

Bruselas, 7.12.2022
SWD(2022) 763 final

DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN

RESUMEN DEL INFORME DE LA EVALUACIÓN DE IMPACTO

[...]

que acompaña al documento

**Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO
relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que
solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión**

**Propuesta de DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por la
que se modifica la Directiva 2014/65/UE para hacer que los mercados de capitales
públicos de la Unión resulten más atractivos 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 REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO
por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º
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 a las pequeñas y
medianas empresas**

{COM(2022) 760 final} - {SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final}

Un objetivo fundamental de la unión de los mercados de capitales (UMC) es mejorar el acceso de las pequeñas y grandes empresas a las fuentes de financiación basadas en el mercado. Esto les ayudaría a incrementar y diversificar su financiación, lo que reviste especial importancia para las pequeñas y medianas empresas (pymes) que dependen en exceso de la financiación bancaria. En la medida en que esto limita las oportunidades de financiación de las sociedades, la falta de financiación basada en el mercado afecta a la economía real, ya que da lugar a una pérdida de inversión y reduce los niveles de crecimiento económico, creación de empleo e innovación. Asimismo, los mercados de capitales de la UE siguen estando menos desarrollados que otras jurisdicciones importantes, y las bolsas de valores de la UE a veces se enfrentan a dificultades para atraer nuevas cotizaciones, como demuestran varias sociedades de la UE que prefirieron cotizar en una bolsa de un tercer país.

Desde el primer Plan de Acción para la UMC en 2015, es más fácil y económico para las sociedades, en particular las pymes, acceder a los mercados públicos. No obstante, las partes interesadas siguen defendiendo que deben estudiarse nuevas medidas reguladoras, en particular para racionalizar el proceso de cotización y lograr un tratamiento normativo más proporcionado, sobre todo para las sociedades más pequeñas.

La presente iniciativa responde al compromiso de la Comisión de simplificar las normas de cotización, tal como se detalla en la medida 2 del Plan de Acción para la UMC de 2020. Su objetivo es aliviar y hacer más proporcionados a las sociedades de diferente tamaño los requisitos que se aplican tanto en el momento de la cotización como cuando ya se cotiza. Las simplificaciones propuestas pretenden, en paralelo, preservar un grado suficiente de transparencia, protección de los inversores e integridad del mercado. Además, la iniciativa pretende abordar la cuestión de la fragmentación de las legislaciones nacionales, que restringe la flexibilidad de las sociedades a la hora de emitir acciones privilegiadas.

En el marco de la presente evaluación de impacto se detectan y evalúan dos problemas: 1) los fundadores de algunas sociedades de la UE no pueden mantener el nivel de control deseado cuando cotizan, debido a la restricción de los derechos de voto (acciones con derechos de voto múltiple) en algunos Estados miembros; 2) en la actualidad existe una cierta carga normativa innecesaria para las sociedades que desean cotizar o que ya cotizan.

La evaluación de impacto se centra en detectar y abordar obstáculos normativos específicos en cada fase del proceso de admisión a cotización. Aborda los obstáculos en la fase previa a la OPI derivados del Derecho de sociedades, en particular del hecho de que en algunos Estados miembros no es posible la admisión a cotización con una estructura de acciones con derechos de voto múltiple. A continuación, se centra en los obstáculos en la fase de OPI derivados del Reglamento sobre el folleto, en particular por los elevados costes de elaboración de un folleto. Por último, aborda los obstáculos encontrados en la fase posterior a la OPI derivados del Reglamento sobre abuso de mercado, en particular los costes derivados de la inseguridad jurídica en relación con la obligación de los emisores de divulgar públicamente información privilegiada.

La evaluación de impacto señala la necesidad de actuar a escala de la UE. Los Estados miembros tienen posibilidades limitadas para abordar los problemas detectados mediante cambios a escala nacional, bien porque la legislación financiera aplicable a los emisores y los centros de negociación está ampliamente armonizada a escala de la UE, bien porque es poco probable que los Estados miembros introduzcan reformas por sí solos (es decir, sobre el

Derecho de sociedades). Se espera que las modificaciones reglamentarias de la legislación de la UE establecidas en la evaluación de impacto hagan que resulte más atractivo para las sociedades cotizar y permanecer en los mercados públicos de la UE, al mitigar los obstáculos y costes detectados. Sin embargo, por sí solas, las medidas propuestas no podrán abordar todos los retos a los que se enfrentan actualmente los mercados públicos de la UE. A pesar de ello, deben contribuir a mejorar el acceso de las sociedades a los mercados públicos y a seguir desarrollando los mercados de capitales de la UE en general.

Posibles soluciones

Para cada fase del proceso de cotización, la evaluación de impacto establece dos opciones de actuación alternativas, tras haber analizado las pruebas empíricas disponibles y tener en cuenta las opiniones de las partes interesadas. Esta base empírica, que se utilizó para evaluar y comparar opciones de actuación, incluye las aportaciones recibidas de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), dos grupos de expertos, el encargo de un estudio sobre el funcionamiento de los mercados de valores primarios y secundarios de la UE, documentos de investigación y consultas con las partes interesadas, en particular a través de talleres específicos.

Para la fase previa a la OPI, la opción de actuación 1 aboga por una armonización mínima de las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en toda la UE a través de principios generales, mientras que la opción de actuación 2 completa dichos principios generales con un conjunto detallado de salvaguardias para los inversores minoritarios. Para la fase de la OPI, la opción 1 propone: 1) transferir el examen de los documentos de cotización (incluido el folleto) a los mercados organizados, permitiendo la reducción del contenido solo en casos específicos (es decir, en el caso de las cotizaciones en los mercados de pymes en expansión y en las emisiones secundarias). La opción 2 propone disponer de un folleto (o documento de admisión) más corto en todas las circunstancias y de un proceso de examen más racionalizado por parte de las autoridades nacionales competentes. En la fase posterior a la OPI, la opción 1 pretende aclarar la obligación de divulgación en virtud del Reglamento sobre abuso de mercado, también revisando las condiciones para retrasar dicha divulgación y hacer que el régimen sancionador sea más proporcionado para las pymes, mientras que la opción 2 propone limitar la divulgación de información privilegiada del Reglamento sobre abuso de mercado a una lista cerrada predeterminada de acontecimientos.

Comparación de las opciones y repercusiones de las opciones preferidas

La evaluación de impacto analiza las opciones en relación con tres objetivos, es decir, si: i) reducen los costes reglamentarios y de cumplimiento para las sociedades que desean cotizar o que ya cotizan, ii) garantizan un nivel suficiente de protección de los inversores e integridad del mercado y iii) ofrecen a los emisores más incentivos para que coticen. Por lo tanto, la opción preferida (para cada fase del proceso de cotización) debe ser rentable y eficaz a la hora de abordar el obstáculo detectado, salvaguardando al mismo tiempo un nivel suficientemente elevado de protección de los inversores y de integridad del mercado. Se ha tenido en cuenta la proporcionalidad de las medidas para las sociedades más pequeñas a la hora de determinar y evaluar las opciones.

En la fase previa a la OPI, en el marco de la opción preferida, se propone lograr una armonización mínima del régimen de acciones con derechos de voto múltiple. En la fase de la

OPI, el análisis reveló que la introducción de folletos más cortos, combinada con un examen racionalizado por parte de las autoridades nacionales competentes, tal como se propone en la opción 2, sería la forma más adecuada de abordar los obstáculos reglamentarios detectados. Por último, para la fase posterior a la OPI, se ha considerado que la opción preferida es la que consiste en la aclaración de la obligación de divulgación en virtud del Reglamento sobre abuso de mercado y el establecimiento de un régimen sancionador más proporcionado para las pymes, tal como se establece en la opción 1.

En general, las medidas propuestas harían más atractivo el hecho de cotizar y seguir cotizando. Los fundadores de sociedades y las sociedades familiares podrían solicitar la admisión a cotización en cualquier Estado miembro, y conservar al mismo tiempo un mayor control de su empresa mediante el uso de acciones con derechos de voto múltiple. Además, la posibilidad de elaborar folletos más cortos y menos costosos haría que el cumplimiento de los requisitos de cotización durante el proceso de la OPI fuera menos complejo y más barato, mientras que un procedimiento de examen y aprobación más eficiente daría lugar a un proceso de cotización más rápido. La aclaración sobre la divulgación (y el retraso de la divulgación) de información privilegiada facilitará (y reducirá los costes) la divulgación de información en el momento oportuno. Además, los emisores más pequeños también se beneficiarían de la introducción de un régimen de sanciones más proporcionado.

La evaluación cualitativa y cuantitativa sugiere que es posible adoptar las medidas señaladas en las opciones preferidas y mantener, al mismo tiempo, un nivel suficientemente elevado de integridad del mercado, protección de los inversores y proporcionalidad para las sociedades cotizadas más pequeñas.

Se espera que la iniciativa genere un ahorro anual de costes de aproximadamente 167 millones EUR para los emisores, incluidas las pymes. Se espera que las autoridades nacionales competentes puedan reducir sus costes, ya que la mayor sencillez y claridad de los requisitos les permitirá llevar a cabo sus actividades de supervisión de manera más eficiente. Los inversores también se beneficiarían de los cambios normativos previstos, ya que la información sobre la empresa (en el momento de la admisión a cotización y posteriormente) será más corta, más oportuna y más fácil de consultar. En términos de consecuencias más amplias, la iniciativa también puede tener un efecto positivo, aunque de forma marginal, en el mercado laboral de la UE y los Objetivos de Desarrollo Sostenible, al tiempo que da lugar a unos mercados de capitales de la UE mejor integrados, más profundos y más líquidos.