



Consulta de la Comisión Europea sobre la Ley de cotización: cómo hacer más atractivos los mercados de capitales para las empresas de la Unión Europea y facilitar el acceso de las PYMES al capital. Boletín Internacional de marzo de 2022.

La Comisión Europea (CE) publicó el 19 de noviembre de 2021 una **consulta específica** para recabar información de las partes interesadas **sobre cómo atraer a las empresas de la Unión Europea (UE), en particular a las pequeñas y medianas empresas (PYMES), a los mercados de capitales públicos** para que no dependan de las fuentes tradicionales de financiación y, consiguientemente, cómo fomentar la actividad de los mercados de capitales públicos de la UE.

El acceso a los mercados públicos se encuentra con **tres obstáculos principales**: 1) la gran carga administrativa que implica el cumplimiento de la normativa y los elevados costes, 2) la dificultad de satisfacer las necesidades financieras de las empresas cotizadas por la falta de flexibilidad o claridad de la regulación y 3) la falta de análisis financiero (research) y la insuficiente liquidez de las empresas cotizadas que disuaden a los inversores. El documento analiza la **idoneidad de los marcos legislativos existentes más relevantes** como son el Reglamento de folletos, el Reglamento de abuso de mercado, la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II), la Directiva de transparencia y la Directiva de admisión de valores negociables a cotización oficial.

Esta consulta, abierta hasta el 25 de febrero de 2022, **solicita información de un conjunto amplio de partes interesadas**: Estados Miembros y sus Autoridades Nacionales Competentes (ANC), ESMA, participantes en los mercados -incluidas PYMES (admitidas a negociación en algún mercado o que hayan solicitado la admisión) y otras empresas distintas de PYMES-, mercados regulados, inversores minoristas e institucionales y sus organizaciones, empresas de servicios de inversión (ESI) y otros intermediarios financieros, asesores en el proceso de salida a bolsa desde la oferta pública inicial (en inglés Initial Public Offering, IPO) y cualesquiera otros proveedores de servicios relacionados. Esta consulta específica, que forma parte de una **iniciativa de la CE** sobre cómo hacer que la negociación en los mercados públicos de la UE sea más atractiva para las empresas (en particular, para las PYMES), está en consonancia con la **Acción número 2 del Plan de acción de la Unión de los mercados de capitales (UMC)** de la CE de septiembre de 2020 según la cual evaluaría si es necesaria una mayor simplificación de las normas de admisión a negociación de empresas en los mercados públicos.

A los efectos de esta consulta, el término **PYMES** abarca tanto las incluidas en la Recomendación de la CE 2003/361 como las del artículo 4.1.13 de MiFID II. La primera clasifica como PYMES a las empresas que emplean a menos de 250 personas y tienen un volumen de negocio que no supera los 50 millones de euros y/o un balance que no supera los 43 millones de euros. La segunda (MiFID II) define las PYMES como empresas con una capitalización bursátil media inferior a 200 millones de euros sobre la base de cotizaciones de cierre

de los tres años naturales anteriores. MiFID II introdujo los “mercados de PYMES en expansión” como SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación) en los que, al menos, el 50% de los emisores son PYMES, con la finalidad de facilitar el acceso de aquellas con alto crecimiento a los mercados públicos y aumentar sus oportunidades de financiación.

La consulta se divide en dos secciones principales:

Sección primera- Preguntas generales sobre el funcionamiento general del actual marco normativo:

1) Si el marco normativo es adecuado para facilitar el acceso a financiación a través de los mercados públicos, asegurar un adecuado nivel de protección de los inversores, atraer a los inversores profesionales y minoristas, integrar los mercados de capitales y proveer de claridad. **2) Los factores de la falta de atractivo** de los mercados (regulados, mercados de PYMES en expansión y otros mercados públicos) de la UE: elevado compliance, falta de flexibilidad por estructuras accionariales y formas de negociación rígidas, falta de liquidez de los valores o falta de atractivo de los valores PYMES. **3) La importancia relativa de cada coste** con respecto al coste total comparado con los beneficios, tanto en la fase de la IPO (abogados, auditores, bancos aseguradores/colocadores, tarifas del mercados en relación con la IPO, tarifas de la ANC por la aprobación del folleto, agentes de pago y otros), como en la fase de negociación continua (tarifas del mercado por la negociación, agentes de pagos, abogados, auditores, costes asociados al gobierno corporativo u otros), a los que hay que añadir los costes indirectos en ambas fases, principalmente los costes de compliance. En particular, se pregunta si los requisitos del Reglamento de folletos suponen una carga desproporcionada en comparación con las ventajas que puede traer en términos de protección de los inversores. **4) Si las medidas destinadas a mejorar la flexibilidad de los emisores** aumentaría las salidas a bolsa, tales como regular las estructuras de acciones con voto múltiple, aclarar las condiciones de la doble cotización o reducir/eliminar los requisitos de capital flotante (free float). **5) Las causas específicas de la escasa inversión en PYMES** (falta de visibilidad que conlleva una falta de liquidez de los valores, falta de confianza del inversor, inexistencia de incentivos fiscales o escasa participación de minoristas en los mercados públicos).

