecho comunitario vigente sobre la información proporcionada a los **tenedores de valores** (de acciones u obligaciones) en las **juntas generales** a través de apoderados y medios electrónicos. Este aspecto es particularmente importante para los inversores residentes en el extranjero (véase la sección 4.6.).

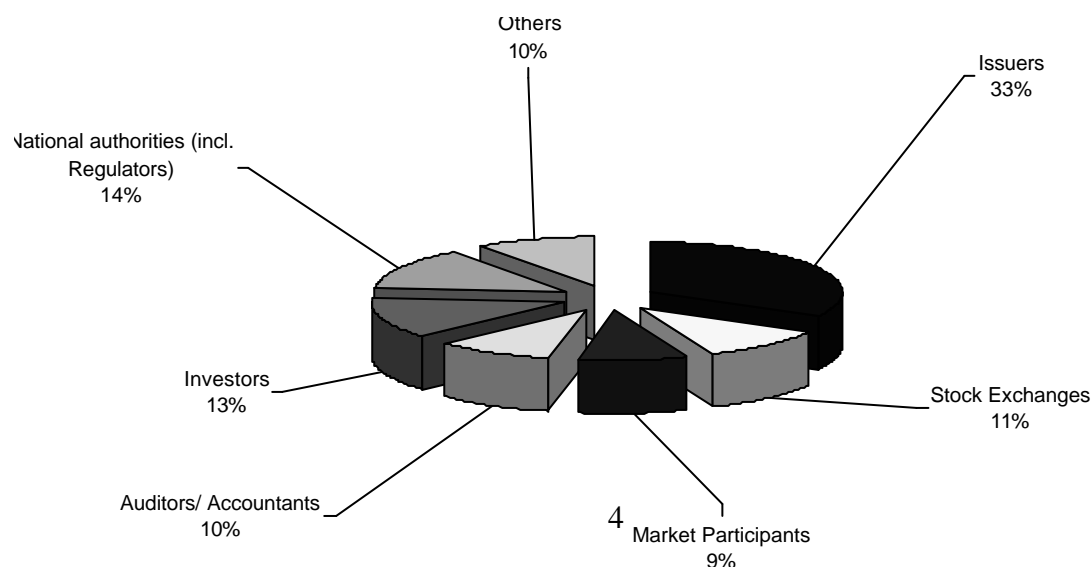
La iniciativa actual asegurará la correcta protección del inversor y el funcionamiento adecuado de los mercados financieros. Por consiguiente, debería conducir a la supresión efectiva de barreras nacionales para los emisores que buscan acceso a los mercados regulados no sólo de su Estado miembro de origen, sino también de otros Estados miembros. Los Estados miembros no correrían ningún riesgo justificable de socavar su protección de los inversores nacionales porque el Derecho comunitario aseguraría ya unos requisitos firmes. Sin embargo, se debería permitir que el Estado miembro de origen del emisor impusiera unos requisitos de información más rigurosos (véase la sección 4.1).

## 2. UNA NUEVA MANERA DE REGULAR LOS VALORES A ESCALA COMUNITARIA

### 2.1. Dos rondas de consulta pública y abierta

El Consejo Europeo invitó a la Comisión Europea, en su Resolución de 23 de marzo de 2001 a una reglamentación más eficaz de los mercados de valores, a que "celebrara consultas puntuales, amplias, y sistemáticas con las entidades y todas las partes interesadas del ámbito de los valores, en especial consolidando su diálogo con los consumidores y los profesionales del mercado". Ello debería facilitar la adopción de medidas legislativas y permitir su aplicación puntual antes de 2005.

La Comisión ha cumplido su parte del acuerdo. Su Dirección General de mercado interior



realizó dos consultas escritas antes de elaborar la presente propuesta. El 11 de julio de 2001 pidió comentarios de las partes interesadas a un documento de consulta en que presentaba sus opiniones preliminares. Hubo 91 respuestas de todos los Estados miembros, pero también de terceros países. En diciembre de 2001 publicó un resumen de las respuestas recibidas. La Dirección de mercado interior lanzó una consulta final el 8 de mayo de 2002. En esta ronda revisaba aspectos particulares como la información financiera intermedia, y presentó un esquema detallado de su trabajo en curso sobre una posible propuesta. Nuevamente se recibieron casi 93 respuestas de todos los Estados miembros y de terceros países. Los argumentos presentados se analizan a continuación. Las **184 respuestas** recibidas en las dos rondas de consulta cubren un **amplio espectro de intereses**:

## **2.2.Una directiva que contenga principios fundamentales, no detalles técnicos**

Debería emprenderse una reforma importante sobre una nueva manera de regular los mercados de valores a nivel comunitario. La adopción de la presente Directiva debería efectivamente ser más fácil en virtud del hecho de que la propuesta se basa en las recomendaciones del informe final del Comité de sabios, presidido por Alexandre Lamfalussy, de febrero de 2001. Sus recomendaciones se centraron en un nuevo planteamiento a cuatro niveles para regular los mercados de los valores, a fin de poder completar el FSAP por medio 2005.

El informe recomienda que la legislación comunitaria, adoptada mediante el procedimiento de codecisión, se centre en principios y opciones políticas fundamentales, y no ya en todos los detalles técnicos ("nivel 1"). Las normas técnicas de aplicación a escala comunitaria son adoptadas por la Comisión (basándose en el asesoramiento técnico y la experiencia de los supervisores nacionales de valores) según los actuales procedimientos de comitología, por la que la Comisión es asistida por un "Comité de reglamentación" (el Comité europeo de valores (CES<sup>5</sup>) "nivel 2"). La cooperación entre los supervisores nacionales de valores en los Estados miembros en la aplicación cotidiana del Derecho comunitario debería reforzarse, especialmente a través del Comité europeo de reguladores de valores<sup>6</sup> ("Nivel 3"). Debería también consolidarse la aplicación del Derecho comunitario por la Comisión Europea ("nivel 4").

El planteamiento a cuatro niveles fue expresamente aprobado por el Consejo Europeo en su Resolución de 23 de marzo de 2001 relativa a una reglamentación más eficaz de los mercados de valores en la Unión Europea. Igualmente, el Parlamento Europeo apoyó esta reforma reguladora en su Resolución de 5 de febrero de 2002 sobre la aplicación de la legislación sobre los servicios financieros, a raíz de la declaración efectuada por el Presidente de la Comisión Europea en esa fecha. La actual iniciativa se basa en este nuevo planteamiento y, en consecuencia, pretende abrir un espacio entre el nivel 1 y el nivel 2 de la legislación. En la sección 5 se exponen los motivos que tiene la Comisión para situar los detalles técnicos en el "nivel 2" de la legislación.

---

<sup>5</sup> Este Comité ha sido ya instituido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión, de 6.6.2001, DO L 191 de 13.7.2001, p. 45. Solamente actúa con carácter consultivo. A este respecto, ha sido también consultado con motivo de la presente iniciativa.

<sup>6</sup> Instituido por la Decisión 2001/527/CE de la Comisión, de 6.6.2001, DO L 191, de 13.7.2001, p. 43.

### 3. COHERENCIA CON LAS INICIATIVAS DEL PASF RELATIVAS A LOS MERCADOS DE VALORES

#### 3.1. Legislación comunitaria que abarca los mercados regulados

El Reglamento sobre las NIC, la Directiva recientemente adoptada sobre el abuso de mercado, la futura Directiva sobre prospectos, y la propuesta para una revisión de la Directiva sobre los servicios de inversión, tratan todos de los emisores cuyos valores se admiten no solamente a la cotización oficial, sino a mercados regulados, abarcando así también a los mercados de segundo orden<sup>7</sup>. En la misma línea, la información financiera periódica, la información de los emisores de valores a los tenedores de seguridad a través de las juntas generales, la información sobre cambios importantes de las participaciones así como otra información periódica, deberían estar reguladas, no sólo con respecto a los mercados oficiales, sino también para los mercados regulados a escala comunitaria.

En las dos consultas, algunos interesados pidieron que se aclararan las situaciones en las que el **emisor nunca haya solicitado ni aprobado la admisión** de sus valores a cotización en mercados regulados de cualquier Estado miembro. Este problema se abordará fundamentalmente en el marco de la nueva Directiva propuesta sobre servicios de inversión y mercados regulados, iniciativa que armonizará los requisitos para que los mercados regulados admitan valores a cotización en mercados regulados<sup>8</sup>. La Comisión propone relacionar de manera expresa el reconocimiento mutuo de los mercados regulados conforme a esa Directiva con la necesidad de que los emisores cumplan toda la legislación sobre los valores de ámbito comunitario. La propuesta actual solamente abarca un aspecto concreto que no puede atribuirse a los operadores de los mercados regulados: A los emisores que nunca hayan pedido o aprobado la admisión de sus valores a cotización en un mercado regulado no se les puede exigir que faciliten una traducción de los informes financieros periódicos con arreglo a un régimen lingüístico específico. En tal caso, estas obligaciones corresponderán a los terceros que hayan pedido tal admisión (véase la propuesta para el apartado 4 del artículo 16).

#### 3.2. Mayor apertura al mundo de las finanzas internacionales

##### 3.2.1. Utilización de una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales

Actualmente, cada Estado miembro puede insistir en que la información se revele al público en su lengua o lenguas oficiales. La reacción a las dos consultas demostró que esto es costoso y engorroso para los emisores cuyos valores se admiten a negociación en varios Estados miembros.

La mayor integración de los mercados financieros en la UE agudizará el problema de la lengua. Es necesario prever un sistema que aborde estos problemas. Una solución poco satisfactoria reduciría también el valor añadido que supone la futura Directiva sobre prospectos. Por las mismas razones, el régimen lingüístico propuesto conforme a la presente Directiva se aplicaría también a la información que se debe divulgar con carácter ad hoc

---

<sup>7</sup> como el Second Marché y el Nouveau Marché de París, el Alternative Investment Market de Londres, el Geregelter Markt y el Neuer Markt de Frankfurt, el Mercato Ristretto de Milán, el Nuevo Mercado de España o el Nouveau Marché de Bélgica.

<sup>8</sup> Propuesta de Directiva de la Comisión sobre servicios de inversión y mercados regulados, y por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de noviembre de 2002, COM (...) 2002; véase el apartado 5 de su artículo 37. Según esta disposición, el consentimiento del emisor ya no es necesario en caso de que los valores sean admitidos a cotización en otro mercado regulado.

según el artículo 6 de la Directiva sobre el abuso de mercado. Por último, la propuesta trata sobre la información que deben facilitar los inversores a los emisores. Para potenciar no sólo la adquisición transfronteriza de acciones en la UE sino también para atraer más inversores de terceros países, la propuesta prevé que los inversores puedan notificar al emisor los cambios de sus participaciones en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.

La Comisión propone que los emisores cuyos valores se admiten a los mercados regulados de más de un Estado miembro puedan también optar por una **lengua habitual en la esfera internacional de las finanzas**. Para los mercados al por mayor, los emisores pueden elegir esa lengua en todo momento.

La presente propuesta contiene una marcada diferencia en comparación con la futura Directiva sobre prospectos: no permite a los Estados miembros que exijan a los emisores que divulguen en su lengua oficial informes financieros periódicos o la información continua. Se recuerda que la futura Directiva sobre prospectos aún permite a los Estados miembros que, si así lo desean, requieran la traducción de un resumen del prospecto en su propia lengua o lenguas.

Dicho esto, la propuesta actual no conduciría a un sistema en el que los Estados miembros de acogida podrían pedir una traducción. En efecto, la propuesta no afecta al derecho de un Estado miembro de acogida a imponer la publicación apropiada de una traducción certificada de las cuentas de sociedades con cotización oficial, a condición de que esas sociedades abran una sucursal en su territorio. Este derecho está ya establecido en las 11ª Directiva sobre el derecho de sociedades. Por otra parte, la propuesta actual debe ser sin perjuicio de los requisitos lingüísticos de los procedimientos judiciales. Finalmente, difiere de las soluciones establecidas para un prospecto en caso de que los valores de un emisor solamente se admitan a negociación en un mercado regulado de un solo Estado miembro de acogida, pero no en su Estado miembro de origen para evitar una especie de "compras en equipo" o incluso de "lengua especial para las compras".

Para mayores detalles, véanse en la sección 5 las explicaciones sobre el artículo 16 propuesto.

### *3.2.2. Aprovechamiento de las ventajas de la tecnología moderna de información y comunicación*

#### *– Una sola fuente de información sobre un emisor en toda la Unión Europea*

Actualmente, los Estados miembros son libres de exigir que la divulgación de un emisor se realice a través de un medio determinado. Esto ha dado lugar a una enorme diversidad de canales de información, ya que cada Estado miembro puede aplicar su propia política. Básicamente se emplean tres modelos distintos: la difusión está organizada por la propia autoridad supervisora nacional, por los operadores de los mercados regulados, o por otros proveedores competentes de información financiera<sup>9</sup>. Además, el artículo 102 de la Directiva 2001/34/CE permite que los emisores publiquen por propia iniciativa su información a través de la prensa.

Esto ha agravado la complejidad de la manera en que se divulga la información en la Unión Europea. En muchos Estados miembros, la información sobre el mismo emisor no puede obtenerse de la misma fuente. Los tres modelos varían según el tipo de información que debe

---

<sup>9</sup> Modelo elegido por el Reino Unido con respecto a los llamados proveedores de servicios primarios (PIPs).

proporcionarse. Como primer paso importante, conviene establecer de acuerdo con el Derecho comunitario que los Estados miembros ya no deberían imponer el uso de operadores establecidos en su territorio ni el uso de distintos medios para distintos tipos de información sobre el mismo emisor. El objetivo global debe ser que un inversor pueda encontrar en una sola fuente toda la información financiera periódica y continua (incluida la que se publica sobre una base ad hoc) dedicada a un emisor determinado.

– *El sitio de Internet del emisor provisto de un sistema de alerta electrónica eficaz*

La difusión de la información a través del **sitio Internet de los emisores** no debe considerarse actualmente por sí solo un método lo bastante apropiado. Esto debería ser distinto para los emisores cuyos valores se admiten a cotización en más de un Estado miembro. Esta utilización, sin embargo, no sería suficiente por sí sola, sino debe ir acompañada de un mecanismo de alerta eficaz de correo electrónico que la sociedad debe establecer para informar a todas las partes interesadas en tiempo real de todo cambio de la información presentada en sus sitios Internet. Los detalles técnicos de ese sistema deberían fijarse en normas de aplicación que deben adoptarse por el procedimiento de comitología.

Si en la presente iniciativa no se contemplara el uso de los sitios Internet del emisor, los Estados miembros podrían verse tentados a seguir con sus actuales sistemas nacionales. Los medios que los Estados miembros pueden imponer para difundir efectivamente la información son no solamente cuestiones técnicas que corresponden al ámbito del principio de subsidiariedad. Las diferencias nacionales en los requisitos de difusión para emisores deben considerarse como otro obstáculo en la cadena de barreras que impide a los emisores buscar acceso a los mercados regulados de varios Estados miembros. Estas diferencias nacionales también impiden la toma de decisiones de los inversores en todos los Estados miembros.

Para otras explicaciones, véanse los comentarios al artículo 17 en la sección 5, y también en la sección 4.5.

– *Redes electrónicas en todos los Estados miembros para simplificar el acceso de los inversores a la información*

La situación en Europa es de un marcado contraste con la situación en los EE.UU. donde el sistema EDGAR<sup>10</sup> permite un acceso simple a la información sobre los emisores. Un Estado miembro (UK) lanzó recientemente un sistema que asegura que toda la información reguladora sobre determinado emisor se canaliza a través de servicios reguladores. Otros Estados miembros optan por introducir mejoras mediante la publicación en el sitio Internet de sus reguladores nacionales de valores.

La Directiva propuesta se aseguraría de que cada Estado miembro gestione un sistema para difundir información sobre un emisor determinado a partir de una sola fuente. Esa fuente puede ser también el sitio Internet del emisor, dotado de un sistema eficaz de alerta electrónica. Sin embargo, esto no ofrece una solución sobre cómo conectar los sistemas nacionales en toda la Unión Europea o entre el máximo número de Estados miembros. Debería corresponder a los reguladores nacionales de valores establecer un inventario de información financiera, para lo cual deben fijarse directrices para buscar soluciones a escala comunitaria. Estas directrices podrían elaborarse como medidas de tipo nivel 3 dentro del proceso Lamfalussy, y deberían estar dirigidas al establecimiento de redes electrónicas a las

---

<sup>10</sup> EDGAR es la abreviatura de Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System, que se introdujo en 1993.



que tuvieran acceso en tiempo real los inversores de toda Europa. Todo sistema que dé lugar a **soluciones de ventanilla única** en todos o en muchos Estados miembros o un sistema de **reconocimiento mutuo** de los medios que cada Estado miembro ha juzgado apropiados a nivel nacional debería dejarse en esta fase a los reguladores nacionales. Este planteamiento legislativo suave debería dar soluciones prácticas en beneficio de los inversores. Antes del 31 de diciembre de 2006, la Comisión revisará el modo como funcionan en la práctica estas medidas y, en su caso, propondrá legislación de nivel 2.

Para mayores detalles, véanse las explicaciones del artículo 18 propuesto.

### **3.3.Evolución en los EE.UU.**

La legislación de EE.UU. sobre la transparencia sirve como modelo para los principales mercados de capitales del mundo. Los mercados de valores de EE.UU. suponen alrededor del 60% de la capitalización de valores del mercado mundial, mientras que el volumen de los europeos es sólo de la mitad (30%). El hundimiento de sociedades como Enron y Worldcom en los EE.UU. han encendido el debate en Europa. La ley Sarbanes-Oxley, adoptada en julio 2002, propició la reforma más profunda de la legislación de los mercados de valores de EE.UU. de las últimas décadas.

Va también acompañada de medidas<sup>11</sup> adoptadas por la Comisión de bolsas de valores de los EE.UU. (SEC) que consolidan la protección del inversor: Los directores (y sus funcionarios financieros) tienen que certificar que cada futuro informe financiero trimestral y anual no contiene ninguna declaración falsa, sino que da una impresión ajustada de la situación financiera del emisor, incluido el mantenimiento y la certificación de un sistema de control interno. Ésta es la respuesta legislativa a las críticas generalizadas de que los estados financieros eran objeto de manipulación o incluso de fraude. El requisito de certificación se aplicará también a los emisores de valores extranjeros. Por otra parte, las sociedades de EE.UU. cuyo flotante público de acciones asciende a 75 millones de dólares o más y que están sujetas a la SEC al menos durante 12 meses deberán hacer frente a una aceleración de sus requisitos de registro de informes trimestrales y anuales<sup>12</sup> y se les exigirá la publicación de sus informes en Internet.

Estas medidas no sólo afectan a las sociedades europeas que tienen una cotización dual en los mercados de valores de EE.UU. Fijan un ritmo contra el cual la legislación comunitaria debe encontrar una respuesta apropiada para promover los mercados europeos de capitales a nivel internacional. La propuesta de la Comisión efectivamente aborda estos problemas: Primero revisa los requisitos para la información financiera anual e intermedia (véanse las secciones 4.2. a 4.4.). Además, y en la misma línea que la futura directiva sobre prospectos, la Comisión propone que los Estados miembros adopten normas adecuadas para la identificación de las personas y de los organismos responsables de una sociedad y de su responsabilidad con respecto a la información falsa (véanse otras explicaciones sobre el artículo 7 en la sección 5).

---

<sup>11</sup> Decisión SEC de 27 de agosto de 2002.

<sup>12</sup> Actualmente, se exige a todos los emisores nacionales de valores de EE.UU. que publiquen su informe financiero anual (formulario 10-K) antes de transcurridos 90 días del final del ejercicio. Estas sociedades deben acelerar este proceso durante un período de dos años (75 días después del ejercicio que termina en 2003, y 60 días después de los siguientes ejercicios). El informe financiero trimestral (formulario 10-Q) debe publicarse dentro de los 45 días siguientes. Las sociedades afectadas por las nuevas normas deben adelantar la publicación hasta los 40 días a partir de 2005 y 35 días a partir de 2006.

