



COMISIÓN EUROPEA

Bruselas, 25.10.2011  
SEC(2011) 1280 final

**DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN**

**RESUMEN DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO**

*que acompaña al documento*

**Propuesta de**

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

{COM(2011) 683 final}  
{SEC(2011) 1279 final}

## 1. INTRODUCCIÓN

La Directiva sobre la transparencia<sup>1</sup> (en lo sucesivo, «la Directiva») exige a los emisores de valores negociados en mercados regulados en la Unión Europea (UE) que aseguren a los inversores la apropiada transparencia mediante la divulgación y la difusión al público de información regulada<sup>2</sup>.

Cinco años después de la entrada en vigor de la Directiva, la Comisión publicó un Informe<sup>3</sup> en el que evaluaba los efectos de su aplicación. En este Informe se reconocía que la Directiva era útil para que el mercado funcionara adecuada y eficientemente, aunque se destacaban algunos aspectos que podrían mejorarse.

En 2010, la Comisión inició una consulta pública sobre la modernización de la Directiva. Las principales cuestiones planteadas fueron las siguientes: el atractivo de los mercados regulados para los pequeños y medianos emisores —«PME»— y cómo mejorar el régimen aplicado a las participaciones importantes en los derechos de voto.

En las respuestas a la consulta pública se expresaron opiniones diversas acerca de si la situación de los PME podía mejorarse mediante la modificación de la Directiva. En cuanto a las participaciones en los derechos de voto, la consulta pública demostró el acuerdo general sobre la necesidad de incluir un requisito de notificación de la tenencia de derivados liquidados en efectivo<sup>4</sup> y de aumentar el nivel de armonización en este ámbito. Además, se pidió mayor claridad en algunos aspectos técnicos.

Por último, en 2010, la Comisión acordó con el Parlamento Europeo evaluar si sería viable exigir que determinadas empresas divulgaran información financiera fundamental sobre sus actividades en terceros países<sup>5</sup>. En una evaluación de impacto independiente sobre esta cuestión se llegó a la conclusión de que la Directiva sobre la transparencia y las Directivas sobre contabilidad<sup>6</sup> debían modificarse para incluir un nuevo requisitos a este respecto.

## 2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Los problemas encontrados en relación con el régimen existente pueden agruparse en dos categorías principales: a) pequeños y medianos emisores (PME); y b) requisitos relativos a la notificación de las participaciones importantes en los derechos de voto.

---

<sup>1</sup> Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004.

<sup>2</sup> El término «información regulada» incluye información financiera anual, semestral y trimestral, información continua sobre las participaciones importantes en los derechos de voto e información específica revelada de conformidad con la Directiva de abuso de mercado (Directiva 2003/6/CE).

<sup>3</sup> COM(2010) 243 final de 27 de mayo de 2010. El informe se acompañó de un documento de trabajo de los servicios de la Comisión, más detallado (SEC(2010) 61).

<sup>4</sup> Los derivados sobre valores participativos liquidados en efectivo son las transacciones con valores participativos liquidadas mediante el pago de efectivo únicamente, sin ninguna entrega física del valor subyacente.

<sup>5</sup> <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15650-ad01.en10.pdf>

<sup>6</sup> La Cuarta Directiva del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales y la Séptima Directiva del Consejo 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas.

## **2.1. Problemas encontrados en relación con los pequeños y medianos emisores**

No existe una definición jurídica de los PME en la UE. Cuando se hace referencia a ellos en el presente documento, debe entenderse en los términos de los conceptos nacionales utilizados en los Estados miembros.

La mejora del entorno normativo de los PME y la facilitación de su acceso al capital ocupan un lugar preferente entre las prioridades políticas de la Comisión<sup>7</sup>. Aunque los requisitos de transparencia no se consideran la única fuente de los problemas que afrontan los PME, sí son en parte la causa de los elevados costes de cumplimiento que conlleva la cotización en los mercados regulados, de su escasa visibilidad para los analistas e inversores y de la cultura del corto plazo.

