



Unión de los Mercados de Capitales: propuesta de la Comisión Europea para facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Octubre 2018.

Uno de los objetivos de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) es ampliar el acceso de las empresas europeas, en todas las fases de su desarrollo, a las fuentes de financiación que ofrecen los mercados, reduciendo así su dependencia de la financiación bancaria. Desde su puesta en marcha, el Plan de Acción para la UMC ha impulsado el aumento de las fuentes de financiación para las empresas a medida que se expanden a través de diferentes iniciativas. En su revisión de 2017, la Comisión Europea (CE) puso un mayor énfasis en fomentar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) a los mercados públicos y se comprometió a explorar medidas para lograrlo.

Pese a los beneficios que puede suponer el acceso de las pymes a estos mercados (como una mayor diversificación de inversores, un mejor perfil público y el reconocimiento de su marca), el número de ofertas públicas iniciales en los mercados específicos de pymes de la Unión Europea (UE) se redujo significativamente a raíz de la crisis y no se ha recuperado.

La Directiva MiFID II¹, de aplicación desde enero de 2018, introdujo una nueva categoría de sistemas multilaterales de negociación (SMN), los **mercados de pymes en expansión**. A pesar de que se ha realizado una serie de simplificaciones en el marco normativo de la UE para aliviar las cargas de los emisores de estos mercados, todavía se considera necesario continuar trabajando para reducir los obstáculos que limitan el pleno desarrollo de esta figura.

Con este objetivo, el pasado 24 de mayo la CE publicó una propuesta para introducir adaptaciones técnicas en la normativa a fin de: (1) reducir la carga administrativa y los elevados costes de cumplimiento normativo para la admisión a negociación de instrumentos financieros emitidos por pymes en mercados de pymes en expansión, al mismo tiempo que se mantiene una elevada protección de los inversores y la integridad del mercado y (2) aumentar la liquidez de las acciones emitidas en estos mercados, cuya insuficiencia afecta tanto a emisores como a inversores e intermediarios.

Esta propuesta es el fruto de varios trabajos previos -que incluyen el recurso a asesoramiento especializado y una consulta pública iniciada en diciembre de 2017- y comprende: (1) un Reglamento que modifica algunas normas del nuevo Reglamento sobre folletos² y del Reglamento sobre abuso de mercado³ y (2) un acto delegado que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva MiFID II en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión (ESI).

¹ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

² Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

³ Reglamento (UE) n ° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 , sobre el abuso de mercado.

Medidas propuestas para fomentar el uso de los mercados de pymes en expansión

A continuación se resume el contenido de la propuesta así como las barreras que persigue eliminar.

Modificaciones en el Reglamento sobre abuso de mercado

Este Reglamento, que recoge una serie de disposiciones para evitar el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado y contiene diversas obligaciones de información y mantenimiento de registros para los emisores, es de aplicación general. Sólo contempla dos adaptaciones para emisores que cotizan en mercados de pymes en expansión. La primera permite a los centros de negociación que gestionen uno de estos mercados publicar información privilegiada en el sitio web de dicho centro (en lugar de en el del emisor). La segunda permite a los emisores que cotizan en estos mercados elaborar listas de iniciados solo a solicitud de una autoridad nacional competente (ANC), aunque deben mantener recopilada y almacenada toda la información para facilitar las listas cuando se soliciten. No obstante, estas simplificaciones se consideran limitadas.

Asimismo, el régimen de prospección de mercado en la colocación privada de bonos a inversores institucionales contemplado en el Reglamento supone también un obstáculo, ya que el procedimiento establece una serie de requisitos -a fin de evitar el uso de la información comunicada en este contexto- que resultan gravosos para las pymes.

De igual manera, la liquidez en estos mercados se ve afectada por las deficiencias derivadas de la obligación recogida en el Reglamento que exige que los Estados miembros establezcan una práctica de mercado aceptada para que los emisores puedan celebrar contratos con intermediarios que aporten liquidez. Dicha práctica sólo ha sido establecida por cuatro Estados miembros, por lo que el mercado está fragmentado.