## 4. ELEMENTOS FUNDAMENTALES DE UNA REFORMA DE LOS REQUISITOS DE INFORMACIÓN

### 4.1. Protección del inversor y supresión de los obstáculos nacionales a escala comunitaria

#### 4.1.1. *Conseguir un equilibrio razonable entre emisores e inversores*

Los requisitos previstos de transparencia se sitúan en el contexto de un mercado europeo integrado de capitales. Ello no solamente debe proteger a los inversores y mejorar la eficacia de mercado. La modernización de los requisitos en la Unión Europea debe conducir a una situación con un menor número de obstáculos nacionales para los emisores que buscan acceso a los mercados regulados de Estados miembros distintos de su Estado miembro de origen. El establecimiento de una relación entre la supresión efectiva de los obstáculos nacionales al acceso al mercado y la adecuada protección de los inversores a nivel comunitario es la manera en que a menudo se ha producido una buena integración de los mercados financieros -y éste debe ser el camino a seguir.

Ello exige un alto nivel -no total- de armonización, de modo que el Estado miembro de origen del emisor pueda seguir imponiendo unos requisitos de información periódica o continua más rigurosos. Sin embargo, no debe permitirse lo mismo a otros Estados miembros en los que los emisores también quieran concentrar capital a través de valores admitidos a negociación en un mercado regulado. De lo contrario, las sociedades que quieren cotizar en varios Estados miembros ciertamente se desincentivarían debido a las divergencias entre los requisitos nacionales de información.

Este equilibrio entre la protección del inversor y la supresión de obstáculos nacionales para los emisores responde a las preocupaciones y deseos expresados en las dos consultas. Por una parte, los inversores de algunos Estados miembros y de terceros países afirmaban que el camino a seguir era la plena armonización en toda la Unión Europea. Por otra parte, los emisores de valores y los participantes del mercado abogaban por que los Estados miembros mantuvieran una cierta discrecionalidad.

Para mayores detalles, véanse las explicaciones sobre el artículo 3 en la sección 5.

#### 4.1.2. *Sistema de registro en el Estado miembro de origen*

Para reforzar la confianza de los inversor, el Estado miembro de origen sería el encargado de hacer cumplir los requisitos comunitarios de información mediante un sistema que exige a las sociedades registrar su información con el regulador nacional de valores. En el transcurso de las dos consultas, los inversores, los reguladores nacionales de valores y las bolsas apoyaron esta idea, a condición de que siguiera siendo posible delegar en los operadores de los mercados regulados. Los participantes y los emisores del mercado, sin embargo, pidieron una mayor aclaración del objetivo exacto de ese sistema de registro.

La **función de depósito** que el regulador nacional de valores (o el operador de un mercado regulado al que pudiera delegarse esa función) debería pues funcionar del siguiente modo: el registro en la fecha real de la información debería por ejemplo garantizar que se respetan los plazos obligatorios de información. El sistema de registro propuesto no implicaría necesariamente un examen de la información con respecto a si ésta es completa, exacta, y comprensible. Por otra parte, la autoridad de supervisión del Estado miembro de origen debería tener, como mínimo, derecho a reaccionar ante toda infracción de los requisitos de información.

La función de registro de una autoridad competente no significaría que ésta adoptara también el papel de divulgación al público en tiempo real de la información registrada. Correspondería a cada autoridad competente decidir si opta por ofrecer ese servicio. En tal caso, esa **función de divulgación** debería consistir en la publicación de toda la información periódica y continua que un emisor determinado debe revelar conforme a la presente Directiva y según la Directiva sobre abuso del mercado. Así pues, se exigiría también al regulador nacional que ofreciera una única fuente de información sobre un emisor determinado.

Para mayores detalles, véanse en la sección 5 las explicaciones sobre los artículos 15, 17 y 20 propuestos.

#### *4.1.3. Determinación del Estado miembro de origen*

Según el Derecho comunitario vigente, el Estado miembro de origen del emisor es el Estado miembro a cuyo derecho está sujeto<sup>13</sup>. A lo largo de las dos consultas, algunos participantes del mercado expresaron su preferencia, al menos en ciertos casos, por la libre elección del Estado miembro de origen por parte de los emisores. La solución que propone la Comisión sigue, en la medida de lo posible, la solución acordada por el Consejo el 5 de noviembre de 2002 en el contexto de la propuesta de Directiva sobre prospectos.

##### *– Necesidad de coherencia con la futura Directiva sobre prospectos*

Los requisitos de información de los mercados de segundo orden y la supervisión eficaz de los emisores a este respecto, por principio, no deben **-como norma principal-** encargarse a Estados miembros que no sean los responsables de aprobar un prospecto. De lo contrario, los efectos positivos de un pasaporte europeo para publicar un prospecto podrían ponerse en cuestión, en especial en cuanto al régimen lingüístico. La publicación de un informe financiero anual conforme a esta propuesta y de una información anual al prospecto es otro ejemplo prominente de la **necesidad de coherencia**. Si, por ejemplo, el Estado miembro de origen es el Estado donde se negocian principalmente los valores del emisor en un mercado regulado, las ventajas para los emisores en virtud de la futura Directiva sobre prospectos se verían anulados por la presente propuesta.

##### *– Necesidad de coherencia más allá de la Directiva sobre prospectos*

Sin embargo, la solución utilizada en la próxima Directiva sobre prospectos no puede simplemente copiarse. El problema se ilustra con el ejemplo de un emisor cuyas acciones se admiten a negociación en un mercado regulado del Estado miembro A y que, al mismo tiempo, emite obligaciones solamente en el Estado miembro B. Si se copiara la solución de la Directiva sobre prospectos habría dos Estados miembros de origen para el mismo emisor: uno para acciones y otro para obligaciones. De todos modos, el hecho de tener más de un Estado miembro de origen impediría una supervisión eficaz en toda Europa, y también sometería a los emisores a una serie de requisitos nacionales que van más allá de los requisitos comunitarios en virtud de la presente propuesta.

Como conclusión, existe una necesidad de coherencia y coordinación **más allá de la próxima Directiva sobre prospectos**. La única manera de asegurar tal consistencia es **-como segundo principio-** no fijar un Estado miembro de origen en función del tipo de valores admitidos a negociación en un mercado regulado, sino en función del emisor. Así pues, la sociedad que emite acciones y obligaciones no tendría dos Estados miembros de origen, sino sólo uno. Lo

---

<sup>13</sup> Artículos 105 y 11 de la Directiva 2001/34/CE.

mismo se aplica a los emisores de valores diversos; si un emisor emite obligaciones de una denominación por unidad superior a 50.000 euros e inferior a 50.000 euros, solamente puede haber un único Estado miembro de origen. En resumen, el Estado miembro de origen no se determinaría según el tipo específico de valores, sino en función de cada emisor.

– *Criterios para establecer un vínculo entre el emisor y un Estado miembro de origen*

El Estado miembro de origen debería ser el país donde, en función del tipo de valores, deba hacerse cumplir el grado más elevado de protección del inversor. La actual propuesta establece efectivamente requisitos de transparencia más exigentes para los emisores de acciones que para los emisores de obligaciones (como la información financiera trimestral, pero también la divulgación de la estructura del capital en el caso de participaciones importantes, etc.). Si se analiza la futura directiva sobre prospectos conjuntamente con la presente propuesta, los emisores de acciones y los emisores de obligaciones no reservadas a los mercados al por mayor tendrán unos requisitos más estrictos de información, que buscan una mayor protección. Los criterios para determinar al Estado miembro de origen con respecto a esos valores deben pues aplicarse al emisor de los valores aún en el caso de que dicho emisor emita también obligaciones para mercados al por mayor.

– *¿Cómo tratar a los emisores sólo de obligaciones, que pueden elegir su Estado miembro de origen?*

Un caso específico se refiere a los emisores sólo de obligaciones de valor elevado (según la próxima posición común del Consejo, valores con una denominación por unidad igual o superior a 5000 euros) que, según la futura Directiva sobre prospectos, se beneficiarán de poder elegir entre varios Estados miembros. En principio, no debe suprimirse la posibilidad de elegir el Estado miembro de origen. Sin embargo, el énfasis en la protección del inversor y la eficacia del mercado recae en la presente propuesta en los requisitos de información continua y periódica; es decir, en el control del cumplimiento de los requisitos de transparencia a lo largo de cierto período. Por consiguiente, esos emisores de obligaciones deben poder elegir, pero sólo pueden cambiar su elección transcurrido un cierto período. El período propuesto de tres años coincidiría con el requisito actual y futuro de que los emisores presenten un registro en forma de cuentas anuales como condición a toda petición de admisión a negociación en un mercado regulado<sup>14</sup>.

– *Ampliar el planteamiento para establecer también un Estado miembro de origen con respecto a la divulgación de información ad hoc según la Directiva sobre abuso de mercado*

No cabe duda de que la Directiva sobre el abuso del mercado permite la intervención de los Estados miembros por motivos de información privilegiada en sus mercados regulados. Sin embargo, la Directiva sobre abuso del mercado no establece el Estado miembro en que el emisor debe divulgar su información ni en qué lengua. La solución no estriba en que el emisor deba hacerlo simplemente en todas las lenguas de los lugares donde sus valores se negocian en un mercado regulado, y por los medios de difusión prescritos en cada uno de estos Estados miembros. La determinación del Estado miembro de origen según la presente Directiva será crucial para abordar estas dos cuestiones. Dado que la iniciativa actual trata también de la información continua, el Estado miembro de origen debería ser el mismo.

---

<sup>14</sup> Véase el artículo 44 de la Directiva 2001/34/CE, que se mantendrá sin cambios tras la futura Directiva sobre prospectos.

Para otros detalles, véanse las explicaciones sobre la letra i) del apartado 1 del artículo 2 en la sección 5.

## **4.2. Información periódica: el informe financiero anual**

### *4.2.1. Informe financiero anual*

Durante las dos consultas, todos los interesados coincidían en principio con los objetivos de introducir un documento único que proporcionara toda la información de un ejercicio determinado bajo el título de "informe financiero anual", y el principio de un plazo dentro del cual debería publicarse dicho informe. Los emisores querían una aclaración sobre la categoría de ese documento. Por una parte, el informe financiero anual no debería ser la versión final aprobada por los accionistas en la junta general anual. Por otra parte, no debería ofrecer información limitada en base a los balances abreviados para las PYME del apartado 2 del artículo 47 de la cuarta Directiva sobre derecho de sociedades, ni debería ofrecer información preliminar para los mercados financieros que no hubiera sido auditada.

El informe financiero anual debería constituir una fuente completa de información financiera, que constara de los estados financieros y de un informe de actividad. Debería representar información fiable aprobada por las personas u organismos responsables del emisor (Consejo de administración o, en los países con una estructura dual, fuera comprobada también por el grupo de supervisión). Debería también estar sujeto a un informe de auditoría.

### *4.2.2. Plazo de tres meses para publicar el informe financiero anual*

El Derecho comunitario vigente requiere que las sociedades con cotización oficial pongan cuanto antes a disposición del público sus cuentas anuales más recientes y sus últimos informes anuales, de conformidad con las normas fijadas en virtud de las Directivas sobre el derecho de sociedades. Sin embargo, la coordinación de la publicación de la información financiera anual difiere según los Estados miembros. En algunos Estados miembros, los emisores tienen ya un plazo para la publicación de los resultados finales del ejercicio<sup>15</sup>, mientras que otros garantizan una información puntual de los mercados de valores, ya sea por la publicación de resultados anuales preliminares o abreviados<sup>16</sup> o con otro informe provisional al término del ejercicio<sup>17</sup>. En efecto, la legislación comunitaria no reconoce la información anual como una herramienta dirigida del mercado de capitales. La introducción de un período máximo de publicación permitiría a los inversores supervisar el rendimiento de la sociedad en todos los Estados miembros.

El plazo definitivo para la publicación de un informe financiero anual al público debería ser de **tres meses**. Habida cuenta de los puntos de vista expresados en respuesta a la consulta, la Comisión cree que ésta es la mejor solución. En un principio, los servicios de la Comisión estudiaron con el público un plazo de dos meses. En la segunda consulta se consideró un

---

<sup>15</sup> por ejemplo, en la legislación alemana, que exige a los directores la presentación de un informe en tres meses (el código nacional de gobernanza corporativa requiere incluso una publicación en tres meses), o en Francia, que requiere una publicación dentro de los 4 meses salvo para las sociedades con cotización oficial que hayan publicado un prospecto y que deben publicar sus estados financieros en el plazo de tres meses.

<sup>16</sup> en forma de cuentas preliminares, como en BE (3 meses), DK (3 meses), SW (2 meses), FIN (3 meses) o UK (4 meses, si bien en un Libro Blanco de julio de 2002, el Departamento de comercio e industria sugería la obligatoriedad de publicar los estados financieros y los informes anuales dentro de un plazo de cuatro meses).

<sup>17</sup> un cuarto informe trimestral (IT) o un segundo informe anual (ES).

plazo de tres meses, a condición de que se hubiera presentado previamente un informe provisional para el último trimestre del ejercicio. Sin embargo, se abandonó la idea de un cuarto informe trimestral para evitar crear cargas desproporcionadas en relación con el objetivo global de llenar el vacío entre el último informe provisional (es decir, la información trimestral que debe publicarse a más tardar en noviembre) y el informe financiero anual (es decir, a más tardar a finales de marzo). Unos períodos de información más largos expondrían el público a un largo período de incertidumbre y aumentarían considerablemente el riesgo de divulgación selectiva entre ciertos emisores y analistas. Un plazo de cuatro meses tendría el riesgo de que las sociedades con cotización oficial pudieran querer "gestionar las ganancias", puesto que el informe financiero anual debe publicarse solamente en un período en el que debe elaborarse y publicarse la información financiera trimestral propuesta, relacionada con el ejercicio subsiguiente.

Para mayores detalles (incluidos los acuerdos transitorios), véanse las explicaciones sobre los artículos 5 y 26 en la sección 5.

### **4.3. Información financiera trimestral/informes financieros semestrales para emisores de acciones**

La Comisión cree que la combinación de una información financiera trimestral menos exigente y una información semestral más rigurosa es el camino correcto a seguir en este momento. No parece que este planteamiento mixto incremente la volatilidad de los mercados de valores. La combinación se centra en la revelación de hechos y tendencias históricas y, en sí misma, no dará lugar al "cortoplacismo". El "cortoplacismo", entre otras cosas, puede ser provocado por sociedades que hacen previsiones con analistas, o prometen crecimiento en beneficios por acción ("dirigismo de beneficios") en determinados intervalos para posteriormente modificarlos. Ésta no es la intención ni el fundamento de la propuesta de la Comisión. En los EE.UU., donde esta práctica es generalizada, se han levantado ya críticas<sup>18</sup> invitando a los participantes del mercado a abandonarla.

#### *4.3.1. Informe financiero semestral después de los primeros seis meses*

El informe semestral que actualmente se exige en virtud del Derecho comunitario se modernizaría pues a un informe provisional compuesto por un conjunto de estados financieros resumidos, que deben establecerse con arreglo a la NIC 34, y un informe de actividad sobre las actividades de la sociedad. El informe de actividad debería solamente contener una puesta al día de los datos contenidos en el informe anual, tal como establecen la cuarta y la séptima Directiva sobre derecho de sociedades. Conforme a la NIC 34, el informe financiero semestral debería entonces publicarse dentro de dos meses (y de los cuatro meses actuales).

Durante las consultas, algunos emisores percibían el informe intermedio de actividad como un mero requisito que reproducía para un período de referencia de seis meses lo que debían facilitar ya anualmente a escala nacional. Esta suposición no es correcta. Lo que propone la Comisión es simplemente una puesta al día, no una repetición del último informe anual de actividad. Los detalles de esa puesta al día deberían fijarse mediante normas de aplicación según el procedimiento de comitología.

Una preocupación importante que expresaron los emisores en la consulta se refiere a la introducción progresiva de la información con arreglo a las NIC en el primer año pertinente:

---

<sup>18</sup> Véase el informe del 9 de enero de 2003 del Conference Board, Commission on Public Trust and Private Enterprise, Findings and Recommendations

2005. Para facilitarlo, la Comisión propone permitir a Estados miembros que eximan a sus emisores de valores de la aplicación de la NIC en el informe financiero semestral correspondiente a 2005. Por consiguiente, el primer documento que un emisor debe elaborar de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad sería el informe financiero anual tras el ejercicio que se inicia en 2005. Además, se tendrían en cuenta excepciones para que algunos emisores aplicaran las NIC en una fase posterior (en 2007).

Para mayores detalles, véanse también las explicaciones sobre los artículos 5 y 26.

#### 4.3.2. *Información financiera trimestral*

Actualmente, el Derecho comunitario solamente exige la publicación de informes semestrales sobre los beneficios y las pérdidas de una sociedad durante los primeros seis meses de cada ejercicio. Sin embargo, diez Estados miembros tienen ya requisitos más estrictos. Esto demuestra que el retraso con respecto a los requisitos comunitarios de divulgación no refleja ya las mejores prácticas y están manifiestamente anticuados.

– *¿Por qué pasar a una frecuencia trimestral en la información intermedia?*

Ocho Estados miembros (AUT, BE, ES, FR, FIN, GR, IT, PO) han impuesto un carácter obligatorio a la frecuencia trimestral de los informes intermedios o de la información sobre todos o ciertos mercados regulados. Dos Estados miembros exigen información trimestral a las sociedades jóvenes con un historial de menos de tres años (LUX, UK) y a las empresas de inversión que poseen participaciones minoritarias estratégicas en otras sociedades (UK). En otros dos Estados miembros (DE y SW<sup>19</sup>), las normas de la bolsa han introducido de facto la información trimestral, en otro Estado miembro (NL), lo harán las normas de la bolsa<sup>20</sup>. Una vez introducidas, nadie ha vuelto a un sistema de información únicamente semestral.

Unas 1100 de las 6000 sociedades europeas con cotización oficial<sup>21</sup> proporcionan informes intermediarios trimestrales siguiendo las altas normas internacionales para cada informe trimestral (GAAP nacionales, NIC o US-GAAP), muchas otras sociedades con cotización oficial proporcionan información al menos con periodicidad trimestral. Aunque son minoría entre todas las sociedades europeas con cotización oficial, las sociedades europeas que presentan informes financieros trimestrales dominan los índices de bolsa de Estados miembros importantes (DAX, MIB, IBEX, CAC, y también el segmento techMark en la LSE).

Además, es innegable que los mercados europeos de valores dependen en gran medida de los mercados de valores de EE.UU., en los que se exige información financiera trimestral desde 1946. Los mercados de valores de EE.UU. suponen alrededor del 60% de la capitalización de valores de todos los mercados mundiales mientras que los mercados europeos de valores corresponden solamente al 30%. Las tendencias de los mercados europeos dependen en gran medida de los progresos de los EE.UU. Muchas sociedades europeas con cotización oficial que tengan dudas sobre la información trimestral deben ser conscientes de que las tendencias de los mercados de EE.UU. influyen en la trayectoria de los mercados europeos de valores

---

<sup>19</sup> bajo las normas de la Deutsche Börse para todas las sociedades o DAX o M-DAX (a partir de 2003, ésta deberá ser la norma para todas las sociedades que cotizan en el nuevo segmento de primer orden) y las que cotizan en el Neuer Markt y bajo las normas de la bolsa de Estocolmo.

<sup>20</sup> bajo las normas Euronext para los segmentos Next Economy y Next Prime a partir del 1 de enero de 2004.

<sup>21</sup> Según los datos Bloomberg de 2002.

más decisivamente que el rendimiento de las sociedades europeas. La introducción de la información financiera trimestral debería inscribirse en la línea de nuestros esfuerzos para convencer a los inversores internacionales de que diversifiquen más sus inversiones a través de mercados mundiales de valores.