### ***2.1.1. Elevados costes de cumplimiento para los pequeños y medianos emisores***

El objetivo de la Directiva es proporcionar al mercado información exacta, completa y puntual. Se exige a los emisores que publiquen información financiera anual, semestral y trimestral<sup>8</sup>. La Directiva impone el requisito mínimo de publicar declaraciones intermedias de gestión trimestrales con un contenido limitado. No obstante, muchos Estados miembros exigen que se revelen además otros elementos. Para los pequeños y medianos emisores, los costes que conlleva la publicación de información financiera trimestral son relativamente elevados, mientras que la utilidad de esta obligación no está clara.

Además, el cumplimiento del plazo estricto para la publicación de los informes semestrales, así como la complejidad del contenido y el tipo de información que debe revelarse en las partes explicativas de los informes, pueden resultar también costosos para los emisores y exigirles un uso intensivo de recursos.

### ***2.1.2. Obtención de resultados a corto plazo***

La necesidad de publicar información financiera trimestral puede suponer que los administradores se sientan obligados a tener que demostrar que se obtienen beneficios cada trimestre. La elaboración de informes trimestrales puede percibirse también como un incentivo normativo para que los inversores se centren en los resultados de las empresas a corto plazo, en lugar de mirar a más largo plazo.

### ***2.1.3. Menor visibilidad de los pequeños y medianos emisores***

La brevedad del plazo para los informes semestrales (dos meses después de que finalice el período al que se refiere el informe) crea al final del segundo mes un punto de congestión que afecta al mercado, sobrecarga de información financiera a los inversores y analistas y acentúa su tendencia a restringir su atención a las empresas más grandes que lideran el mercado, y a interesarse poco por los PME. Este es especialmente el caso de la mayoría de los emisores

---

<sup>7</sup> Comunicación de la Comisión: «Hacia un Acta del Mercado Único – Por una economía social de mercado altamente competitiva – Cincuenta propuestas para trabajar, emprender y comerciar mejor todos juntos», COM(2010) 608 final y Comunicación de la Comisión «Acta del Mercado Único – Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza – Juntos por un nuevo crecimiento», COM(2011) 206 final.

<sup>8</sup> Ya sea informes financieros o declaraciones intermedias de gestión trimestrales: lo que se conoce también generalmente como información financiera trimestral.

Europeos cuyo ejercicio contable se corresponde con el año civil, y para los cuales, por consiguiente, este plazo coincide con el final de agosto. Esto contribuye a la escasa visibilidad de los PME para los inversores y los analistas.

Las dificultades que encuentran los inversores que quieren acceder a la información publicada, debido a la insuficiente interconexión de los distintos mecanismos nacionales de almacenamiento, es otro problema que limita la visibilidad de los PME.

#### ***2.1.4. Problemas encontrados en relación con la notificación de las participaciones importantes en los derechos de voto***

La Directiva exige a los emisores que, cuando adquieran o enajenen acciones admitidas a negociación en un mercado regulado que lleven aparejados derechos de voto, lo notifiquen al mercado (es decir, que notifiquen la proporción de derechos de voto que poseen cuando esa proporción alcance o franquee, por encima o por debajo, los umbrales del 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % y el 75 %). Se ha encontrado que el régimen actual plantea dos problemas: la titularidad oculta como resultado de las lagunas existentes en las normas de notificación; y las divergencias entre las normas de notificación de los distintos Estados miembros.

#### ***2.1.5. La posibilidad de titularidad oculta***

Desde que se adoptó la Directiva, el uso de derivados liquidados en efectivo en el mercado ha aumentado sustancialmente. Los derivados liquidados en efectivo pueden utilizarse para adquirir y ejercer influencia sobre una sociedad cotizada o generar una participación oculta en una empresa (se han denunciado diversos casos de este tipo de práctica<sup>9</sup>). Sin embargo, no están regulados por las normas actuales de la Directiva en materia de divulgación. Esta omisión puede dar lugar a un posible abuso de mercado, a ineficiencia del mecanismo de formación de precios y a voto vacío, lo cual reduciría el nivel de confianza de los inversores y crearía un desajuste entre los intereses de los inversores y los intereses a largo plazo de las propias empresas.

#### ***2.1.6. La divergencia entre las normas de notificación de los distintos Estados miembros genera un aumento del riesgo de responsabilidad civil y del riesgo normativo y elevados costes de cumplimiento para los inversores transfronterizos***

Las divergentes normas de notificación de los distintos Estados miembros, en particular por lo que respecta a la agregación de las tenencias de acciones y de instrumentos financieros, elevan los costes y generan inseguridad jurídica para los inversores que realizan actividades transfronterizas. El hecho de que no se agreguen las tenencias de acciones y de instrumentos financieros conduce también a un menor nivel de transparencia en algunos Estados miembros.

### **3. SUBSIDIARIEDAD**

La UE tiene derecho a actuar en este ámbito de conformidad con los artículos 50 y 114 del TFUE. Todos los problemas encontrados se refieren al mercado de capitales de la UE en su

---

<sup>9</sup> Por ejemplo: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

totalidad y, por consiguiente, para que los cambios surtan efecto, deben efectuarse a nivel de la UE.

Además, los problemas que afectan a los PME se derivan de legislación de la UE y de los Estados miembros y únicamente pueden solucionarse mediante modificaciones en la legislación de la UE. Por último, solo un instrumento adoptado a nivel de la UE aseguraría que todos los Estados miembros aplicaran el mismo marco normativo basado en los mismos principios, poniendo fin así a la actual fragmentación de la respuesta normativa por lo que respecta al régimen de notificación de las participaciones importantes.

#### 4. OBJETIVOS

Las medidas propuestas tienen por objeto simplificar determinadas obligaciones para contribuir a lograr que los mercados regulados resulten atractivos para los pequeños y medianos inversores y mejorar la seguridad jurídica y la eficacia del régimen de transparencia por lo que respecta a la divulgación de la propiedad corporativa.

#### 5. OPCIONES DE ACTUACIÓN: ANÁLISIS DE IMPACTO Y COMPARACIÓN

Para realizar los objetivos expuestos, la Comisión ha concebido, analizado y comparado diferentes opciones de actuación a fin de determinar cuáles son las que tratan satisfactoriamente los problemas descritos. Estas opciones se recogen a continuación.

##### 5.1. Opciones para permitir a los pequeños y medianos emisores más flexibilidad en relación con la frecuencia y el calendario de publicación de la información financiera periódica

- (1) *No tomar ninguna medida*: esta opción no lograría el objetivo y, por lo tanto, se descarta.
- (2) *Suprimir la obligación de presentar información financiera trimestral para los pequeños y medianos emisores*: esta opción reduciría los costes para los PME y también los incentivos normativos que pueden fomentar el cortoplacismo. Sin embargo, la introducción de regímenes diferenciados para las empresas cotizadas en mercados regulados en función de su tamaño podría confundir a los inversores y también dar lugar a una menor visibilidad de los PME. Esta opción, por lo tanto, se descarta.
- (3) *Suprimir la obligación de presentar informes financieros trimestrales para los pequeños y medianos emisores durante un período inicial de tres años tras la admisión a negociación*: aunque aliviaría las presiones inmediatas que soportan los PME, no haría sino demorar los costes. La introducción de regímenes diferenciados para las empresas cotizadas en función de su tamaño y su antigüedad podría resultar confusa para los inversores. Esta opción, por lo tanto, se descarta.
- (4) *Suprimir la obligación de presentar informes financieros trimestrales para todas las sociedades cotizadas*: esta opción reduciría los costes de cumplimiento de las empresas. La reducción media estimada de los costes, excluidos los vinculados a la elaboración de la información trimestral, va de 2 000 a 60 000 euros al año por emisor para los PME, y de 35 000 a 250 000 euros al año por emisor para los grandes

emisores. La reducción de los costes relativos al personal empleado para elaborar esta información no pudo calcularse en términos monetarios para los PME, ya que varía mucho de un emisor a otro: de 8 a 30 días-persona al año. Para los grandes emisores, se calcula que la reducción máxima de los costes totales (incluidos los costes vinculados al personal dedicado a la elaboración de estos informes) sería de un máximo de 2 millones de euros al año por emisor. Esta opción permitiría a los pequeños y medianos emisores reorientar sus recursos hacia la publicación del tipo de información que más convenga a sus inversores. Además, se considera que reduciría la presión a corto plazo sobre los emisores e incentivaría a los inversores a adoptar una perspectiva de más largo plazo. Asimismo, se cree que no tendría una repercusión negativa en la protección de los inversores. Esta protección está ya suficientemente garantizada mediante la divulgación obligatoria de los resultados semestrales y anuales, así como mediante la divulgación de información que exigen las Directivas sobre abuso de mercado y sobre los folletos<sup>10</sup>. En consecuencia, los inversores deben ser adecuadamente informados sobre los sucesos y hechos importantes que puedan influir en el precio de las acciones subyacentes, con independencia de la información trimestral prevista en la Directiva. Por lo tanto, no parece necesario exigir en la legislación la publicación de declaraciones intermedias de gestión. Para que esta opción sea eficaz debe impedir también que los Estados miembros impongan en la legislación nacional la publicación de información trimestral. Las empresas que lo desearan podrían optar por publicar información trimestral.

