Conjunto de propuestas de la Comisión Europea sobre la admisión a negociación de las empresas (listing act)

Abril 2023

La Comisión Europea (CE) publicó el 7 de diciembre de 2022 un conjunto de propuestas para hacer más atractivos los mercados de capitales de la Unión Europea (UE) agrupadas en tres temas: i) medidas sobre compensación, para hacer que los servicios de compensación en la Unión Europea sean más atractivos y resilientes con el fin de sostener la autonomía estratégica y preservar la estabilidad financiera; ii) medidas sobre insolvencia de las empresas, para armonizar ciertos aspectos y contribuir a promover las inversiones transfronterizas; y iii) medidas sobre admisión a negociación de las empresas (la conocida como *listing act*), para simplificar las normas de cotización en los mercados aligerando la carga administrativa de las empresas en general, y en particular de las PYMES, y facilitar el acceso a la financiación procedente de los inversores mediante su admisión a negociación en las bolsas de valores.

El conjunto de medidas sobre admisión a negociación son tres propuestas: un reglamento que modifica los Reglamentos de folletos, de abuso de mercado y MiFIR, y dos Directivas, la primera que modifica MiFID y deroga la Directiva 2001/34/CE sobre admisión a cotización y, la segunda, una nueva Directiva sobre acciones con derecho de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de pymes en expansión.

1. Novedades del Reglamento que modifica el Reglamento de folletos, MAR y MiFIR

1.1. Reglamento de folletos. Las modificaciones pretenden facilitar y abaratar la elaboración de folletos para los emisores permitiendo, al mismo tiempo, a los inversores la adecuada toma de decisiones de inversión al contener los folletos información más comprensible, sencilla de analizar y concisa.

1.1.1. Se amplían las exenciones a la obligación de publicar un folleto de admisión a negociación para emisiones secundarias de valores fungibles con valores ya admitidos en un mercado regulado: por un lado, se extiende al folleto de la oferta pública y, por otro, se incluyen los valores admitidos en mercados de pymes en expansión. La exención se facilita al exigirse que el porcentaje de los nuevos valores representen, a lo largo de 12 meses, menos del 40% (actualmente el 20%) del volumen de los valores ya admitidos a negociación. Este nuevo porcentaje también se aplica a las acciones resultantes de conversión o canje, cuando las acciones resultantes sean de la misma clase que las ya admitidas a negociación. Se recoge un **nuevo supuesto** de exención de la obligación de publicar folleto de oferta o de admisión a negociación **para valores fungibles de valores que hayan sido admitidos a cotización de forma continuada durante al menos los dieciocho meses anteriores a la oferta o admisión en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión** y presenten a la Autoridad Nacional Competente (ANC) un breve documento (anexo IX de la propuesta) que incluye una declaración de cumplimiento de las obligaciones de información continua y periódica así como de transparencia, detalles sobre el uso de los ingresos y otras informaciones pertinentes que aún no se hayan hecho públicas. Esta exención (más amplia que la actual) no se aplica a las emisiones secundarias de empresas que se encuentren en dificultades financieras o que estén atravesando una transformación significativa (un cambio en el control resultante de una absorción, una fusión o una escisión), en cuyo caso los emisores están obligados a elaborar y publicar una nueva clase de folleto abreviado (el folleto de la Unión de seguimiento). **Para valores no participativos emitidos de forma continua por las entidades de crédito**, se hace permanente el **umbral de 150 millones de euros** de importe total de la oferta para quedar exentos de la obligación de publicar folleto en caso de oferta o admisión a cotización en un mercado regulado.

1.1.2. Se fija un **umbral único armonizado (que aumenta desde los 8 a los 12 millones de euros) por debajo del cual las ofertas públicas de valores están exentas de folleto**, siempre que no esté sujeta a

notificación (pasaporte) de la ANC del Estado Miembro (EM) de origen. El umbral se calcula sobre el importe total de las ofertas agregadas realizadas por el mismo emisor u oferente en la UE durante un período de doce meses; por debajo de dicho umbral, el emisor puede elaborar un folleto de forma voluntaria y los EM pueden exigir documentos nacionales de divulgación siempre no constituyan una carga desproporcionada.

1.1.3. Se propone un **formato estandarizado y un orden fijo de divulgación de la información para los folletos y las notas de síntesis en las ofertas públicas de valores y en las admisiones a negociación en mercados regulados**. El formato de los folletos será desarrollado mediante actos delegados adoptados de la CE que tendrán en cuenta: i) la información sobre sostenibilidad que los emisores de acciones deban divulgar en virtud de la próxima Directiva sobre divulgación de información corporativa; y ii) la información sobre si la comercialización por emisores de valores distintos de acciones tiene en cuenta factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) o si persigue objetivos ASG.