La presentación de información financiera trimestral al público ofrece a los emisores la posibilidad de aumentar el rendimiento de sus propias participaciones. Si éste fuera el único argumento a favor, sin embargo, podría dejarse que las sociedades lo hicieran de forma voluntaria. Pero al margen de este motivo, la información financiera trimestral obligatoria debe proporcionar una mejor protección de los inversores, ya que es probable que éstos controlen más de cerca la deuda de las sociedades con cotización oficial. En los Estados miembros, el endeudamiento de las sociedades como proporción del PIB se ha incrementado considerablemente en los últimos años<sup>22</sup>. Por otra parte, la disponibilidad de una información más estructurada y fiable durante un ejercicio aumentaría la eficacia del mercado, pues el capital se colocaría en las sociedades de mejor trayectoria. Las sociedades podrían además ser valoradas sobre la base de la información públicamente disponible fácilmente comparable, y el inversor no tendría que basarse en previsiones de analistas financieros. No hay pruebas empíricas que apunten a un vínculo que relacione la información financiera trimestral obligatoria con una mayor volatilidad de la bolsa.

– *Resultado de la consulta*

Durante las dos consultas consecutivas, la frecuencia trimestral de la información intermedia era la cuestión que dividía a emisores e inversores. Debe considerarse que una minoría de sociedades que no están todavía sujetas a la información trimestral obligatoria está de acuerdo con el principio mientras que una minoría de inversores ha expresado dudas sobre la información trimestral:

Algunos emisores que no informan trimestralmente temen que esa frecuencia afecte a su estrategia de inversión a largo plazo -opinión que no comparten las sociedades que ya informan trimestralmente. La Comisión cree también que este temor es injustificado. En cambio, las sociedades con cotización oficial que no informan trimestralmente se verán esencialmente dominadas por otras fuerzas del mercado, aunque podrían encontrar como recompensa una mejora del rendimiento de la sociedad gracias a la confianza generada en los inversores. Muchas sociedades proponían que la información trimestral se dejara a la discreción de cada sociedad afectada. Sin embargo, la Comisión es de la opinión que, en vista de la creciente importancia de la gobernanza corporativa, las normas de transparencia ya no deben establecerse de manera que las sociedades tengan libre elección sobre si desean o no adoptar el principio de transparencia.

Algunas partes sostenían que la divulgación de información sensible al precio sobre una base ad hoc (divulgación ad hoc) se adaptaría mucho mejor a las necesidades de información de los inversores. Sin embargo, la información periódica y la divulgación ad hoc de información privilegiada (según la futura Directiva sobre el abuso del mercado) son maneras distintas de informar al público y no sustitutos. La divulgación al público de información privilegiada sobre una base ad hoc se deja a la discreción del emisor, es decir, se considera legítimo (y es una práctica generalizada) no divulgar las cifras consolidadas o incluso los resultados internos de información generalmente elaborada dentro de las sociedades. En cambio, los requisitos de

---

<sup>22</sup> Véase en especial el reciente informe del Conseil des Marchés Financiers de enero de 2002 "L'augmentation de la volatilité du marché des actions".



información periódica previstos con arreglo a la legislación o a las normas de la bolsa dan derecho a los inversores a recibir de los emisores información normalizada y por tanto comparable (como las pérdidas y beneficios antes y después de los impuestos).

Las ventajas para los inversores deben medirse en función de si están situados en Europa o en un tercer país. Los inversores situados en el mismo país en el que los valores del emisor se admiten a negociación en un mercado regulado requieren menos información normalizada que se publique en una fecha prefijada. Los inversores situados en el extranjero tendrían un acceso simple a la información sobre emisores cuanto más normalizados estuvieran los plazos de información. Así pues, la información trimestral ofrece claras ventajas para los inversores situados en el extranjero.

Algunas bolsas (aunque no la mayoría) sugerían también dejar esta cuestión para los operadores de un mercado regulado. Sin embargo, la información trimestral es una propiedad de calidad a escala internacional, las diferencias reales entre mercados de valores solamente existen en las modalidades, como el formato los plazos para el informe financiero trimestral. Lo que es más importante, diez Estados miembros han adoptado ya medidas legislativas. Es difícil concebir una situación en que los Estados miembros admitieran valores de los emisores en sus mercados regulados, o que los inversores de esos países se interesaran por esos emisores sin con una información financiera trimestral fiable. Si la Comunidad no pudiera resolver esta cuestión, el resultado sería la fragmentación, y no la integración, de los mercados regulados.

En su segundo documento de consulta, los servicios de la Comisión también lanzaron la idea de un régimen distinto para pequeños emisores de valores en función de su cifra de negocios anual. Algunos abogaban por que el régimen de las PYME se podría basar mejor en la capitalización del mercado. Ciertas bolsas eran incluso partidarias de una exención total para las PYME, cuyo alcance podría ser definido por los inversores, los auditores y los contables. Sin embargo, los inversores institucionales y los particulares, los auditores y los contables eran contrarios a esta idea. El perfil de recompensa/riesgo de las pequeñas sociedades, en especial las de nueva creación, no lo justificaría.

Debe tenerse en cuenta que las sociedades con cotización oficial no son microempresas, ni por su tamaño, ni por sus actividades, ni por su capitalización de mercado. Además, se basan en un capital que reciben del público, es decir, de inversores institucionales o particulares. Es fundamental para la credibilidad y la competitividad de las PYME disponer de un sistema de contabilidad interna que sea fiable.

Por lo general, los mercados de capitales califican de arriesgadas las inversiones en PYME. Éste es un claro mensaje que se desprende de la consulta realizada por la Comisión. Así pues, es claramente ventajoso para las PYME presentar información fiable con periodicidad trimestral, ya que ello contribuirá a generar una mayor confianza del mercado y de los inversores. Esto cobra aún mayor importancia para los inversores transfronterizos. Por ejemplo, en Francia las estadísticas muestran que un inversor no residente posee acciones durante una media de tan solo cinco meses (en contraste con los once meses de los inversores residentes)<sup>23</sup>.

– *La solución propuesta: información financiera trimestral*

---

<sup>23</sup> Banque de France, Bulletin de la Banque de France, n° 106 – Octubre de 2002, sobre la tenencia media de acciones entre junio de 2001 y junio de 2002

La Comisión se apoya en una idea que presentaron muchos consultados: la información financiera trimestral compuesta por los datos clave que el régimen comunitario vigente exige actualmente para la información semestral (volumen de negocios neto y los beneficios o pérdidas antes o después de la deducción de impuestos), más una información sobre la evolución futura de la sociedad. Esta información debería permitir a los inversores no sólo formarse una opinión basada en resultados conseguidos, sino también tener debidamente en cuenta cualquier estrategia a largo plazo que pueda tener el emisor. No puede ignorarse que persiste la demanda de información sobre el rendimiento futuro de la sociedad. Sin embargo, no hay ningún interés público en fomentar una especie de "dirección de beneficios" que lleve al "cortoplacismo" y a una indebida presión por parte de analistas y gestores de fondos. En lugar de ello, la información sobre la tendencia, que es opcional para las sociedades, debe permitirles actualizar sus posiciones sobre la estrategia de la sociedad y el desarrollo de sus actividades. El plazo máximo de publicación de esa información financiera trimestral no debería ahora ser superior a dos meses. Si los inversores desean información más detallada o la misma información con mayor rapidez, los emisores y operadores de los mercados regulados tendrían aún la posibilidad de encontrar una respuesta adecuada.

La solución propuesta no acarrearía un gran coste para las sociedades, en particular porque no requiere el establecimiento de estados de tesorería trimestrales ni el concurso de un auditor que auditara o revisara las cuentas. Por otra parte, los emisores pueden optar por facilitar información sobre las pérdidas y ganancias antes o después de impuestos, de modo que al emisor no se le exige que realice estimaciones fiscales de todo el ejercicio. Las cifras de volumen de negocio y de pérdidas y ganancias se mantienen y actualizan regularmente (al menos mensualmente) con fines de funcionamiento, por lo que esta información debe estar fácilmente disponible.

La frecuencia trimestral de la información sobre pérdidas y ganancias ofrece una herramienta para medir las prácticas fraudulentas en todos los informes periódicos. Sin embargo, no basta por sí misma para combatir las prácticas contables fraudulentas de las sociedades. Se han propuesto nuevas medidas en el Informe final del Grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades<sup>24</sup>. La Comisión tiene la intención de basarse en estas sugerencias en los próximos meses para su Plan de acción sobre la gobernanza corporativa y para su Comunicación sobre la auditoría legal.

La información sobre pérdidas y ganancias antes o después de impuestos, además del volumen de negocio, constituye un elemento fundamental para los inversores. Esta información proporciona una imagen fiable de la situación financiera y de la salud de una sociedad con cotización oficial. La información sobre el volumen neto de negocios, en sí, no basta porque no permite evaluar el estado de endeudamiento de una sociedad.

La solución propuesta no se ajusta a las actuales normas máximas nacionales sobre la información trimestral. Actualmente, en EL, UK, LUX, PO, el informe trimestral obligatorio comprende no sólo el volumen neto de negocio y las pérdidas y ganancias antes o después de impuestos, sino también un estado financiero que incluya un estado de tesorería y un informe de gestión. Las normas bursátiles de AUT (Bolsa de Viena), DE (Deutsche Börse), FIN (Bolsa de Helsinki), SW (Bolsa de Estocolmo), exigen también estos estados financieros trimestralmente. a partir de enero de 2004, Euronext introducirá los mismos requisitos de alto nivel que incidirán en las sociedades que cotizan en FR, BE y NL. Francia exige ya información trimestral sobre volumen de negocio, pero no sobre pérdidas y ganancias. La

---

<sup>24</sup> Informe del 4 de noviembre de 2002.

propuesta de la Comisión no pretende adaptar el actual acervo a las normas internacionales de más alto nivel, sino que solamente trata de cubrir una importante laguna entre las 1100 sociedades europeas que cumplen esas normas internacionales de alto nivel y las 4900 sociedades restantes.

Para mayores explicaciones, véanse los comentarios al artículo 6 propuesto en la sección 5.

#### **4.4. Solamente información financiera semestral para emisores de valores que no sean acciones**

Los emisores solamente de obligaciones no están sujetos a información intermedia según el Derecho comunitario vigente. Esto debe cambiar. Debe exigirse un informe financiero semestral cuyo contenido debe corresponder al que se requiere los emisores de acciones. Efectivamente, no debe subestimarse que la insolvencia tiene efectos perjudiciales tanto para el inversor en acciones como para el de obligaciones. Así pues, hay que emprender alguna acción para proteger a los que invierten en obligaciones de esos emisores y para mantener una situación equitativa entre los emisores de acciones y los de obligaciones. Según lo apoyado ampliamente en las dos rondas de consulta, se propone imponer menos requisitos en comparación con los de los emisores de acciones. No debería imponerse un informe financiero semestral a las sociedades que solamente emiten obligaciones de una elevada denominación por unidad, en especial los emisores de Eurobonos. No hay la misma necesidad de protección del inversor en los mismos términos y por los mismos motivos que en la propuesta modificada de directiva de la Comisión sobre prospectos.

En el transcurso de las dos consultas, algunos sostenían que el actual sistema de divulgación de información basada en el precio sería suficiente para proteger a los inversores. La Comisión no comparte esta opinión, como tampoco lo hace en el caso de la información financiera trimestral para emisores de acciones. Los informes financieros semestrales constituyen una información importante para mercados de capitales más allá de las calificaciones ofrecidas por las agencias de evaluación. En los Estados Unidos, los emisores de obligaciones están incluso sujetos a requisitos de información financiera trimestral. La Comisión cree también que son injustificadas las peticiones para eximir a las filiales de la información semestral. Debe tenerse en cuenta que estas filiales actúan como un emisor apropiado de obligaciones en mercados regulados y que las cuentas consolidadas de la sociedad matriz solamente proporcionan información sobre el rendimiento de toda la sociedad matriz, pero no sobre el rendimiento de una filial que actúe como un auténtico emisor de obligaciones.

Para mayores detalles, véanse las explicaciones sobre los artículos 5 y 8 propuestos en la sección 5.

#### **4.5. Divulgación de cambios en las participaciones importantes en emisores de valores**

##### *4.5.1. Más umbrales de divulgación para integrar aún más los mercados europeos de valores*

El Derecho comunitario vigente establece que una persona que adquiere o cede acciones de manera que su participación en una sociedad con cotización oficial, supera o no alcanza ciertos umbrales debe informar a la sociedad, que es a su vez responsable de revelar esta información al público. Esos umbrales son actualmente del 10%, el 20% y 1/3 (o, a elección del Estado miembro, el 25% en vez de los dos últimos umbrales), el 50%, y 2/3 (o, también a elección de los Estados miembros, el 75% en vez de 2/3). Estos umbrales se estructuran de

modo que reflejan las diferencias del derecho de sociedades nacional sobre cuestiones como los umbrales necesarios para representar las minorías de bloqueo en las juntas anuales de accionistas, para introducir cambios en los estatutos de la sociedad o para ejercer derechos especiales, como el nombramiento de auditores especiales, etc.

Entre tanto, doce Estados miembros han introducido otros umbrales. En efecto, solamente tres Estados miembros (LUX, PO y SW) siguen exigiendo el nivel de transparencia que se mantiene en los umbrales comunitarios, establecidos hace 15 años. El Comité europeo de reguladores de valores (CESR) planteó también un debate para revisar los umbrales comunitarios<sup>25</sup>, lo que la Comisión desarrolló en las consultas oportunas. Durante las consultas, las partes interesadas pidieron una puesta al día, o incluso la revisión de estos requisitos.

La Comisión propone ahora introducir un sistema de transparencia sobre la base de pasos que empiezan en un primer umbral del 5%<sup>26</sup>, continuando en intervalos de 5% hasta el 30% de los derechos de voto o del capital, o ambos. Este sistema reflejaría no solamente la influencia real que un inversor en los mercados de valores puede tener en una sociedad con cotización oficial, sino en general su interés principal en el rendimiento de la sociedad, la estrategia empresarial y los beneficios. Son ya siete los Estados miembros que aplican a escala nacional un régimen de transparencia más dirigido al mercado de valores. Seis de ellos (AUT<sup>27</sup>, DK, ES<sup>28</sup>, FIN, GR<sup>29</sup>, IT<sup>30</sup>, y UK<sup>31</sup>) lo han introducido mediante legislación o normativas, el séptimo lo aplica a través de recomendaciones de la bolsa (SW). Otro Estado miembro -el octavo- (NL<sup>32</sup>) está a punto de seguir el mismo camino. La propuesta de la Comisión alinearía la situación entre los Estados miembros al tiempo que permite los que lo deseen requerir la divulgación de la propiedad en una fase más temprana (el 2% en IT o el 3% en UK) o a intervalos más cortos. Otros Estados miembros pueden también mantener otros umbrales a nivel nacional, como 1/3 de los derechos de voto.

Para mayor información, véanse los comentarios sobre los artículos 9 y 10 propuestos en la sección 5.

#### 4.5.2. Plazos más cortos para la actuación de accionistas y emisores

La reducción de los plazos de notificación y revelación coinciden también con los deseos manifestados en la consulta. Actualmente, se requiere que el accionista informe al emisor y a

---

<sup>25</sup> Documento del CERV sobre "Medidas para promover la integridad del mercado - documento de seguimiento al primer documento del CERV sobre el abuso del mercado de 31 de enero de 2002 (FESCO/01-052h de 31 de enero de 2002).

<sup>26</sup> Este umbral debe respetarse ya en 12 Estados miembros (AUT, BE, DK, DE, ES, FIN, FR, GR, IRL, IT, NL, y UK).

<sup>27</sup> Los requisitos de transparencia comienzan al 5% y luego en escalones del 5% hasta que el inversor alcanza el 50% de los derechos de voto.

<sup>28</sup> La transparencia se exige cuando una participación empieza en el 5%, y sigue aplicándose cuando la participación alcanza, supera o cae por debajo de un nuevo umbral del 5%.

<sup>29</sup> Durante los primeros 12 meses de negociación de las acciones admitidas en un mercado regulado, deben notificarse los cambios de la participación en intervalos del 1,5%.

<sup>30</sup> Los requisitos de transparencia empiezan en el 2% y continúan para las participaciones que aumentan o disminuyen en más del 5%, el 7,5%, el 10 %, y en intervalos subsiguientes del 5%.

<sup>31</sup> Los requisitos de transparencia se inician en el 3% y siguen para las acciones que disminuyen o aumentan posteriormente de uno en uno por ciento.

<sup>32</sup> El Ministerio holandés de Finanzas se propone modificar la "Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen" de 1996, incluyendo una nueva estructura de umbral (5%, 10%, 15%, 20%, 25% y, en caso de una participación de más del 25%, la obligación de notificar cada operación).

la autoridad competente en siete días naturales, y el emisor debe posteriormente informar al público en nueve días naturales o, en circunstancias especiales, en 21 días naturales. En contraste con los cinco días naturales previstos inicialmente, la Comisión propone ahora un plazo de **cinco días hábiles para los inversores** y un plazo de **tres días hábiles para los emisores** que efectivamente dispongan de información sobre cambios importantes en adquisiciones o cesiones por parte de los accionistas para revelar estas modificaciones (véanse también las explicaciones al artículo 11 propuesto en la sección 5).

#### *4.5.3. Transparencia también sobre las participaciones en valores que dan acceso a acciones*

Puede ejercerse una influencia directa en las sociedades a través de acciones, pero también indirectamente a través de instrumentos financieros que dan derecho a adquirir o a vender acciones, tales como garantías u obligaciones convertibles si la tenencia de esos instrumentos financieros alcanza umbrales importantes. En las respuestas a las consultas se apoyaba la idea de incluir esta situación en el sistema general de transparencia. Sin embargo, surgieron preocupaciones especiales acerca de la inclusión de las opciones de compra y venta. Por otra parte, una minoría de sociedades de inversión pedía umbrales más altos en relación con otros inversores. Para responder a estas preocupaciones, la Comisión propone seguir la siguiente línea:

El objetivo global de avanzar hacia posiciones más orientadas al mercado de capitales no debería verse afectado por excepciones para las empresas de inversión. Las sociedades tienen un firme interés por saber qué empresas de inversión invierten en ellas y cuál es su posición, por ejemplo en las juntas de accionistas. El requisito de notificación facilitaría pues a las sociedades identificar la propiedad o las personas que actúan en nombre de los propietarios. Dicho esto, generalmente la Comisión considera aceptable permitir a cada Estado miembro que decida si fija el 10% como el primer umbral en el que las empresas de inversión (y también otros inversores) solamente adquieren garantías cubiertas u obligaciones convertibles. La misma regla de proporcionalidad se aplicaría a los intereses vitales ligados a las acciones. Por otra parte, el régimen de notificación y revelación se limitarían a los valores derivados, pero no a toda clase de derivados, como las opciones.

Para mayores explicaciones véanse los comentarios a la letra e) del apartado 1 del artículo 2 en la sección 5.

### **4.6. Información de los tenedores de valores sobre las juntas generales**

#### *4.6.1. ¿Por qué se contempla este tema en la presente iniciativa?*

Estos problemas están ya cubiertos por la legislación comunitaria sobre mercados de valores, y no tanto en las Directivas sobre derecho de sociedades<sup>33</sup>, y deben modernizarse de tres maneras:

En primer lugar, debería facilitarse el uso de apoderados. Al permitir que los accionistas actuaran a través de apoderados se incrementaría la participación de los accionistas en las juntas generales. En particular, sería conveniente para los inversores situados en el extranjero, que no se encuentran en la misma posición que los inversores nacionales para poder viajar y ejercer sus derechos. Las respuestas a la consulta se inclinaban claramente por permitir la

---

<sup>33</sup> véanse los artículos 65, 78 y 83 de la Directiva 2001/34/CE para emisores de acciones, obligaciones de sociedades y deuda pública.

votación por poderes mediante una medida comunitaria en todos los Estados miembros. Sin embargo, la actual propuesta sólo contempla los aspectos de transparencia.

En segundo lugar, debería facilitarse el uso de medios electrónicos. El que la información pueda transmitirse por medios electrónicos depende estrechamente de la capacidad de todos los Estados miembros de servirse de las ventajas de la moderna tecnología de la información y de las comunicaciones. La Comisión propone que cada sociedad con cotización oficial reciba el apoyo regulador necesario para someter esta importante cuestión a sus accionistas, quienes deben decidir en una junta general las modalidades de información en línea.

Para mayores explicaciones, véanse los comentarios a los artículos 13 y 14 en la sección 5.

## **5. COMENTARIOS SOBRE ARTÍCULOS CONCRETOS**

Los requisitos de información actuales están establecidos en la Directiva 2001/34/CE<sup>34</sup> sobre transparencia, que refundía normas comunitarias que han estado en vigor más de 20 años (sobre información financiera anual y sobre juntas de accionistas<sup>35</sup>), casi 20 años (sobre información financiera intermedia<sup>36</sup>), o al menos casi 15 años (sobre divulgación de la adquisición o cesión de participaciones importantes<sup>37</sup>). Sin embargo, esta refundición no comportó modificación alguna de las leyes y normativas de los Estados miembros en relación con el pasado.

### **5.1. Considerandos**

Los considerandos 19 a 24 recuerdan la nueva manera de regular los mercados de valores (véase la sección 2.2).

### **5.2. Capítulo I Disposiciones generales**

#### *5.2.1. Artículo 1 - Objeto y alcance*

La exención actual para los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) se mantiene en el apartado 2 del artículo 1, sobre todo porque los requisitos específicos se establecen en otra parte<sup>38</sup>. El apartado 2 del artículo 2, el apartado 2 del artículo 3 y el apartado 3 del artículo 85 de la Directiva 2001/34/CE prevén ya esta exención según el actual acervo.

---

<sup>34</sup> Así pues, los artículos 85 a 97 sustituyen a la Directiva 88/627/CEE.

<sup>35</sup> Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, DO L 184 de 6.7.2001.

<sup>36</sup> Los artículos 64 a 69 y 78 a 84, respectivamente, sustituyen a los anteriores esquemas C y D de la Directiva 79/279/CEE.

<sup>37</sup> Los artículos 70 a 77 y 102 a 107, respectivamente, sustituyen a la anterior Directiva 82/121/CEE.

<sup>38</sup> Directiva del Consejo 85/611/CEE de 20.12.1985 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), cuya última modificación la constituyen las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002, p. 20 y 34, respectivamente).

## 5.2.2. *Artículo 2 - Definiciones*

### 5.2.2.1. Apartado 1 del artículo 2

En la letra a): La definición de valores emplea la solución acordada por el Consejo el 5 de noviembre en la posición común sobre la futura directiva de prospectos. Excluye pues los instrumentos del mercado monetario que pueden seguir sujetos a la legislación nacional.

En la letra b): Es necesaria una definición que asegure que los emisores de obligaciones convertibles o canjeables no están obligados a celebrar juntas generales de conformidad con el artículo 14 propuesto. En cambio, la Comisión no ve ninguna necesidad de la definición de "títulos de participación" o siquiera de "acciones". Es ciertamente necesario distinguir entre títulos de participación y valores no participativos según la futura Directiva de prospectos con respecto a los valores derivados (por ejemplo, las obligaciones convertibles serían títulos de participación, mientras que las obligaciones canjeables se tratarían como valores no participativos en la futura Directiva de prospectos). Dicho esto, no hay ninguna necesidad de ello en la presente propuesta. En efecto, no es posible una sociedad con cotización oficial que emita solamente valores derivados en mercados regulados, pero no los valores (acciones y obligaciones) de los que proceden esos valores derivados.

En la letra c): véase ya la sección 3.1

En la letra d): la definición incluye toda la gama de emisores de valores, incluidos los emisores de deuda pública y los emisores de ciertas obligaciones (como los Eurobonos) para los cuales, sin embargo, se contemplan en el artículo 8 exenciones importantes de los requisitos de información periódica. Además, aclara el tratamiento de los certificados de depósito, incorporando así el apartado 3 del artículo 6 de la Directiva 2001/34/CE.

En la letra e): Se ha introducido la definición del "tenedor de valores" para aclarar quién es el responsable de notificar los cambios de participaciones importantes de emisores de valores, pero también para aclarar los derechos de igualdad de trato en el contexto de juntas generales. El segundo párrafo se basa en la letra a) del artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE y contempla el caso de bancos depositarios y fondos de inversión que poseen valores en su propio nombre, pero en nombre de sus clientes. El tercer párrafo aclara la situación en cuanto a los certificados de depósito, integrando así el apartado 2 del artículo 85 de la Directiva 2001/34/CE. El cuarto párrafo amplía la definición a los tenedores de valores derivados, como obligaciones convertibles o canjeables (pero no opciones - véase también la sección 4.5.3); esta ampliación es importante para la revelación de cambios en participaciones importantes.

En la letra f) y en el apartado 2 del artículo 2: Esta definición debe considerarse en el contexto de la divulgación de cambios de participaciones importantes en emisores. El objetivo global debe ser asegurarse de que se exige que la sociedad matriz informe sobre sus propias participaciones, así como las participaciones de las sociedades que controla. La definición actual de "sociedad controlada" del artículo 87 de la Directiva 2001/34/CE debería ampliarse para tener en cuenta los puntos de vista manifestados en la segunda consulta.

En la letra i), véase sección 4.1.3.

En la letra k), la definición de "información regulada" es de especial importancia para los artículos 15 a 17.

En la letra l), la definición de "medios electrónicos" se basa en la definición ya establecida en la Directiva 98/34/CE<sup>39</sup>. No incluye la comunicación que no sea en línea, tal como la distribución de CD-ROM, ni la comunicación no proporcionada mediante tratamiento electrónico, como los servicios de telefonía, Telefax o télex. Debe delegarse en la Comisión para que aclare la definición en este contexto.

### 5.2.3. *Artículo 3 - Integración de los mercados de valores*

La aceptación de estas disposiciones debe ser la prueba de que la presente iniciativa conduce a unos mercados de valores más integrados (véase la sección 4.1.1.).

Actualmente, el apartado 2 del artículo 8 de la Directiva 2001/34/CE permite a cualquier Estado miembro introducir requisitos más rigurosos de información, a menos que ello dé lugar a discriminaciones de los emisores extranjeros. En cambio, el acervo desde hace 20 años aún reconoce que el cumplimiento de los requisitos comunitarios de transparencia no proporciona necesariamente garantías que permitan a los Estados miembros suprimir otras restricciones nacionales.

En el futuro, solamente el Estado miembro de origen debería poder continuar bloqueando la admisión de valores a negociación en un mercado regulado en situaciones internas en las que no exista una dimensión transfronteriza por parte del emisor. Por otra parte, los inversores deben seguir protegidos -igual que en el Derecho comunitario vigente (véase el apartado 3 del artículo 8 de la Directiva 2001/34/CE- de modo que ningún Estado miembro pueda, en general, eximir de los requisitos comunitarios a los emisores o tenedores de valores, o introducir requisitos menos rigurosos.

Atendiendo a los deseos y preocupaciones expresados en la consulta, la redacción propuesta del apartado 2 del artículo 3 aclara también el valor añadido de la armonización de la divulgación de información sensible al precio conforme a la futura Directiva sobre el abuso del mercado: si un emisor cumple estas disposiciones, no hay ninguna razón de peso para impedirle el acceso a mercados regulados de otros Estados miembros.

La integración de los mercados de valores debe fomentarse en la misma línea que la revelación de participaciones importantes (véase el artículo 88 de la Directiva 2001/34/CE). Sin embargo, el Estado miembro de origen del emisor de valores puede seguir estableciendo nuevos umbrales, plazos más estrechos de notificación y revelación, u otras normas más estrictas que las establecidas de conformidad con la Directiva propuesta.

---

<sup>39</sup> Directiva 93/34/CE (DO L 204 de 21.7.1998, p. 37), modificada por la Directiva 98/48/CE (DO L 217 de 5.8.1998, p. 18)



## 5.3. Capítulo II: Información periódica

### 5.3.1. Artículo 4 - Informes financieros anuales

Los objetivos de esta disposición se explican en la sección 4.2. La redacción propuesta reemplazaría los artículos 67 y 75 de la Directiva 2001/34/CE en cuanto a los siguientes aspectos técnicos:

- Se propone aclarar la terminología de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad. El llamado informe financiero anual debería tener dos componentes: estados financieros (las llamadas cuentas anuales conforme a la cuarta y la séptima Directiva sobre derecho de sociedades) y el informe de actividad (que lleva la denominación de informe anual en las mismas Directivas sobre derecho de sociedades).
- Los estados financieros deben someterse al informe de un auditor. La posición del auditor debe reproducirse. El texto propuesto coincide con la cuarta y la séptima Directivas sobre derecho de sociedades.
- El informe financiero anual debería permitir la debida identificación de las personas responsables. Los inversores deberían estar en posición de saber quién tiene efectivamente la responsabilidad final de la información proporcionada. Esto establece una fuerte relación con el artículo 4 (véase también la sección 3.4.)

### 5.3.2. Artículo 5 - Informes financieros semestrales

Véase la sección 4.3.2 para los emisores de acciones y la sección 4.4. para los emisores de obligaciones

Esta disposición se aplica a los emisores de toda clase de valores. No contempla la obligación de que los emisores presenten estos informes a la revisión por auditores. En esta fase, la Comisión sigue una mayoría de las respuestas, que no ven la necesidad inmediata de que sea obligatoria a escala comunitaria. El Estado miembro de origen del emisor puede imponerlo según el apartado 2 del artículo 3 propuesto.

Dicho esto, la Comisión debe poder, en su caso, tomar medidas por el procedimiento de comitología. Debería utilizarse el procedimiento rápido recomendado por el Comité de sabios, presidido por A. Lamfalussy, para permitir que las instituciones europeas restauren rápidamente la confianza de los inversores en momentos críticos si la información intermedia propuesta de las sociedades no asegura por sí sola la fiabilidad.

### 5.3.3. Artículo 6 - Información financiera trimestral

Véanse las explicaciones generales en la sección 4.3.1.

La información financiera trimestral no necesita cumplir la NIC 34. Por lo tanto, el texto ya no hace referencia a un informe financiero trimestral o a estados financieros -término reservado a los informes provisionales basados en la NIC. El procedimiento de comitología debería permitir de nuevo que la Comisión Europea, en cooperación con el Comité europeo de valores y a propuesta del Comité europeo de reguladores de valores, aclare para los emisores, participantes de mercado e inversores el

contenido de la información financiera trimestral, fije plazos para divulgar la información publicada y aclare qué tipo de estudio realizado a petición del emisor por los auditores debe divulgarse.

#### 5.3.4. *Artículo 7 - Responsabilidad*

Se prevén disposiciones similares en la propuesta modificada de la Comisión de directiva sobre prospectos. Véase también la sección 3.4. La responsabilidad sobre información engañosa o inexacta que debe revelarse sobre una base ad hoc conforme a la futura Directiva sobre el abuso del mercado sigue siendo materia de derecho nacional.

#### 5.3.5. *Artículo 8 - Excepciones*

Los emisores de deuda pública deberían estar sujetos a un régimen de transparencia más ligero porque no se aplicarían los requisitos de información periódica (véase la letra b) del apartado 2 del artículo 2, la letra b) del apartado 2 del artículo 3 y el apartado 3 del artículo 4 de la Directiva 2001/34/CE). Sin embargo, ambos deberían beneficiarse y estar sujetos a disposiciones generales de divulgación, como la prohibición de que les sean impuestos otros requisitos por los Estados miembros con excepción del Estado miembro de origen (artículo 3) o la necesidad de garantizar la divulgación efectiva y simultánea de toda información que deba revelarse con arreglo al artículo 17. También se les sigue exigiendo que garanticen la igualdad de trato de los tenedores de obligaciones de categoría *pari passu* según lo propuesto en el artículo 14 (véase también el artículo 83 de la Directiva 2001/34/CE).

En la misma línea, se prevé la protección limitada del inversor para sociedades que solamente emiten valores particularmente destinados a inversores profesionales (según lo determinado por un valor nominal de al menos 50.000 euros). Así pues, la Comisión sigue el acuerdo político alcanzado por el Consejo el 5 de noviembre hacia una posición común con respecto a la futura Directiva sobre prospectos.

### **5.4. Capítulo III Información continua**

#### 5.4.1. *Artículo 9 - Notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes*

El objetivo para proporcionar un régimen más riguroso de notificación basado en un mayor número de umbrales se explicó ya en la sección 4.5.1. Habida cuenta de las reacciones recibidas, la Comisión decidió no proponer diez umbrales como en su documento de consulta, sino ocho. Los Estados miembros siguen teniendo libertad para establecer otros umbrales, sobre todo más bajos (por ejemplo en UK (3%) o en IT (2%)). El apartado 1 del artículo 89 de la Directiva 2001/34/CE permite a los Estados miembros decidir si una sociedad debe también ser informada con respecto a la proporción de capital que posee un inversor si un Estado miembro no aplica el principio de "una acción, un voto".

En la letra a): Algunas respuestas dudan de si deben incluirse en el régimen de notificación los derivados que permiten adquirir o vender acciones. Por consiguiente, la Comisión limita los requisitos de notificación a los valores derivados. Así, se incluyen las garantías o las obligaciones convertibles, y quedan fuera las opciones (véase también la sección 4.5.3. y la letra e) del artículo 2). Además, propone a los Estados miembros que decidan si quieren establecer requisitos de notificación ya en

un umbral del 5%. Habida cuenta de las reacciones recibidas de las autoridades nacionales, esta posibilidad debe también aplicarse a los intereses vitales relacionados con acciones (véase también el artículo 10).

Las letras b) y c) permiten a los Estados miembros que adapten dos umbrales a sus normas nacionales que permiten minorías de bloqueo o mayorías cualificadas en las juntas generales, pero que limitan mucho más la discrecionalidad de los Estados miembros en comparación con las letras a) y b) del apartado 1 del artículo 89 de la Directiva 2001/34/CE).

#### 5.4.2. *Artículo 10 - Determinación de los derechos de voto*

- El artículo 10 solamente especifica las personas que pueden -de jure o de facto- ejercer derechos de voto en nombre de los tenedores de valores. Considerando que las participaciones de un tenedor de valores determinado pudieran no necesariamente cumplir los umbrales previstos, la situación puede diferir considerablemente con respecto a los bancos depositarios, fondos de inversión, apoderados y otros que pueden ejercer derechos de voto en nombre de numerosos tenedores de valores.
- Esta disposición es importante por dos razones: primero, las sociedades con cotización oficial tienen información no sólo sobre los tenedores de valores, sino también sobre los que efectivamente pueden ejercer mucha influencia; en segundo lugar, la disposición pretende facilitar la información entre sociedades y tenedores de valores en el contexto de las juntas generales (véase el apartado 3 del artículo 13 y el apartado 3 del artículo 14).
- Esta disposición es esencialmente la misma que el artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE, sujeta a las siguientes enmiendas a la luz de los comentarios recibidos en las rondas de consulta:
- Para limitar las definiciones a las personas autorizadas a votar en nombre de los accionistas es preciso suprimir la actual letra a) del artículo 92, que ahora se incorpora en la definición de tenedores de valores en el segundo párrafo de la letra e) del artículo 2. La letra a) del artículo 10 corresponde a la letra c) del artículo 92 de la Directiva 2001/34/CE. Igualmente, la letra b) del artículo 10 refleja la actual letra d) del artículo 92, la letra c) del artículo 10, la letra e) del artículo 92 -por la que se hace hincapié en aquellos a quien se da la garantía<sup>40</sup>-, la letra d) del artículo 10 y la letra f) del artículo 92.
- Tras numerosas peticiones, la determinación de las situaciones en que los derechos de voto que pueden ejercerse en nombre de sociedades controladas es mucho más amplia en la letra e) del artículo 10 que en la actual letra b) del artículo 92. Esto es posible debido a la definición más amplia de la letra f) del artículo 2 propuesto.

---

<sup>40</sup> Es preferible el término "garantía" en vez de "valor" habida cuenta de la terminología utilizada en la Directiva 2002/47/CE de 6.6.2002 en los acuerdos de garantía financiera, DOL 168 de 27.6.2002, p. 43.

- El texto de la letra f) del artículo 10 corresponde a la letra h) del artículo 92. La letra g) del artículo 10 se mantiene sin cambios en relación con la letra g) del artículo 92.
- La única disposición nueva se refiere a los poderes (letra h) del artículo 10). Puesto que en todos los Estados miembros generalmente se permite la participación de apoderados en las juntas generales, una sociedad debería ser oportunamente informada sobre las participaciones importantes para las que un apoderado haya recibido instrucciones comunes de varios accionistas.

#### 5.4.3. *Artículo 11 - Procedimientos de notificación y revelación de participaciones importantes*

El apartado 1 del artículo 11 aclara el contenido mínimo de la notificación que debe hacerse a una sociedad. No hay ninguna disposición correspondiente en la Directiva 2001/34/CE. Las sugerencias iniciales de la Comisión de informar a un emisor sobre el acuerdo completo entre accionistas ya no se mantienen habida cuenta de las reacciones recibidas en las dos rondas de consulta. Sin embargo, los emisores y el público tienen intereses legítimos para ser informados por lo menos sobre la consideración que se haya dado a los acuerdos sobre los derechos de voto.

El apartado 2 del artículo 11 reduce el período de notificación de siete días naturales a cinco días hábiles. La referencia a días hábiles en vez de días naturales se adapta más a la realidad del mercado y coincide con la opinión presentada por muchas partes interesadas. Deben abandonarse períodos de notificación más largos de los que tienen determinados bancos en los que se depositan los valores conforme al derecho nacional (de conformidad con el último párrafo del artículo 92 de la Directiva 2001/34/EC). Véase también el artículo 26 sobre los acuerdos transitorios.

El apartado 3 del artículo 11 corresponde al artículo 93 de la Directiva 2001/34/CE. Otras exenciones actualmente previstas en los artículos 94 (operadores bursátiles profesionales) y 95 (revelación contraria al interés público o perjudicial para la sociedad) son anticuados -posición con la que coincidía una mayoría de la consulta. Varios demandados consideraban que la situación concreta de las participaciones importantes en procesos de compensación y liquidación merecía sin embargo un tratamiento específico. La Comisión ha tomado en consideración este punto de vista en el marco de la definición de participaciones del segundo párrafo de la letra e) del artículo 2.

El apartado 4 del artículo 11 corresponde al artículo 91 de la Directiva 2001/34/CE, sujeto a un plazo de divulgación reducido de tres días hábiles. Este nuevo plazo de divulgación debería introducirse gradualmente con el mecanismo previsto en el artículo 28.

#### 5.4.4. *Artículo 12 - Información adicional*

La letra a) del artículo 12 corresponde al apartado 2 del artículo 66 de la Directiva 2001/34/CE, las letras b) y c) del artículo 12 a los apartados 2 y 3 del artículo 81, ampliando estos requisitos de divulgación a los emisores de deuda pública.

#### *5.4.5. Artículo 13 - Información para accionistas*

El apartado 1 del artículo 13 corresponde al apartado 1 del artículo 65 de la Directiva 2001/34/CE. A raíz de varias cuestiones planteadas durante las consultas, merece la pena observar que este texto nunca ha incluido el principio de "una acción, un voto".

El apartado 2 del artículo 13 sigue esencialmente el apartado 2 del artículo 65 de la Directiva 2001/34/CE. El único elemento nuevo se incluye en la letra b), por la que un accionista puede elegir un apoderado según la legislación del Estado miembro de origen del emisor (véase también la sección 4.6.2). Sin embargo, no debería haber ninguna necesidad de elegir un apoderado en cada Estado miembro. En la letra d), la palabra "renuncia" debería sustituirse por "cancelación", a tenor de varias respuestas que piden una aclaración de la actual redacción (con respecto a "renuncia").

El apartado 3 del artículo 13 fija las condiciones mínimas que hagan posible la información electrónica de los accionistas. Los objetivos generales se establecen en la sección 4.6.3.

#### *5.4.6. Artículo 14 - Información para tenedores de obligaciones*

El artículo 14 contiene básicamente las mismas disposiciones que en el caso de los accionistas. Sin embargo, los derechos inherentes a las obligaciones difieren de los relacionados con las acciones. Así pues, es inevitable tener una disposición específica para obligaciones, según lo definido en la letra b) del artículo 2 propuesto. Habida cuenta de las numerosas reacciones a las dos consultas, la Comisión ya no ve la necesidad de derogar el principio de igualdad de trato por motivos de prioridades de carácter social, tal como establece el segundo párrafo del apartado 1 del artículo 78 y el segundo párrafo del apartado 1 del artículo 83 de la Directiva 2001/34/CE. Teniendo en cuenta las particularidades de los mercados de Eurobonos, el apartado 3 del artículo 14 permite a los emisores elegir el Estado miembro en el que desean celebrar una junta de tenedores de obligaciones.