Sección segunda- Preguntas sobre distintos aspectos técnicos de las normas de admisión a negociación vigentes agrupados por el texto legal al que pertenecen:

Reglamento de folletos

En cuanto a los **costes**, se solicita información sobre los costes de la elaboración de los distintos tipos de folletos: folleto estándar para la oferta pública de acciones y de valores distintos de acciones, folleto base para valores distintos de acciones, folleto de la Unión de crecimiento para acciones y valores distintos de acciones, folleto simplificado para emisiones secundarias de acciones y valores distintos de acciones y folleto de la Unión de recuperación para acciones. Los costes que se contemplan son: costes internos del emisor, auditores, honorarios legales de aseguramiento de la oferta, tarifas de las ANC y otros. La consulta pregunta también qué secciones del folleto son las más difíciles y costosas de redactar y, en porcentaje, el ahorro que suponen el folleto de la Unión de crecimiento y el folleto de la Unión de recuperación para acciones en comparación con el folleto estándar.

Sobre los umbrales de **exención de la obligación de publicar un folleto**, se pregunta si es necesaria más claridad sobre la aplicación de los diversos umbrales por debajo de los cuales no se requiere folleto (por ejemplo, sobre la consideración del importe total de las ofertas y el cálculo del período de 12 meses), si pueden realizarse otras ofertas públicas y admisiones en un mercado regulado sin un folleto manteniendo una protección adecuada de los inversores, si los umbrales de exención son adecuados o deben ajustarse para que un mayor número de ofertas se lleven a cabo sin folleto y cuáles serían esos nuevos umbrales y, por último, si los Estados Miembros deben mantener la discreción para elevar el umbral de la obligatoriedad de folleto y adaptarlo a las especificidades nacionales.

El **folleto estándar** para ofertas y admisiones a negociación en mercados regulados es, según una parte de la

industria, demasiado largo y complejo, por ende, costoso especialmente para PYMES. Para lograr un equilibrio entre la protección efectiva del inversor y la adecuada carga administrativa para los emisores, la consulta plantea varias opciones: sustitución por un folleto más simplificado y eficiente (por ejemplo, el folleto de crecimiento de la UE), eliminación/alivio de ciertas informaciones (y cuáles) o sustitución por otro tipo de documento de admisión. En concreto, se pregunta por: i) la limitación del número máximo de páginas distinguiendo folletos para acciones y valores distintos de acciones, con posibles excepciones a dicha limitación; ii) si hay margen de mejora en la regulación de la nota de síntesis del folleto y en la incorporación por referencia y iii) si el folleto para valores distintos de acciones, que está sujeto a reglas específicas (elaboración de folleto base y régimen dual: institucionales y minoristas) ha sido efectivo para la financiación de las empresas.

El **folleto de la Unión de crecimiento**, que puede ser utilizado por las PYMES (junto con otros emisores), es más simplificado que un folleto estándar porque contiene menos información, si bien algunos comentarios de la industria indican que el tamaño no ha disminuido sustancialmente. Por ello, la consulta plantea distintas opciones: introducir un límite al tamaño, sustituirlo por un nuevo folleto para PYMES alineado con los folletos para admisión a negociación en SMN (incluidos los mercados de PYMES en expansión) o por otro tipo de documento de admisión.

En cuanto al **formato y lenguaje del folleto**, la consulta plantea la posibilidad de que el folleto se proporcione sólo en formato electrónico y de que se redacte sólo en inglés en distintos escenarios (siempre, salvo la nota de síntesis, sólo para ofertas transfronterizas, entre otros).