Al objeto de resolver estas y otras cuestiones, se proponen cinco modificaciones:

(1) *Exención del régimen de prospección de mercado en las colocaciones privadas de bonos entre inversores cualificados.* La exención se aplicará: i) si el emisor que desea realizar la colocación privada de bonos ya tiene sus acciones o instrumentos financieros de otro tipo admitidos a negociación en un mercado de pymes en expansión y ii) si se implanta un procedimiento alternativo de información privilegiada a terceros, conforme al cual todo inversor cualificado potencial reconozca las obligaciones derivadas del acceso a esa información, por ejemplo, mediante un acuerdo de no divulgación.

(2) *Contrato de aportación de liquidez para los emisores de mercados de pymes en expansión.* Se persigue ofrecer la posibilidad de que los emisores de estos mercados puedan celebrar contratos de aportación de liquidez con intermediarios financieros incluso cuando la ANC del lugar de ubicación del mercado no haya establecido una práctica de mercado aceptada. Para ello será necesario que: i) dicho contrato se atenga a los requisitos legales establecidos en el Reglamento así como los que desarrolle la Autoridad Europea de Valores y Mercados, ii) el proveedor de liquidez sea una ESI autorizada con arreglo a la Directiva MiFID II y miembro de un mercado de pymes en expansión en el que las acciones del emisor estén admitidas a negociación y iii) el contrato se ponga en conocimiento del organismo rector del mercado o la ESI que gestione el mercado de pymes en expansión, que deberá aprobar las condiciones del mismo.

(3) *Justificación del retraso en la difusión de información privilegiada.* Los emisores de mercados de pymes en expansión estarán obligados a notificar el retraso de la publicación de información privilegiada a la ANC, pero sólo estarán obligados a justificarlo a solicitud de dicha autoridad. Asimismo, no deberán mantener una lista de información detallada para justificar el retraso, pudiéndose elaborar *ex-post* cuando sea requerida por la ANC.

(4) *Listas de iniciados respecto de los mercados de pymes en expansión.* A pesar de que el Reglamento contiene una simplificación de la obligación para los emisores de los mercados de pymes en expansión, se propone sustituirla por una "lista de iniciados permanentes" que incluya a todas las personas que tienen regularmente acceso a información privilegiada sobre ese emisor por sus funciones dentro de este o por razón de su cargo.

(5) *Operaciones de los directivos de los emisores de mercados de pymes en expansión.* Actualmente, las personas con responsabilidades de dirección y las personas estrechamente vinculadas deben declarar sus operaciones a la ANC y al emisor en los tres días siguientes a la fecha de la operación, mientras que el emisor tiene que comunicar la información al mercado a más tardar tres días después de la fecha de la operación. No obstante, si el emisor recibe la información del directivo tarde le resulta imposible cumplir con su obligación en plazo. La modificación propone ampliar el plazo para que el emisor disponga de dos días adicionales, a contar desde la fecha en que recibe la notificación, para la divulgación pública de la información.

Modificaciones en el nuevo Reglamento de folletos

El "folleto de la Unión de crecimiento", de carácter simplificado, incorporado en el nuevo Reglamento de folletos en el marco del Plan de Acción para la UMC, tiene como objetivo facilitar y abaratar, tras su entrada en vigor en julio de 2019, el acceso de las pequeñas empresas a los mercados de capitales. Sin embargo, según el nuevo

Reglamento de folletos, este folleto simplificado no será válido para que el emisor que lleve cotizando un determinado tiempo en un mercado de pymes en expansión pueda transferir sus acciones de ese mercado a un mercado regulado. En este caso, por tanto, el emisor deberá elaborar un folleto íntegro. Para resolver este obstáculo, la CE propone una modificación al nuevo Reglamento de folletos para facilitar la mencionada “transferencia” desde el mercado de pymes en expansión al mercado regulado. Concretamente, se propone que aquellas empresas que lleven ya, al menos, tres años cotizando en un mercado de pymes en expansión y deseen pasar a un mercado regulado puedan hacerlo usando este tipo de folleto simplificado.