### **5.5. Capítulo IV: Obligaciones generales**

#### *5.5.1. Artículo 15 - Control del Estado miembro de origen*

La política general que justifica el sistema de registro en el Estado miembro de origen se ha explicado ya en la sección 4.1.2. Actualmente a los Estados miembros se les invita en términos muy amplios a "garantizar" que se publica la información (véase por ejemplo el artículo 70 de la Directiva 2001/34/CE sobre los informes semestrales), salvo en el caso de cambios en participaciones importantes que deben ser comunicados no sólo a los emisores, sino también a las autoridades competentes (véase el apartado 1 del artículo 89 de la Directiva 2001/34/CE).

La Comisión debería estar autorizada a adoptar otras normas técnicas de aplicación del siguiente modo:

- En particular, debe asegurarse en el futuro el registro por medios electrónicos. De lo contrario, las condiciones de registro con reguladores nacionales de valores quedarían claramente retrasados con respecto a los registros de

sociedades según lo propuesto por la Comisión para reformar la primera Directiva sobre derecho de sociedades<sup>41</sup>;

- En el caso de las acciones, un Estado miembro de origen mantiene la competencia para controlar al emisor incluso aunque las acciones de éste sólo estén admitidas a negociación en otro Estado miembro. Las normas de aplicación deben mostrar detalladamente cómo organizar el control entre los Estados miembros de que se trate.

#### 5.5.2. *Artículo 16 - Régimen lingüístico para emisores y tenedores de valores*

Los objetivos para el régimen lingüístico propuesto se establecen ya en la sección 3.2.1. La redacción propuesta pretende seguir la línea acordada en el Consejo el 5 de noviembre hacia la adopción de una posición común sobre la futura directiva sobre prospectos. Además, impone a los emisores el requisito de revelar información privilegiada -según establece el artículo 6 de la futura Directiva sobre el abuso de mercado (Directiva 2003/6/CE)- bajo un régimen lingüístico determinado. De otro modo, se requeriría a los emisores toda la información que debe publicarse se tradujera a las lenguas oficiales de todos los Estados miembros en los que posiblemente pudieran negociarse sus valores.

Sin embargo, hay una importante diferencia con la futura Directiva sobre prospectos. Esta última permite aún a los Estados miembros de acogida que requieran que se traduzca un resumen del prospecto a su propia lengua oficial. Este resumen no es un camino a seguir según la presente propuesta. En su lugar, la presente propuesta se aparta del planteamiento acordado para la futura directiva sobre prospectos de dos maneras:

- El apartado 3 del artículo 16 no permite a los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado de un solo un Estado miembro de acogida y de ningún otro de la Unión Europea elegir entre determinadas lenguas; el Estado miembro de origen puede imponer el uso de su propia lengua. Esta regla debe evitar el "forum shopping" (o mejor, el "language shopping");
- El apartado 6 del artículo 16 se asegura de que no se vean afectadas las normas nacionales del régimen lingüístico de sus procedimientos judiciales.

Tal como se expone en la sección 3.2.1, las normas propuestas sobre el régimen lingüístico no afectarían a los actuales requisitos en virtud del artículo 4 de la Directiva 89/117/CEE del Consejo (11ª Directiva sobre derecho de sociedades).

#### 5.5.3. *Artículo 17 - Acceso puntual y equivalente a la información*

- Los apartados 1 y 2 del artículo 17 reemplazarían el artículo 102 de la Directiva 2001/34/CE en cuanto a la información que debe revelarse al público de conformidad con la presente Directiva. También determinará en qué Estado

---

<sup>41</sup> Apartado 2 del artículo 3 de la propuesta de Directiva de la Comisión por la que se modifica la Directiva 68/151/CEE del Consejo en lo relativo a los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de sociedades, COM (2002) 279 final de 3.6.2002.

miembro y por qué medios debe realizarse la divulgación de información dependiente del precio. Véase la sección 3.2.2.

- El apartado 4 del artículo 17 autoriza a la Comisión a especificar más las condiciones para revelar la información al público sobre los sitios de Internet del emisor, así como asegurar que esta información sigue estando disponible. Esto incluye cuestiones tales como si el emisor debe asegurarse de que los sitios de Internet funcionen en un servidor situado en un Estado miembro concreto o si el uso de medios específicos de difusión puede también imponerse a los emisores que no hayan solicitado o aprobado la admisión a negociación de sus valores en ese mercado regulado.

#### 5.5.4. *Artículo 18 - Directrices*

El concepto subyacente de esta disposición se explica ya en la sección 3.2.2. La letra a) del apartado 1 del artículo 18 cubre un aspecto específico: el sistema de registro propuesto no debe llevar a duplicaciones innecesarias para los emisores que están también sujetos a un registro en virtud de la primera Directiva sobre derecho de sociedades<sup>42</sup>. En la práctica, esto se refiere esencialmente a los estados financieros (cuentas) y a un informe de actividad (informe anual). Estos tipos de información deberían registrarse con los reguladores nacionales de valores según el artículo 15 propuesto, pero ulteriormente con los registros nacionales de sociedades según el artículo 47 de la cuarta Directiva sobre derecho de sociedades/del artículo 38 de la séptima Directiva sobre derecho de sociedades, conjuntamente con el artículo 3 de la primera Directiva sobre derecho de sociedades.

#### 5.5.5. *Artículo 19 - Terceros países*

El apartado 1 del artículo 19 trata de los emisores constituidos en terceros países. El apartado 4 del artículo 76 de la Directiva 2001/34/CE ya requiere que aseguren una información intermedia equivalente (basada en informes semestrales); lo mismo se aplica a la revelación de cambios de participaciones importantes por parte de emisores de terceros países, de conformidad con el segundo párrafo del apartado 3 del artículo 68 de la Directiva 2001/34/CE. En el futuro deben evitarse soluciones más favorables para emisores de terceros países en detrimento de emisores europeos. Esto también incluye los requisitos de presentar información financiera trimestral ya que los mercados de EE.UU., que representan el 60% de la capitalización de los mercados mundiales, están ya sujetos a requisitos de divulgación aún más estrictos. Además, esta disposición prepararía el camino para el mecanismo de equivalencia que asegura una mejor protección de los tenedores europeos de acciones de emisores de terceros países al nivel previsto en los artículos 13 y 14. Sin embargo, las normas de equivalencia propuestas solamente cubren los requisitos de revelación fijados en la presente Directiva, pero no los que son obligatorios para el emisor en virtud de la Directiva sobre abuso del mercado.

El apartado 2 del artículo 19 se basa en el apartado 2 del artículo 69, el apartado 2 del artículo 82 y el apartado 2 del artículo 84 de la Directiva 2001/34/CE; se refiere tanto

---

<sup>42</sup> Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 68/151/CEE del Consejo en lo relativo a los requisitos de información con respecto a ciertos tipos de sociedades – COM (2002) 279 final de 3.6.2002.

a emisores europeos como de terceros países. El apartado 3 del artículo 19 es una disposición similar a la de la futura directiva sobre prospectos.

## **5.6. Capítulo V: Colaboración entre autoridades competentes**

### *5.6.1. Artículo 20 - Autoridades competentes*

Actualmente, la Directiva 2001/34/CE requiere que los Estados miembros notifiquen quienes son las autoridades competentes. La designación de una autoridad competente en cada Estado miembro responde a una necesidad de eficiencia y claridad, y refuerza la cooperación entre las autoridades competentes. El carácter administrativo de estas autoridades competentes únicas es necesario para evitar conflictos de intereses en la utilización de datos de información financiera procedentes de informes financieros trimestrales y anuales. Aportará una mayor consistencia y claridad a la aplicación de las disposiciones de la Directiva.

Algunos reguladores de valores y bolsas nacionales adujeron durante la consulta que las tareas de la autoridad competente según la presente Directiva (en especial la función de depósito) podrían delegarse al operador de un mercado regulado de un Estado miembro de conformidad con el apartado 2 del artículo 20 propuesto.

Sin embargo, una delegación permanente conduciría a un sistema mediante el cual la información anual en virtud del artículo 10 de la futura Directiva sobre prospectos se registraría con la autoridad competente que ya no puede delegar esta función transcurridos cinco años de la entrada en vigor de la Directiva sobre prospectos, mientras que el registro de toda la información sobre la sociedad que debe revelarse al público de manera periódica o continua seguiría sujeto a una delegación permanente. De adoptarse esta opción, los emisores de valores se enfrentarían a un abanico de organismos nacionales (autoridades y otros organismos a los que se delegan funciones). A medio plazo, la información debería registrarse con una sola entidad de cada Estado miembro, y no a 30 a 40 organismos de quince Estados miembros.

La adopción de esta posibilidad no crearía incoherencias con la solución adoptada de conformidad con la Directiva sobre abuso del mercado. Ciertamente, esa Directiva, en especial la letra c) del apartado 1 del artículo 12 permite la delegación incluso a largo plazo. La actual propuesta aborda problemas relacionados con la revelación ad hoc solamente en dos aspectos: lenguas y difusión de la información. Las decisiones sobre el régimen lingüístico deben dejarse a los poderes públicos; el control de la difusión eficaz de la información debe claramente separarse de la difusión de información en sí, que supone una actividad lucrativa en la que los operadores de los mercados regulados tienen también su propia participación comercial.

### *5.6.2. Artículos 21 y 22*

La obligación de secreto profesional para el personal de los reguladores nacionales de valores debería también aliviar la preocupación expresada en las consultas por auditores reacios a proporcionar información sobre sus clientes.



## **5.7. Capítulo VI: Medidas de aplicación**

### *5.7.1. Artículo 23 - Comité europeo de valores.*

El Comité europeo de valores debería ayudar a la Comisión de conformidad con el procedimiento regulador establecido en el artículo 5 de la Decisión del Consejo sobre comitología (1999/468/CE). Además, estas decisiones pueden solamente adoptarse dentro de un plazo de cuatro años, según lo acordado entre las instituciones europeas en el contexto de la aplicación de las recomendaciones del informe final del Comité de sabios (véase la sección 2.2.).

## **5.8. Capítulo VII: Disposiciones transitorias y finales**

### *5.8.1. Artículo 26 - Disposiciones transitorias*

El apartado 1 del artículo 26 da a los Estados miembros la posibilidad de introducir progresivamente los nuevos requisitos de información financiera de dos maneras (véase también la sección 4.3.): Desarrolla la exención ya concedida a algunas sociedades que emiten obligaciones o que informan con arreglo a US GAAP, según lo previsto ya en el Reglamento sobre las Normas Internacionales de Contabilidad. Además, se permitiría a los Estados miembros no imponer a las sociedades con cotización oficial la aplicación de las NIC ya en el informe financiero semestral durante el primer semestre de 2005.

El apartado 2 del artículo 26 prevé una transición suave para los inversores y emisores que proceden de un sistema de revelación de cambios en participaciones importantes (véase la sección 5.3.) menos riguroso que el de la Directiva propuesta. En la práctica, ampliaría los plazos de divulgación para tenedores de valores y para emisores.

El apartado 3 del artículo 26 prevé una cláusula limitada de "abuelo" para los emisores de valores de deuda que se hayan acogido a la posibilidad que ofrece el artículo 27 de la Directiva 2001/34/CE. Estos emisores estarán exentos de la obligación de publicar informes financieros semestrales durante un período de tres años a partir de la entrada en vigor de la Directiva, a condición de que la admisión a negociación de sus obligaciones se hubiera hecho antes de la entrada en vigor de la Directiva sobre prospectos, que derogará el artículo 27 de la Directiva 2001/34/CE.

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**

**(Texto pertinente a efectos del EEE)**

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, sus artículos 44 y 95,

Vista la propuesta de la Comisión<sup>43</sup>,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social<sup>44</sup>,

De conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado<sup>45</sup>,

Considerando lo siguiente:

- (1) Unos mercados de los valores eficaces e integrados contribuyen a un verdadero mercado único en la Comunidad y estimulan el crecimiento y la creación de empleo porque aseguran una mejor asignación del capital y una reducción de costes. La divulgación de información exacta y puntual sobre las sociedades con cotización oficial fomenta la confianza continua del inversor y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos, lo cual redundará en una mayor eficacia del mercado. Además, la responsabilidad de las sociedades con cotización oficial en la divulgación de información constituye una herramienta indirecta para fomentar en toda la Comunidad la gobernanza corporativa de esas sociedades con cotización oficial.
- (2) A tal fin, los emisores de valores deben asegurar a los inversores la apropiada transparencia a través de un flujo regular de información. Con el mismo fin, los tenedores de valores deberían también informar a los emisores de valores de la adquisición o cesión de participaciones importantes en sociedades, de modo que estas últimas estén en condiciones de mantener informado al público.
- (3) La Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999 titulada "Aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de acción"<sup>46</sup>, define una serie de actuaciones necesarias para realizar el mercado único de los servicios financieros. El

---

<sup>43</sup> DO C ...

<sup>44</sup> DO C ....

<sup>45</sup> Dictamen del Parlamento Europeo de .. / .. /....., publicado en el DO -- y Decisión del Consejo de .. / .. /.... publicada en el DO --

<sup>46</sup> COM/99/232 final.

Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, solicitó la ejecución de este plan de acción antes del fin de 2005. El Plan de acción subraya la necesidad de elaborar una Directiva que actualice los requisitos de transparencia. Esa necesidad fue confirmada por el Consejo Europeo de Barcelona de marzo de 2002.

- (4) La mayor armonización de las disposiciones del derecho nacional sobre los requisitos de información periódica y continua para emisores de valores deberá dar lugar a un elevado nivel de protección de los inversores en la Comunidad. Sin embargo, la presente Directiva no afecta a la legislación comunitaria vigente sobre las participaciones emitidas por organismos de inversión colectiva con excepción de los de tipo cerrado, o sobre las participaciones adquiridas o cedidas a través de tales organismos.
- (5) La supervisión de un emisor a efectos de la presente Directiva se realizaría en mejores condiciones por el Estado miembro en que el emisor tiene su sede social. A ese respecto, es vital asegurar la coherencia con la Directiva [...]/... /CE] del Parlamento Europeo y del Consejo de [...] sobre el prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores<sup>47</sup>. En la misma línea, debería introducirse una cierta flexibilidad para permitir que las sociedades que emiten solamente obligaciones de denominación elevada pudieran elegir el Estado miembro de origen.
- (6) Un elevado nivel de protección del inversor en la Comunidad permitiría la supresión de barreras a la admisión de valores a los mercados regulados situados o que operan en el territorio de un Estado miembro. Debe dejar de permitirse que Estados miembros que no sean el Estado miembro de origen limiten la admisión de valores a sus mercados regulados mediante la imposición de requisitos más rigurosos de información periódica y continua sobre emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado.
- (7) Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, SOBRE la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad<sup>48</sup> ha preparado ya el camino para una convergencia de las normas de información financiera en toda la Comunidad para los emisores cuyos valores están admitidos a cotización en un mercado regulado y que elaboran cuentas consolidadas. Así pues, se establece ya un régimen específico para los emisores de valores más allá del sistema general para todas las sociedades, según establece la Directiva sobre el derecho de sociedades. La Directiva actual sigue basándose en este planteamiento por lo que se refiere a la información financiera anual e intermedia.
- (8) Un informe financiero anual debería asegurar la información año tras año una vez que los valores del emisor hayan sido admitidos en un mercado regulado. La mejor comparabilidad de los informes financieros anuales solamente es útil para los inversores en los mercados de los valores si tienen la certeza de que la información se publicará transcurrido determinado plazo máximo.
- (9) Una información más puntual y fiable sobre el rendimiento de la empresa a lo largo del año requiere también una mayor frecuencia de información financiera intermedia.

---

<sup>47</sup> DO L [...], [...], p. [...].

<sup>48</sup> DO L 243 de 11.9.2002, p. 1.

Se ha producido una marcada tendencia a nivel internacional y en la mayoría de los Estados miembros a establecer una frecuencia trimestral, pero las normas de esta información trimestral son distintas. Debería darse un primer paso importante en el sentido de establecer que la información financiera trimestral fuera obligatoria durante el primer y el tercer trimestre del ejercicio. Dicha información financiera trimestral no supondría el establecimiento de informes intermedios según las Normas Internacionales de Contabilidad, en particular la NIC 34. La información financiera trimestral debería proporcionar datos históricos básicos de la trayectoria del emisor. Si el emisor así lo desea, incluiría también una información sobre la tendencia que permitiera a los inversores evaluar la estrategia a largo plazo del emisor.

- (10) Debe fortalecerse la confianza del inversor garantizando que, conforme al derecho nacional, una sociedad y sus instancias administrativa, de gestión, o supervisión asuman la responsabilidad y la responsabilidad civil en cuanto a la información financiera anual e intermedia. Ésta es la manera más efectiva de hacer cumplir el requisito de que los emisores proporcionen el público información exacta y fiable. Cada Estado miembro debería asegurar esta responsabilidad conforme a su derecho o normativas nacionales.
- (11) El público debería ser informado de los cambios de las participaciones importantes de emisores cuyas acciones se negocian en un mercado regulado situado o que opera en la Comunidad; estos emisores pueden informar al público de los cambios de las participaciones importantes solamente si son informados acerca de los mismos por los tenedores. Esta información debe permitir que los inversores adquieran o dispongan de acciones con pleno conocimiento de cambios en la estructura de voto y de capital que den lugar a minorías de bloqueo; debería también aumentar el control efectivo de los emisores y la transparencia general del mercado en lo que respecta a movimientos importantes de capital. Para simplificar los períodos para notificar cambios de los derechos de voto o de la estructura de capital y aproximarlos más entre los Estados miembros, dichos períodos deberían limitarse a cinco días hábiles para el tenedor y posteriormente a tres días hábiles para que el emisor revele esa información al público.
- (12) La información continua de los tenedores de valores debe seguir basándose en el principio de igualdad de trato. Esta igualdad de trato solamente se refiere a los accionistas en la misma posición y por lo tanto no prejuzga el problema de cuántos derechos de voto pueden asignarse a una acción particular. Por la misma razón, los tenedores de obligaciones de categoría *pari passu* debe seguir beneficiándose de la igualdad de trato. Debería facilitarse información sobre los tenedores de valores de las juntas generales. En particular, los tenedores de valores situados en el extranjero deberían participar más activamente en el sentido de que deberían poder nombrar apoderados que actúen en su nombre. Por las mismas razones, debe decidirse en una junta general de accionistas si el empleo de tecnologías modernas de información y comunicación debe hacerse realidad.
- (13) La supresión de barreras y la aplicación efectiva de nuevos requisitos comunitarios de información requiere también el oportuno control de la autoridad competente del Estado miembro de origen. La actual Directiva no debería establecer un examen del contenido de la información financiera que debe revelarse, pero sí al menos una garantía mínima de que se facilitará puntualmente tal información. Por este motivo, la autoridad competente de un Estado miembro de origen debe introducir un sistema de registro.