Otras mejoras en la eficiencia de los folletos son: i) los folletos de acciones tendrán una extensión máxima de 300 páginas de tamaño A4 (sin contar la nota de síntesis, la información incorporada por referencia u otra información adicional como el historial financiero completo o un compromiso financiero significativo); ii) las notas de síntesis tendrán una extensión máxima de 5 páginas ampliable en casos concretos; iii) la descripción de los factores de riesgo no puede ser genérica y se puede incluir la descripción de su importancia en una escala cualitativa; iv) la incorporación por referencia es obligatoria; v) los inversores no pueden solicitar copias en papel del folleto; y vi) es posible la redacción únicamente en inglés salvo en el caso de la nota de síntesis.

1.1.4. Se sustituye el folleto simplificado para las emisiones secundarias (y el folleto de la Unión de recuperación a punto de expirar) por un **nuevo folleto de la Unión de seguimiento para valores participativos y no participativos**, que se aplicará a las emisiones secundarias de emisores/oferentes de valores admitidos a cotización de forma continuada durante al menos los dieciocho meses anteriores cuando no entran en el ámbito de aplicación de una exención (por ejemplo, cuando no se cumple el criterio de fungibilidad). Como excepción, un emisor que solo tenga valores no participativos admitidos a cotización en un mercado regulado o en un mercado de pymes en expansión no estará autorizado a elaborar esta clase de folleto. El folleto contendrá la información sobre el emisor, los valores y la emisión que contemplan los anexos IV y V de la propuesta para acciones y valores distintos de acciones, respectivamente, y tendrá en el caso de acciones una extensión máxima de 50 páginas.

1.1.5. Se sustituye el folleto de la Unión de crecimiento por un **nuevo documento de emisión de la Unión de crecimiento** cuya elaboración y publicación es obligatoria (salvo supuesto de exención), siempre que no tengan ya valores admitidos a cotización en un mercado regulado, para las ofertas públicas de valores de las categorías de oferentes siguientes: i) pymes, ii) emisores (no pymes) cuyos valores estén o vayan a ser admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión, y iii) otros emisores distintos de los anteriores cuando el importe de la oferta agregado en la unión sea inferior a 50 millones (actualmente 20 millones) y tengo un número de empleados medio de hasta 499 durante el ejercicio económico anterior. No obstante, los oferentes descritos en i) y ii) podrán optar por elaborar un folleto de la Unión de seguimiento siempre que tengan valores ya admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión de forma continua durante al menos los últimos dieciocho meses. El folleto contendrá la información sobre el emisor, los valores y la emisión que contemplan los anexos VII y VIII de la propuesta para acciones y valores distintos de acciones, respectivamente, y tendrá una extensión máxima de 75 páginas.

1.1.6. Se racionaliza y mejora la **convergencia de los procedimientos de examen y la aprobación del folleto** por parte de las ANC. Para ello, se faculta a la CE para especificar en actos delegados: i) cuándo una ANC está autorizada a utilizar criterios adicionales para el examen del folleto y el tipo de información adicional que puede exigir; ii) el plazo máximo para concluir el examen del folleto y llegar a una decisión sobre si se aprueba o no y se da por concluido o no el proceso de revisión; iii) las consecuencias para una ANC que no adopte una decisión sobre el folleto dentro de los plazos establecidos. ESMA deberá realizar, al menos cada 3 años, una revisión inter pares de los procedimientos de examen y aprobación de folletos.

1.1.7. Se aclara que, en el caso de **publicación de un suplemento del folleto**, el intermediario financiero -tal y como se introdujo en el paquete de recuperación de los mercados de capitales- está obligado a informar únicamente a los inversores que sean sus clientes y acepten ser contactados por medios electrónicos.

1.1.8. Para obtener la **equivalencia de folletos de terceros países** la oferta pública en la UE debe ir vaya acompañada de una admisión a negociación en un mercado regulado o un mercado de pymes en expansión y cumplir las condiciones siguientes: i) el emisor deberá presentar el folleto a aprobación a la ANC del tercer país y facilitar una confirmación de su aprobación a la ANC de un EM de la UE; ii) la CE deberá adoptar un acto de ejecución y ESMA haber formalizado acuerdos de cooperación con la ANC del tercer país; iii) el régimen lingüístico

del folleto y los anuncios publicitarios se ajustarán al Reglamento. Se describen los requisitos que deberá cumplir la legislación del tercer país para que la CE pueda determinar la equivalencia de su marco jurídico y de supervisión. La CE en actos delegados concretará los requisitos de equivalencia y el contenido mínimo de los acuerdos de cooperación.