Sobre el **folleto para emisiones secundarias** de empresas cuyos valores ya están admitidos a negociación en un mercado regulado o en un mercado de PYMES en expansión y/o para la transferencia de un mercado de PYMES en expansión a un mercado regulado, la consulta plantea si los emisores admitidos de forma continua durante 18 meses deberían seguir sujetos a la obligación de publicar un folleto y cuáles son las opciones más proporcionadas para simplificar su contenido: sustitución del folleto por una declaración (statement) de cumplimiento con obligaciones continuas de divulgación de información financiera, por un folleto simplificado o por un documento de admisión a definir. En cuanto al folleto de la Unión de recuperación, se plantean diversas propuestas: darle carácter permanente para emisiones secundarias de todo tipo de valores o sólo de acciones o bien utilizarlo como folleto simplificado para emisiones secundarias.

La consulta pregunta si **el régimen de responsabilidad y el marco sancionador** para los emisores son adecuados y proporcionados y si la responsabilidad de las ANC en relación con el proceso de aprobación de folletos está adecuadamente determinada y es coherente en toda la UE. También pregunta cuál es la sanción con mayor impacto entre los emisores y plantea si debieran reducirse los máximos de las sanciones pecuniarias para personas jurídicas y personas físicas y/o eliminarse la posibilidad de sanciones penales.

En cuanto a las normas de **examen y aprobación del folleto** y su posible convergencia, la consulta considera necesario conocer la opinión de las partes interesadas sobre: i) si existe alineación o no entre las distintas ANC; ii) si los plazos de aprobación son adecuados; iii) si el periodo de días entre la publicación del folleto y el final de la oferta debería ampliarse para favorecer la participación de minoristas y iv) si debería modificarse el régimen dual para determinación del Estado Miembro de origen para emisiones de valores distintos de acciones, en qué sentido o si este régimen dual debería aplicarse también a las acciones.

En cuanto al **Documento de Registro Universal**, la consulta pone de relieve su escaso uso y las posibles causas: el tiempo necesario para ser calificado como emisor frecuente, tiempo de aprobación, costes de actualización, costes de cumplimiento, mejor encaje en renta variable o régimen lingüístico oneroso. También plantea que su contenido se alinee con la información en las emisiones secundarias, se apruebe sólo el primer año, no sea objeto de proceso de examen y aprobación por una ANC cuando se examine un folleto o se redacte sólo en inglés a efectos del pasaporte.

Acerca de **otras áreas de mejora**, se consulta la conveniencia de: i) hacer permanentes las normas sobre suplementos introducidas en el Paquete de Recuperación del Mercado de Capitales, en las que se extienden los plazos de la obligación de los intermediarios financieros de contactar a los inversores y de estos para ejercer sus derechos y ii) modificar el régimen de equivalencia para permitir que la CE tome decisiones de equivalencia.

Reglamento de Abuso de Mercado (MAR)

A la vista de los informes de expertos, la CE considera que puede haber una serie de disposiciones y requisitos de MAR que desincentivan la negociación de las empresas en mercados públicos (elevado coste de cumplimiento, cierta inseguridad jurídica por la dificultad de aplicación de algunos preceptos y un régimen sancionador algo desproporcionado). Por ello, propone mejoras que aseguren la proporcionalidad y reduzcan el coste de cumplimiento.

En cuanto a los **costes y cargas**, la consulta pregunta para cada disposición de MAR y para cada tipo de emisor cuánto de elevados en la escala son y cuáles son las razones de que sean tan elevados clasificándolos como costes únicos y continuos. El **ámbito de aplicación** de MAR se extiende incluso a aquellas empresas que únicamente han presentado una solicitud de admisión en SMN pero no están todavía negociando, planteando la consulta si es posible un abuso de mercado antes del primer día real de negociación.

Sobre la **definición de información privilegiada** una parte de la industria opina que la definición actual no aclara cuándo la información se convierte en privilegiada y cuándo nace la obligación de divulgación. La consulta plantea si unas guías de ESMA podrían aclarar las fases intermedias de la información hasta convertirse en “privilegiada” y cuál debería ser el sentido de las mismas: i) distinguir qué es a efectos de prohibición de abuso de mercado y cuándo se activa la obligación de divulgación; ii) definir qué es que “pueda influir en el precio de manera significativa” o iii) aclarar que la información privilegiada sólo debe hacerse pública en la fase final, a menos que haya habido una filtración. El documento considera también la posibilidad de pasar a un sistema que desencadene la obligación de divulgación en caso de ocurrir ciertos hechos materiales así como la posible interacción de este enfoque con la integridad del mercado. En cuanto a las condiciones para retrasar la divulgación de información privilegiada, ciertas partes interesadas subrayan que existen desafíos interpretativos en torno a cuáles sean estas condiciones, especialmente en relación con cuándo es poco probable que el retraso induzca a error al público y se pregunta si la revisión de las Directrices de ESMA son suficientes para aclarar dichas condiciones. En cuanto a la **divulgación de información privilegiada para emisores sólo de bonos**, la consulta plantea la opción de que divulguen sólo la información que afecte a su capacidad para atender al pago de su deuda.