- (14) La obligación de que un emisor traduzca toda la información continua y periódica a todas las lenguas pertinentes de todos los Estados miembros en los que sus valores se admiten a negociación no estimula la integración de los mercados de los valores, sino que tiene efectos disuasorios sobre la admisión transfronteriza de valores a negociación en mercados regulados. Por consiguiente, el emisor debería tener derecho a facilitar la información en una lengua que sea habitual en el campo de finanzas internacionales en el caso de los valores admitidos a cotización en más de un Estado miembro. Puesto que es preciso realizar un esfuerzo particular para atraer inversores del extranjero, incluso de fuera de la Comunidad, los Estados miembros no deben impedir que los tenedores de seguridad efectúen las notificaciones requeridas al emisor en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.
- (15) Para asegurar el oportuno acceso a la información sobre el emisor cuyos valores se admiten a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro, los sitios de Internet del emisor afectado podrían también utilizarse como medios de información al público, a condición de que se asegure la difusión de la información en tiempo real y se disponga de un sistema eficaz de alerta electrónica para todos los interesados.
- (16) Para simplificar más el acceso del inversor a la información sobre sociedades en todos los Estados miembros, debería dejarse que fueran las autoridades supervisoras nacionales las que formularan directrices para establecer las redes electrónicas, en estrecha consulta con las demás partes afectadas, en especial emisores de valores, inversores, participantes del mercado, operadores de mercados regulados y proveedores de información financiera.
- (17) A fin de asegurar una protección eficaz de los inversores y el funcionamiento apropiado de los mercados regulados en la Comunidad, las normas relativas a la información que deben publicar los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado de la Comunidad deben también aplicarse a los emisores que no tengan su sede social en un Estado miembro y que no estén incluidos en el ámbito del artículo 48 del Tratado. Debería también asegurarse que se pone a disposición del público de la Comunidad toda la oportuna información adicional sobre emisores comunitarios de terceros países cuya divulgación se exija en un tercer país pero no en un Estado miembro.
- (18) Debe designarse en cada Estado miembro una autoridad competente única que asuma, por lo menos, la responsabilidad final de supervisar el cumplimiento de las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva, así como la cooperación internacional. Dicha autoridad debería ser de carácter administrativo, y su independencia de los agentes económicos debe estar garantizada para evitar conflictos de intereses.
- (19) El aumento de las actividades transfronterizas requiere una mayor cooperación entre las autoridades competentes nacionales, así como un paquete completo de disposiciones para el intercambio de la información y para las medidas preventivas. La organización de las tareas de reglamentación y supervisión en cada Estado miembro no debe impedir una cooperación eficaz entre las autoridades nacionales competentes.
- (20) En su reunión del 17 de julio de 2000, el Consejo estableció un Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios. En su informe final, ese Comité propuso la introducción de nuevas técnicas legislativas basadas en un

planteamiento a cuatro niveles, a saber, principios fundamentales, medidas técnicas de aplicación, cooperación entre reguladores nacionales de valores, y aplicación del Derecho comunitario. La Directiva debe limitarse a principios "marco" de ámbito general, mientras que las medidas de aplicación, que deben ser adoptadas por la Comisión con la asistencia del Comité europeo de valores, deben establecer los detalles técnicos.

- (21) La Resolución del Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001 respaldó el Informe final del Comité de Sabios y el planteamiento propuesto a cuatro niveles para aumentar la eficacia y transparencia del proceso normativo de la legislación comunitaria sobre valores.
- (22) Según la Resolución del Consejo Europeo de Estocolmo, las medidas de aplicación deberían emplearse con mayor frecuencia, para garantizar la actualización de las provisiones técnicas en función de la evolución del mercado y de las prácticas de supervisión, debiendo establecerse plazos para todas las fases de las normas de aplicación.
- (23) La Resolución del Parlamento Europeo de 5 de febrero de 2002 sobre la aplicación de la legislación sobre los servicios financieros también respaldó el informe del Comité de sabios mediante una declaración solemne efectuada el mismo día por el Presidente de la Comisión ante el Parlamento Europeo y por carta de 2 de octubre dirigida por el Comisario de mercado interior al Presidente del Comité del Parlamento sobre asuntos económicos y monetarios con respecto a las salvaguardias para el papel del Parlamento Europeo en este proceso.
- (24) Las medidas necesarias para la aplicación de la presente Directiva deben adoptarse de conformidad con la Decisión 1999/468/CE del Consejo, de 28 de junio de 1999, por la que se establecen los procedimientos para el ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión<sup>49</sup>.
- (25) Deberá concederse al Parlamento Europeo un período de tres meses a partir de la primera transmisión del proyecto de medidas de ejecución para que pueda proceder a su examen y emitir su dictamen. Sin embargo, en casos de urgencia debidamente justificados, este período podrá acortarse. Si, dentro de este período, el Parlamento aprueba una resolución, la Comisión debe volver a someter a examen el proyecto de medidas.
- (26) Las medidas técnicas de aplicación de las normas fijadas en la presente Directiva pueden ser necesarias para recoger los nuevos progresos de los mercados de valores. En consecuencia, la Comisión debería estar facultada para adoptar medidas de ejecución, a condición de que éstas no modifiquen los elementos fundamentales de la presente Directiva y siempre que la Comisión actúe según los principios establecidos en la misma, tras consultar al Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE, de 6 de junio de 2001<sup>50</sup>.
- (27) Para asegurar el cumplimiento de los requisitos fijados de conformidad con la presente Directiva o las medidas de aplicación de la misma, debe detectarse rápidamente y, en su caso, penalizarse, toda infracción de esos requisitos. Para ello, las sanciones deben

---

<sup>49</sup> DO L 184 de 17.7.1999, p. 23.

<sup>50</sup> DO L 191 de 13.7.2001, p. 45.

ser suficientemente disuasorias, proporcionadas, y ejecutarse en forma coherente. Los Estados miembros garantizarán que las decisiones tomadas por las autoridades competentes nacionales puedan ser objeto de recurso ante los tribunales.

- (28) La presente Directiva pretende modernizar los actuales requisitos de transparencia para los emisores de valores y para los inversores que adquieran o posean participaciones importantes de emisores de valores. La presente Directiva sustituye parte de los requisitos establecidos en la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores<sup>51</sup>. Para poder integrar los requisitos de transparencia en un solo acto legislativo es necesario modificarlo en consecuencia.
- (29) Puesto que los objetivos de las medidas que deben adoptarse, es decir, asegurar la confianza del inversor mediante una transparencia equivalente en toda la Comunidad y realizar así el mercado interior, no pueden conseguirse de manera suficiente por los Estados miembros sobre la base de la actual legislación comunitaria, sino que, debido a la envergadura y a la incidencia de las medidas, puede lograrse mejor a escala comunitaria, la Comunidad podrá adoptar medidas en virtud del principio de subsidiariedad según lo establecido en el artículo 5 del Tratado. De conformidad con el principio de proporcionalidad enunciado en ese artículo, la presente Directiva no excede de lo necesario para alcanzar dichos objetivos.
- (30) La presente Directiva respeta los derechos fundamentales y observa los principios establecidos en particular en la Carta de los derechos fundamentales de la Unión Europea.

HA ADOPTADO LA PRESENTE DIRECTIVA:

## **Capítulo I**

### **Disposiciones generales**

#### *Artículo 1*

##### *Objeto y alcance*

La presente Directiva establece requisitos en relación con la divulgación de información periódica y continua sobre los emisores cuyos valores estén ya admitidos a cotización en un mercado regulado situado o que opera en un Estado miembro.

La presente Directiva no se aplicará a las participaciones emitidas por organismos de inversión colectiva con excepción de los de tipo cerrado, ni a las participaciones adquiridas o cedidas a través de tales organismos.

---

<sup>51</sup> DO L 184 de 6.7.2001, p. 1.

## Artículo 2

### Definiciones

1. A efectos de la presente Directiva se entenderá por:
  - (a) "valores", valores mobiliarios, tal como se definen en el apartado 4 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, en el artículo... de la Directiva ../EC sobre servicios de inversión y mercados regulados<sup>52</sup>, con excepción de los instrumentos del mercado monetario, según lo definido en el apartado 5 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, o en el artículo... de la Directiva ../EC sobre servicios de inversión y mercados regulados, que tienen un vencimiento inferior a 12 meses, y para los que es aplicable la legislación nacional;
  - b) "obligaciones", bonos u otras formas de deuda titulizada transferible, con excepción de los valores que son equivalentes a participaciones en sociedades o que, si se convierten o si se ejercen los derechos que confieren, dan derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a acciones;
  - c) "mercado regulado", un mercado según lo definido en el apartado 13 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, artículo... de la Directiva ../CE sobre servicios de inversión y mercados regulados;
  - d) "emisor", una persona jurídica regida por el derecho privado o público, incluido un Estado, cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado, siendo el emisor, en el caso de certificados de depósito que representan valores, el emisor de los valores representados;
  - e) "tenedor de valores", toda persona física o jurídica sujeta al derecho privado o público que, directamente o a través de intermediarios, adquiere o cede:
    - i) valores del emisor en su propio nombre y por cuenta propia;
    - ii) valores del emisor en su propio nombre, pero por cuenta de otra persona física o jurídica, salvo cuando dichos valores se adquieran con el único propósito de operaciones de compensación y liquidación dentro de un plazo corto;
    - iii) certificados de depósito, en cuyo caso el tenedor de los valores es el portador;
    - iv) valores derivados que dan derecho a una persona física o jurídica a adquirir, por propia iniciativa, o a ceder, por única iniciativa de un tercero, acciones que confieren derechos de voto con el emisor;
  - f) "empresa controlada", toda empresa
    - i) en la que un tenedor de valores ostenta una mayoría de los derechos de voto;

---

<sup>52</sup>

DO L , ..., ..., p. ...



- ii) en la que un tenedor de valores es la empresa matriz, con derecho a designar o suprimir una mayoría de los miembros del equipo administrativo, de gestión o supervisión, y al mismo tiempo es accionista o socio;
  - iii) en la que el tenedor de valores es un accionista o un socio y controla él solo una mayoría de los derechos de voto de los accionistas o de los socios, respectivamente, en virtud de un acuerdo establecido con otros accionistas o miembros;
  - iv) sobre la el tenedor de valores realmente ejerce, directa o indirectamente, una influencia dominante;
- g) "organismo de inversión colectiva con excepción del de tipo cerrado", los fondos de inversión y las sociedades de inversiones:
- i) cuyo objeto sea la colocación colectiva de los capitales captados entre el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y
  - ii) cuyas participaciones, a petición del tenedor de las mismas, se readquieren o se redimen, directa o indirectamente, a cargo de los activos de esas sociedades;
- h) "participaciones de un organismo de inversión colectiva", los valores emitidos por un organismo de inversión colectiva que representan los derechos de los participantes sobre los activos de tal empresa;
- i) "Estado miembro de origen",
- i) en el caso de un emisor de obligaciones cuya denominación no exceda de 5.000 euros, o de un emisor de acciones:
    - en caso de que el emisor esté constituido en la Comunidad, el Estado miembro en que tiene su sede social;
    - en los casos en que el emisor esté constituido en un tercer país, el Estado miembro en el que se le requiere que registre la información anual con la autoridad competente de conformidad con el artículo 10 de la Directiva [...]/.../CE ] [prospectos];
  - ii) para todo emisor no contemplado en el inciso i), el Estado miembro elegido por el emisor entre los Estados miembros que hayan admitido sus valores a cotización en un mercado regulado en su territorio, a condición de que sigan admitiendo esos valores a cotización en ese mercado regulado por espacio de tres ejercicios, siendo éste el período de validez de la opción del emisor;
- j) "Estado miembro de acogida", un Estado miembro en el que los valores se admiten a cotización en un mercado regulado, si es distinto del Estado miembro de origen;

- k) "información regulada", toda información que el emisor, o cualquier otra persona que haya solicitado la admisión de valores a un mercado regulado sin el consentimiento del emisor, debe revelar en virtud de la presente Directiva, de conformidad con el artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>53</sup>, o en virtud de las leyes, reglamentaciones o disposiciones administrativas de un Estado miembro;
  - l) "medios electrónicos", medios de equipo electrónico para el tratamiento (incluida la compresión digital), el almacenamiento y la transmisión de datos, empleando cables, radio, tecnologías ópticas u otros medios electromagnéticos.
2. A efectos de la definición de "empresa controlada" del inciso ii) de la letra f) del apartado 1, los derechos del tenedor en relación con la votación, la designación y el traslado incluirán los derechos de cualquier otra empresa controlada por el tenedor de los valores y los de cualquier persona física o jurídica que actúen, aunque sea en su propio nombre, por cuenta del tenedor de los valores o de cualquier otra empresa controlada por éste.
3. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme del apartado 1 del presente artículo, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de aplicación en relación con las definiciones establecidas en el apartado 1.

La Comisión deberá, en particular:

- a) especificar, a efectos de la excepción mencionada en el inciso ii) de la letra e) del apartado 1 en relación con los valores adquiridos con el único propósito de operaciones de compensación y liquidación a corto plazo, la duración máxima, expresada en número de días, del "corto plazo";
- b) establecer, a los efectos del inciso iii) de la letra i) del apartado 1, los requisitos de procedimiento según los cuales un emisor puede tomar la decisión contemplada en el mismo;
- c) ajustar, en su caso a efectos de la elección del Estado miembro de origen mencionado en el inciso ii) de la letra i) del apartado 1, el período de tres años en relación con el historial del emisor habida cuenta de un eventual nuevo requisito según el Derecho comunitario sobre la admisión a cotización en un mercado regulado;
- d) establecer, a efectos de la letra l) del apartado 1, una lista orientativa de medios que no deben ser considerados medios electrónicos, teniendo por ello en cuenta el anexo V de la Directiva 98/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> DO L , ..., ..., p. ...

<sup>54</sup> DO L 204 de 21.7.1998, p. 37, modificada por la Directiva 98/48/CE, DO L 217 de 5.8.1998, p. 18.

### *Artículo 3*

#### *Integración de los mercados de valores*

1. El Estado miembro de origen puede imponer a un emisor unos requisitos más rigurosos que los fijados en la presente Directiva, sobre la divulgación de información al público o a los tenedores de valores.

El Estado miembro de origen puede también imponer a un tenedor de valores unos requisitos más rigurosos que los fijados en la presente Directiva, en relación con la notificación de la información.

2. Un Estado miembro de acogida no puede:
  - a) en relación con la admisión de valores a un mercado regulado de su territorio, imponer requisitos de divulgación más rigurosos que los previstos en la presente Directiva o en el artículo 6 de la Directiva 2003/6/EC;
  - b) por lo que se refiere a la notificación de la información, imponer a los tenedores de valores unos requisitos más rigurosos que los fijados en la presente Directiva.

## **Capítulo II**

### **Información periódica**

#### *Artículo 4*

##### *Informes financieros anuales*

1. El emisor revelará al público su informe financiero anual como mínimo tres meses después del fin de cada ejercicio, y se asegurará de que siga estando públicamente disponible.
2. El informe financiero anual comprenderá:
  - a) los estados financieros auditados;
  - b) el informe de actividad;
  - c) declaraciones efectuadas los responsables del emisor, cuyo nombre y cargo se indicará claramente, con el propósito de que la información contenida en el informe financiero semestral sea, según su conocimiento, conforme a los hechos y que el informe no incurra en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.
3. Los estados financieros auditados comprenderán las cuentas consolidadas del emisor de conformidad con el artículo 4 del Reglamento (CE) nº 1606/2002 o, si el emisor

no tiene ninguna filial, las cuentas del ejercicio, de conformidad con el derecho nacional del Estado miembro de origen.

4. Los estados financieros se auditarán de conformidad con el artículo 37 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo<sup>55</sup> o, si el emisor no tiene ninguna filial, de conformidad con artículos 51 y 51 bis de la Directiva 78/660/CEE del Consejo<sup>56</sup>.

El informe de auditoría, firmado por la persona o las personas responsables de auditar los estados financieros, así como cualquier cualificación suplementaria o referencia a otros asuntos mediante el énfasis con el cual los auditores llaman la atención sin calificar su informe, se revelará íntegramente al público junto con el informe financiero anual.

5. El informe de actividad se elaborará de conformidad con el artículo 36 de la Directiva 83/349/CEE o, si el emisor no tiene ninguna filial, de conformidad con el artículo 46 de la Directiva 78/660/CEE.
6. La Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de aplicación para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5 del presente artículo.

La Comisión, en particular, especificará el período de tiempo durante el cual debe seguir estando disponible para el público un informe financiero anual publicado, incluido el informe de auditoría, así como otras condiciones que debe cumplir el emisor en este sentido.

## *Artículo 5*

### *Informes financieros semestrales*

1. El emisor revelará al público un informe financiero semestral que cubrirá los primeros seis meses del ejercicio, tan pronto como sea posible después del fin del período correspondiente, pero antes de transcurridos dos meses después del mismo. El emisor se asegurará de que el informe semestral siga estando disponible para el público.
2. El informe financiero semestral comprenderá:
  - a) el conjunto de estados financieros resumidos;
  - b) una actualización del último informe de actividad, de conformidad con el apartado 5 del artículo 4;
  - c) declaraciones efectuadas por cada uno de los responsables del emisor, cuyo nombre y cargo se indicará claramente, con el propósito de que la información contenida en el informe financiero semestral sea, según su conocimiento,

---

<sup>55</sup> DO L 193 de 18.7.1983, p. 1.

<sup>56</sup> DO L 222 de 14.8.1978, p.11.

conforme a los hechos y que el informe no incurra en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

3. El conjunto de estados financieros resumidos se elaborará de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad para la información financiera intermedia, según lo adoptado de conformidad con artículos 2, 3 y 6 del Reglamento (CE) nº 1606/2002 o, si el emisor no tiene ninguna filial, de conformidad con el derecho nacional del Estado miembro de origen.
4. Si se ha auditado el informe financiero semestral, el informe de auditoría, así como cualquier cualificación suplementaria o referencia a otros asuntos mediante el énfasis con el cual los auditores llaman la atención sin calificar su informe, se reproducirá íntegramente. Lo mismo se aplicará en el caso de un estudio de auditoría. Si el informe financiero semestral no ha sido auditado ni revisado por los auditores, el emisor hará una declaración a tal efecto en su informe.
5. La Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de aplicación para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 5 del presente artículo.

La Comisión deberá, en particular:

- a) especificar el período de tiempo durante el cual un informe financiero semestral publicado, incluyendo en su caso el informe de auditoría, debe seguir estando disponible para el público, así como otras condiciones que deba cumplir el emisor en este contexto;
- b) aclarar la naturaleza del \*estudio de auditoría, mencionada en el apartado 5; y
- c) si hay pruebas de una necesidad urgente de aumentar la protección del inversor en toda la Comunidad, someter el informe financiero semestral a un estudio obligatorio de auditoría.

## *Artículo 6*

### *Información financiera trimestral*

1. Un emisor cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado regulado deberá hacer pública información financiera trimestral que cubra el primer y el tercer trimestre, respectivamente, del ejercicio, tan pronto como sea posible después del fin del trimestre correspondiente, pero antes de transcurridos dos meses después del mismo. El mismo emisor se asegurará de que la información financiera trimestral siga estando disponible para el público.
2. La información financiera trimestral contendrá por lo menos:
  - a) cifras consolidadas, presentadas en forma de cuadro, indicando, para el trimestre de que se trate, el volumen de negocios neto, y las pérdidas y ganancias antes y después de la deducción de impuestos; y
  - b) una declaración explicativa relativa a las actividades del emisor y a sus pérdidas y ganancias durante el trimestre de que se trate; y

- c) si el emisor así lo desea, una indicación de la probable evolución futura del emisor y de sus filiales, al menos para el resto del ejercicio, que reseñe cualquier incertidumbre y riesgo significativos que puedan afectar a esa evolución.
3. Si se ha auditado el informe financiero semestral, el informe de auditoría, así como cualquier cualificación suplementaria o referencia a otros asuntos mediante el énfasis con el cual los auditores llaman la atención sin calificar su informe, se reproducirá íntegramente. Lo mismo se aplicará en el caso de un estudio de auditoría. Si la información financiera trimestral no ha sido auditada o revisada por auditores, el emisor hará una declaración a ese efecto.
  4. La Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de aplicación para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1, 2 y 3 del presente artículo.

La Comisión deberá, en particular:

- a) especificar el período durante el cual la información financiera trimestral publicada debe seguir a disposición del público, así como otras condiciones que deba cumplir el emisor en ese contexto
- b) aclarar, en su caso, los términos "volumen de negocios neto" y "pérdidas y beneficios antes y después de la deducción de impuestos" en relación con determinados tipos de emisores, como las entidades de crédito;
- c) especificar qué información debe figurar en la declaración explicativa, mencionada en la letra b) del apartado 2, y en la indicación de la probable evolución futura del emisor, mencionada en la letra c) del apartado 2;
- d) aclarar la naturaleza del \*estudio de auditoría, mencionado en el apartado 3;

### *Artículo 7*

#### Responsabilidad

1. Los Estados miembros asegurarán de que la responsabilidad de la elaboración y publicación de la información de conformidad con los artículos 4, 5 y 6 corresponda al emisor o a su equipo administrativo, de gestión o de supervisión.
2. Los Estados miembros se asegurarán de que sus leyes, reglamentos y disposiciones administrativas sobre la responsabilidad civil se apliquen a los responsables de la información revelada al público de conformidad con los artículos 4, 5 y 6.

### *Artículo 8*

#### *Exenciones*

Los artículos 4, 5 y 6 no se aplicará a los siguientes emisores:

- a) una autoridad estatal, regional o local de un Estado, un organismo internacional público del que sea miembro al menos un Estado miembro, el Banco Central Europeo, y los bancos centrales nacionales, independientemente de si emiten acciones u otros valores; y
- b) un emisor exclusivamente de obligaciones admitidas a cotización en un mercado regulado de un Estado miembro cuya denominación por unidad sea al menos de 50.000 euros.

## **Capítulo III**

### **Información continua**

#### **SECCIÓN I**

##### **INFORMACIÓN SOBRE PARTICIPACIONES IMPORTANTES**

###### *Artículo 9*

###### *Notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes*

1. El Estado miembro de origen se asegurará de que, si el tenedor de valores, o cualquier persona física o jurídica autorizada a ejercer derechos de voto en nombre del mismo, adquiere o cede derechos de voto o capital del emisor, el tenedor de los valores deberá notificar al emisor la proporción de derechos de voto y del capital del emisor que posee el tenedor a consecuencia de la adquisición o cesión cuando esa proporción alcance, supere o sea inferior a los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y el 75%.
2. La proporción de capital deberá notificarse solamente en la medida en que el Estado miembro de origen permita que se vinculen a las acciones derechos de voto múltiples y si el emisor lo establece debidamente en sus estatutos o documentos constitutivos.
3. El Estado miembro de origen no necesita aplicar:
  - a) el umbral del 5% cuando un tenedor de valores tiene solamente valores derivados según lo mencionado en el inciso iv) de la letra e) del artículo 2 o cuando los derechos de voto puedan ejercerse de conformidad con las letras d o f) del artículo 10;
  - b) el umbral del 30% si el Estado miembro de origen aplica un umbral de un tercio;
  - c) el umbral del 75% si el Estado miembro de origen aplica un umbral de dos tercios;

## *Artículo 10*

### *Determinación de los derechos de voto*

Para determinar si se debe hacer una notificación de conformidad con el apartado 1 del artículo 9, se considerará que una persona física o jurídica tiene derecho a ejercer derechos de voto en nombre de un tenedor de valores en caso de que:

- a) los derechos de voto de un tercero con quien esa persona o entidad haya celebrado un acuerdo efectivo que los obligue a adoptar, por el ejercicio concertado de los derechos de voto que poseen, una política común duradera hacia la gestión del emisor en cuestión,
- b) los derechos de voto de un tercero con quien esa persona o entidad haya celebrado un acuerdo efectivo que prevea trasladar con carácter temporal la consideración de los derechos de voto en cuestión;
- c) derechos de voto vinculados a las acciones empleadas como garantía con esa persona o entidad, a condición de que esta última controle los derechos de voto y declare su intención de ejercerlos;
- d) derechos de voto vinculados a las acciones en las que esa persona o entidad tenga interés vital,
- e) derechos de voto que posee, o que puede ejercer en el sentido de las letras a) a d), una empresa controlada por esa persona o entidad;
- f) derechos de voto vinculados a acciones depositadas con esa persona o entidad, que esta última puede ejercer discrecionalmente si no se establecen instrucciones específicas por parte de los tenedores de valores;
- g) derechos de voto que esa persona o entidad o una de las partes mencionadas en las letras a) a e) debe vender, por única iniciativa de un tercero, o tiene derecho a adquirir, por propia iniciativa, conforme a un acuerdo formal;
- h) derechos de voto que esa persona o entidad puede ejercer como apoderado de acuerdo con instrucciones comunes de los tenedores de los valores.

## *Artículo 11*

### *Procedimientos de notificación y revelación de participaciones importantes*

1. La notificación requerida de conformidad con el artículo 9 constará de la siguiente información:
  - a) la situación resultante, en términos de derechos de voto y de capital;
  - b) la fecha en la cual se efectuó la adquisición o cesión;
  - c) la identidad del tenedor de valores, y la persona física o jurídica con derecho a ejercer derechos de voto en nombre del tenedor de los valores; y



- d) en los casos mencionados en las letras a), b) y g) del artículo 10, la remuneración o cualquier otra forma de consideración concedida a cambio de los derechos de voto.
2. La notificación al emisor se efectuará en el plazo de cinco días hábiles, el primero de los cuales será el día en que el tenedor de valores tiene conocimiento de la adquisición o cesión o en que, vistas las circunstancias, el tenedor de los valores debe haber tenido conocimiento de ello.
  3. En los casos en que una empresa controlada efectúe la notificación requerida de conformidad con el apartado 1, el tenedor de los valores, o a la persona física o jurídica que pueda ejercer derechos de voto a su favor, estará exenta de la obligación de efectuar esa notificación.
  4. A la recepción de la notificación contemplada en el apartado 1, pero antes de transcurridos tres días hábiles, el emisor hará pública toda la información contenida en la notificación, así como el nuevo desglose de los derechos de voto y del capital.
  5. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 4 del presente artículo, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de ejecución para:
    - a) establecer un formulario normalizado para toda la Comunidad para notificar la información requerida al emisor conforme al apartado 1;
    - b) establecer el calendario de "días hábiles" para todos los Estados miembros.

## *Artículo 12*

### *Información adicional*

El emisor informará al público sin demora de

- a) todo cambio de los derechos vinculados a las diversas clases de acciones, incluidos los cambios de los derechos vinculados a valores derivados emitidos por el propio emisor y que dan acceso a las acciones de ese emisor;
- b) todo cambio de los derechos de los tenedores de valores que esté en particular motivado por una modificación de las condiciones de préstamo o de los tipos de interés; y
- c) nuevas emisiones de empréstitos y en especial de cualquier garantía o seguridad relacionadas con ellas.

## SECCIÓN II

### INFORMACIÓN PARA TENEDORES DE VALORES

#### *Artículo 13*

##### *Información para accionistas*

6. El emisor garantizará igualdad de trato para todos los accionistas que estén en la misma posición.
7. El emisor se asegurará de que todos los mecanismos y la información necesarias para permitir que los tenedores de acciones ejerzan sus derechos estén disponibles en el Estado miembro de hogar y de que se preserve la integridad de los datos. No se impedirá a los accionistas el ejercicio de sus derechos por poderes, sujeto a la legislación del Estado miembro de origen. En particular, el emisor deberá:
  - a) proporcionará información sobre el lugar, la hora y el orden del día de las reuniones, el número total de acciones y derechos de voto y los derechos de los tenedores a participar en las reuniones;
  - b) establecerá una forma de poder, en papel o, en su caso, por medios electrónicos, para cada persona autorizada a votar en juntas de accionistas, así como la convocatoria de la junta;
  - c) designará como su agente a una entidad financiera a través de la cual los accionistas puedan ejercer sus derechos financieros; y
  - d) publicará anuncios o distribuirá circulares referentes a la asignación y al pago de dividendos, así como a la emisión de nuevas acciones, incluida la información sobre todo dispositivo para la colocación, suscripción, cancelación o conversión.
3. Para comunicar la información a los accionistas, el Estado miembro de origen permitirá a los emisores el uso de medios electrónicos, siempre que dicha decisión se adopte en una junta general y cumpla las siguientes condiciones:
  - a) el uso de medios electrónicos en ningún modo dependerá de la situación de la sede o de la residencia del accionista o, en los casos mencionados en las letras a) a g) del artículo 10, de las personas físicas o jurídicas;
  - b) se establecerán dispositivos para asegurarse de que los accionistas o, en los casos mencionados en las letras a) a g) del artículo 10, las personas físicas o jurídicas, están efectivamente informados;
  - c) el uso de medios electrónicos para la transmisión de la información seguirá sujeto al consentimiento individual del accionista de que se trate o, en los casos mencionados en las letras a) a g) del artículo 10, de la persona física o jurídica;

- d) cualquier reparto de los costes incurridos en la transmisión de tal información por medios electrónicos será determinado por el emisor de acuerdo con el principio de igualdad de trato fijado en el apartado 1.
4. La Comisión, de conformidad con el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 23, adopte medidas de aplicación para tener en cuenta progresos técnicos de los mercados financieros, los progresos de la tecnología de la información y comunicación, y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1, 2 y 3 del presente artículo. En particular, especificará los tipos de entidad financiera a través de la cual un accionista puede ejercer los derechos financieros previstos en la letra c) del apartado 2.

#### *Artículo 14*

##### *Información para tenedores de obligaciones*

1. El emisor se asegurará de que todos los tenedores de obligaciones del mismo rango reciban el mismo trato en cuanto a todos los derechos vinculados a estas obligaciones.
2. El emisor se asegurará de que todos los mecanismos y la información necesarias para permitir que los tenedores de acciones ejerzan sus derechos estén públicamente disponibles en el Estado miembro de origen, y de que se preserve la integridad de los datos. No se impedirá a los tenedores de obligaciones el ejercicio de sus derechos por poderes, sujeto a la legislación del Estado miembro de origen. En particular, el emisor deberá:
  - a) publicar anuncios o distribuir circulares indicando el lugar, tiempo y orden del día de las juntas de tenedores de obligaciones, el pago de intereses, el ejercicio de cualquier derecho de conversión, intercambio, suscripción o renuncia, y el reembolso, así como a sus derechos a participar en todo ello;
  - b) establecerá una forma de poder, en papel o, en su caso, por medios electrónicos, para cada persona autorizada a votar en juntas de tenedores de obligaciones, así como la convocatoria de la junta; y
  - c) designará como su agente a una entidad financiera a través de la cual los tenedores de obligaciones puedan ejercer sus derechos financieros.
3. Si solamente van a invitarse a la junta los tenedores de obligaciones cuya denominación por unidad sea de al menos 50.000 euros, el emisor puede elegir como lugar cualquier Estado miembro, a condición de que en ese Estado miembro pueda disponerse de todas las instalaciones y la información necesarias para permitir que los tenedores ejerzan sus derechos.
4. Para transmitir la información a los tenedores de obligaciones, el Estado miembro de origen, o el Estado miembro elegido por el emisor de conformidad con el apartado 3, permitirá a los emisores el uso de medios electrónicos, siempre que dicha decisión se adopte en una junta general y cumpla como mínimo las siguientes condiciones:

- a) el uso de medios electrónicos no dependerá en modo alguno de la situación de la sede o de la residencia del tenedor de obligaciones o del apoderado que represente a ese tenedor;
  - b) se establecerán mecanismos de identificación para asegurar que los tenedores de obligaciones y los apoderados que les representan estén efectivamente informados;
  - c) el uso de medios electrónicos para la transmisión de la información seguirá sujeto al consentimiento individual del tenedor de las obligaciones en cuestión, o de un apoderado facultado para dar tal consentimiento;
  - d) cualquier reparto de los costes incurridos en la transmisión de información por medios electrónicos será determinado por el emisor de acuerdo con el principio de igualdad de trato fijado en el apartado 1.
5. La Comisión, de conformidad con el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 23, adopte medidas de aplicación para tener en cuenta progresos técnicos de los mercados financieros, los progresos de la tecnología de la información y comunicación, y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 a 4 del presente artículo. En particular, especificará los tipos de entidad financiera a través de la cual un accionista puede ejercer los derechos financieros previstos en la letra c) del apartado 2.

## **Capítulo IV**

### **Obligaciones generales**

#### *Artículo 15*

##### *Control del Estado miembro de origen*

1. Siempre que el emisor revele información regulada, deberá registrarla al mismo tiempo con la autoridad competente de su Estado miembro de origen. Esa autoridad competente podrá decidir la publicación de esa información registrada en su sitio Internet.  
  
En los casos en que un emisor proponga modificar su documento de constitución o sus estatutos, comunicará el proyecto de modificación a la autoridad competente del Estado miembro de origen y al mercado regulado en el que los valores se admiten a negociación. Esta comunicación se efectuará sin demora y a más tardar en la fecha de convocatoria de la junta general que debe votar la modificación o que debe ser informada de la misma.
2. El Estado miembro de origen podrá eximir a un emisor del requisito previsto en el apartado 1 con respecto a la información revelada de conformidad con el artículo 6 de la Directiva 2003/6/EC o con el apartado 4 del artículo 11 de la presente Directiva.

3. La información que debe notificarse al emisor de conformidad con el artículo 9 se registrará al mismo tiempo con la autoridad competente del Estado miembro de origen.
4. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1, 2 y 3 del presente artículo, la Comisión, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptará medidas de aplicación.

La Comisión, especificará en particular el procedimiento según el cual un emisor o un tenedor de obligaciones debe registrar la información con la autoridad competente del Estado miembro de origen conforme a los apartados 1 ó 3, respectivamente, para:

- a) permitir el registro por medios electrónicos en el Estado miembro de origen;
- b) coordinar el registro del informe financiero anual mencionado en el artículo 4 de la presente Directiva con el registro de la información anual mencionada en el artículo 10 de la Directiva [.../.../CE ] [prospectos].

La Comisión también establecerá un formulario normalizado de uso en toda la Comunidad para registrar la información prevista en el apartado 3.

## *Artículo 16*

### *Régimen lingüístico*

1. En los casos en que los valores se admitan a cotización en un mercado regulado solamente en el Estado miembro de origen, la información regulada se revelará en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen. En los casos en que la denominación por unidad de esos valores ascienda por lo menos a 50.000 euros, la información regulada podrá, a elección del emisor, proporcionarse solamente en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.
2. En los casos en que los valores se admitan a cotización en un mercado regulado tanto en el Estado miembro de origen como en uno o más Estados miembros de acogida, la información regulada se revelará:
  - a) en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen; y
  - b) a elección del emisor, en una lengua aceptada por la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida o en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.
3. En los casos en que los valores se admitan a cotización en un mercado regulado solamente en un Estado miembro de acogida, y no en el Estado miembro de origen, la información regulada se revelará en una lengua aceptada por la autoridad competente de ese Estado miembro de acogida. En los casos en que la denominación por unidad de esos valores ascienda por lo menos a 50.000 euros, la información regulada podrá, a elección del emisor, proporcionarse solamente en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.

En los casos en que los valores se admitan a cotización en un mercado regulado en más de un Estado miembro de acogida, pero no en el Estado miembro de origen, la información regulada, a elección del emisor, se revelará en una lengua aceptada por la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida o en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.

4. En los casos en que los valores se admitan a cotización en un mercado regulado sin el consentimiento del emisor, las obligaciones contempladas en los apartados 1, 2 y 3 será obligatorio, no para el emisor, sino para la persona que, sin consentimiento del emisor, ha pedido esa admisión.
5. Los Estados miembros permitirán a los tenedores de valores que la notificación de la información a un emisor conforme a la presente Directiva la efectúen solamente en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales.
6. Si una acción referente al contenido de la información regulada se plantea ante un tribunal u órgano jurisdiccional de un Estado miembro, la responsabilidad del pago de los costes contraídos en la traducción de esa información a efectos de los procedimientos se decidirá de conformidad con la legislación de ese Estado miembro.

#### *Artículo 17*

##### *Acceso puntual a la información regulada*

1. El Estado miembro de origen se asegurará de que el emisor revela la información regulada de manera que garantiza un acceso puntual a la misma. En particular, requerirá al emisor que se sirva de medios razonablemente fiables para la efectiva difusión de la información al público de su territorio y del extranjero. El Estado miembro de origen no puede imponer la obligación de utilizar solamente los medios cuyos operadores están establecidos en su territorio. Ni tampoco puede impedir al emisor que utilice un solo medio para difundir toda la información regulada.
2. Un Estado miembro de acogida no puede imponer a los emisores ningún requisito relativo a los medios que deben utilizarse para la difusión de la información regulada. Sin embargo, un Estado miembro de acogida puede requerir a los emisores:
  - a) la publicación de la información regulada sobre sus sitios de Internet, en cuyo caso el Estado miembro de acogida deberá mantener informado al público de los sitios de Internet de los emisores; y
  - b) que para avisar a cualquier persona interesada, sin demora y gratuitamente, sobre cualquier nueva revelación o de cualquier cambio de la información regulada ya publicada, dicha comunicación debe efectuarse por medios electrónicos o, si así se solicita, en papel.
3. En los casos en que los valores se admiten a cotización en un mercado regulado de solamente un Estado miembro de acogida, y no en el Estado miembro de origen, el Estado miembro de acogida asegurará la divulgación de la información regulada de conformidad con los requisitos mencionados en el apartado 1.

4. Para tener en cuenta los progresos técnicos de los mercados financieros, los progresos de la tecnología de la información y comunicación, y asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1, 2 y 3 del presente artículo, la Comisión adoptará medidas de aplicación de conformidad con el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 23.

La Comisión deberá, en particular, especificar:

- a) normas mínimas para la difusión de información regulada a través de los sitios de Internet de los emisores;
- b) para los diversos tipos de información regulada, las condiciones y plazos según los cuales debe mantenerse a disposición del público la información regulada publicada.

La Comisión podrá también especificar y actualizar una lista de medios para la difusión de la información al público.

### *Artículo 18*

#### *Directrices*

1. Las autoridades competentes de los Estados miembros elaborarán directrices apropiadas para facilitar el acceso del público a la información que debe revelarse conforme a la Directiva 2003/6/EC, la Directiva [.../.../CE] [prospectos], y la presente Directiva.

El objetivo de esas directrices será la creación de:

- a) una red electrónica que debe crearse a nivel nacional entre reguladores nacionales de valores, operadores de mercados regulados, y registros de sociedades nacionales contemplados por la Directiva 68/151/CEE del Consejo<sup>57</sup>; y
  - b) una red electrónica única, o una plataforma de redes electrónicas, en todos los Estados miembros.
2. El 31 de diciembre de 2006 a más tardar, la Comisión revisará los resultados conseguidos conforme al apartado 1 y, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, podrá adoptar medidas de aplicación para facilitar el cumplimiento de los artículos 15 y 17.

---

<sup>57</sup> DO L 65 de 14.3.1968, p. 8.

## *Artículo 19*

### *Terceros países*

1. En los casos en que la sede social de un emisor esté situada en un tercer país, la autoridad competente del Estado miembro de origen podrá eximir a ese emisor de los requisitos previstos en los artículos 4 a 7 y en los artículos 11 a 14, a condición de que la legislación del tercer país en cuestión fije por lo menos requisitos equivalentes.

Sin embargo, la información cubierta por los requisitos previstos en el tercer país se registrará de conformidad con el artículo 15 y se revelará de conformidad con los artículos 16 y 17.

2. La autoridad competente del Estado miembro de origen se asegurará de que la información revelada en un tercer país que pueda revestir importancia para el público de la Comunidad se revele de conformidad con los artículos 16 y 17, aún en el caso de que esa información no fuera información regulada en el sentido de la letra k) del apartado 1 del artículo 2 de la presente Directiva.
3. Para asegurar la aplicación uniforme de los apartados 1 y 2, la Comisión podrá, de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 23, adoptar medidas de aplicación que establezcan que, en virtud de su derecho nacional, normativas, disposiciones administrativas o de las prácticas y procedimientos basados en las normas internacionales elaboradas por organismos internacionales, un tercer país asegura la equivalencia de los requisitos de información previstos en la presente Directiva.

## **Capítulo V**

### **Autoridades competentes**

## *Artículo 20*

### *Autoridades competentes y sus derechos*

1. Cada Estado miembro designará la autoridad central mencionada en el apartado 1 del artículo 21 de la Directiva [.../.../CE ] [prospectos] como la autoridad administrativa central competente responsable de realizar las obligaciones previstas en la presente Directiva y para asegurarse de que se apliquen las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva. Informarán de ello a la Comisión.
2. Los Estados miembros podrán permitir que su autoridad competente central delegue funciones. Toda delegación de funciones relacionadas con las obligaciones previstas en la presente Directiva y en sus medidas de ejecución deberá terminar a los cinco años de la entrada en vigor de la Directiva [.../... /CE] [prospectos]. Toda delegación de funciones se hará de una manera específica que declare las tareas que deben realizarse y las condiciones en que deben llevarse a cabo.