Modificaciones en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión por el que se completa la Directiva MiFID II

Se han detectado dos barreras normativas con relación a este Reglamento Delegado: 1) la definición de pymes emisoras de instrumentos distintos de acciones no está bien adaptada y calibrada para las compañías que emiten bonos en SMN, que habitualmente no cumplen los criterios⁴ y 2) los emisores de instrumentos distintos de acciones en los mercados de pymes en expansión deben publicar informes semestrales que no son exigidos a los emisores de mercados regulados que emiten bonos con una denominación unitaria por encima de 100.000 euros.

Por otro lado, la liquidez de estos mercados también se ve afectada por la ausencia de un requisito de capital flotante (una cantidad mínima de capital en manos del público que puede ser negociada libremente).

Se proponen tres modificaciones en el Reglamento Delegado:

(1) *Definición de pyme emisora de instrumentos distintos de acciones en un mercado de pymes en expansión.* Se propone sustituir la actual definición por una basada en el tamaño de la emisión estableciendo el umbral en 50 millones de euros durante un periodo de 12 meses, empezando a contar desde el 1 de enero. Además, para determinar si un emisor puede acogerse a este umbral, se deberán considerar todas las emisiones de deuda que se puedan realizar en todos los centros de negociación de la UE.

(2) *Informe semestral.* Se propone hacer opcional la obligación de presentar este informe para las pymes emisoras de instrumentos distintos de acciones de la categoría pyme en un mercado de pymes en expansión (la obligación se mantiene para emisores de acciones).

(3) *Capital flotante.* Se plantea imponer un requisito de capital flotante a los emisores de acciones o instrumentos equivalentes que soliciten la admisión a negociación en un mercado de pymes en expansión permitiendo que los operadores de mercados o las ESI operando uno de estos mercados puedan tener la flexibilidad de adoptar un criterio específico en relación con este requisito (expresarlo como porcentaje o valor absoluto).

Estas medidas persiguen: i) aumentar el número de emisores solo de deuda que puedan considerarse pymes para que más SMN se puedan registrar como mercados de pymes en expansión y que los emisores que participan en estos mercados se beneficien de requisitos normativos simplificados, ii) facilitar que los organismos rectores del mercado adapten mejor sus normas de cotización a las condiciones locales y iii) garantizar que las acciones cotizadas en mercados de pymes en expansión no sean demasiado ilíquidas en la fase de admisión.

Conclusión

Aunque el marco legislativo actual ya contempla algunas simplificaciones que afectan a los mercados de pymes en expansión, estas se consideran muy limitadas. Los cambios normativos ahora propuestos suponen un paso más pero no un remedio total, por lo que se deberían esperar medidas en el futuro que profundicen en esta dirección.

⁴ Según la definición del Reglamento Delegado, “un emisor que no disponga de acciones o instrumentos asimilados que se negocien en algún centro de negociación tendrá la consideración de pyme a efectos de lo dispuesto en el artículo 4, apartado 1, punto 13) de la Directiva 2014/65/UE si, de acuerdo con sus últimas cuentas anuales o consolidadas, cumple al menos dos de los siguientes tres criterios: un número medio de empleados durante el ejercicio inferior a 250, un balance total no superior a 43.000.000 EUR y un volumen de negocios anual neto no superior a 50.000.000 EUR”.

Enlaces de interés:

[Propuesta Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos \(UE\) n.º 596/2014 y \(UE\) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión](#)

[Propuesta de Reglamento Delegado de la CE que modifica el Reglamento Delegado \(UE\) 2017/565 de la CE en lo](#)

que se refiere a ciertas condiciones de registro para promover el uso de los mercados de pymes en expansión recogidas en la Directiva MiFID II (sólo en inglés)