1.1.9. Otras **modificaciones adicionales** son las siguientes: se simplifica y alivia el régimen del **documento de registro universal** al permitir la redacción del documento únicamente en inglés y conceder la condición de emisor frecuente en un año desde su aprobación (en vez de dos); se reduce de seis a tres días hábiles el plazo para poner el folleto a disposición del público en el caso de una oferta pública inicial de una clase de acciones antes de que concluya la oferta pública; y se amplía de dos a tres días hábiles el plazo para ejercer el derecho a retirar la aceptación de la suscripción de valores cuando los emisores publiquen un suplemento debido a nuevos factores significativos, errores o inexactitudes materiales.

1.2. Reglamento de Abuso de Mercado. La propuesta pretende reducir la inseguridad jurídica sobre cuál es la información privilegiada que debe divulgarse y el momento de la divulgación, así como aliviar el cumplimiento regulatorio de las operaciones de directivos, las listas de iniciados y las prospecciones de mercado.

1.2.1. Se reduce el alcance de la obligación de divulgar información privilegiada en el caso de procesos prolongados (acontecimientos en varias fases como una fusión) que ahora no incluye las etapas intermedias y sólo hay obligación de divulgar la información relativa al suceso que tenga por objeto completar el mismo, si bien sí están prohibidas las operaciones con información privilegiada durante las etapas intermedias. Los emisores deberán garantizar la confidencialidad de la información privilegiada hasta el momento de su divulgación y, cuando deje de estar garantizada (por ejemplo, una filtración o un rumor), la harán pública lo antes posible. La CE adoptará un acto delegado que establezca (y revise cuando sea necesario) una **lista no exhaustiva de supuestos de información privilegiada y, para cada información, el momento en que quepa esperar razonablemente que el emisor la divulgue**. Además, en la **definición de información privilegiada** se incluye no sólo la información transmitida por un cliente en relación con sus órdenes pendientes sino también la información sobre las órdenes transmitidas por personas distintas de los clientes, como las órdenes conocidas en virtud de la gestión de una cuenta propia o un fondo.

1.2.2. Se especifican las **condiciones en las que los emisores pueden bajo su responsabilidad retrasar la divulgación de información privilegiada** al sustituir la condición general de que el retraso no debe inducir a engaño al público por una lista de condiciones que debe cumplir la información: i) no diferir sustancialmente del anuncio público previo del emisor; ii) no tener en cuenta el hecho de que no es probable que se cumplan los objetivos financieros del emisor si han sido anunciados; y iii) no contrastar con las expectativas del mercado si estas se basan en señales previas del emisor. La comunicación de la intención de retrasar la divulgación a la ANC se adelanta al momento inmediatamente después de que se haya tomado la decisión (en vez del momento posterior a la divulgación de la información al público) y las ANC sólo reciben la comunicación, pero no la autorizan. Se incluyen, junto a las entidades de crédito/financieras, a las empresas matriz o vinculadas a ellas dentro de los emisores que pueden retrasar la difusión pública de información privilegiada incluyendo la relativa a un problema temporal de liquidez.

1.2.3. Se aclara que el **carácter de «puerto seguro» del régimen de prospección de mercado** es solo una opción: si los participantes del mercado cumplen los requisitos sobre la comunicación y el registro de la información privilegiada, entonces gozan de protección frente a la alegación de divulgación ilícita de información privilegiada («puerto seguro»). No obstante, en caso de incumplimiento no hay presunción legal de que los participantes del mercado que comunican información hayan divulgado información privilegiada de forma ilícita. También se amplía la definición de prospección de mercado para incluir diferentes tipos de comunicaciones de información (sondeos, etc.) no seguidas de un anuncio específico.

1.2.4. Se simplifica el **régimen de listas de iniciados** al ampliar a todos los emisores (incluidos los de los mercados regulados) las simplificaciones introducidas por el Reglamento 2019/2115 para los emisores en los mercados de pymes en expansión. Los emisores deben elaborar y mantener actualizada una **lista permanente de iniciados** que incluye a todas las personas que, debido a la naturaleza de su función o cargo en el emisor, tienen acceso regular a información privilegiada, por ejemplo, los miembros de los órganos de administración, gestión y supervisión, los ejecutivos que toman decisiones de gestión que afectan a la evolución futura y a las perspectivas de negocio de los emisores y el personal administrativo que tiene acceso regularmente a la información privilegiada. Sin embargo, las personas que actúan en su nombre o por su cuenta (contables, abogados, agencias de calificación) sí tienen la obligación de elaborar, actualizar y facilitar a la ANC, previa solicitud, su propia lista de iniciados. Asimismo, se permite a los EM, en el caso de emisores cuyos valores hayan sido admitidos a cotización

en un mercado regulado durante al menos los últimos cinco años, optar por exigir la elaboración y el mantenimiento de una **lista completa de iniciados** cuando esté justificado por razones de integridad del mercado nacional. Los emisores y cualquiera que actúe en su nombre o por su cuenta pueden solicitar a las personas incluidas en su lista de iniciados el reconocimiento de sus obligaciones en un soporte duradero.