Esas condiciones incluirán una cláusula que requiera a la entidad en cuestión que se organice de manera que se eviten los conflictos de intereses y la información obtenida en la realización de las tareas delegadas no se utilice indebidamente ni afecte a la competencia. En todo caso, la responsabilidad final de la supervisión del cumplimiento de las disposiciones de la presente Directiva y de las medidas de ejecución adoptadas conforme a la misma dependerá de la autoridad competente designada de conformidad con el apartado 1.

3. Los Estados miembros informarán a la Comisión y a las autoridades competentes de otros Estados miembros de todo acuerdo realizado con respecto a la delegación de tareas, incluidas las condiciones exactas para regular las delegaciones.
4. Se dotará a cada autoridad competente de los derechos necesarios para el ejercicio de sus funciones. Estará autorizada como mínimo a:
  - a) requerir a los emisores, tenedores de valores y las personas que los controlan o están controlados por ellos que proporcionen información y documentos;
  - b) requerir a los directivos y, en su caso, a los auditores del emisor, que revelen al público la información requerida con arreglo a la letra a) por los medios y en los plazos que la autoridad considere necesario. Podrá publicar esa información por iniciativa propia en caso de que el emisor, o las personas que los controlan o están bajo su control no lo hayan hecho después de oír al emisor;
  - c) requerir a los directivos de los tenedores de valores que notifiquen la información requerida en virtud de la presente Directiva, o conforme al derecho nacional adoptado de conformidad con la presente Directiva y, en su caso, proporcionar información y documentos adicionales;
  - d) suspenda, o exija al mercado regulado de que se trate que suspenda la cotización de valores durante un máximo de diez días si tiene motivos razonables para sospechar que el emisor ha infringido las disposiciones de la presente Directiva o del derecho nacional adoptado de conformidad con la misma;
  - e) prohíba la negociación en un mercado regulado si averigua que se han infringido las disposiciones de la presente Directiva, o del derecho nacional adoptado de conformidad con la misma, o si tiene motivos razonables para sospechar que se van a infringir;
  - f) asegurarse de que el emisor revela la oportunamente la información de una manera que garantice la igualdad de acceso efectivo al público en todos los Estados miembros en los que se negocian los valores;
  - g) hacer público el hecho de que un emisor, o un tenedor de valores, no cumple con sus obligaciones; y
  - h) examinar si la información requerida en virtud de la presente Directiva es completa, exacta, y comprensible, en la medida en que un Estado miembro decida hacer obligatorio tal examen íntegramente o solamente en lo que respecta a si la información es completa y comprensible.

5. En caso necesario, la autoridad competente podrá solicitar a la autoridad judicial pertinente autorización para hacer cumplir los poderes contemplados en las letras d) y e).
6. Los apartados 1 a 5 se entenderán sin perjuicio de la posibilidad de que un Estado miembro establezca distintas disposiciones legales y administrativas para territorios europeos de ultramar de cuyas relaciones exteriores sea responsable el citado Estado miembro.

## *Artículo 21*

### *Secreto profesional y cooperación entre Estados miembros*

1. La obligación de secreto profesional se aplicará a todas las personas que trabajan o que han trabajado para la autoridad competente y para las entidades en las cuales las autoridades competentes puedan haber delegado ciertas tareas. La información cubierta por el secreto profesional no puede revelarse a ninguna otra persona o autoridad excepto en virtud de las leyes, reglamentos o disposiciones administrativas de un Estado miembro.
2. Las autoridades competentes de los Estados miembros cooperarán entre sí siempre que sea necesario en el cumplimiento de sus funciones y el ejercicio de sus poderes, establecidos por la presente Directiva o por su derecho nacional. Las autoridades competentes prestarán ayuda a las autoridades competentes de otros Estados miembros;
3. El apartado 1 no impedirá a las autoridades competentes intercambiar información confidencial. La información objeto de intercambio estará protegida por la obligación de secreto profesional que incumbe a las personas que desempeñen o hayan desempeñado su actividad al servicio de las autoridades que reciben la información.

## *Artículo 22*

### *Medidas preventivas*

1. Cuando la autoridad competente del Estado miembro de acogida observe que el emisor o el tenedor de valores han cometido irregularidades o incumplido sus obligaciones, deberá comunicar sus averiguaciones a la autoridad competente del Estado miembro de origen.
2. Si, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen o debido a la inadecuación de dichas medidas, el emisor o el tenedor de los valores persiste en infringir las oportunas disposiciones legales o reglamentarias, la autoridad competente del Estado miembro de acogida, tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, adoptará, de conformidad con el apartado 2 del artículo 3, todas las medidas pertinentes para proteger a los inversores. Se informará a la Comisión a la mayor brevedad acerca de estas medidas.

## Capítulo VI

### Medidas de aplicación

#### *Artículo 23*

##### *Comité*

1. La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores, instituido por el artículo 1 de la Decisión 2001/528/CE.
2. En los casos en que se haga referencia al presente apartado, se aplicará el procedimiento reglamentario establecido en el artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE, de conformidad con sus artículos 7 y 8, a condición de que las medidas de aplicación adoptadas con arreglo a dicho procedimiento no modifiquen las disposiciones fundamentales de la presente Directiva.
3. El período previsto en el apartado 6 del artículo 5 de la Decisión 1999/468/CE será de tres meses.
4. Sin perjuicio de las medidas de ejecución ya adoptadas, transcurridos cuatro años desde su entrada en vigor, se suspenderá la aplicación de las disposiciones de la presente Directiva que estipulan la adopción de normas y decisiones técnicas de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2. En una propuesta de la Comisión, el Parlamento Europeo y el Consejo podrán renovar las disposiciones afectadas de conformidad con el procedimiento previsto en el artículo 251 del Tratado y, con este fin, los revisará antes de finalizar el período de cuatro años.

#### *Artículo 24*

##### *Sanciones*

1. Sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros se asegurarán, de conformidad con su derecho nacional, de que pueden adoptarse las medidas administrativas apropiadas o de que se imponen sanciones administrativas a los responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas son eficaces, proporcionadas y disuasorias.
2. Los Estados miembros establecerán que la autoridad competente podrá revelar al público todas las medidas o sanciones que se impongan por el incumplimiento de las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva, a menos que dicha revelación pudiera poner en grave riesgo los mercados financieros o causara un perjuicio desproporcionado a las partes implicadas.

## *Artículo 25*

### *Revisión judicial*

Los Estados miembros se asegurarán de que las decisiones tomadas conforme a leyes, reglamentos y disposiciones administrativas adoptados de conformidad con la presente Directiva están sujetas al derecho a acudir a los tribunales.

## **Capítulo VII**

### **Disposiciones transitorias y finales**

## *Artículo 26*

### *Disposiciones transitorias*

1. Sin perjuicio del apartado 3 del artículo 5 de la presente Directiva, el Estado miembro de origen podrá eximir de la revelación de los estados financieros de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002:
  - a) todos los emisores para el ejercicio presupuestario que empieza en o después del 1 de enero de 2005;
  - b) a los emisores mencionados en el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 1606/2002 para los ejercicios que se inicien en o después del 1 de enero de 2005 y del 1 de enero de 2006.
  
2. Sin perjuicio del apartado 2 del artículo 11, el accionista notificará el emisor a más tardar el 15 de enero de 2005, de conformidad con los artículos 9 y 10, de la proporción de derechos de voto y de capital de los emisores que posee en esa fecha, a menos que haya efectuado ya una notificación que contenga información equivalente antes de esa fecha.

Sin perjuicio del apartado 4 del artículo 11, el emisor a su vez revelará la información recibida en esas notificaciones a más tardar el 31 enero 2005.
  
3. El Estado miembro de origen podrá eximir a los emisores de obligaciones de la revelar los informes financieros semestrales de conformidad con el artículo 5 en los tres años siguientes a la entrada en vigor de la presente Directiva, a condición de que:
  - a) la última solicitud de admisión de las obligaciones del emisor a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro se haya hecho antes de la entrada en vigor de la Directiva [.../... /CE ] [prospectos], y
  - b) el Estado miembro de origen haya optado por permitir que los emisores se acojan a lo previsto en el artículo 27 de la Directiva 2001/34/CE.

Después del fin del período de tres años, las exenciones podrán concederse solamente de conformidad con el artículo 8.

### *Artículo 27*

#### *Transposición*

1. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para cumplir la presente Directiva antes del 31 de diciembre de 2004. Cuando los Estados miembros adopten dichas disposiciones, éstas harán referencia a la presente Directiva o irán acompañadas de dicha referencia en su publicación oficial. Los Estados miembros determinarán las modalidades de la citada referencia.
2. En los casos en que los Estados miembros adopten medidas de conformidad con el apartado 1 del artículo 3 o el artículo 26, comunicarán inmediatamente esas medidas a la Comisión y a los demás Estados miembros.

### *Artículo 28*

#### *Modificaciones*

Con efecto a partir de la fecha que figura en el apartado 1 del artículo 27, la Directiva 2001/34/CE queda modificada del modo siguiente:

- (1) En el artículo 1 se suprimirán las letras g) y h);
- (2) Se suprimirá el artículo 4.
- (3) Se suprimirá el apartado 2 del artículo 6.
- (4) El apartado 2 del artículo 8 se sustituirá por el texto siguiente:
  - “2. Los Estados miembros podrán imponer obligaciones adicionales a los emisores de valores admitidos a cotización oficial, a condición de que esas obligaciones adicionales se apliquen generalmente a todos los emisores o a determinadas clases de emisores”;
- (5) Se suprimirán los artículos 64 al 97.
- (6) Se suprimirán los artículos 102 y 103;
- (7) En el apartado 3 del artículo 107, se suprimirá el segundo párrafo;
- (8) El artículo 108 queda modificado del modo siguiente:
  - a) en la letra a) del apartado 2, se suprimirá la expresión "información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones se admiten";
  - b) en el apartado 2, se suprimirá la letra b),
  - c) en el apartado 2, se suprimirá el inciso iii) de la letra c),

d) en el apartado 2, se suprimirá la letra d),

Las referencias a las disposiciones suprimidas se interpretarán como referencias a las disposiciones de la presente Directiva.

#### *Artículo 29*

##### *Revisión*

La Comisión revisará el funcionamiento de la presente Directiva e informará al respecto al Parlamento Europeo y al Consejo antes del 30 de junio de 2007 a más tardar.

#### *Artículo 30*

##### *Entrada en vigor*

La presente Directiva entrará en vigor el vigésimo día siguiente al de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

#### *Artículo 31*

##### *Destinatarios*

Los destinatarios de la presente Directiva son los Estados miembros.

Hecho en Bruselas,

*Por el Parlamento Europeo*  
*El presidente*

*Por el Consejo*  
*El Presidente*

# **FICHA DE EVALUACIÓN DE IMPACTO REPERCUSIONES DE LA PROPUESTA EN LAS EMPRESAS, ESPECIALMENTE PEQUEÑAS Y MEDIANAS (PYME)**

## **TÍTULO DE LA PROPUESTA**

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

## **NÚMERO DE REFERENCIA DEL DOCUMENTO**

COM(XXX)

## **PROPUESTA**

1. Teniendo en cuenta el principio de subsidiariedad, ¿por qué es necesaria en este ámbito la legislación comunitaria y cuáles son sus objetivos principales?

Un mercado financiero único debería promover la competitividad de la economía europea, disminuyendo el coste del capital y aumentando al mismo tiempo el nivel de divulgación de información sobre los emisores de valores en pro de una protección correcta de los inversores y de un funcionamiento ordenado de los mercados financieros.

Un mercado integrado debe basarse en un conjunto de principios y normas armonizados. El objetivo de estas normas será asegurar un elevado nivel de protección de los inversores a escala comunitaria que permitirá a Estados miembros reducir de manera eficaz las barreras nacionales a los emisores que buscan acceso a los mercados regulados de otros Estados miembros. Dada la diversidad de temas tratados en la presente Directiva, debería permitirse al Estado miembro de origen del emisor imponer unos requisitos más rigurosos o adicionales de divulgación.

Esta acción responde a la petición de los Consejos Europeos de Lisboa, Estocolmo y Barcelona de establecer un mercado financiero integrado, en particular concediendo prioridad a la legislación sobre mercados de valores prevista en el Plan de acción en materia de servicios financieros y en el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores.

## **IMPACTO EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL**

2. ¿Quién resultará afectado por la propuesta?
  - qué sectores de actividad: Sociedades con cotización oficial cuyos valores se admiten a negociación en los mercados regulados de los Estados miembros. Esto cubrirá todos los sectores de actividad. Los fondos de inversión que tienen valores en nombre de sus clientes. Los auditores/contables encargados de auditar o establecer los estados financieros de las empresas (cuentas).

- ¿de qué tamaño son las empresas (cuál es la concentración de pequeñas y medianas empresas)?: Todas las sociedades con cotización oficial, incluidas pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que normalmente las pequeñas empresas no cotizan en los mercados regulados. La proporcionalidad se ha tenido en cuenta en el hecho de que las PYME no están sujetas a requisitos de información demasiado rigurosos. En la práctica, las grandes sociedades (las "blue chips") facilitan ya información más detallada a los mercados de valores.
- ¿esta actividad empresarial se desarrolla en determinadas zonas geográficas de la Comunidad? No. Pero la negociación de determinados valores (acciones, bonos, derivados) puede concentrarse en áreas geográficas específicas.

### 3. ¿Qué tendrá que hacer la empresa para cumplir la propuesta?

Los emisores de valores tendrán que cumplir los requisitos de información financiera anual dentro del plazo fijado de tres meses, de información financiera intermedia (informe financiero semestral e información financiera trimestral) en el plazo de dos meses. Además, deberán hacer públicas todas las enmiendas de los estatutos documentos constitutivos, así como otras normas internas sobre la adquisición de acciones propias y sobre la remuneración de los directivos mediante valores, incluyendo las opciones de compra de acciones ("stock options"). En el contexto de las juntas de accionistas, se requerirá que las sociedades con cotización oficial permitan la participación de apoderados, pero también se les ofrecerá la posibilidad de invitar a sus accionistas a pronunciarse sobre la introducción de medios electrónicos.

Se requerirá a las sociedades que tienen valores que notifiquen con mayor frecuencia y rapidez a los emisores la adquisición o cesión de participaciones importantes. Como complemento necesario, el emisor de los valores en cuestión deberá hacer públicas esas notificaciones.

### 4. ¿Qué repercusiones económicas puede tener la propuesta?

- ¿en el empleo?

Puede esperarse una incidencia positiva en la creación de empleo. Al facilitar y reducir el coste de la concentración de capital directamente de los mercados europeos de valores, mejorando el número de nuevos recursos financieros a disposición de las empresas. Además, puede esperarse que la mejora de las normas de información para proteger a los inversores generen una mayor lealtad y confianza de éstos en los mercados de capitales.

- Sobre la inversión y la creación de empresas

La eficacia de los mercados europeos de valores debe redundar en un mejor rendimiento macroeconómico global de la economía y en la confianza de los inversores en la economía, produciendo un mayor crecimiento económico con el impacto positivo en la innovación y la productividad de la empresa (incluido el fomento del crecimiento del capital de riesgo).

- ¿en la competitividad de las actividades empresariales?



Puede esperarse un impacto positivo debido al menor coste de la concentración de capital en la Unión Europea y al fortalecimiento de los nuevos requisitos comunitarios de información, a los que los Estados miembros de acogida no pueden añadir nuevos requisitos. Esto no afecta a los demás requisitos para la admisión de valores a cotización en un mercado regulado.

5. Señálese si la propuesta contiene medidas especialmente diseñadas para tener en cuenta la situación específica de las pequeñas y medianas empresas (obligaciones menores o diferentes, etc.):

La propuesta prevé la aprobación de nuevas normas técnicas por el procedimiento de comitología. En los casos en que la Comisión, a través del proceso de consulta en cooperación con el Comité europeo de reguladores de valores, haya advertido posibles efectos adversos de sus propuestas para medidas técnicas detalladas de aplicación, valorará nuevamente sus medidas para atender debidamente esas preocupaciones.

El impacto de los requisitos de información periódica (informe financiero anual, informes financieros intermedios) en las PYME ha sido expresamente evaluado en dos consultas abiertas y públicas con la comunidad empresarial, los participantes del mercado, y los inversores. La conclusión ha sido que el perfil de recompensa/riesgo de las PYME que cotizan en mercados regulados, sobre todo las empresas jóvenes, no justifica exenciones específicas. De hecho, los inversores encontraron especiales problemas con las PYME cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado (como Neuer Markt en Alemania), y conviene observar que los Estados miembros introdujeron requisitos de información incluso más estrictos para las PYME de nueva creación (UK y LUX). Esta línea es la que apoya particularmente el Comité europeo de reguladores de valores, del que son miembros las autoridades nacionales de supervisión de los mercados de valores.

Dicho esto, el contenido de los informes periódicos se definirá en distintos contextos en los que están previstas soluciones a medida para las PYME (en las Directivas sobre derecho de sociedades con respecto al informe de actividad) o se pretende prever (en el Reglamento de las NIC con respecto a los estados financieros, para los que se están en preparación nuevas Normas Internacionales de Contabilidad específicas).

## CONSULTAS

6. Enumere las organizaciones que se han consultado sobre la propuesta y resuma sus opiniones principales (véase también la sección 2.1. de la exposición de motivos).

Las recomendaciones del Comité Lamfalussy de sabios sobre los Reglamentos sobre los mercados europeos de valores abogaban por una consulta temprana, amplia y sistemática. El Consejo Europeo de Estocolmo lo respaldó en marzo de 2001, el Parlamento Europeo en febrero 2002.

En 11 de julio de 2001, la Comisión publicó un primer documento de consulta en el que presentaba sus opiniones preliminares para reformar los requisitos de información a escala comunitaria. Recibió 91 respuestas de todos los Estados

miembros, pero también de terceros países. En diciembre de 2001 publicó un resumen de las respuestas recibidas.

Habida cuenta de las reacciones recibidas, la Comisión publicó una segunda y definitiva consulta el 8 de mayo de 2002 y fijó un plazo de dos meses para las respuestas. En ese documento, revisaba sus anteriores puntos de vista, llamaba la atención del público sobre la relación de esta iniciativa con otras iniciativas de la "agenda de divulgación y transparencia" (como el Reglamento NIC, las próximas Directivas sobre el abuso del mercado y sobre prospectos) y presentaba sobre todo un esquema detallado de sus trabajos en curso hacia una propuesta definitiva de la Comisión.

En su segunda consulta, la Comisión recibió nuevamente 93 respuestas de todos los Estados miembros, de terceros países y también de las siguientes organizaciones europeas/internacionales: Grupo europeo de cajas de ahorros (ESBG), Asociación internacional del mercado primario (IPMA), Federación europea de bolsas de valores (FESE), Federación europea de previsión para la jubilación (EFRP), Asociación europea de editores de periódicos (ENPA), Federación de Expertos Contables Europeos (FEE), Unión de Confederaciones Industriales y Empresariales de Europa (UNICE), Euroshareholders.

Además, el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (CESR) respondió en octubre 2002 al segundo documento de consulta. En su respuesta subrayaba que debía afrontarse la supervisión de los temas de gobernanza corporativa teniendo en cuenta que las normas de transparencia no son más que una herramienta indirecta y que no se ocupan de las normas que rigen el funcionamiento de una empresa. También pidió soluciones coherentes entre requisitos relacionados con la información financiera anual y el documento de registro conforme a la próxima Directiva sobre prospectos. Apoya plenamente la introducción de información financiera trimestral (a excepción de un miembro), pero mantiene reservas en cuanto a soluciones específicas para las PYME. En su opinión, la información financiera semestral para los emisores de obligaciones reflejaría adecuadamente el perfil de riesgo de esos valores. Acogía con satisfacción los requisitos aumentados de información relativa a la votación y la estructura del capital, pero subrayó la necesidad de unas normas detalladas de aplicación que aseguraran un sistema eficaz. En cuanto al modo de divulgar la información financiera, el CESR no está convencido de que sea muy adecuada su publicación en los sitios de Internet del emisor.