En relación con el umbral de 5.000 euros para la comunicación de **operaciones realizadas por directivos** y personas estrechamente vinculadas con ellos, la consulta propone distintas opciones para elevarlo (desde 10.000 a 50.000 euros) y la posibilidad o no de mantener la discrecionalidad de las ANC o de elevar su umbral (20.000) a otros (desde 25.000 a 50.000 euros). También pregunta por el coste de cumplimiento de esta obligación y cuál sería el ahorro (coste estimado) si se elevara el umbral y quién debería ser el sujeto obligado (siempre el emisor, la ANC o según establezca la legislación nacional). Por último, se pregunta sobre la opinión de ESMA acerca de las posibles modificaciones de MAR y la posibilidad de ulteriores cambios/aclaraciones: aplicar los umbrales de forma no acumulativa, aclarar las operaciones que están sujetas a la obligación de comunicación o eliminar la lista de personas estrechamente vinculadas.

Por lo que respecta a las **listas de iniciados** se plantea si deberían simplificarse para todo tipo de emisores o sólo para emisores de mercados de PYMES en expansión o derogarse para estos últimos. Otro conjunto de propuestas pretende rebajar la complejidad del **régimen de prospección de mercado**. ESMA, en su reciente informe sobre MAR, recomendó mantener el actual régimen si bien simplificando el procedimiento. La consulta pregunta acerca de la suficiencia de la propuesta de ESMA o la necesidad de una modificación de fondo y en

qué mercados. En concreto, se pregunta sobre la aplicación de la exención de las normas sobre prospección de mercados a las colocaciones de capital privado de acciones para todos los emisores o sólo para emisores en mercados de PYMES en expansión.

En relación con el **régimen sancionador**, se pregunta por: i) la proporcionalidad de las sanciones administrativas y penales (ver su objetivo, tipo y tamaño de las entidades y costes); ii) el impacto del importe de las sanciones pecuniarias en la decisión sobre la salida a bolsa, teniendo en cuenta los distintos tipos de emisores y de mercados y iii) si debieran reducirse los máximos de las sanciones pecuniarias para personas jurídicas y físicas así como eliminarse la posibilidad de sanciones penales. En cuanto al criterio “volumen total de negocios”, como base para determinar la multa de personas jurídicas, si debería o no ser sustituido y por qué criterio.

La consulta también propone la supresión de la obligación del operador del mercado de aceptar los términos y condiciones definidos por emisores y ESI en **contratos de liquidez** usados en mercados de PYMES en expansión. Por último, para impulsar la investigación sobre los emisores más pequeños se propone la exención/aligeramiento del régimen de presentación de **recomendaciones de inversión** para valores admitidos a negociación en mercados de PYMES en expansión.

MiFID II

La consulta plantea algunos ajustes específicos para facilitar el acceso de las PYMES a los mercados públicos: i) introducir en el nivel 1 la posibilidad de **registrar un segmento de un SMN como mercado de PYMES en expansión** (actualmente esta posibilidad aparece reconocida en una Q&A de ESMA); ii) aclarar que los emisores pueden solicitar la negociación en dos mercados de PYMES en expansión (**dual listing**) y las condiciones de la misma en materia de gobierno corporativo o divulgación inicial/continua con respecto al segundo mercado así como si el segundo mercado podría ser otro distinto de un mercado de PYMES en expansión y iii) **facilitar**, más allá de las medidas del paquete de recuperación del COVID, que permitía **no cumplir la regla del unbundling** (separación del coste del análisis financiero del coste de la ejecución en el centro de negociación y otros costes de intermediación) en el análisis financiero de emisores que no excedan de un billón de euros de capitalización de mercado en el periodo de 36 meses anterior a la investigación, en concreto, aumentando los casos de beneficios menores no monetarios que pueden ser añadidos a la lista y planteando la extensión del *unbundling* al análisis financiero de renta fija, divisas o contratos de derivados sobre materias primas y al análisis independiente. Por último, pregunta qué tipo de análisis es más útil (independiente, patrocinado por el emisor o por un centro de negociación) para adoptar una decisión de inversión y si el análisis patrocinado por el emisor debería estar sujeto a normas de conflicto de interés entre el emisor y el analista.

Otras posibles áreas de mejora

Directiva de transparencia. Se pregunta si hay potencial de simplificar las obligaciones de información de los emisores, en concreto, la necesidad de informes intermedios o de notificación de cambios significativos de accionistas teniendo en cuenta la necesidad de facilitar la accesibilidad, el análisis y la comparabilidad de la información de los emisores.

Sociedades de adquisición con fines especiales, en inglés Special Purpose Acquisition Company (SPACs). A la vista de su uso vía IPO y en el mercado secundario, se solicita opinión sobre los aspectos siguientes: i) si constituyen una alternativa a las IPO tradicionales y qué salvaguardas habría que introducir para permitir el desarrollo de las SPACs; ii) qué medidas deberían existir para gestionar los riesgos para los inversores; iii) si deberían estar reservadas a inversores profesionales; iv) si es necesario armonizar el régimen de divulgación de información en la UE, por ejemplo, para que los inversores post IPO tengan conocimiento de los warrants suscritos por los patrocinadores y/o los accionistas iniciales; v) si es necesario aclarar el marco de custodia y gestión de los valores en una cuenta escrow de la SPAC y vi) si deberían estar sujetas a obligaciones de

divulgación de factores ASG (ambientales, sociales y de gobernanza).

Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial (modificada por la Directiva de folletos y MiFID). La consulta pregunta si: i) se debería modificar, transformar en Reglamento o derogar; ii) las definiciones de la Directiva están obsoletas; iii) la flexibilidad que se concede a los Estados Miembros y a las ANC es adecuada para la adaptación a las condiciones de los mercados locales; iv) las condiciones específicas para la admisión de acciones a negociación son todavía adecuadas: cifra esperada de 1 millón de euros de capitalización bursátil, divulgación información pre-IPO (publicación de cuentas anuales de los tres años anteriores), cifra mínima de capital flotante del 25% del capital suscrito como medida para favorecer la liquidez; v) si las condiciones específicas para la admisión de valores representativos de deuda son adecuadas y vi) si es necesario alguna modificación en el régimen de cooperación entre ANC.

Acciones con voto múltiple es un mecanismo que se utiliza para que las empresas puedan salir a bolsa sin que los propietarios iniciales pierdan el control y la dirección de las empresas. La consulta pregunta: i) si considera que su uso fomentaría las salidas a bolsa; ii) el impacto en el atractivo de una empresa para los inversores y si unos límites al número de votos (2:1, 10:1, 20:1) de cada acción mejorarían dicho atractivo; iii) si las cláusulas que eliminan el voto múltiple transcurrido un tiempo pueden producir un equilibrio adecuado entre los intereses de los fundadores y los inversores y iv) si sería útil establecer la posibilidad de negociar en cualquier centro de negociación de la UE siguiendo la estructura de derechos de voto múltiple.

Estándares de gobierno corporativo para empresas admitidas a negociación en un mercado de PYMES en expansión. La consulta plantea: i) su conveniencia para hacer las PYMES más atractivas para los inversores y cuál sería la opción más adecuada: incluirlos en los reglamentos de los operadores de mercados de PYMES en expansión adaptados a condiciones locales o establecerlos en forma de principios generales en legislación de la UE que pueda ser implementada de forma flexible por los Estados Miembros y ii) el contenido de los estándares y el coste de su implementación: información sobre operaciones con partes vinculadas y sobre adquisición/venta de derechos de voto para titulares de participaciones significativas, designación de un responsable de relaciones con los inversores, requisitos mínimos para la exclusión de negociación o designación de, al menos, un director independiente.

Por último, la consulta solicita información sobre casos de **gold-plating por parte de las ANC o Estados Miembros** en relación con normas de admisión a negociación, entendido como medidas que vayan más allá de lo requerido por la legislación de la UE.

Enlaces de interés:

[Consulta específica de la Comisión Europea sobre la Ley de cotización: hacer más atractivos los mercados de capitales públicos para las empresas de la UE y facilitar el acceso de las pymes al capital](#)