1.2.5. Se eleva de 5.000 a 20.000 euros el umbral por encima del cual las **operaciones realizadas por directivos** deben ser notificadas al emisor y a las ANCs. Las ANC pueden aumentar el umbral aplicable a escala nacional hasta 50.000 euros (antes hasta 20.000 euros). Asimismo se amplía el alcance de las exenciones a la prohibición de realizar operaciones en el período limitado (treinta días naturales anteriores al anuncio de un informe financiero intermedio o de un informe de final de ejercicio) ya que el emisor puede autorizar dichas operaciones: i) cuando se realicen en el marco de un plan de participación/ahorro de los empleados sobre instrumentos financieros distintos de las acciones (actualmente solo acciones); y ii) cuando las personas con responsabilidades de dirección no adopten ninguna decisión activa de inversión (como la conversión automática de instrumentos financieros).

1.2.6. Se Establecen **sanciones pecuniarias administrativas más proporcionadas al tamaño del emisor**. Las sanciones pecuniarias serán o bien un porcentaje del volumen de negocios anual total de la persona jurídica o, excepcionalmente, un importe fijo (que es más bajo si es una pyme) por incumplimiento de los requisitos de divulgación o del régimen de listas de iniciados. Las ANC, para calcular el importe de las sanciones tendrán en cuenta, entre otras circunstancias, la solvencia financiera de la persona responsable de la infracción indicada (el volumen de negocios total de una persona jurídica o los ingresos anuales de una persona física) y el principio non bis in ídem. Se incluye a los administradores y contribuidores de índices en el ámbito de aplicación del régimen administrativo sancionador.

1.2.7. El nuevo **mecanismo de intercambio de datos del libro de órdenes o CMOBS** (*cross market order book surveillance mechanism*) permite a las ANC que supervisen centros de negociación con dimensión transfronteriza significativa el intercambio continuo y oportuno de los datos sobre libros de órdenes recogidos en dichos centros de negociación con respecto a los instrumentos negociados en dicho mercado, con la finalidad de detectar el abuso de mercado en un contexto transfronterizo. Una ANC podrá obtener dichos datos cuando sea la autoridad del mercado más importante según MiFIR para acciones, bonos y/o futuros.

1.2.8. Otras modificaciones de interés son: i) para que un **programa de recompra** pueda beneficiarse de la excepción de no aplicación de los artículos 14 y 15 (prohibición de uso de información privilegiada y de manipulación de mercado) a la negociación de acciones propias, el emisor comunicará la información únicamente a la ANC del mercado más importante en términos de liquidez para sus acciones y solo harán pública información agregada; ii) se elimina el requisito de que el operador de un mercado de pymes en expansión apruebe las condiciones de los **contratos de liquidez** y se sustituye por la obligación de reconocer por escrito al emisor que ha recibido dicho contrato; iii) se amplían los supuestos de retraso en la difusión pública de información privilegiada a fin de preservar la estabilidad financiera en ciertas condiciones para incluir el caso de un emisor que sea una **empresa matriz o empresa vinculada** de una entidad de crédito o financiera cotizada o no cotizada; y iv) se permite la creación por parte de ESMA de **plataformas de colaboración** con las ANC y con organismos públicos que supervisen los mercados al contado, a fin de mejorar el intercambio de información en caso de dificultades relacionadas con la integridad o el buen funcionamiento de los mercados.

1.3. MiFIR. Una ANC puede solicitar del operador de un centro de negociación los datos pertinentes sobre todas las ordenes relativas a instrumentos financieros que se reciban en sus sistemas de forma permanente. El operador tiene la obligación de mantener los datos pertinentes a disposición de la ANC durante 5 años. ESMA coordinará el acceso a la información por las ANC y especificará los datos pertinentes de la orden que deben mantenerse.