- (5) *Ampliar el plazo para la publicación de información semestral a tres meses después de que finalice el período al que se refiera el informe para todas las sociedades cotizadas:* para los PME, esto ahorraría algunos costes, aunque los beneficios más importantes serían no monetarios. Los emisores tendrían más tiempo para redactar sus informes, lo que mejoraría la calidad de los mismos. Esta opción tendría también una repercusión positiva en la visibilidad de los PME, ya que podrían programar la publicación de sus informes más fácilmente, para que no coincidiera en el tiempo con la publicación de los informes de las sociedades cotizadas más grandes. De este modo, los analistas y los inversores tendrían más tiempo para fijarse en los resultados semestrales de los PME.
- (6) *Ampliar el plazo para la publicación de información semestral a tres meses después de que finalice el período al que se refiera el respectivo informe para los pequeños y medianos emisores:* esta opción tendría una repercusión positiva en la visibilidad de los PME. Sin embargo, la introducción de regímenes diferenciados para las empresas que cotizan en mercados regulados en función de su tamaño podría resultar confusa para los inversores. Esta opción, por lo tanto, se descarta.

## **5.2. Opciones destinadas a simplificar las partes explicativas de los informes financieros para los pequeños y medianos emisores**

- (1) *No tomar ninguna medida:* esta opción no lograría el objetivo y, por lo tanto, se descarta.

---

<sup>10</sup> Directiva 2003/6/CE y Directiva 2003/71/CE.

- (2) *Armonizar el contenido narrativo máximo de los informes financieros a nivel de la UE para los pequeños y medianos emisores:* estandarizar el contenido de los informes puede acarrear un aumento de los costes de cumplimiento para los PME que se encuentren en aquellos Estados miembros donde actualmente hay pocos requisitos. Sin embargo, esta opción facilitaría la comparabilidad de la información financiera en la UE. Ahora bien, si el umbral de los contenidos a nivel de la UE se fijara demasiado bajo con la esperanza de ahorrar costes, esto también podría tener consecuencias negativas para los inversores. Esta opción, por lo tanto, se descarta.
- (3) *Pedir a la AEVM<sup>11</sup> que elabore directrices no vinculantes (modelos) sobre el contenido explicativo de los informes financieros para todas las sociedades cotizadas:* esta opción permitiría a la AEVM orientar la plantilla específicamente al ahorro de costes. Asimismo, facilitaría la comparabilidad de la información a los inversores y podría incrementar la visibilidad transfronteriza de los pequeños y medianos emisores. Conllevaría algunos costes extraordinarios para la AEVM.
- (4) *Exigir a los Estados miembros que elaboren modelos o directrices no vinculantes sobre el contenido de los aspectos narrativos de los informes:* esta opción permitiría a los Estados miembros adaptar el contenido de los informes a su mercado interior. Sin embargo, no facilitaría la comparabilidad transfronteriza de la información. Esta opción, por lo tanto, se descarta.

### **5.3. Opciones para corregir las insuficiencias de los requisitos de notificación por lo que respecta a las participaciones importantes en los derechos de voto**

- (1) *No tomar ninguna medida:* esta opción no lograría el objetivo y, por lo tanto, se descarta.
- (2) *Ampliar el régimen - régimen de divulgación ampliado a todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y los derechos sobre acciones:* esta opción abarcaría los derivados liquidados en efectivo, así como cualquier instrumento financiero similar que pueda surgir en el futuro. La mayoría de quienes respondieron a la consulta la apoyaron como solución a los problemas descritos. Tendría un fuerte impacto positivo en la protección de los inversores y en la confianza. Un nuevo régimen de divulgación que abarcara todos los tipos de instrumentos financieros equivalentes a la propiedad de acciones podría incrementar los costes organizativos y de cumplimiento para los tenedores de derivados liquidados en efectivo (se calcula que el coste extraordinario máximo sería de 100 000 a 600 000 euros por tenedor de derivados liquidados en efectivo, pero afectaría solo a los inversores que posean una cantidad significativa de estos instrumentos). No pudieron calcularse los costes corrientes, ya que estos variarían en función del aumento en la práctica del número de notificaciones por tenedor. No obstante, a tenor de la experiencia del Reino Unido, que introdujo ya un régimen de este tipo en 2009, se calcula que el aumento de las notificaciones es limitado.
- (3) *Planteamiento limitativo - no se exigiría la divulgación en caso de que se cumplieran determinados criterios de «salvaguardia»:* esta opción exigiría que se revelaran todos los instrumentos que den acceso a los derechos de voto subyacentes, a menos

---

<sup>11</sup> Autoridad Europea de Valores y Mercados.

que se cumplieran determinados criterios específicos. Permitiría aún que los inversores eludieran la finalidad del requisito de divulgación y, por consiguiente, se descarta esta opción.

#### **5.4. Opciones para eliminar divergencias en los requisitos de notificación de las participaciones importantes**

- (1) *No tomar ninguna medida*: esta opción no lograría el objetivo y, por consiguiente, se descarta.
- (2) *Armonizar el régimen de divulgación de las participaciones importantes en los derechos de voto exigiendo la agregación de la tenencia de acciones con la de aquellos instrumentos financieros que den acceso a acciones (incluidos los derivados liquidados en efectivo)*: esta opción armonizaría el método utilizado para calcular los umbrales, pero no los propios umbrales, con lo cual crearía un planteamiento uniforme que reduciría la inseguridad jurídica, mejoraría la transparencia, simplificaría las inversiones transfronterizas y aumentaría el atractivo de los mercados de capitales de la UE. La reducción estimada de los costes corrientes para los inversores transfronterizos sería de 77 000 euros al año por operador. No obstante, esta opción podría crear algunos costes adicionales vinculados al aumento de las divulgaciones en aquellos Estados miembros en los que no hay actualmente un requisito de agregación.
- (3) *Armonizar el régimen de divulgación de las participaciones importantes en los derechos de voto exigiendo tres regímenes distintos de divulgación - uno para la tenencia de acciones, otro para los instrumentos financieros que dan acceso a acciones y otro para los derivados liquidados en efectivo*: esta opción crearía un régimen uniforme, pero podría tener un efecto negativo en la protección y la confianza de los inversores. Por consiguiente, esta opción se descarta.
- (4) *Armonizar el régimen de divulgación de las participaciones importantes en los derechos de voto armonizando los umbrales de divulgación*: la mayoría de los consultados no dio gran importancia a los umbrales de los derechos de voto. Además, los umbrales de notificación parecen difíciles de armonizar debido a las diferencias en el accionariado de unos Estados miembros a otros. Por consiguiente, esta opción se descarta.

#### **6. INSTRUMENTO QUE SE DEBE UTILIZAR Y ASPECTOS DE TRANSPOSICIÓN Y CUMPLIMIENTO**

Solo un instrumento jurídico vinculante aseguraría que todos los Estados miembros aplicaran el mismo marco normativo basado en los mismos principios. Una directiva permitiría la máxima armonización en algunos ámbitos, pero aún dejaría flexibilidad a los Estados miembros para tener en cuenta su situación específica en otros.



Para garantizar una mejor aplicación de la Directiva, y de acuerdo con la Comunicación de la Comisión «Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de los servicios financieros»<sup>12</sup>, debe mejorarse también el marco de sanciones existente.

## **7. SEGUIMIENTO Y EVALUACIÓN**

La Comisión realizará un seguimiento de la transposición de la Directiva por los Estados miembros. Cuando sea necesario, los servicios de la Comisión ofrecerán asistencia a los Estados miembros. La evaluación del impacto de la aplicación de las medidas legislativas debe realizarse seis años después de la entrada en vigor de las medidas legislativas. La Comisión supervisará la aplicación de la Directiva modificada, a través de la AEVM y mediante un amplio diálogo con las principales partes interesadas.

---

<sup>12</sup> Comunicación de 9 de diciembre de 2010: COM(2010) 716 final.