2. Novedades de la Directiva que modifica MiFID y deroga la Directiva 2001/34/CE

2.1. Para abarcar una gama más amplia de pymes, aumentar su visibilidad y hacer la inversión más atractiva para los inversores **se incrementa el umbral** actual de 1.000 hasta 10.000 millones de euros de capitalización bursátil, por debajo del cual se beneficiarían d**e la excepción a la regla del *unbundling*** ya que sería posible reagrupar los costes de los servicios de ejecución de las operaciones y los de los servicios de investigación (llamados en la práctica de los mercados servicios de análisis financiero).

2.2. Se contempla el **"análisis financiero patrocinado por el emisor"** pagado al analista financiero total o parcialmente por el emisor y difundida al público, a las ESI o a los clientes de gestión de carteras o de otros servicios de inversión de éstas. Debe ser elaborado según un código de conducta respaldado por un organismo rector del mercado registrado en un EM o por una ANC. Los EM velarán por que cualquier emisor pueda presentar su análisis patrocinado al organismo de recopilación conforme a la propuesta de Reglamento sobre un punto de

acceso único europeo (ESAP).

2.3. Se permite que un **segmento de un sistema multilateral de negociación (SMN) se registre como mercado de pyme en expansión** cuando el operador de dicho SMN así lo solicite y siempre que cumpla determinados requisitos.

2.4. Para aumentar la armonización de las normas de cotización y reducir la inseguridad jurídica y el arbitraje regulatorio en la UE, por un lado, **se deroga la Directiva de cotización y se transfieren sus disposiciones en vigor a MiFID II** y, por otro, s**e actualizan los requisitos para la admisión a negociación**: el capital flotante mínimo se reduce del 25% al 10% para permitir una mayor flexibilidad a los emisores que deseen mantener una participación importante y ese 10% no se limita a ciudadanos de la UE o del Espacio Económico Europeo. La capitalización bursátil previsible de las acciones que sean objeto de la solicitud de admisión a negociación no cambia (al menos 1.000.000 euros o equivalente en otra moneda nacional).

3. Nueva Directiva sobre estructuras de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión

3.1. Los propietarios de compañías podrán acceder a financiación mediante su **admisión a negociación en mercados de pymes en expansión** en uno o varios EM siempre que no tenga acciones admitidas en ningún otro centro de negociación, conservando el poder de decisión sobre su empresa y protegiendo al mismo tiempo los derechos de los demás accionistas. Para ello, las compañías emiten **dos clases de acciones diferentes** con distinto número de derechos de voto asociado: **accionistas con derechos de voto múltiple** (tienen votos adicionales asociados a la acción) y **los accionistas (inversores) sin voto múltiple** (que tienen un voto por acción y, por lo tanto, menos poder de decisión). Los EM podrán introducir o mantener en vigor disposiciones nacionales en situaciones no cubiertas por la Directiva.

3.2. Para la adecuada protección de los accionistas sin voto múltiple se prevén salvaguardas: i) la decisión de adoptar una estructura de acciones con voto múltiple se tomará en junta general y se aprobará por mayoría cualificada (según legislación nacional); ii) el peso del voto de las acciones con voto múltiple en las juntas generales se limitará: o bien con una ratio máxima de voto ponderado y un requisito sobre el porcentaje máximo del capital social en circulación que pueden representar, o bien con una restricción del ejercicio de los derechos de voto adicionales asociados sobre cuestiones que requieran la aprobación por mayoría cualificada en junta general. Los EM podrían prevén otras salvaguardias adicionales en relación con los derechos de voto adicionales: cláusulas de extinción por transferencia (prohibir su transferencia o su existencia en caso de el fallecimiento/incapacidad/jubilación del titular original) o las cláusulas de extinción basadas en el tiempo o en acontecimientos específicos.

3.3. En aras de la **transparencia**, los EM velarán para que las compañías hagan públicas: a) la estructura del capital, las distintas clases de acciones (derechos y las obligaciones, el porcentaje del capital social total y de los derechos de votos totales que represente cada clase); b) las restricciones a la transferencia de valores; c) la identidad de los titulares de cualquier valor con derechos de control especiales; d) las restricciones de los derechos de voto; e) la identidad de los accionistas titulares de acciones con voto múltiple y de la persona física o jurídica con derecho a ejercer derechos de voto en nombre de dichos accionistas, cuando proceda. La información se incluirá en el folleto de la Unión de crecimiento (o en el documento de admisión adecuado) y en el informe financiero anual.

Enlaces de interés: Propuesta de Reglamento por el que se modifican los Reglamentos 2017/1129, 596/2014 y 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital de las pequeñas y medianas empresas Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más tractivos para las sociedades y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas y se deroga la Directiva 2001/34/CE Propuesta de Directiva sobre estructuras de voto múltiple en compañías que buscan la admisión a negociación de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión